

Per il 2009 gli operatori prevedono un tendenziale peggioramento di tutti i principali parametri del comparto, con una riduzione dell'8-10,0% del numero delle transazioni per le abitazioni, del 7-8,0% dei valori immobiliari per uffici ed abitazioni e del 5,0% per i negozi, nonché una contrazione degli investimenti in edilizia di circa il 7,0%.

I canoni di locazione dovrebbero mantenersi stabili o in leggera flessione. Prevalgono invece caute attese di miglioramento in un orizzonte temporale di 2 anni, in concomitanza con la prevista ripresa economica generale.

Il patrimonio della Cassa, i rendimenti, le politiche d'investimento ed il piano d'impiego della liquidità

Il patrimonio immobiliare

E' costituito da 39 immobili dislocati sul territorio nazionale, prevalentemente al centro-nord, che occupano circa 241.000 metri quadrati di superficie complessiva, con un valore lordo di bilancio di circa € 234 milioni e netto di circa € 183 milioni.

Sul piano reddituale i ricavi da locazioni sono risultati pari a circa € 14 milioni, riferibili per circa il 50% al segmento commerciale, per circa il 32% a quello industriale e, per il residuo 18% circa, ad immobili ad uso residenziale.

Alla luce del descritto quadro dei mercati mobiliari ed immobiliari, pare potersi affermare che tra gli obiettivi dell'Ente dovranno trovare apprezzamento quelli volti alla razionalizzazione e riqualificazione dell'attuale patrimonio immobiliare nonché le analisi di nuove proposte d'investimento.

Tali opportunità, ad avviso del Consiglio, dovranno essere esaminate sulla base di valutazioni inerenti:

- il pregio della localizzazione e la qualità degli immobili oggetto di attenzione, nel cui ambito dovrebbero essere preferiti quelli del tipo "cielo-terra" (ossia autonomi dal punto di vista impiantistico e gestionale) e senza ristretti vincoli di destinazione;
- l'adeguatezza dei rendimenti attesi, sia in termini di rapporto con il costo sostenuto sia in termini di coerenza con l'obiettivo *target* dell'Ente.

Il patrimonio mobiliare

Consistenza e rendimenti

A fine 2008 il valore di mercato del patrimonio mobiliare è pari a circa € 2,3 miliardi.

Tale importo - come rappresentato nella tabella di seguito proposta - risulta in parte affidato alla gestione di operatori professionali ed in parte investito in strumenti finanziari acquisiti direttamente in portafoglio, nel caso di prodotti che, per loro natura e funzione nell'*asset allocation* dell'Ente, non appaiono necessariamente suscettibili di articolata gestione.

In tale tabella i valori di mercato delle "gestioni patrimoniali" sono tratti dai dati della banca depositaria e quelli delle obbligazioni includono i relativi ratei maturati (valori *tel quel*), mentre la liquidità è quella del conto corrente bancario dedicato all'operatività mobiliare ed include i relativi interessi maturati, nonché i crediti a breve (incassati a gennaio 2009) su parte della dismissione degli *hedge fund*. In relazione alle obbligazioni fondiarie viene considerato il costo storico, in quanto non risulta disponibile un prezzo di mercato.

TIPO DI GESTIONE	Valore di mercato al 31/12/2008	Peso (%)
Strumenti finanziari in portafoglio	1.343.512.279	58,93%
<i>ETF</i>	66.922.623	2,94%
ETF Azionari	63.285.221	2,78%
ETF Commodities	3.637.402	0,16%
<i>HF</i>	17.143.757	0,75%
HF Fondo di fondi	17.143.757	0,75%
<i>Liquidità</i>	252.181.254	11,06%
Liquidità di cc	252.181.254	11,06%
<i>OICR</i>	117.971.722	5,17%
OICR Altro	4.423.882	0,19%
OICR Azionari	31.602.702	1,39%
OICR Obbligazionari	56.172.757	2,46%
OICR Total Return	25.772.382	1,13%
<i>Obbligazioni</i>	889.292.923	39,01%
Obbligazioni Corporate	138.485.072	6,07%
Obbligazioni Fondiarie	6.445.358	0,28%
Obbligazioni Governative	314.304.428	13,79%
Obbligazioni Inflation	190.621.887	8,37%
Obbligazioni PCT	122.583.375	5,39%
Obbligazioni Strutturate	116.352.804	5,10%
Gestione in Delega	936.140.722	41,07%
<i>GPM</i>	936.140.722	41,07%
GPM_Benchmark	568.297.548	24,93%
GPM_TotalReturn	367.843.174	16,14%
Totale	2.279.653.001	100,00%

Nella tabella che segue vengono rappresentati sia i rendimenti netti 2008 del patrimonio mobiliare sia la volatilità degli *asset* finanziari.

Tali rendimenti sono calcolati a valori di mercato, fatta eccezione per le obbligazioni fondiarie valutate al costo storico.

TIPO DI GESTIONE	Rend.to TW	Dev. St. annualizzata
Strumenti finanziari in portafoglio	-7,52%	3,93%
<i>ETF</i>	-40,12%	28,81%
ETF Azionari	-42,31%	30,91%
ETF Commodities	-28,10%	27,14%
<i>HF</i>	-16,20%	6,01%
HF Fondo di fondi	-16,20%	6,01%
<i>Liquidità</i>	3,62%	0,06%
Liquidità di cc	3,62%	0,06%
<i>OICR</i>	-19,74%	16,35%
OICR Altra	-11,85%	10,39%
OICR Azionari	-35,96%	34,59%
OICR Obbligazionari	-17,52%	12,28%
OICR Total Return	-9,58%	9,91%
<i>Obbligazioni</i>	-1,72%	3,77%
Obbligazioni Corporate	-7,26%	5,96%
Obbligazioni Fondiarie	3,42%	0,01%
Obbligazioni Governative	1,85%	3,77%
Obbligazioni Inflation	0,17%	11,39%
Obbligazioni PCT	4,28%	0,09%
Obbligazioni Strutturate	-8,28%	5,61%
Gestione in Delega	-16,08%	10,01%
<i>GPM</i>	-16,08%	10,01%
GPM_Benchmark	-21,53%	15,05%
GPM_TotalReturn	-5,20%	2,15%
Totale	-11,50%	6,26%

Il rendimento netto del patrimonio mobiliare, calcolato secondo la metodologia *time weighted* (metodologia in linea con gli *standard* internazionali GIPS (Global investment performance *standards*) che consente di calcolare i rendimenti in tutti gli intervalli di tempo compresi tra due flussi di cassa successivi, mantenendo la neutralità rispetto ai flussi stessi, nonché di capitalizzare i risultati sul periodo complessivo di riferimento) è risultato negativo e pari all'11,50% (9,68% negativo inclusa la componente immobiliare che ha conseguito nel corso del 2008 un rendimento pari all'1,16% calcolato a valori di libro), con una volatilità media del 6,26%. Il rendimento annuo netto della liquidità è stato del 3,62%, in linea con la dinamica dei tassi di riferimento presenti nel corso del 2008.

