

Per il 2009 gli operatori prevedono una crescita contenuta dei prezzi delle abitazioni (2,5%-3,0% e fino al 5,0% per le grandi città), con una contrazione delle compravendite che potranno attestarsi sotto la soglia delle 800.000 transazioni. La previsione dei prezzi per gli uffici ed i negozi indicano un aumento, rispettivamente, del 4,3% e del 2,6%. Terminata la fase espansiva generalizzata del mercato, la vera differenza - specie per il terziario e l'industriale - sarà data dalla qualità del prodotto edilizio. Gli edifici in linea con i moderni *standard* impiantistici ed urbanistici saranno infatti facilmente assorbiti dal mercato. L'offerta di nuove costruzioni segnerà una diminuzione in tutti i segmenti e la domanda locativa è prevista in leggera diminuzione.

Si prevede, nel complesso, un ulteriore allungamento dei tempi medi di vendita e un aumento della forbice tra prezzo richiesto ed ottenuto, con alcune eccezioni per le città più grandi o per le località che in passato hanno registrato i risultati migliori.

Il patrimonio della Cassa - Politiche d'investimento e piano d'impiego

Nel corso del 2007, è proseguita l'articolazione degli investimenti finanziari in un contesto che vede la convivenza del regime retributivo e di quello contributivo.

Gli impegni dei due regimi continueranno ad essere sintetizzati dal bilancio tecnico-attuariale in un unico rendimento obiettivo che continuerà a rappresentare il *target* della gestione di tutto il patrimonio della Cassa.

Il patrimonio immobiliare

E' costituito da 39 immobili dislocati sul territorio nazionale, prevalentemente al centro-nord, che occupano circa 231.000 metri quadrati di superficie complessiva, con un valore lordo di bilancio di circa € 234 milioni e netto di circa € 186 milioni. Sul piano reddituale i ricavi da locazioni sono risultati pari a circa € 14 milioni, riferibili per circa il 53% al segmento commerciale, per circa il 29% 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

Il valore di mercato del patrimonio mobiliare a fine 2007 è di circa € 2,6 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 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 rappresenta il saldo dell'estratto conto bancario. In relazione alle obbligazioni fondiarie viene considerato il costo storico, in quanto il prezzo di mercato non risulta disponibile.

TIPO DI GESTIONE	Valore di mercato al 31 dicembre 2007	Peso in (%)
Gestioni patrimoniali	1.199.527.423	46,88%
<i>Gestioni a benchmark</i>	811.532.339	31,71%
<i>Gestioni total return</i>	387.995.084	15,16%
Strumenti finanziari in portafoglio	1.359.349.485	53,12%
<i>OICR</i>	296.398.879	11,58%
<i>Hedge Fund</i>	84.278.805	3,29%
<i>Obbligazioni Governative (incl.infl.link.)</i>	245.818.636	9,61%
<i>Obbligazioni Corporate</i>	139.510.537	5,45%
<i>Obbligazioni fondiarie</i>	7.615.158	0,30%
<i>Obbligazioni Strutturate</i>	159.577.577	6,24%
<i>ETF</i>	128.532.267	5,02%
<i>Liquidità</i>	297.617.626	11,63%
TOTALE GENERALE	2.558.876.908	100,00%

Nella tabella che segue vengono rappresentati sia i rendimenti netti 2007 del patrimonio investito, calcolati a valori di mercato per gli strumenti finanziari e a valori di libro per gli immobili, sia la volatilità degli asset finanziari:

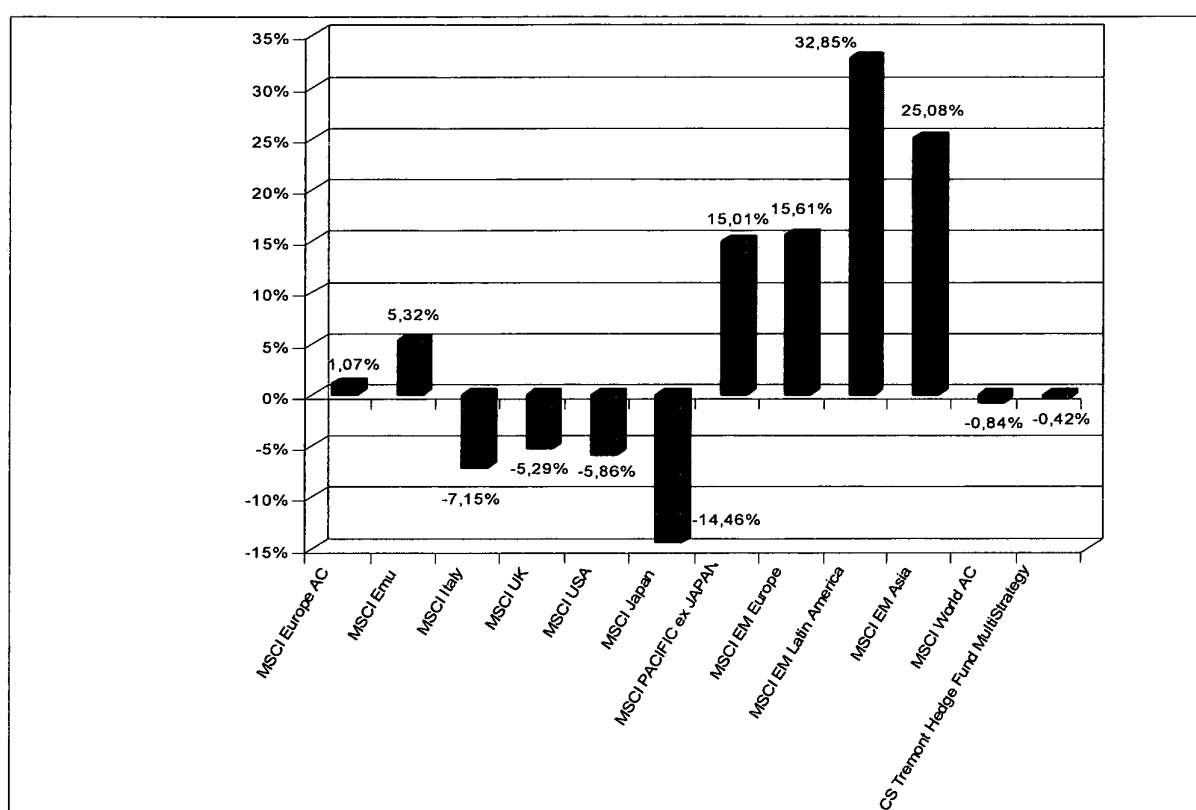
TIPO DI ASSET	Rendimenti netti 2007	Deviazione standard annua
Gestioni patrimoniali	1,50%	5,54%
<i>Gestioni a benchmark</i>	1,66%	7,21%
<i>Gestioni total return</i>	1,20%	3,33%
Strumenti finanziari in portafoglio	1,09%	2,14%
<i>OICR</i>	-0,37%	3,56%
<i>Hedge Fund</i>	6,64%	2,79%
<i>Obbligazioni Governative (incl.infl.link.)</i>	1,50%	1,68%
<i>Obbligazioni Corporate</i>	1,79%	2,06%
<i>Obbligazioni fondiarie *</i>	3,39%	0,15%
<i>Obbligazioni Strutturate</i>	0,27%	2,97%
<i>ETF</i>	-1,69%	10,39%
<i>Liquidità</i>	3,55%	0,02%
Immobili	1,08%	-
TOTALE GENERALE	1,25%	3,51%

