

### ***Patrimonio mobiliare ed immobiliare***

#### ***IL QUADRO MAROECONOMICO***

Il 2001 sarà probabilmente ricordato come uno dei più difficili dell'ultimo decennio per l'economia mondiale. L'attività economica, che si presentava già debole alla fine del 2000, ha subito nel corso dell'anno un ulteriore marcato rallentamento, risentendo dei tragici eventi dell'11 settembre che tuttavia a posteriori hanno prodotto degli effetti meno drammatici di quanto temuto.

L'anno 2001 è stato anche caratterizzato da numerosi dissesti finanziari culminati con il default argentino e con il fallimento del conglomerato Enron, i cui amministratori sono riusciti a mascherare l'effettiva situazione economico-finanziaria del gruppo con artifici contabili che hanno, tra l'altro, riconfermato l'importanza dei sistemi di controllo interno e di chiare regole di "corporate governance".

Anche l'economia europea, che solitamente segue con qualche mese di ritardo le sorti di quella americana, ha segnato una consistente battuta d'arresto, penalizzata soprattutto dalla debolezza del settore industriale e della domanda estera.

Il rallentamento delle principali aree geografiche ha fatto sentire i suoi effetti negativi anche sui Paesi emergenti, la cui crescita dipende in larga misura dalle esportazioni. A dicembre la situazione in Argentina, già provata da una pluriennale recessione economica, si è ulteriormente aggravata, anche se il contagio verso i Paesi limitrofi e non (Brasile e Russia) è stato relativamente contenuto. La crisi è culminata con la sospensione del pagamento del debito estero da parte dell'Argentina. Il nuovo governo ha annunciato l'abbandono dell'ancoraggio con il dollaro americano e dall'11 febbraio 2002 il cambio fluttua liberamente, con una svalutazione di oltre il 50% nei confronti del dollaro.

Per fronteggiare il deterioramento del contesto macroeconomico, le Banche Centrali hanno ripetutamente ridotto il costo del denaro e effettuato una serie di interventi mirati a immettere liquidità nel sistema. Le misure adottate dalle autorità monetarie sono state facilitate, nella seconda parte dell'anno, da un sensibile miglioramento del contesto inflazionistico, favorito dalla discesa del prezzo dei beni energetici.

#### ***L'ANDAMENTO DEI MERCATTI***

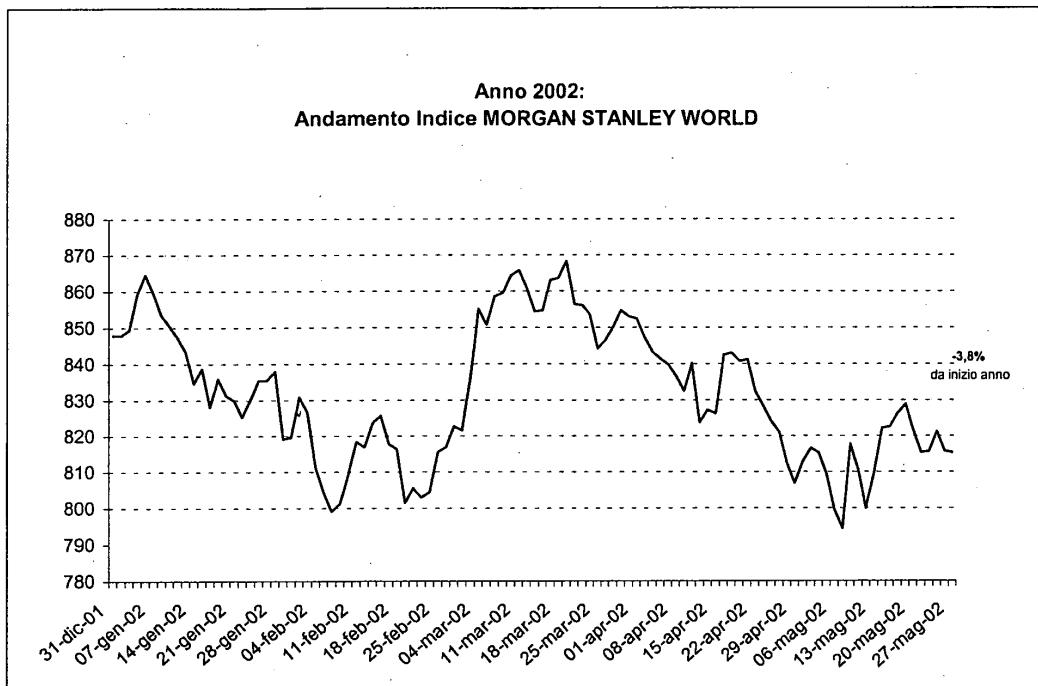
**Il mercato azionario** nel 2001, nonostante il deciso recupero messo a segno nell'ultimo trimestre, è stato deludente: negli Stati Uniti il Dow Jones (-7,1%) ha contenuto le perdite mentre l'indice S&P500 ha registrato un calo superiore al 10% e il Nasdaq un ribasso di oltre il 20%.