Si evidenzia che i rendimenti indicati non rappresentano il parametro utilizzabile per la quantificazione del tasso di capitalizzazione dei montanti contributivi di cui all'art. 10, co. 3, del Regolamento di Disciplina del Regime Previdenziale, la cui misura è quantificata con la delibera del Consiglio di Amministrazione che determina i criteri ed i metodi di valutazione per il computo dei rendimenti stessi, così come previsto dal comma 4 del citato articolo.

In conseguenza dell'acuirsi della crisi finanziaria, il patrimonio mobiliare ha registrato, rispetto allo scorso anno, un rendimento negativo con una volatilità media sensibilmente più elevata. I risultati gestionali rispecchiano l'andamento di mercato, caratterizzato sia dai pesanti storni sui listini azionari, sia dal deciso allargamento degli *spreads* di credito, conseguenti alla crisi finanziaria ed al brusco rallentamento dell'attività economica globale.

Tali dinamiche sono visibili in modo particolare nei rendimenti delle posizioni a maggior contenuto azionario, quali le gestioni patrimoniali a *benchmark*, gli OICR e gli ETF; questi ultimi, esponendo ad un puro rischio di mercato non gestito attivamente, hanno maggiormente risentito della pesante riduzione dei corsi azionari. Le gestioni *total return*, che pure hanno offerto *performance* poco soddisfacenti, sono risultate meno volatili. Il

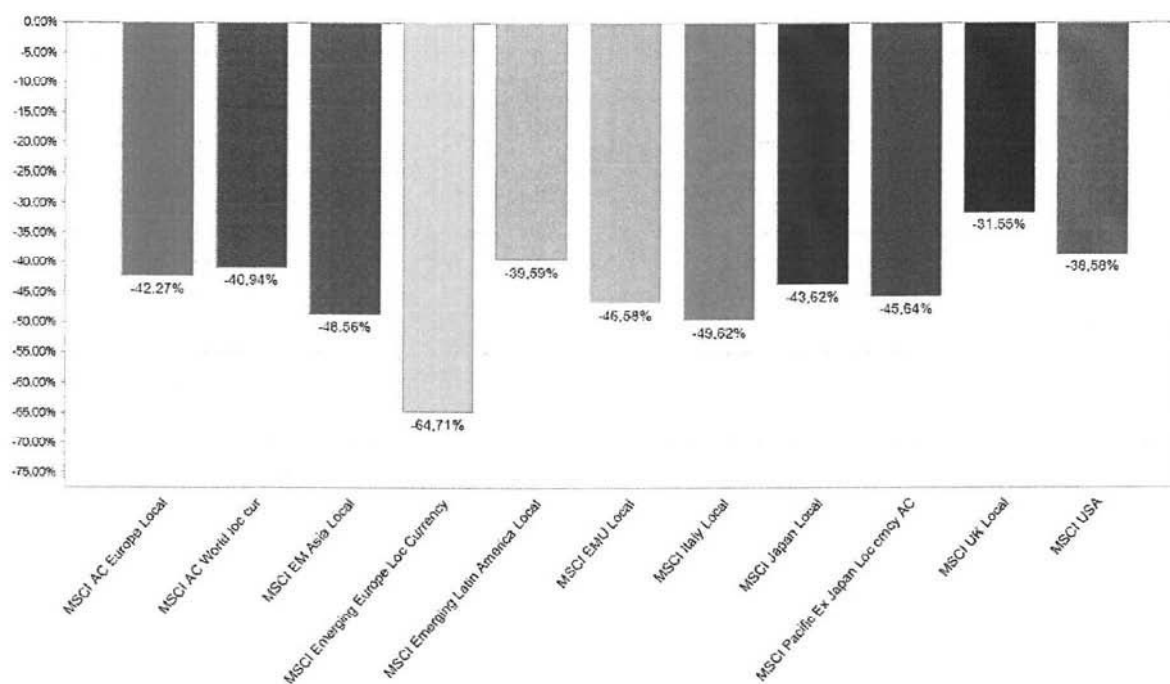
loro rendimento è stato negativo (5,20%) ed ha risentito meno che proporzionalmente degli storni di mercato, in ragione della loro bassa esposizione al comparto azionario.

Gli investimenti in strumenti alternativi, quali *commodities* ed *hedge funds*, hanno risentito della fase di generalizzata debolezza esponendo a perdite che, seppur non contenute, sono state di entità minore rispetto ai prodotti azionari e pari al 28,10% ed al 16,20%. L'investimento in "pronti contro termine", con un rendimento del 4,28% e volatilità pressoché trascurabile, si è rivelato quello più proficuo, beneficiando delle condizioni di rendimento molto favorevoli, legate alle tensioni sui mercati interbancari.

All'interno del comparto obbligazionario anche le emissioni governative e fondiarie hanno offerto rendimenti positivi, rispettivamente dell'1,85% e del 3,42%, mentre le *corporate* e le strutturate sono state esposte ai timori legati alla crisi del credito, soffrendo perdite del 7,26% e dell'8,28%, con una volatilità del 5,96% e del 5,61%.

Tali strumenti, infatti, oltre ad essere esposti ad un rischio di credito significativamente più alto rispetto a quello degli anni precedenti, sono stati penalizzati dalla riduzione della liquidità che ha determinato un ulteriore deterioramento nelle valutazioni.