(*) i relativi dati di rendimento e volatilità sono calcolati a costo storico

Il rendimento netto della gestione 2007 - esclusa la componente immobiliare - calcolato a valori di mercato con metodo *time weighted* risulta pari a 1,27% (1,25% inclusa la componente immobiliare), con volatilità media del 3,51%. Tale metodologia di calcolo - in linea con gli standard internazionali GIPS (*Global investment performance standards*) - consente di calcolare i rendimenti in tutti gli intervalli di tempo compresi tra due flussi di cassa successivi, mantenendo così la neutralità rispetto ai flussi stessi, nonché di capitalizzare i risultati sul periodo complessivo di riferimento.

Detti rendimenti scontano la volatilità oggi presente nel mercato. Si può constatare come, rispetto allo scorso anno, a fronte di un rendimento della gestione mobiliare sensibilmente più basso, la volatilità media del portafoglio è aumentata. I risultati gestionali rispecchiano l'andamento di mercato, caratterizzato dai pesanti storni sui listini azionari conseguenti alla crisi dei cd. mutui *subprime* e da un aumento generale della volatilità.

A titolo indicativo, si evidenzia l'andamento dei principali indici azionari ed *hedge* espresso in valuta Euro:



Come si può notare, l'andamento dei principali listini mondiali è stato poco soddisfacente, eccetto che per le economie emergenti che hanno conseguito ottimi risultati. Nello specifico, l'America Latina, trascinata soprattutto dal Brasile, è quella che ha ottenuto risultati migliori, seguita da Asia, Europa dell'Est e Pacifico, con esclusione del Giappone. L'economia giapponese, invece, è quella che, in assoluto, ha riportato risultati peggiori. Il peso del settore emergente è poco inferiore all'1,0% sul portafoglio della Cassa; già negli ultimi mandati, la Cassa ha implementato gestioni con *benchmark* rivolto ai mercati emergenti.

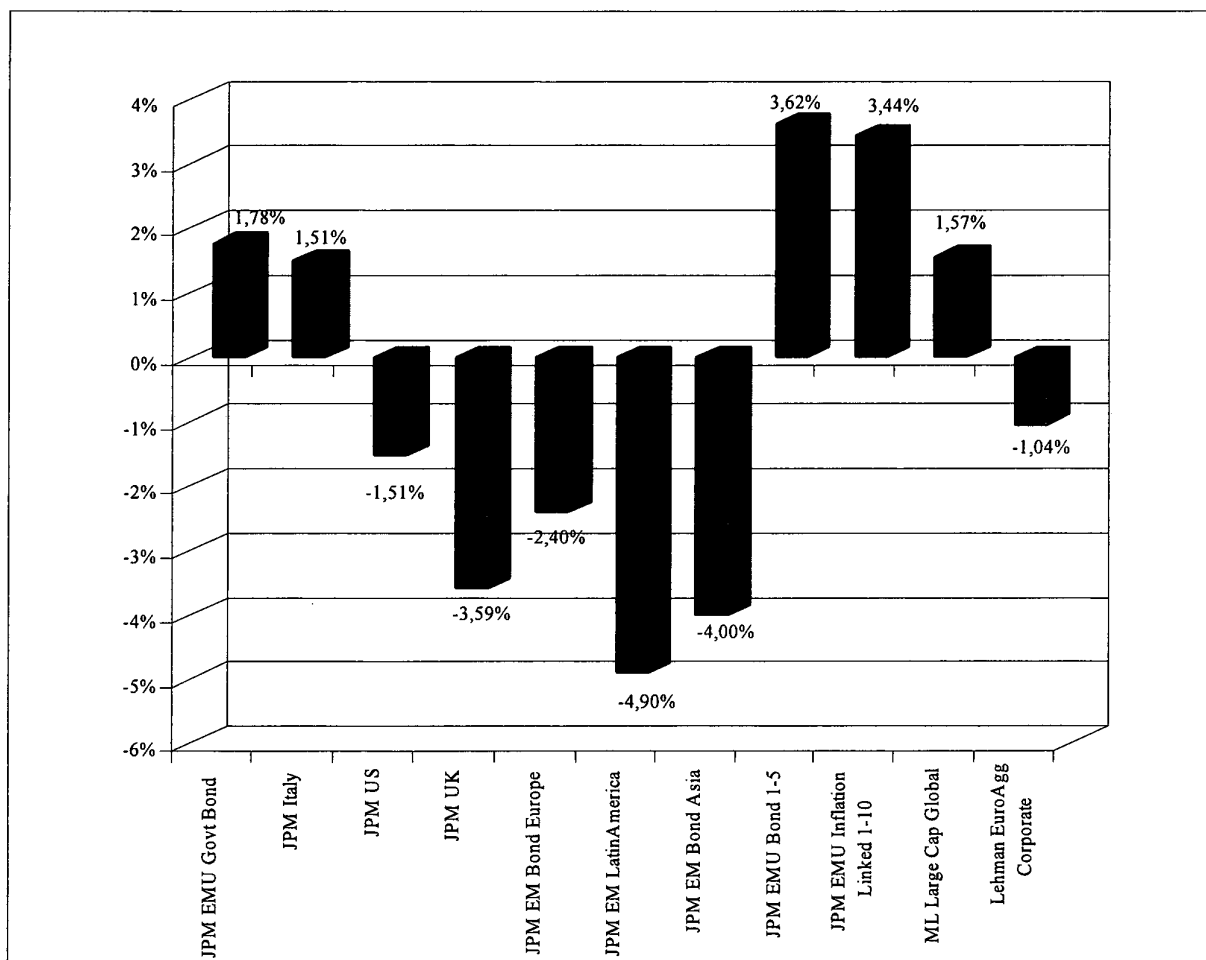
E' comunque importante segnalare che il rendimento degli stessi indici, riportato in dollari, evidenzia una *performance* migliore: l'euro, infatti, si è molto rafforzato nei confronti del dollaro nel corso del 2007 e ciò ha penalizzato la *performance*. Al fine di minimizzare le perdite dovute ai cambi, la Cassa ha convenuto modifiche contrattuali volte ad implementare la copertura del rischio cambio.