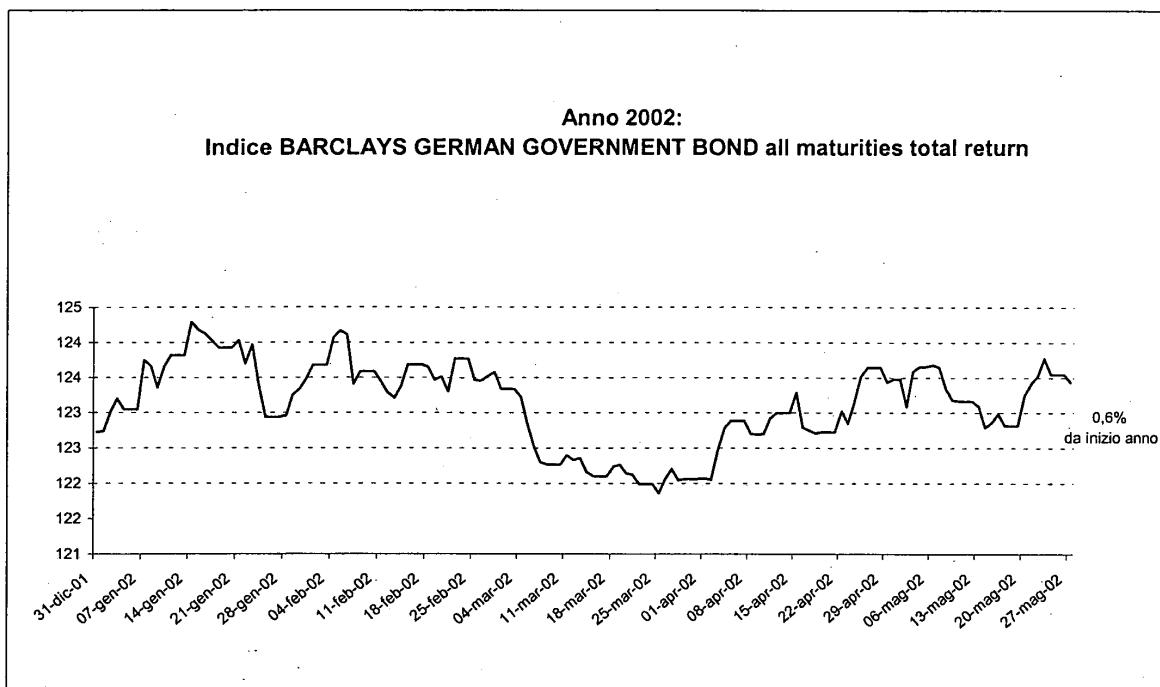
In questo contesto, il mercato azionario italiano (-25%) e quello europeo (-22%) si sono dimostrati più fragili rispetto a quello americano. Risultati ancora più deludenti si sono riscontrati nei mercati dedicati ai "Titoli Tecnologici" (Numtel, Nouveau Marché, Nemax 50). Poche sono state le eccezioni positive: fra queste, oltre ad alcuni mercati minori dell'America latina, vale la pena registrare il buon progresso dei Paesi Emergenti del Far East e, in particolare, di Taiwan e Corea.

I mercati finanziari, dopo il crash culminato con i minimi del 21 settembre 2001, a seguito dei tagli dei tassi ha generato il rialzo delle Borse nell'ultimo trimestre, soprattutto per i settori più penalizzati nella prima parte dell'anno ossia la tecnologia e i compatti ciclici (auto, chimici, materiali di base), più sensibili alla dinamica del ciclo economico.