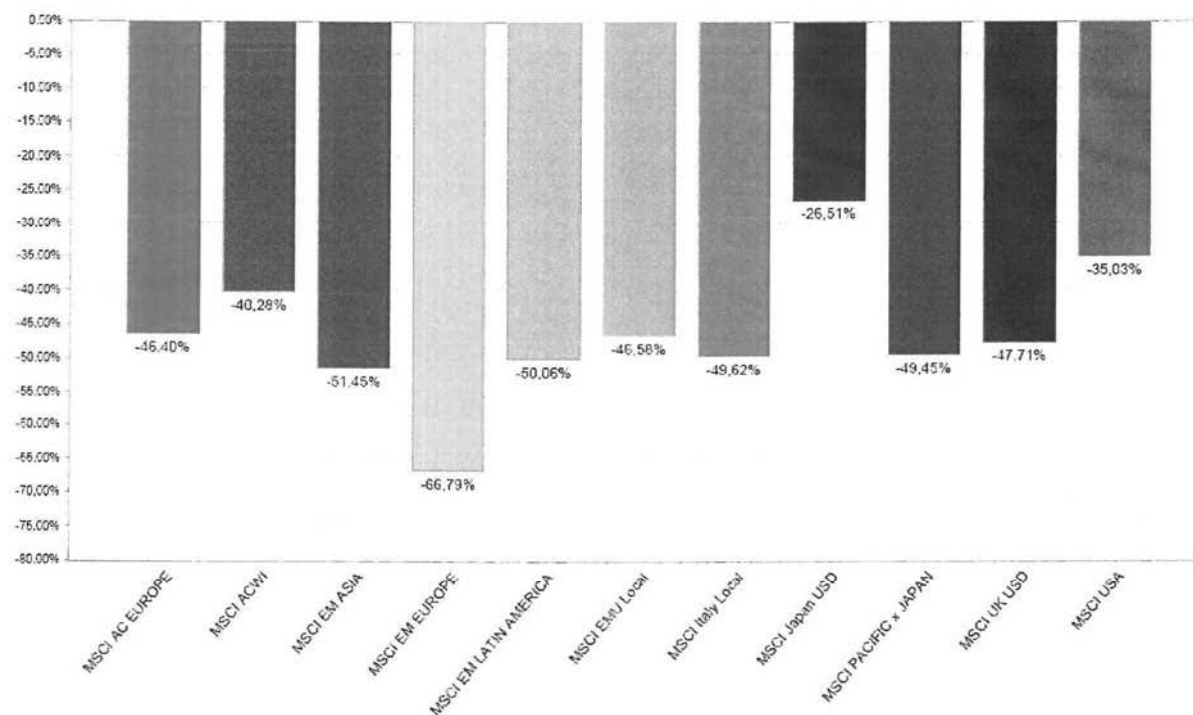
Dall'analisi dei rendimenti delle principali borse, rappresentata di seguito, si evince come il carattere globale della crisi abbia ridotto i benefici della diversificazione geografica: l'investimento nel migliore tra i listini, ovvero nel Msci UK in valuta locale, avrebbe esposto l'investitore a rendimenti negativi pari al 31,55%.



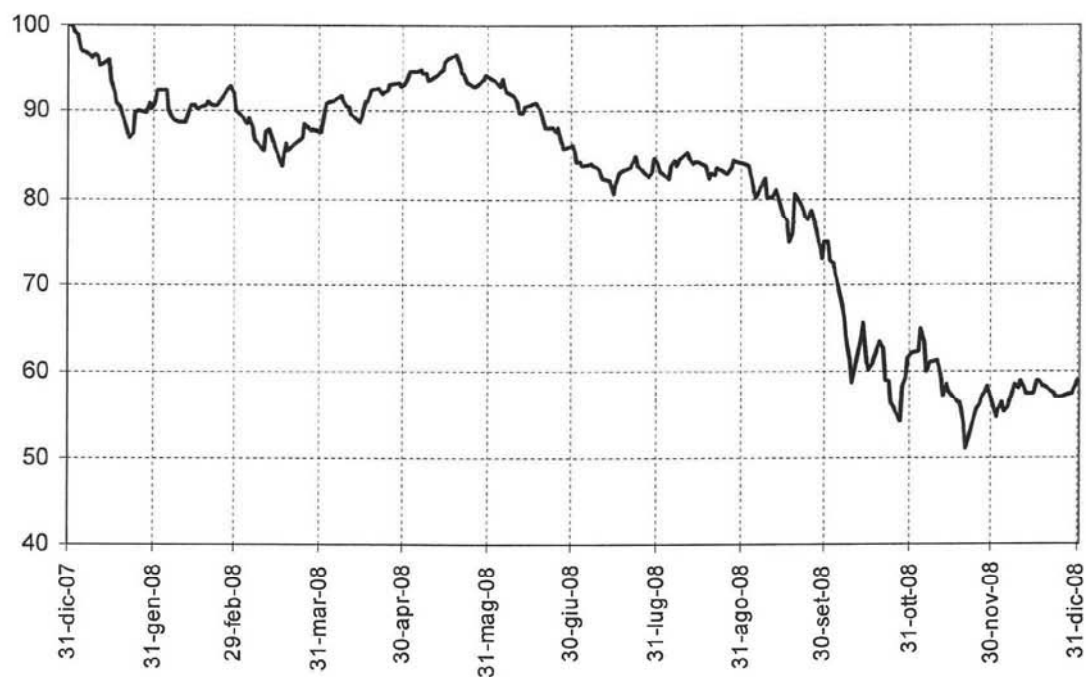
La lettura dei rendimenti degli indici, espressi in euro, consente di osservare l'importanza dell'esposizione valutaria che, nel corso del 2008, è stata particolarmente sfavorevole per l'investitore dell'area euro, rendendo il posizionamento sulle borse estere meno remunerativo, se privo di copertura del rischio cambio.

Tale aspetto è particolarmente visibile nell'andamento del Msci UK che, senza copertura valutaria, ha offerto all'investitore un rendimento minore di circa 16 punti percentuali, per effetto del deprezzamento della sterlina. Uniche eccezioni sono state la borsa giapponese e quella statunitense, le cui divise di denominazione si sono rafforzate rispetto l'euro, attenuando le perdite.

XVI LEGISLATURA – DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI - DOCUMENTI



Al fine di evidenziare l'evoluzione subita nel corso del 2008 dai mercati azionari, si riporta di seguito l'andamento dell'MSCI AC World in *local currency*



Analisi del rischio

Relativamente all'analisi del rischio si è provveduto a richiedere all'*advisor* Prometeia di aggiornare gli indicatori di VAR (*value at risk*) e di *shortfall*.

Il VAR ex post ad 1 mese del portafoglio mobiliare, calcolato con livello di confidenza pari al 99,0%, è pari a 4,0% che corrisponde ad un valore annuo del 13,86%. La metodologia di calcolo impiegata è quella del VAR parametrico con distribuzione normale dei rendimenti: un VAR al 99,0% indica una probabilità dell'1,0% di conseguire una perdita sul portafoglio pari o maggiore al 13,86%, su un orizzonte temporale di un anno.

Come quella del VAR, anche l'analisi dello *shortfall* è stata portata avanti unicamente sul portafoglio mobiliare, non disponendo di stime di rendimento atteso e volatilità del comparto immobiliare.

Tale analisi - che indica quale sarà la probabilità di ottenere in futuro un determinato rendimento su diversi orizzonti temporali di 1, 3 e 10 anni - è calcolata su ipotesi statistiche, ossia sulla stima di rendimenti lordi e volatilità attesi.

	1 anno	3 anni	10 anni
1,50%	21,1%	48,6%	83,0%
3,50%	8,8%	27,9%	65,7%
4,50%	5,2%	19,5%	55,1%

Sulla base della precedente tabella, data l'allocazione del portafoglio, vi è il 21,1% di probabilità di conseguire un rendimento lordo pari o superiore a 1,5% su un orizzonte temporale di un anno; il 48,6% di probabilità di raggiungerlo su un orizzonte temporale medio annualizzato di 3 anni e l'83,0% su un orizzonte temporale medio annualizzato di 10 anni.