Le gestioni *total return*, che pure hanno offerto *performance* poco soddisfacenti, sono risultate meno volatili. Il loro rendimento ha peraltro negativamente risentito dell'aumento dei tassi ufficiali da parte delle banche centrali e degli *spreads* sul credito, legati ad un aumento del premio per il rischio. L'investimento più proficuo è stato quello in *hedge funds* che ha reso il 6,64% netto annuo, a fronte di una volatilità ridotta del 2,79%. Tali strumenti, infatti, sono più efficaci in periodi di mercato volatile, perché possono avvalersi di strategie

operative alternative non disponibili nella gestione di prodotti cd. "tradizionali". La Cassa attualmente è investita in prodotti *hedge multistrategy* con profilo di rischio basso.

Quanto al comparto obbligazionario, il rendimento dei titoli governativi e *corporate* è stato limitato dall'aumento dei tassi di interesse nel corso del 2007.

Si riporta di seguito l'andamento dei maggiori indici obbligazionari:



Anche in questo caso, l'andamento dei maggiori indici è stato negativo, ad eccezione del mercato obbligazionario italiano ed europeo. Positivo è stato invece l'andamento dell'indice *Inflation linked* che, in un periodo caratterizzato da aumento dell'inflazione, ne ha beneficiato in termini di valutazione. Anche il comparto governativo europeo con scadenza da 1 a 5 anni ha ottenuto buoni risultati: la scadenza breve di questo settore ha limitato le perdite dovute a politiche monetarie restrittive ancora in essere in Europa. L'indice *corporate*, infine, è stato penalizzato dall'aumento degli *spread* conseguente alla crisi del credito.

Il rendimento annuo netto del 3,55% della liquidità è in linea con il rialzo nei tassi di riferimento frutto della politica monetaria restrittiva della Banca centrale europea, di cui hanno beneficiato i conti di deposito. Il saldo a fine 2007 è stato influenzato dalle entrate contributive di fine esercizio.

Si evidenzia che i rendimenti indicati non corrispondono al parametro utilizzabile per la quantificazione del tasso di capitalizzazione dei montanti contributivi di cui all'art. 10, comma 3, del Regolamento di disciplina del regime previdenziale, la cui misura viene quantificata sulla base della delibera del Consiglio di Amministrazione che ha determinato i criteri ed i metodi di valutazione per il computo dei rendimenti stessi, così come previsto dal comma 4 del citato articolo.

La porzione di portafoglio destinata alle "gestioni patrimoniali" è aumentata nel corso del 2007 in seguito alla stipula di 4 nuovi mandati in delega: 2 gestioni *total return* con obiettivo di rendimento pari all'*Euribor* più 200 *basis points* e 2 gestioni cd. a "*benchmark*", aventi come parametro oggettivo di riferimento un indice globale. Dette scelte - come risulta dall'analisi dell'*asset allocation* più oltre analizzata - rispondono all'esigenza di diversificare il patrimonio mobiliare sia sotto il profilo geografico sia settoriale.

Lo stesso percorso è stato seguito per gli strumenti finanziari in portafoglio, per i quali si è proceduto a diversificare la componente settoriale tramite investimenti in ETF; non vi sono stati investimenti aggiuntivi nel comparto *hedge funds*, il cui peso si è conseguentemente ridotto rispetto all'anno scorso. Sono state inoltre prese alcune scelte tattiche sulla componente di portafoglio investita in OICR, intervenendo su quei comparti ritenuti meno remunerativi, all'interno della stessa classe di attivo. Il peso degli OICR risulta conseguentemente ridotto, così come quello delle obbligazioni fondiarie e strutturate che non sono state interessate da operazioni di compravendita.

Le condizioni caratterizzanti il mercato, in seguito alla crisi creditizia ed al correlato andamento dei tassi, hanno costituito il presupposto per l'incremento dell'impiego sul comparto obbligazionario governativo e *corporate*. In tale comparto la Cassa ha provveduto all'acquisto di titoli *investment grade*, per lo più a tasso variabile o con scadenza ridotta, minimizzando così il rischio di tasso di interesse.

Analisi del rischio

Relativamente all'analisi del rischio si è provveduto ad aggiornare gli indicatori di VAR (*value at risk*) e di *shortfall* (3).