L'anno 2001 si è pertanto concluso con un consistente recupero dei listini azionari (l'indice MSCI World ha registrato nel quarto trimestre una performance del 10,46% rispetto al trimestre precedente), mentre gli investimenti in titoli obbligazionari hanno registrato un lieve recupero (performance del JP Morgan Global Bond Index pari a 0,03%).

Rappresentiamo nel seguito l'andamento da inizio anno 2002, aggiornato al 27 maggio 2002, dei mercati azionari e obbligazionari rappresentati, rispettivamente, dai grafici degli indici Morgan Stanley Word e Barclays German Government Bond.

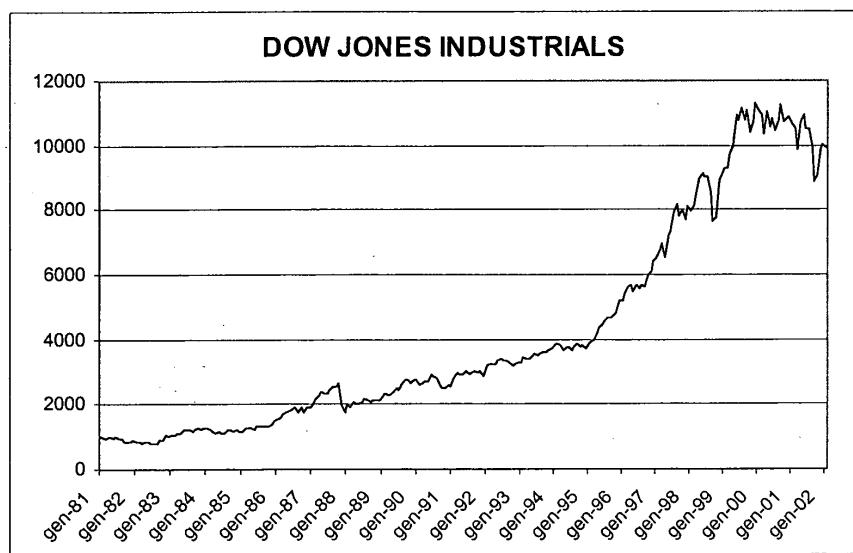
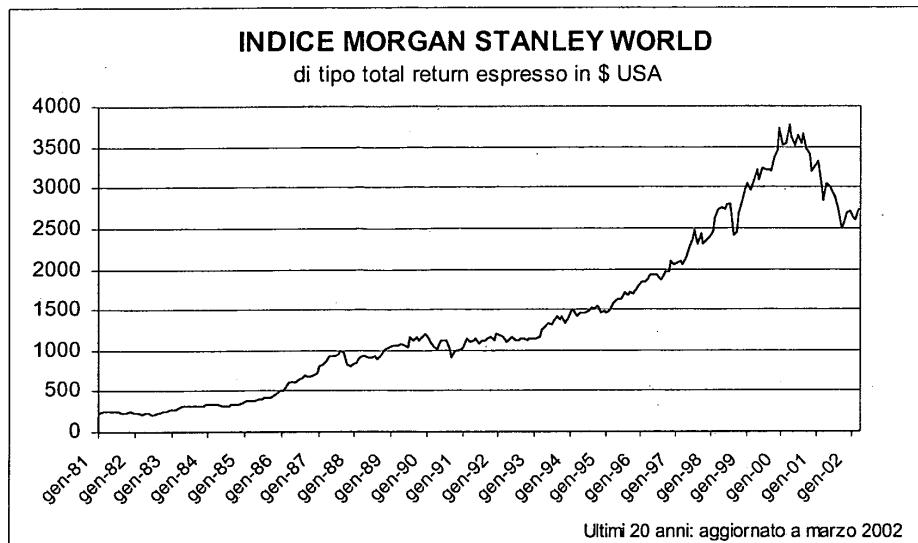