Le probabilità di ottenere risultati significativamente positivi sono contenute per il 2009 e per il triennio mentre appaiono sensibilmente migliori sull'orizzonte decennale, riflesso delle attese di una progressiva normalizzazione delle condizioni di mercato.

E' importante osservare come la decisa modifica al rialzo della struttura delle volatilità dei mercati potrebbe influire negativamente sull'attendibilità di tali stime. Nella maggior parte dei casi la probabilità di raggiungere il *target* aumenta all'aumentare dell'orizzonte temporale, ma questo, sostanzialmente, dipende dalle ipotesi sottostanti in termini di rendimento e volatilità attesi.

Il peggioramento dei livelli di probabilità rispetto agli anni precedenti, infatti, riflette il costante incremento della volatilità dei mercati finanziari e la riduzione dei livelli di crescita futuri.

Analisi dell'asset allocation (17)

Si riporta di seguito l'analisi dell'*asset allocation* complessiva della Cassa, al 31 dicembre 2008, con la ripartizione geografica, da un lato, e settoriale dall'altro.

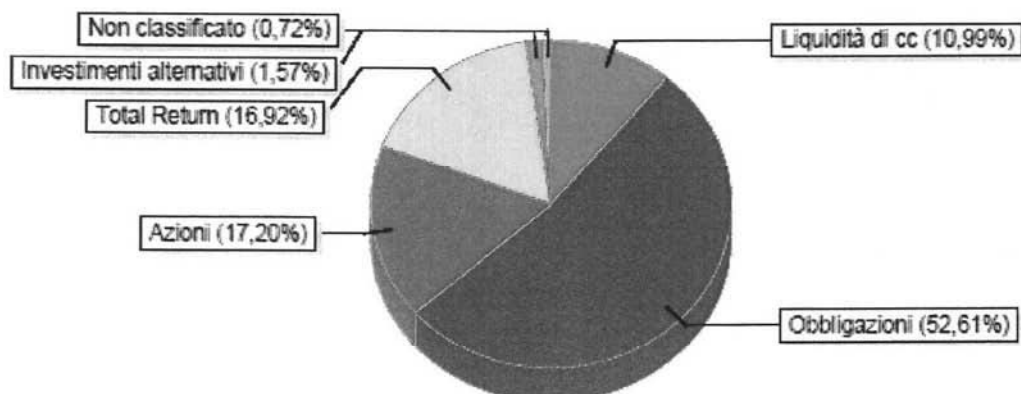
¹⁷ Tutte le elaborazioni di asset allocation sono effettuate su valori di mercato esclusi i ratei.

Asset Class	Valorizzazione	Peso %
IMMOBILIARE *	383.959.000	14,50%
LIQUIDITA' c/c	248.798.021	9,39%
<i>Italia</i>	705.614.993	26,64%
<i>Euro ex Italia</i>	351.965.225	13,29%
<i>UK</i>	16.602.972	0,63%
<i>Europa ex Euro</i>	7.456.001	0,28%
<i>Emerging Europa</i>	11.951.646	0,45%
<i>USA + Canada</i>	40.512.226	1,53%
<i>Latin America</i>	896.270	0,03%
<i>Giappone</i>	1.777.036	0,07%
<i>Pacifico (ex Giappone)</i>	453.512	0,02%
<i>Emerging Asia</i>	4.580.851	0,17%
<i>Sovra-nazionali</i>	4.445.222	0,17%
<i>Altro</i>	45.157.098	1,70%
OBLIGAZIONI	1.191.413.051	44,98%
<i>Italia</i>	66.020.757	2,49%
<i>Euro ex Italia</i>	169.842.289	6,41%
<i>UK</i>	42.399.262	1,60%
<i>Europa ex Euro</i>	28.028.666	1,06%
<i>Emerging Europa</i>	437.100	0,02%
<i>USA + Canada</i>	52.523.308	1,98%
<i>Latin America</i>	1.419.717	0,05%
<i>Giappone</i>	18.199.569	0,69%
<i>Pacifico (ex Giappone)</i>	2.932.864	0,11%
<i>Emerging Asia</i>	1.318.858	0,05%
<i>Altro</i>	6.329.222	0,24%
AZIONI	389.451.612	14,70%
TOTAL RETURN	383.252.585	14,47%
<i>Portable Alpha</i>	10.362.971	0,39%
<i>Hedge Fund</i>	21.567.639	0,81%
<i>Commodities</i>	3.637.402	0,14%
Investimenti Alternativi	35.568.011	1,34%
ALTRO	16.288.930	0,61%
TOTALE	2.648.731.210	100,00%

Asset Class	Valorizzazione	Peso %
IMMOBILIARE *	383.959.000	14,50%
LIQUIDITA' c/c	248.798.021	9,39%
<i>Governative</i>	528.840.185	19,97%
<i>Corporate</i>	179.741.770	6,79%
<i>Convertible</i>	54.248.878	2,05%
<i>Inflation linked</i>	190.584.778	7,20%
<i>Titoli Strutturati</i>	116.145.502	4,38%
<i>Operazioni Pronti Termine</i>	120.490.920	4,55%
<i>Altro</i>	1.361.018	0,05%
OBLIGAZIONI	1.191.413.051	44,98%
<i>Telecommunication</i>	47.919.690	1,81%
<i>Financials</i>	82.032.016	3,10%
<i>Consumer Discretionary</i>	28.980.522	1,09%
<i>Industrials</i>	34.740.005	1,31%
<i>Consumer Staples</i>	29.636.143	1,12%
<i>Information Technology</i>	15.336.612	0,58%
<i>Energy</i>	53.211.589	2,01%
<i>Health Care</i>	42.485.546	1,60%
<i>Utilities</i>	18.776.472	0,71%
<i>Materials</i>	28.277.699	1,07%
<i>Altro</i>	8.055.318	0,30%
AZIONI	389.451.612	14,70%
TOTAL RETURN	383.252.585	14,47%
<i>Portable Alpha</i>	10.362.971	0,39%
<i>Hedge Fund</i>	21.567.639	0,81%
<i>Commodities</i>	3.637.402	0,14%
Investimenti Alternativi	35.568.011	1,34%
ALTRO	16.288.930	0,61%
TOTALE	2.648.731.210	100,00%

* Stima del valore di emercato al 31/12/2008 (Fonte: Praxi)

Le tabelle sopra riportate considerano l'*asset allocation* del patrimonio complessivo della Cassa nella sue componenti immobiliare e mobiliare. In termini di *asset allocation* il solo patrimonio mobiliare, invece, può essere rappresentato, sulla base delle esposizioni a ciascuna *asset class*, come di seguito riportato:

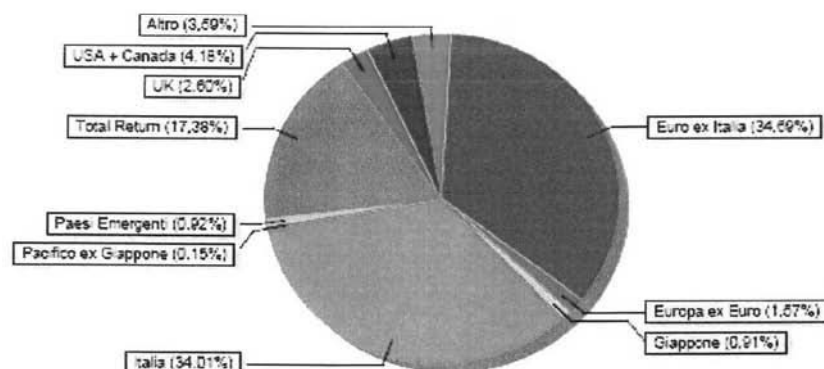


Gli investimenti *total return*, quasi interamente di natura obbligazionaria, incidono per il 16,92%, percentuale non dissimile da quella dell'anno 2007 (15,96%). L'esposizione ai mercati azionari, pari al 17,20%, è in significativo calo rispetto al dicembre 2007 (25,98%), a causa dell'andamento sfavorevole delle borse e dell'assenza di flussi incrementali nell'anno 2008: i nuovi versamenti, infatti, sono stati destinati ad altre classi di attivo determinando una riduzione del peso di tale *asset class*.

L'allocazione in strumenti obbligazionari, in crescita al 52,61% dal precedente 41,0%, è corrisposta alla necessità di destinare gli investimenti dell'anno verso impieghi dal carattere più difensivo. Nella categoria "investimenti alternativi" sono state contemplate le seguenti categorie: *portable alpha*, *hedge funds*, *commodities*. La percentuale investita in tale comparto ha subito un forte ridimensionamento per effetto del disinvestimento quasi totale degli *hedge fund*; essa infatti è passata al 1,57% rispetto al 4,11% del 2007.

La componente identificata come "non classificato", corrispondente alla voce "Altro" nella tabella precedente, è dovuta alla presenza, all'interno delle gestioni in delega e dei fondi in cui la Cassa è investita, di *futures* (0,48%) e strumenti monetari (0,24%).

Da un punto di vista geografico il patrimonio mobiliare complessivo è così rappresentato:

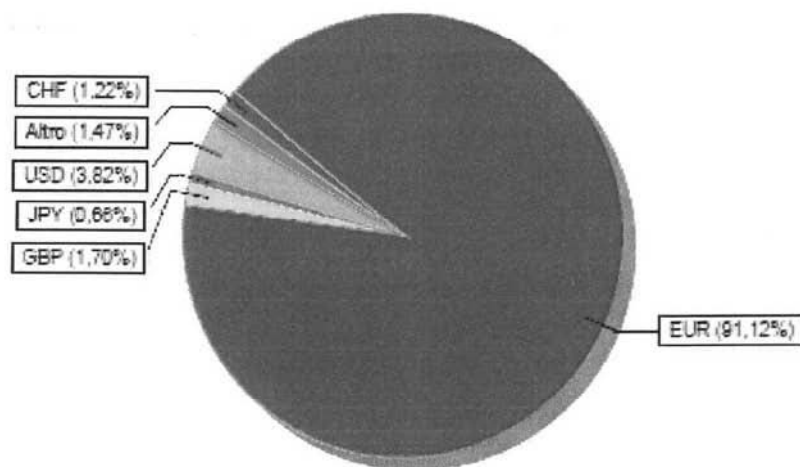


La ripartizione geografica complessiva è in linea con quella dello scorso anno. Essa mostra una generalizzata riduzione dell'esposizione ai mercati esteri; in particolare, risulta dimezzata l'esposizione al Giappone e ai mercati emergenti, per effetto della generalizzata riduzione dei corsi azionari che ha interessato queste aree. Si segnala che, riguardo la componente paesi emergenti, la riduzione del peso di portafoglio è in parte ascrivibile alla deroga temporanea ad alcuni limiti di investimento, prevista per alcune gestioni a *benchmark* e mirata a riconoscere ai gestori la facoltà di azzerare le posizioni su tali mercati, qualora ritenuto necessario.

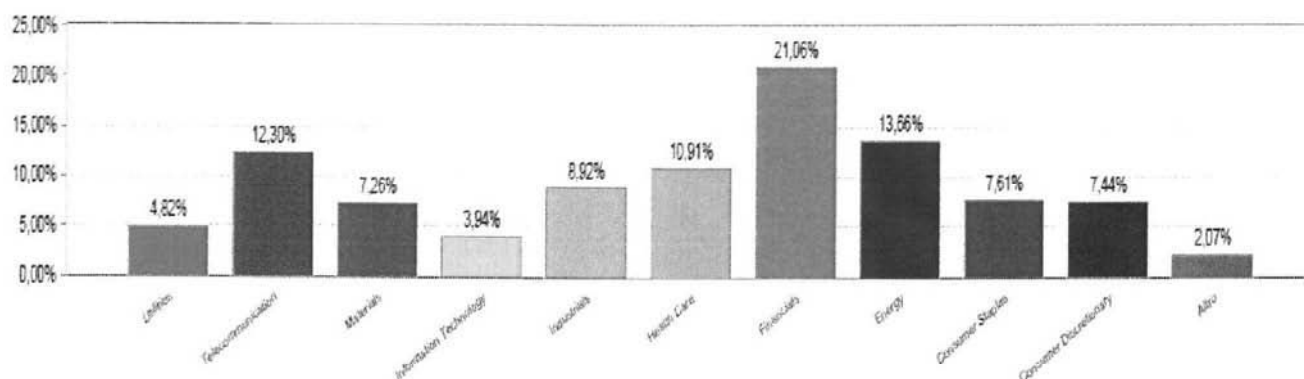
L'incremento della componente obbligazionaria Italia, alimentata dall'acquisto di titoli governativi e *corporate* italiani e da operazioni di "pronti contro termine", ha in parte compensato l'effetto riduttivo generato dalla flessione dei corsi azionari italiani, determinando una contenuta riduzione dell'esposizione all'Italia, che è passata dal 36,5% del 2007 al 34,01% del 2008.

Dal punto di vista dell'esposizione valutaria la divisa prevalente continua ad essere l'euro, il cui peso è salito ulteriormente, dall'87,7% del dicembre 2007 al 91,12%. Con riguardo alle altre valute, si segnala la significativa riduzione dell'esposizione allo yen da 1,5% a 0,66% e il dimezzamento di quella alla sterlina inglese ridotta a 1,70% da 3,1%.