Il VAR *ex post* ad 1 mese del portafoglio mobiliare, calcolato con livello di confidenza pari al 99,0%, è pari a 2,55%, che corrisponde ad un valore annuo di 8,83%. La metodologia di calcolo impiegata è quella del VAR parametrico con distribuzione normale dei rendimenti: un VAR del 99,0% indica una probabilità dell'1,0% di conseguire una perdita sul portafoglio pari o maggiore all'8,83%, su un orizzonte temporale di un anno.

L'analisi dello *shortfall* è stata calcolata solo sul portafoglio mobiliare, non disponendo di stime di rendimento atteso e volatilità del comparto immobiliare. Tale analisi - che indica quale sarà la probabilità, in base all'*asset allocation* attuale, 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 e volatilità attesi.

E' importante osservare che tali stime potrebbero rivelarsi di ridotta attendibilità in periodi di forte volatilità quale quello attuale.

	1 anno	3 anni	10 anni
1,50%	77,6%	90,5%	99,2%
3,50%	67,0%	77,6%	91,7%
4,50%	61,0%	68,6%	81,1%

Sulla base della precedente tabella, data l'allocazione del portafoglio, vi è un 67,0% di probabilità di conseguire un rendimento lordo pari o superiore a 3,5% su un orizzonte temporale di un anno, un 77,6% di probabilità di raggiungerlo su un orizzonte temporale medio annualizzato di 3 anni ed un 91,7% su un orizzonte temporale medio annualizzato di 10 anni.

Incrementando l'orizzonte temporale, come si può notare, la probabilità di raggiungere l'obiettivo di rendimento aumenta.

Il peggioramento dei livelli di probabilità rispetto agli anni precedenti riflette il sostanziale incremento della volatilità dei mercati finanziari e la riduzione dei livelli di crescita futuri, essendo la stima della probabilità calcolata sui valori attesi del portafoglio. Per la stima del rendimento atteso è stato applicato, rispetto al rendimento *risk free*, un premio per le attività con più elevato profilo di rischio (componente azionaria,

³ L'aggiornamento dei valori di VAR e *shortfall* è stato eseguito dall'advisor Prometeia.

corporate, ecc.). Per la stima della volatilità attesa è stata invece applicata la matrice varianza e covarianza storica calcolata sugli ultimi 3 anni.

Analisi dell'Asset allocation

Si riporta di seguito l'analisi dettagliata dell'Asset allocation complessiva della Cassa, al 31 dicembre 2007, con ripartizione geografica da un lato e settoriale/per emittente dall'altro:

Asset Class	Valorizzazione	Peso %
IMMOBILIARE	368.323.000	12,58%
LIQUIDITA' c/c	297.617.626	10,17%
LIQUIDITA' in GPM	30.775.292	1,05%
<i>Italia</i>	445.185.627	15,21%
<i>Euro ex Italia</i>	416.406.908	14,23%
<i>UK</i>	58.391.596	1,99%
<i>Europa ex Euro</i>	10.776.576	0,37%
<i>Emerging Europa</i>	17.226.300	0,59%
<i>USA + Canada</i>	44.190.166	1,51%
<i>Latin America</i>	1.303.146	0,04%
<i>Giappone</i>	8.104.224	0,28%
<i>Pacifico (ex Giappone)</i>	1.852.887	0,06%
<i>Emerging Asia</i>	3.435.360	0,12%
<i>Sovra-nazionali</i>	45.176.534	1,54%
OBBLIGAZIONI	1.052.049.323	35,94%
<i>Italia</i>	141.515.725	4,83%
<i>Euro ex Italia</i>	295.939.031	10,11%
<i>UK</i>	50.171.020	1,71%
<i>Europa ex Euro</i>	66.089.474	2,26%
<i>Emerging Europa</i>	3.209.370	0,11%
<i>USA + Canada</i>	65.891.741	2,25%
<i>Latin America</i>	2.005.576	0,07%
<i>Giappone</i>	25.830.404	0,88%
<i>Pacifico (ex Giappone)</i>	2.514.016	0,09%
<i>Emerging Asia</i>	7.593.150	0,26%
<i>Altro</i>	4.105.668	0,14%
AZIONI	664.865.173	22,71%
<i>Bond</i>	387.995.084	13,25%
<i>Balanced</i>	20.448.953	0,70%
TOTAL RETURN	408.444.037	13,95%
<i>Portable Alpha</i>	10.088.023	0,34%
<i>Hedge Fund</i>	89.440.556	3,06%
<i>Commodities</i>	5.067.400	0,17%
<i>Real estate finanziario</i>	529.479	0,02%
Investimenti Alternativi	105.125.457	3,59%
TOTALE	2.927.199.908	100,00%

Asset Class	Valorizzazione	Peso %
IMMOBILIARE	368.323.000	12,58%
LIQUIDITA' c/c	297.617.626	10,17%
LIQUIDITA' in GPM	30.775.292	1,05%
<i>Governative</i>	440.318.437	15,04%
<i>Corporate</i>	250.706.524	8,56%
<i>Convertible</i>	67.873.342	2,32%
<i>Inflation linked</i>	144.279.592	4,93%
<i>Titoli Indicizzati</i>	148.871.429	5,09%
OBBLIGAZIONI	1.052.049.323	35,94%
<i>Telecommunication</i>	58.909.762	2,01%
<i>Financials</i>	179.226.448	6,12%
<i>Consumer Discretionary</i>	62.018.281	2,12%
<i>Industrials</i>	78.928.835	2,70%
<i>Consumer Staples</i>	44.971.864	1,54%
<i>Information Technology</i>	29.885.897	1,02%
<i>Energy</i>	64.636.378	2,21%
<i>Health Care</i>	45.296.057	1,55%
<i>Utilities</i>	52.078.053	1,78%
<i>Materials</i>	30.777.196	1,05%
<i>Altro</i>	18.136.402	0,62%
AZIONI	664.865.173	22,71%
<i>Bond</i>	387.995.084	13,25%
<i>Balanced</i>	20.448.953	0,70%
TOTAL RETURN	408.444.037	13,95%
<i>Portable Alpha</i>	10.088.023	0,34%
<i>Hedge Fund</i>	89.440.556	3,06%
<i>Commodities</i>	5.067.400	0,17%
<i>Real estate finanziario</i>	529.479	0,02%
Investimenti Alternativi	105.125.457	3,59%
TOTALE	2.927.199.908	100,00%