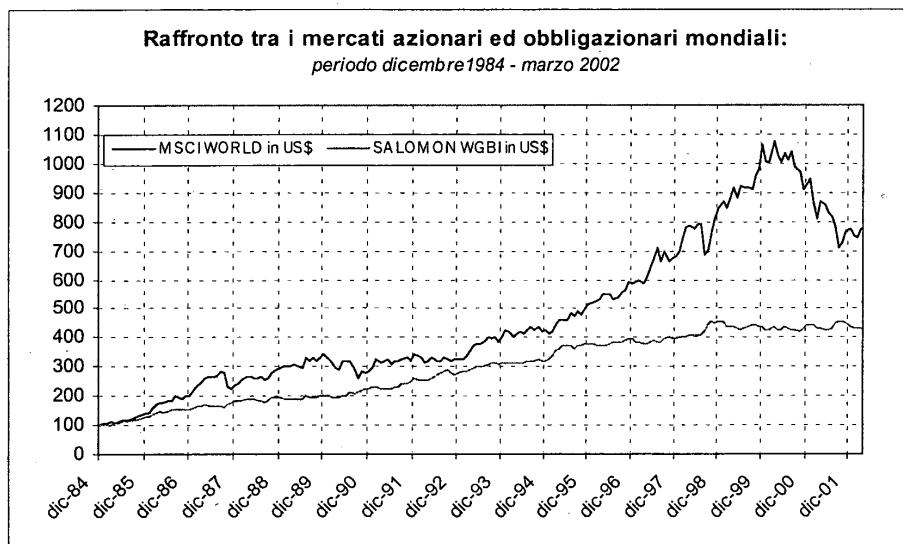
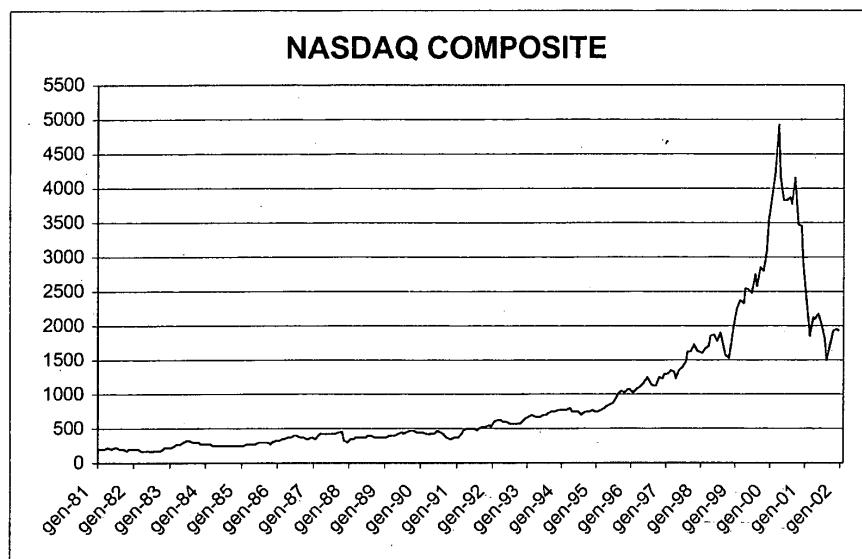