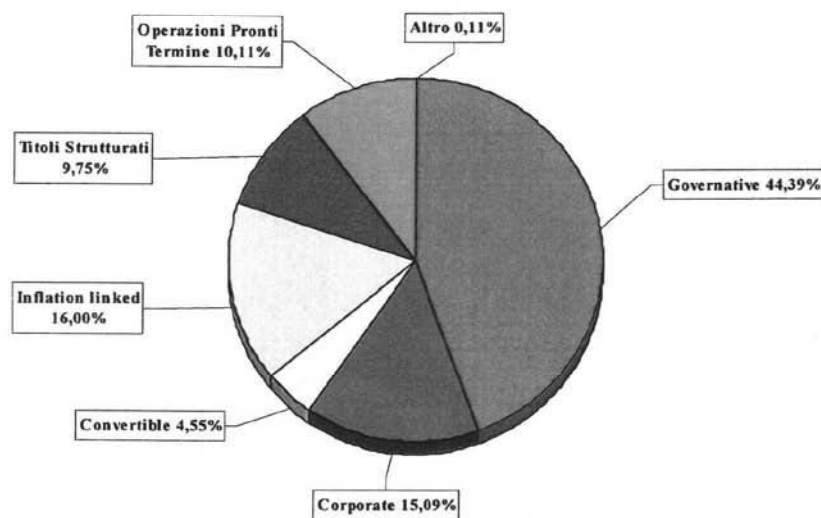
Si riporta di seguito una rappresentazione grafica dell'esposizione valutaria:



Al 31 dicembre 2008 l'esposizione settoriale del comparto azionario si presenta come segue:



Si riporta di seguito l'allocazione del comparto obbligazionario aggregata per tipologia emissione:

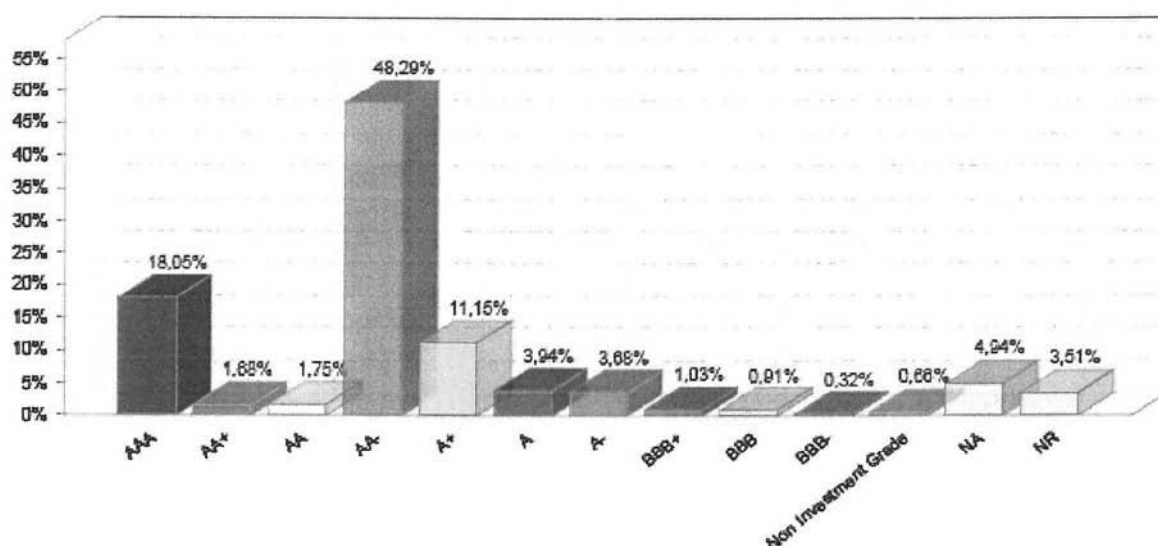


Al 31 dicembre 2008, rispetto alla precedente allocazione, è stato incrementato il peso delle obbligazioni indicizzate all'inflazione, passato dall'11,3% del dicembre 2007 al 16,0% di dicembre 2008; ciò in risposta

alle spinte inflazionistiche che potrebbero derivare dalle misure a sostegno dell'economia messe in atto dai governi per fronteggiare la crisi.

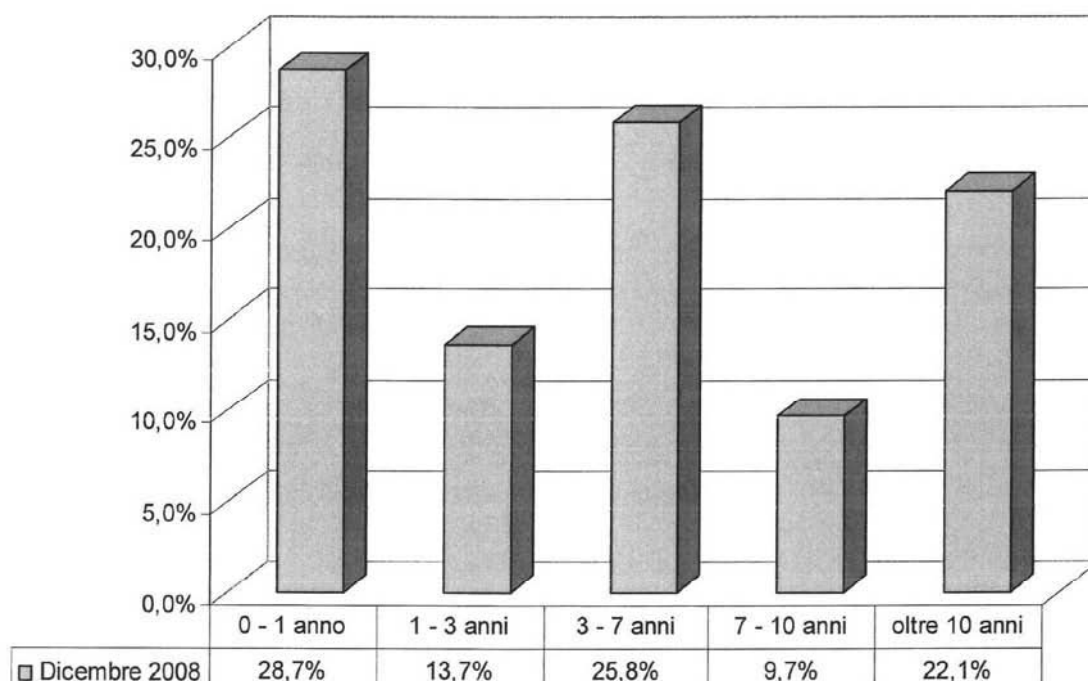
L'incidenza delle emissioni societarie, invece, risulta decisamente ridotta rispetto alla fine del 2007, prevalentemente per effetto della modifica dei criteri di riclassificazione: la rappresentazione riportata, infatti, si fonda sullo scorporo della categoria obbligazioni sottostanti ad operazioni in "pronti contro termine". Applicando le aggregazioni necessarie a rendere il dato comparabile a quello dell'anno precedente emerge che, sebbene siano stati attuati acquisti sul portafoglio diretto, il peso di questa categoria è sceso dal 29,4% al 25,20%.