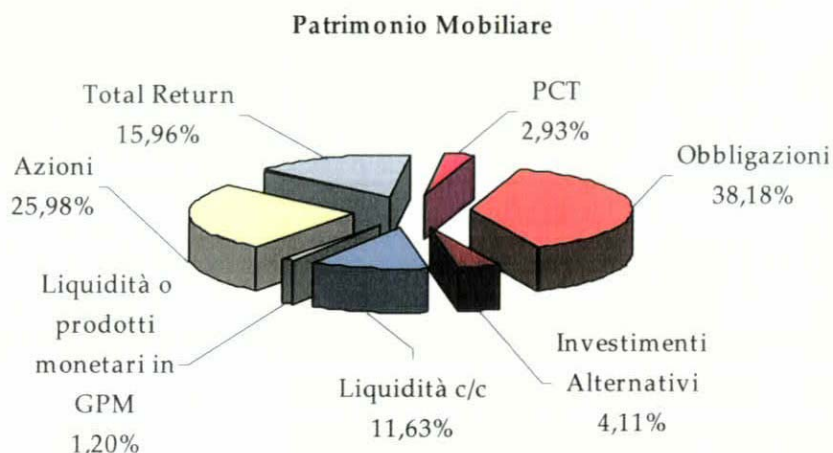
In termini di Asset allocation, il solo patrimonio mobiliare è suddiviso nelle seguenti categorie:

Obbligazioni	41%;
Azioni	26%;
Total Return	16%;
Investimenti alternativi	4%;
Liquidità	13%.

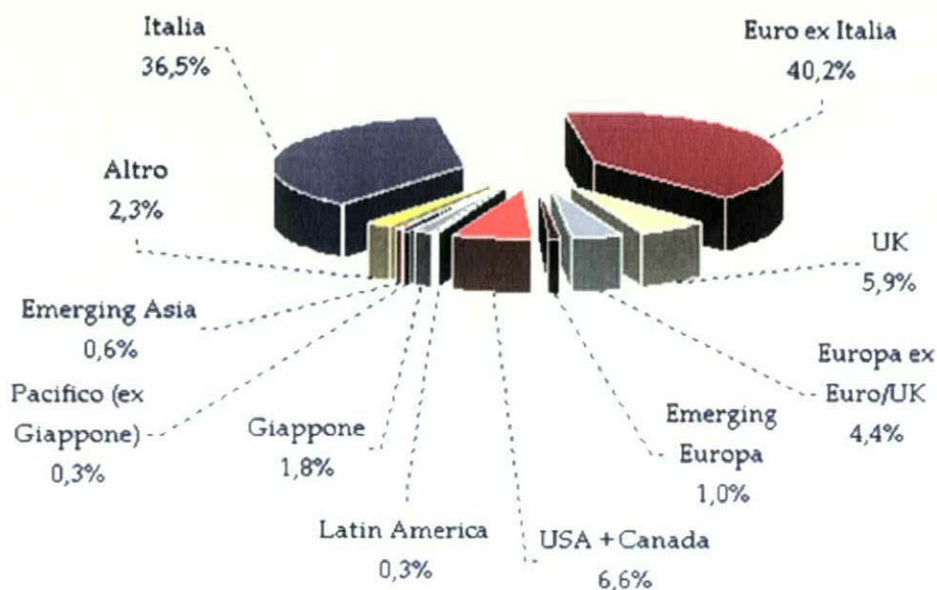
Tali percentuali sono riferite sia alle “gestioni patrimoniali” sia agli “strumenti finanziari in portafoglio”: è stato dunque aggregato il contenuto dei singoli strumenti al fine di ricostruire l'*asset allocation* complessiva del patrimonio mobiliare. Al 31 dicembre 2007 la liquidità presente nel conto corrente è poco più dell'11,5%; la rimanente parte (circa 1,5%) è presente nei portafogli delle gestioni in delega. Tale ultima componente viene tenuta in considerazione ai fini del computo dell'*asset allocation*, pur non costituendo liquidità direttamente disponibile a fini di investimento. Gli investimenti *total return* sono quasi interamente di natura obbligazionaria e, volendo ricostruire l'*asset allocation* complessiva tenendo conto anche dell'esposizione di tali prodotti alle classi di attivo sopra menzionate, la quota delle obbligazioni ammonterebbe al 51,5%, quella delle azioni a 29,0%, quella degli investimenti alternativi al 5,5%, mentre quella della liquidità al 14,0%.

Negli investimenti alternativi sono state contemplate le seguenti categorie: *portable alpha*, *hedge funds*, *commodities* e *real estate* finanziario. Alcuni di questi investimenti sono presenti nel portafoglio della Cassa; altri, quale il *real estate* finanziario, sono presenti unicamente nei portafogli delle gestioni patrimoniali.