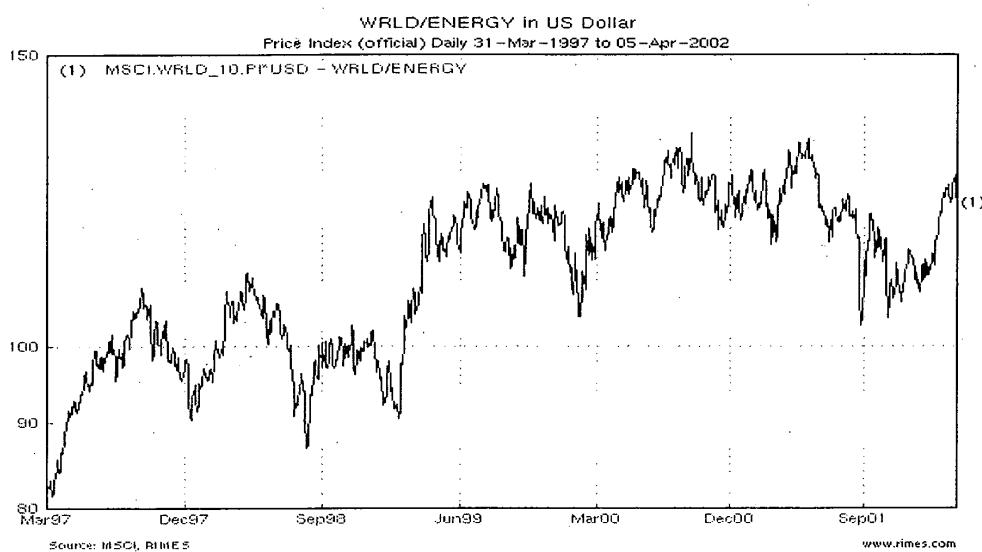
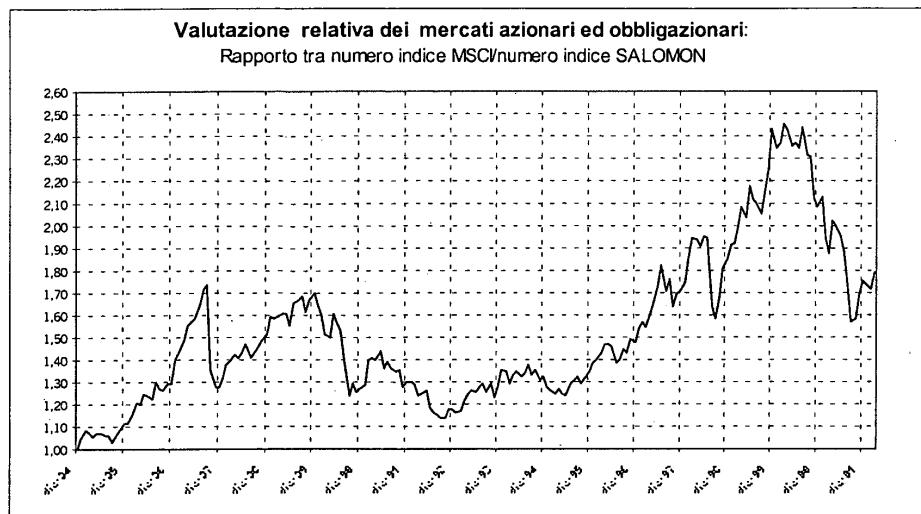
\* \* \* \* \*

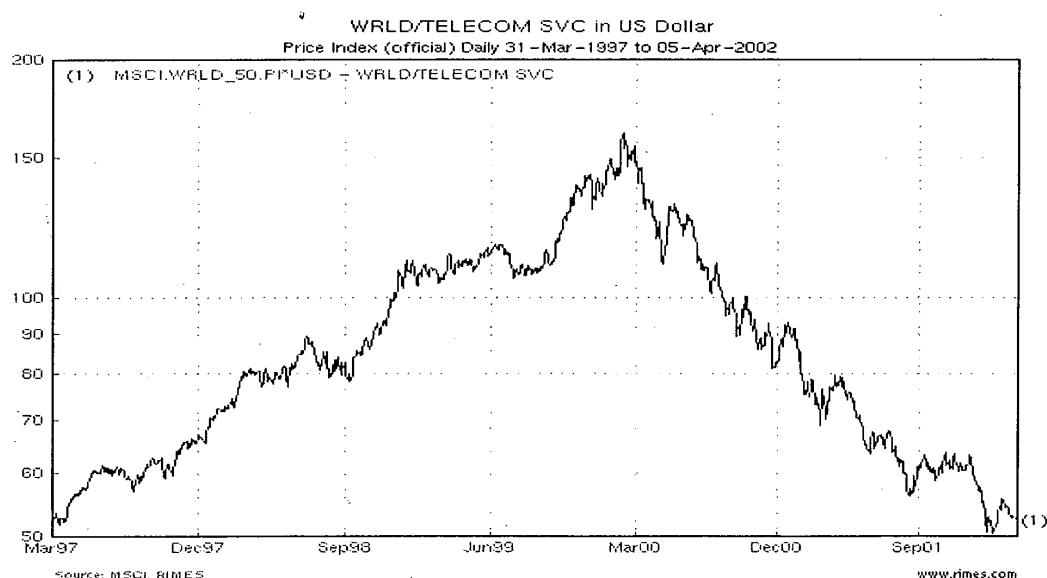
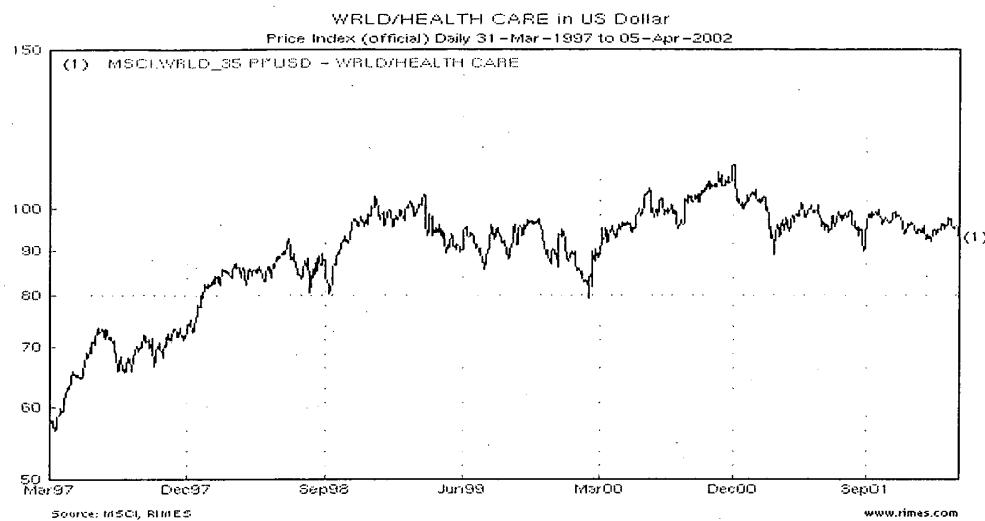
Di seguito si riportano alcuni grafici rappresentativi, riguardanti:

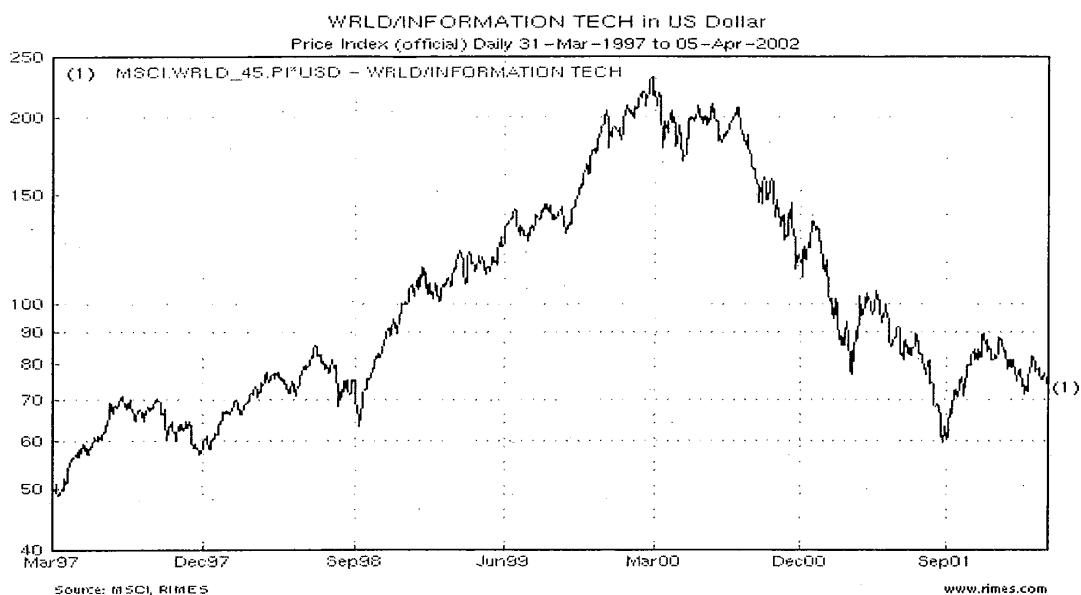
- andamento di 3 fra i principali indici dei mercati mondiali (1981-2002), quali Morgan Stanley World, Dow Jones Industrials e Nasdaq Composite;
- raffronto (2 grafici) tra mercati azionari ed obbligazionari (1984-2001), dai quali emerge che le azioni nel lungo termine hanno presentato un andamento migliore di quello delle obbligazioni, peraltro al prezzo di una maggiore volatilità;
- andamento relativo (1997-2001) di 4 settori economici (Energy, Health Care, Telecom ed Information technology) dai quali emerge, in particolare, che i settori Telecom ed Information technology hanno evidenziato due fasi opposte, la prima caratterizzata da una crescita tumultuosa dei corsi azionari e la seconda, iniziata a marzo 2000, da un costante e significativo calo che ha riportato i corsi ai livelli del 1997.