La classificazione basata sui diversi livelli di *rating* mette in luce come il portafoglio presenti un'ottima qualità creditizia essendo investito per circa il 90,0% in emissioni aventi come rating almeno "A-"; da notare che il 18% è impiegato in strumenti con rating massimo (AAA), il 48,29% in quelli con rating "AA-" e l'11,15% con rating "A+".



Nel grafico sopra riportato l'istogramma con legenda "NA" esprime l'incidenza percentuale dei titoli obbligazionari per cui manca un'indice sintetico dei giudizi espressi dalle diverse agenzie di rating, mentre l'istogramma con legenda "NR" rappresenta quella dei titoli privi di un giudizio di *rating*.

Al 31 dicembre 2008 la *duration* del portafoglio era di 2,84 superiore rispetto a 1,69 dello scorso anno. L'attuazione di politiche monetarie espansive da parte delle banche centrali ha portato a posizionare il portafoglio verso emissioni a più lunga scadenza:



L'esposizione per *bucket* di curva evidenzia, rispetto all'anno scorso, un posizionamento più contenuto sulle emissioni a scadenza minore di un anno, pari al 28,7% rispetto al 40,74% del 2007; resta comunque prevalente l'esposizione a questo comparto, mentre risulta ridimensionata l'esposizione al segmento 1-3 anni, passata dal 22,59% al 13,7%.

Sono stati incrementati, al contrario, gli investimenti sulle scadenze 3-7 anni e su quelle maggiori di 10 anni, rispettivamente portati al 25,8% e 22,1%, dal 17,34% e 10,17% del 2007. Il peso di portafoglio allocato sul segmento 7-10 anni, infine, è rimasto in linea con quello del dicembre 2007.

Piano di impiego della liquidità

Nel corso del 2008, è proseguita l'articolazione degli investimenti finanziari in un contesto che, come è noto, vede la convivenza del regime retributivo e (dal 2004) di quello contributivo, i cui impegni sono sintetizzati, nell'ambito del bilancio tecnico-attuariale, in un unico rendimento obiettivo che continuerà a rappresentare il *target* della gestione di tutto il patrimonio della Cassa. Date le turbolenze di mercato, l'operatività sul patrimonio mobiliare è stata dettata dall'esigenza di contenere il livello di rischio, mantenendo elevata la percentuale di portafoglio detenuta in disponibilità liquide e operando quasi esclusivamente sul comparto obbligazionario.

Le linee guida per il 2008 del piano degli investimenti finanziari prevedevano, come rappresentato nel budget approvato dall'Assemblea dei Delegati in data 29 novembre 2007 (e confermato nella seconda revisione di budget approvata dall'Assemblea il 27 novembre 2008), la collocazione di € 450 milioni, in via principale (per € 333 ml) in gestioni patrimoniali da affidare ad operatori di prestigio nazionale ed internazionale, in ETF (per € 49,5 ml), OICR (per € 40,5 ml) e titoli di Stato ed obbligazionari (per € 27,0 ml).

Come peraltro evidenziato nel budget 2008 tale allocazione aveva carattere meramente indicativo e non vincolante. Rispetto al budget sopra citato, l'attuazione si è concretizzata nell'impiego di € 644 milioni in titoli di Stato ed obbligazionari (in Euro) per € 464 milioni - di cui € 368 ml in titoli di Stato italiani e, in particolare, € 118 ml in BTP indicizzati - e, per il residuo (€ 180 ml), in operazioni di "pronti contro termine". Nel 2008, in considerazione della volatilità dei mercati finanziari, si è ritenuto mantenere un'elevata liquidità presso la banca, remunerata a tassi elevati (mediamente il 3,62 % netto) in assenza di rischio.

Sul fronte obbligazionario, nel primo semestre 2008 le spinte inflazionistiche indotte dall'andamento delle materie prime hanno portato ad un ulteriore aumento dei tassi ufficiali da parte della Banca centrale europea; ciò ha reso il comparto obbligazionario particolarmente attraente, date le basse valutazioni e gli alti rendimenti impliciti nei prezzi. In tale periodo, dunque, è stato incrementato l'investimento in titoli governativi nominali a tasso fisso con *duration* medio-lunga. Da aprile 2008 a fine anno, sono state realizzate operazioni di "pronti contro termine" traendo opportunità dai rendimenti elevati presenti sul mercato interbancario, soprattutto dopo il dissesto di Lehman Brothers.

A fine settembre, le valutazioni sui prodotti indicizzati all'inflazione rispecchiavano scenari inflattivi ritenuti eccessivi per le prospettive di breve termine; si è provveduto, dunque, alla dismissione di tali titoli a bassa *duration*. L'aggravarsi della crisi e il consolidamento di aspettative deflazionistiche hanno consentito, verso la fine dell'anno, il graduale riacquisto - proseguito nei primi mesi del 2009 - dei prodotti indicizzati all'inflazione, a livelli valutativi molto competitivi puntando su un allungamento della *duration*. L'aumento degli *spreads* sui *corporate* ha abbattuto significativamente le valutazioni delle rispettive emissioni. La Cassa ha, quindi, ritenuto opportuno acquistare alcune emissioni obbligazionarie *corporate* non finanziarie, con elevato *standing* creditizio.

In seguito a tali interventi, tenuto anche conto dell'effetto dovuto all'abbattimento dei corsi azionari, il peso delle obbligazioni detenute nel portafoglio non in delega, sul totale del patrimonio mobiliare, è salito dal 21,6% al 39,0%, con contestuale incremento della *duration* del patrimonio complessivo, che passa da 1,69 al 31 dicembre 2007 a 2,84 di fine 2008. Alla fine di giugno 2008 la Cassa è intervenuta sulle gestioni patrimoniali dismettendo il mandato ING, in seguito agli eventi societari che hanno interessato la banca e che hanno visto la ricollocazione, in Olanda, di tutte le linee di *business* prima gestite localmente.

All'interno del comparto degli OICR, tenuto conto della forte rivalutazione dello yen, si è provveduto, alla fine di ottobre 2008, allo *switch* dalla sicav Pictet Japanese Equity in valuta giapponese a quella denominata in euro, con copertura del rischio di cambio, attuato alla fine di ottobre. Ciò ha consentito di cristallizzare i rendimenti derivanti dall'apprezzamento dello yen, lasciando il fondo legato solamente all'andamento del mercato azionario nipponico.