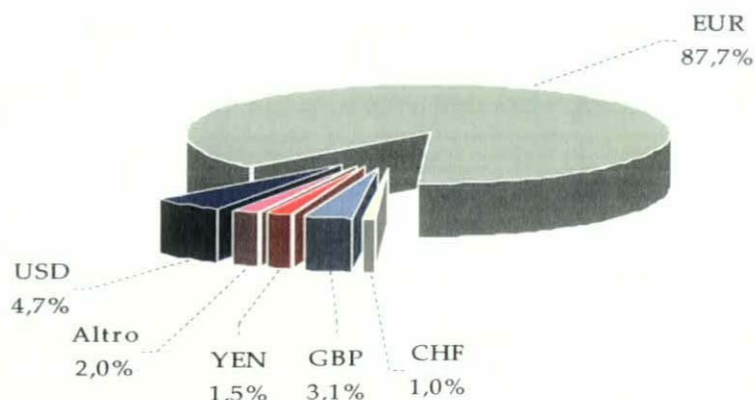
Graficamente il patrimonio mobiliare al 31 dicembre 2007 è allocato nei seguenti strumenti:



La percentuale dei “pronti contro termine” è rappresentata separatamente dal comparto obbligazionario, costituendo impiego della liquidità a breve termine. Da un punto di vista geografico il patrimonio mobiliare complessivo è così rappresentato (tale esposizione non tiene conto della componente liquidità e degli investimenti in *hedge funds* e *portable alpha*):



Segue l'esposizione valutaria, che non tiene conto invece dell'investimento in *hedge funds*:

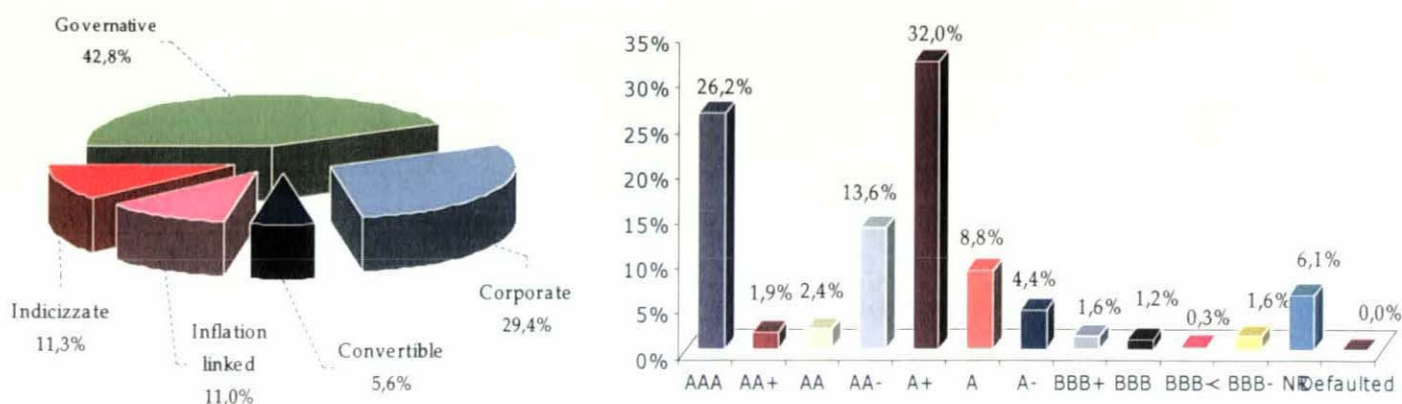


La valuta prevalente continua ad essere l'euro, mentre l'esposizione nelle altre valute è gestita in modo tattico dai gestori in delega.

La ripartizione geografica complessiva è in linea con quella dello scorso anno; tuttavia, se esaminata nelle sue componenti azionaria ed obbligazionaria, si può osservare come la componente azionaria italiana sia diminuita in seguito ad investimenti aventi un profilo di *benchmark* globale, come evidenziato precedentemente. La componente obbligazionaria italiana, invece, è aumentata in seguito all'acquisto di titoli governativi e *corporate* e ad operazioni di "pronti contro termine".

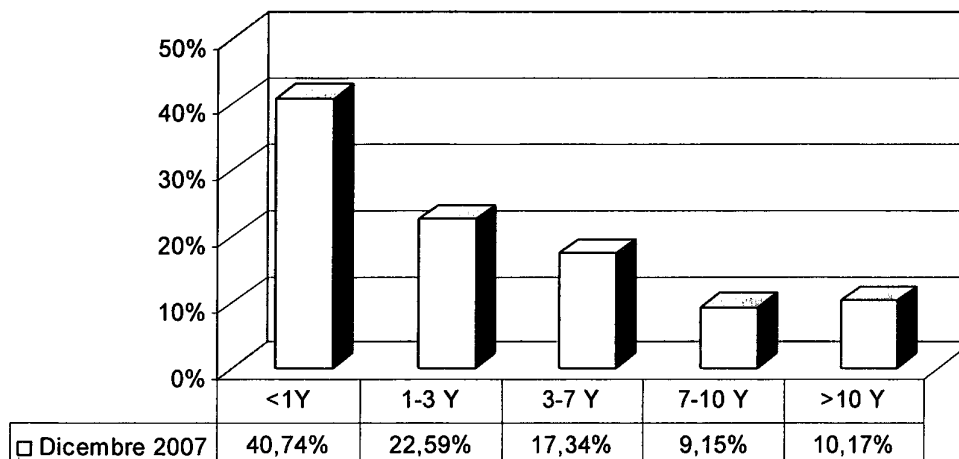
Ne consegue che il peso della componente italiana sul totale del portafoglio mobiliare risulta leggermente aumentato, passando dal 33,0% al 36,5%. È importante osservare che, mentre risulta opportuno diversificare geograficamente il portafoglio azionario per cogliere eventuali opportunità in mercati diversi da quello domestico, dal punto di vista dell'investimento obbligazionario l'esposizione alla curva dei tassi italiani o europei consente di assumere un profilo di rischio in linea con quello delle passività dell'Ente. Aumenta invece il peso dell'area Europa dell'Est, sia nel comparto azionario sia in quello obbligazionario.

Si riporta di seguito l'allocazione del comparto obbligazionario e *total return* aggregata per tipologia emittente e per livello di *rating*:



Si evidenzia un'esposizione prevalente in strumenti *investment grade*, mentre rispetto allo scorso anno è aumentata la componente *corporate*. Al 31 dicembre 2007 la *duration* del portafoglio era di 1,69 rispetto a 1,85 dello scorso anno. L'attuazione di politiche monetarie restrittive da parte delle banche centrali ha portato a posizionare il portafoglio verso emissioni a breve scadenza.

In termini di esposizione per *bucket* di curva, infatti, emerge una maggiore esposizione alle emissioni con scadenza inferiore all'anno come si evince di seguito:



Si rileva, infine, che le linee guida per il 2007 del piano degli investimenti finanziari prevedevano, come rappresentato nel budget approvato dall'Assemblea dei Delegati in data 29 novembre 2007, la collocazione di € 556 milioni, in via principale in forme di gestione patrimoniale da affidare ad operatori di prestigio nazionale ed internazionale, in OICR o altri strumenti di mercato monetario. Eventuali quote residuali avrebbero potuto essere investite in titoli di Stato o garantiti dallo Stato, in emissioni obbligazionarie a garanzia internazionale o emesse da organismi assistiti da elevato *rating* (giudizio di merito) ovvero in valuta con copertura del rischio di cambio.

Rispetto al budget sopra citato, l'attuazione si è concretizzata nell'impiego effettivo di € 575 milioni in strumenti finanziari, di cui titoli di Stato ed obbligazionari per € 119 milioni, gestioni patrimoniali per € 280 milioni, OICR per € 96 milioni ed ETF azionari per € 80 milioni.

Nel corso del 2007, in considerazione della volatilità dei mercati finanziari, si è ritenuto mantenere un'elevata liquidità presso la banca, remunerata a tassi elevati (mediamente il 3,55% netto) in assenza di rischio.

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 2008 e di cui si richiamano di seguito quelli più significativi.

Trasferimento della Sede in Via Mantova

Il Consiglio, in considerazione della assoluta carenza degli spazi nell'attuale sede di Via della Purificazione e delle conseguenti difficoltà operative, aveva da tempo iniziato la ricerca di un immobile avente le caratteristiche necessarie. Nel corso del primo semestre del 2007 si è reso disponibile, per cessata locazione, l'immobile di proprietà della Cassa e si è, quindi, provveduto a verificarne la compatibilità con le esigenze attuali e prospettiche. Dopo una prima verifica di fattibilità, si è proceduto, tramite gara, ad affidare ad uno studio di architetti il progetto preliminare che è attualmente in via di definizione. Gli architetti incaricati del progetto hanno confermato la validità della scelta di via Mantova sia sotto l'aspetto della localizzazione, sia sotto l'aspetto urbanistico/strutturale, sia sotto l'aspetto della valenza economica dell'immobile.

I tempi del trasferimento non saranno brevi, in considerazione delle opere di adeguamento e di tutti gli adempimenti necessari.

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

Come innanzi già evidenziato, è fermo intendimento del Consiglio di Amministrazione proseguire nell'attività di dialogo e confronto con i rappresentanti della Cassa di previdenza dei Ragionieri per la definizione del percorso previdenziale per i neo iscritti all'Albo a decorrere dal 1° gennaio 2008. In tal senso resterà ferma la posizione in merito all'obbligatorietà di iscrizione alla nostra Cassa di tutti coloro che risultano essere in possesso di titolo abilitativo alla professione di Dottore Commercialista. Nel mentre andrà riconosciuto come naturale ente di riferimento la Cassa di Previdenza dei Ragionieri per coloro che, seppur iscritti alla Sezione A dell'Albo, sono in possesso del titolo abilitativo di Ragioniere e Perito Commerciale.

Per quanto riguarda, infine, il percorso previdenziale dei futuri iscritti alla Sezione B (Esperti Contabili), pur essendo stata maturata una chiara e precisa posizione in merito alla obbligatorietà di iscrizione alla nostra Cassa, sarà proseguito il confronto al fine di individuare una soluzione globale alla questione previdenziale connessa all'Albo Unico.

Le linee di gestione del patrimonio mobiliare

L'attuale volatilità rilevata sui mercati finanziari e l'andamento fortemente negativo dei medesimi nei primi mesi del 2008, tali da determinare forte incertezza in ordine alle scelte di investimento, suggeriscono il mantenimento di posizioni prudenziali ancorché non in linea con la struttura di *Asset allocation* strategica riportata nel precedente paragrafo "Analisi dell'*Asset allocation*". In tal senso si è ritenuto, allo stato, privilegiare una posizione di liquidità remunerata con tassi in linea con il rendimento obiettivo posto a base dei bilanci tecnici. L'auspicata evoluzione positiva dei mercati consentirà una rapida riallocazione delle risorse sulla base delle linee di investimento previste nell'*Asset allocation* strategica. Nel corso del primo quadrimestre 2008 sono stati effettuati investimenti in BTP per € 50 milioni ed è stata impostata un'operazione in "pronti contro termine" (€ 25 ml).

* * * * *

Care Colleghe e Colleghi,

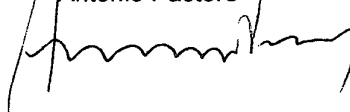
a conclusione del mandato di questo Consiglio di Amministrazione corre l'obbligo di ringraziare l'Assemblea dei Delegati per il costante e fattivo supporto ricevuto, che ha consentito di lasciarsi velocemente alle spalle le difficoltà legate all'avvio del mandato. La consiliatura è stata caratterizzata 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. Anche da questo punto di vista è auspicio che il prossimo Consiglio di Amministrazione, in un'ottica di continuità, possa proseguire lo sviluppo dei rapporti migliorando, laddove necessario, le capacità e le conoscenze poste a vero baluardo del nostro Ente.

IL PRESIDENTE
del Consiglio di Amministrazione

Antonio Pastore





ASSEMBLEA DEI DELEGATI DEL 6 GIUGNO 2008

BILANCIO D'ESERCIZIO AL 31 DICEMBRE 2007

**RELAZIONE DEL COLLEGIO
SINDACALE**

*Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza
a favore dei Dottori Commercialisti*

Via della Purificazione 31
00187 – ROMA

PAGINA BIANCA

Relazione del Collegio dei Sindaci sul Bilancio al 31/12/2007

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 della Associazione al 31 dicembre 2007, redatto ed approvato dal Consiglio di Amministrazione ai sensi di Legge e trasmesso a questo Collegio nel rispetto del termine imposto 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.