Rispetto all'*asset class* costituita dagli *hedge funds*, la Cassa ha provveduto alla dismissione dell'intero comparto. Le dinamiche della crisi e l'aumento del volume di rimborsi che ha caratterizzato i fondi *hedge* da settembre 2008, hanno suggerito l'opportunità di prendere profitto sul comparto, azzerando la posizione. In data 22 ottobre 2008, quindi, la Cassa ha deliberato il disinvestimento di tutti gli *hedge funds* presenti in portafoglio. L'emanazione del cd. "decreto anti-crisi" (D.L. 185/08) ha consentito ai fondi *hedge* di sospendere i rimborsi delle quote sottoscritte. La Cassa ha ottenuto il disinvestimento di tutte le quote dismesse, ad eccezione di alcune quote investite nel fondo Gestielle *Low Volatility* che saranno liquidate nel corso del 2009.

Nel primo trimestre 2009 la Cassa ha approvato un piano di impiego della liquidità che prevede investimenti nelle seguenti classi di attivo: obbligazioni *corporate* e convertibili, azioni e investimenti alternativi. Con riferimento alle obbligazioni *corporate*, dati i livelli valutativi particolarmente attraenti, è stato deliberato l'investimento in fondi dedicati con strategia "*buy and hold*" con i gestori PIMCO e KAIROS; contemporaneamente, la Cassa sta valutando l'investimento in un fondo convertibile globale, mentre si sta valutando il quadro macroeconomico funzionalmente allo studio di eventuali investimenti in azioni, *commodities* e altri *asset* alternativi.

Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio

Nessun fatto di rilievo da segnalare, oltre quanto già rilevato in sede di trattazione degli specifici argomenti.

Evoluzione prevedibile della gestione

Come evidenziato, la Cassa è impegnata su molteplici attività e progetti che proseguiranno nel corso del 2009 e di cui si richiamano di seguito quelli più significativi.

Trasferimento della Sede in Via Mantova

Ultimata nel corso del 2008 la fase relativa alla progettazione preliminare, sono state avviate le procedure per l'affidamento della progettazione definitiva ed i lavori, anche impiantistici, necessari alla ristrutturazione e

sistemazione dei locali da adibire a nuova Sede dell'Ente. Tali attività sono coordinate da una Commissione, a tal fine istituita.

Il percorso di verifica per la definizione della questione previdenziale del comparto

Come già evidenziato in precedenza, rimane ferma la volontà del Consiglio di Amministrazione di continuare il confronto con i rappresentanti della Cassa di previdenza dei Ragionieri nell'ottica di individuare una soluzione condivisa di riordino del comparto. In particolare si ritiene sicuramente percorribile la strada di un confronto comparato nel tempo dei dati posti a base delle verifiche attuariali con quelli evidenziati a consuntivo. Tale modo di operare permetterà infatti di evidenziare eventuali scostamenti ovvero di confermare i valori preventivati nei bilanci tecnici e quindi potrà rappresentare una solida base di riferimento per ogni decisione che responsabilmente dovrà essere presa.

La ricerca dell'adeguatezza del trattamento previdenziale e l'efficientamento dei servizi

Rimane altresì prioritaria l'esigenza di favorire le diverse leve che possano garantire trattamenti previdenziali che rispondano al principio di adeguatezza sancito dall'art. 38 della Costituzione. In tal senso sarà necessario proseguire l'interlocuzione con i ministeri competenti affinché possa trovare approvazione la delibera che rende possibile l'accredito di quota parte del contributo integrativo sui montanti individuali e l'altrettanto importante delibera - assunta nel corso del 2009 - con la quale si richiede il riconoscimento del contributo integrativo al 4% *sine die*.

Nell'ottica inoltre di aumentare l'efficienza dell'ente, sono in corso di adozione alcuni importanti scelte gestionali, organizzative e regolamentari che si ritiene potranno favorire un miglioramento dei servizi in favore degli iscritti.

Le linee di gestione del patrimonio mobiliare

Come in precedenza rilevato si ritiene, in linea con l'*asset allocation* strategica, di privilegiare la componente obbligazionaria, mentre si stanno valutando eventuali investimenti in azioni, *commodities* o altri strumenti finanziari. Nel corso del primo quadrimestre 2009 sono stati effettuati investimenti in titoli obbligazionari (prevalentemente BTP indicizzati) per circa € 163 milioni e sono in corso di definizione investimenti per circa € 150 milioni in fondi dedicati al comparto obbligazionario (in titoli governativi, *corporate* e convertibili).

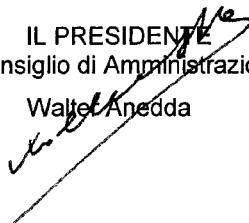
* * * * *

Care Colleghe e Colleghi,

la consiliatura è stata caratterizzata dal succedersi di importanti eventi, ma il proficuo dialogo avuto con la Categoria, sia in ambito assembleare sia nei vari incontri tenuti periodicamente sul territorio con il rilevante supporto dei Delegati, ha permesso il facile superamento dei maggiori ostacoli. Ciò testimonia il reciproco apprezzamento per l'impegno da tutti profuso e finalizzato a salvaguardare gli interessi degli iscritti alla nostra Cassa.

Un apprezzamento e un ringraziamento va rivolto, non da ultimo, a tutto il personale dipendente e per esso alla Direzione Generale, capace di accompagnare e supportare le decisioni del Consiglio di Amministrazione con solerzia, competenza, professionalità, efficacia ed efficienza.

IL PRESIDENTE
del Consiglio di Amministrazione
Walter Anedda



PAGINA BIANCA

RELAZIONE DEL COLLEGIO SINDACALE

Relazione del Collegio dei Sindaci sul Bilancio al 31/12/2008

All'Assemblea dei Delegati
della Cassa Nazionale di Previdenza e
Assistenza a favore dei Dottori Commercialisti

Signori Delegati,

abbiamo esaminato il progetto di Bilancio di esercizio dell'Associazione al 31 dicembre 2008, redatto ed approvato dal Consiglio di Amministrazione ai sensi di Legge e dello Statuto e trasmesso a questo Collegio nel rispetto dei termini imposti dall'art.33, punto 33.3 e dall'art. 2429 del Codice Civile.

Ai sensi dell'articolo 2403 del Codice Civile, il Collegio Sindacale "vigila sull'osservanza della Legge e dello Statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione ed in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dalla Cassa e sul suo concreto funzionamento".

Nello svolgimento delle nostre funzioni abbiamo tenuto riunioni periodiche, nonché assistito alle Assemblee dei Delegati ed alle sedute del Consiglio di Amministrazione e della Giunta Esecutiva.

Il Collegio ha, inoltre, vigilato sull'affidabilità di quest'ultimo a rappresentare correttamente i fatti di gestione, mediante l'ottenimento di informazioni dai responsabili delle diverse direzioni e l'esame dei documenti.

FUNZIONE DI CONTROLLO CONTABILE

La funzione del controllo contabile, ex art. 2409 bis e seguenti del Codice Civile, è attribuita al Collegio Sindacale dall'art. 1, comma 159, della Legge n. 311/2004.

Per effetto del D.Lgs. 509/94 il bilancio d'esercizio è sottoposto obbligatoriamente a