Riguardo ai nuovi compiti introdotti dalla riforma del diritto societario, il Collegio ha proseguito nell'attività di esame dell'adeguatezza del sistema di controllo interno e del sistema amministrativo contabile, nonché 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

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

Il Collegio dà atto:

- di avere svolto il controllo contabile del bilancio dell'Associazione relativo alla gestione dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2007, esercizio coincidente con l'anno solare e non interrotto da alcun evento di natura straordinaria, precisando che la responsabilità della redazione del bilancio compete all'Organo Amministrativo, mentre al Collegio Sindacale spetta la responsabilità del giudizio "tecnico-professionale";
- di aver condotto l'esame al fine di acquisire elementi utili ad accertare se il bilancio di esercizio non risulti viziato da errori significativi, e possa, quindi, essere assunto quale "attendibile" nel suo complesso. Il procedimento di controllo contabile comprende l'esame, anche avvalendosi di verifiche a campione, degli elementi probatori a supporto dei saldi e delle informazioni contenuti nel bilancio, nonché la valutazione dell'adeguatezza e della correttezza dei criteri contabili utilizzati, e della ragionevolezza delle stime effettuate dall'Organo Amministrativo. Lo stato patrimoniale e il conto economico presentano - ai soli fini comparativi - anche i valori corrispondenti dell'esercizio precedente;
- di aver riscontrato, ai sensi della lettera a) del primo comma dell'art. 2409-ter del Codice

Civile:

- che il personale addetto alla rilevazione dei fatti aziendali non è sostanzialmente mutato rispetto all'esercizio precedente e che la sua preparazione professionale risulta adeguata alle esigenze derivanti dalla gestione ordinaria dell'attività;
 - che si procede alla regolare tenuta della contabilità ed alla corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili, tramite verifiche effettuate con periodicità trimestrale;
- di aver effettuato il controllo del libro giornale, del libro inventari e degli altri libri della Associazione.

- di aver proceduto al controllo dei valori di cassa e di aver verificato il corretto adempimento dei versamenti delle ritenute e delle altre somme dovute all'erario, dei contributi dovuti ad enti previdenziali e la regolare presentazione di tutte le dichiarazioni fiscali.

Sulla base dei controlli espletati e degli accertamenti eseguiti rileviamo che il bilancio che viene sottoposto alle Vostre deliberazioni corrisponde alle risultanze della contabilità e che, per quanto riguarda la forma e il contenuto, esso è stato redatto nel rispetto della vigente normativa e con l'applicazione dei criteri esposti nella Nota Integrativa.

FUNZIONI DI VIGILANZA

Nel corso dell'esercizio chiuso al 31 dicembre 2007 abbiamo svolto le funzioni previste dagli articoli 2403 e seguenti del Codice Civile.

In particolare, in relazione dell'attività svolta dall'Associazione e della sua struttura organizzativa, sulla base delle notizie riferite dall'Organo Amministrativo e dal personale responsabile della gestione contabile:

- abbiamo vigilato sull'osservanza della Legge e dello Statuto e sul rispetto dei principi di corretta amministrazione;
- diamo atto di avere ottenuto dall'Organo Amministrativo informazioni sul generale andamento della gestione e sulla sua prevedibile evoluzione, nonché sulle operazioni di maggior rilievo, per dimensioni o caratteristiche, effettuate dall'Associazione e possiamo ragionevolmente assicurare che le azioni poste in essere sono conformi alla Legge ed allo Statuto, non sono in potenziale conflitto di interesse o in contrasto con le delibere assunte dall'Assemblea dei Delegati o tali da compromettere l'integrità del patrimonio sociale;

- abbiamo valutato e vigilato sull'adeguatezza del sistema amministrativo e contabile, nonché sull'affidabilità di quest'ultimo nel rappresentare correttamente i fatti di gestione, anche tramite la raccolta di informazioni dall'Organo Amministrativo e dai responsabili delle singole direzioni;
- non abbiamo ricevuto denunce ai sensi dell'art. 2408 del Codice Civile.

ANALISI DEI DATI DI BILANCIO

Lo Stato Patrimoniale si riassume nei seguenti valori:

ATTIVO	
IMMOBILIZZAZIONI	€ 2.330.092.872
ATTIVO CIRCOLANTE	€ 507.051.104
RATEI E RISCONTI	€ 21.569.770
TOTALE ATTIVO	€ 2.858.713.746

PASSIVO	
PATRIMONIO NETTO	<u>€ 2.765.758.325</u>
di cui:	
Riserve di rivalut. volont. degli immobili	€ 60.620.604
Riserva legale per erog. Prestaz. Previdenz.	€ 2.688.577.771
Riserva legale per erog. Prestaz. Assist.li	<u>€ 16.559.950</u>
FONDI PER RISCHI E ONERI	€ 40.574.798
FONDO TFR	€ 1.784.208
DEBITI	€ 41.771.585
RATEI E RISCONTI	€ 8.824.830
TOTALE PASSIVO	€ 2.858.713.746

CONTI IMPEGNI RISCHI E ALTRI CONTI D'ORDINE	€ 78.886.392
--	---------------------

Il conto economico presenta, in sintesi, i seguenti valori:

Valore Della Produzione	€ 572.669.538
Costi della Produzione	-€ 223.396.733
DIFFERENZA TRA VALORE E COSTI DELLA PRODUZIONE	€ 349.272.805
Proventi e Oneri Finanziari	€ 15.597.822
Proventi e Oneri Straordinari	-€ 2.852.699
SALDO PRIMA DELLE IMPOSTE	€ 362.017.928
Imposte dell'Esercizio	-€ 5.417.770
ACCANTONAMENTO EX ART.24 L.21/86 E ART.2 DLGS. 509/94	-€ 356.600.158
Risultato dell'Esercizio	€ -