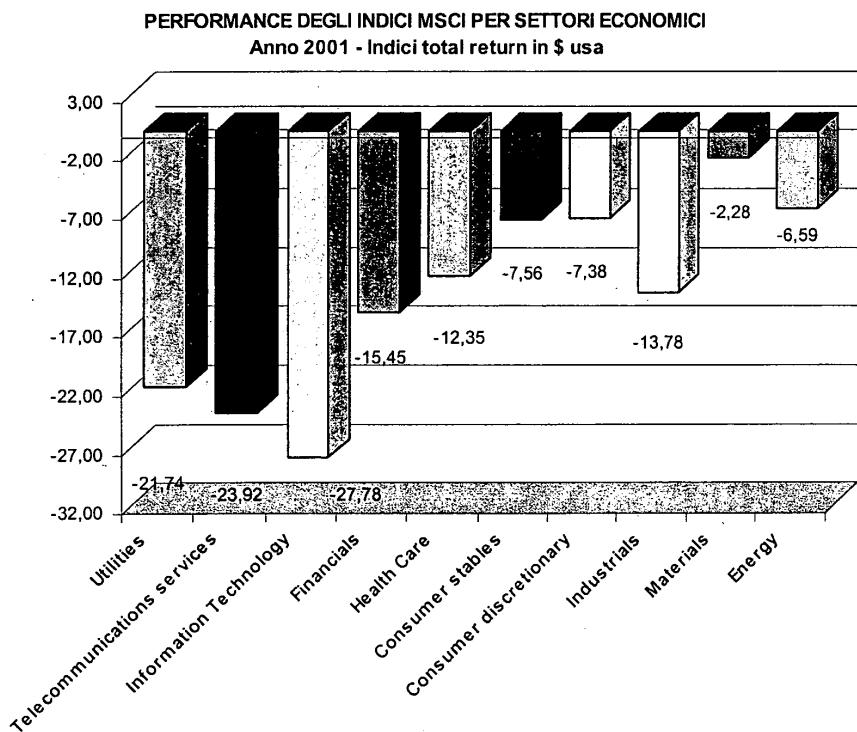




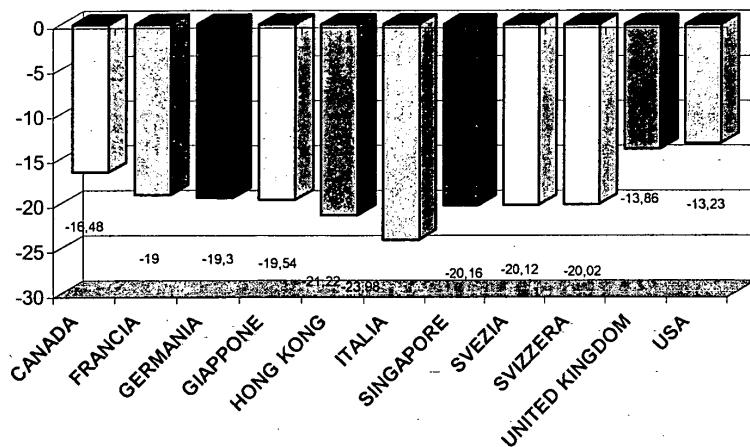




Nei grafici seguenti sono rappresentati i rendimenti 2001 dei mercati azionari, per settori economici e per (principali) aree geografiche.



**PERFORMANCE DEGLI INDICI MSCI PER I PRINCIPALI PAESI**  
**Anno 2001 - Indici total return in \$ usa**



Il 2001 è stato un anno complessivamente positivo per i **mercati obbligazionari**, che hanno proseguito la corsa iniziata nel 2000. Gli interventi adottati dalle Banche Centrali (tagli ai tassi di interesse) hanno favorito soprattutto i titoli di Stato a breve termine, consentendone un forte apprezzamento. Per questa tipologia di obbligazioni l'anno 2001 è stato complessivamente positivo, in considerazione del rinnovato interesse degli investitori per gli impegni in prodotti privi di rischio.

Anche la domanda dei titoli a media scadenza e di quelli a lungo termine è stata sostenuta, in quanto hanno garantito un rendimento sostanzialmente in linea con quello cedolare.

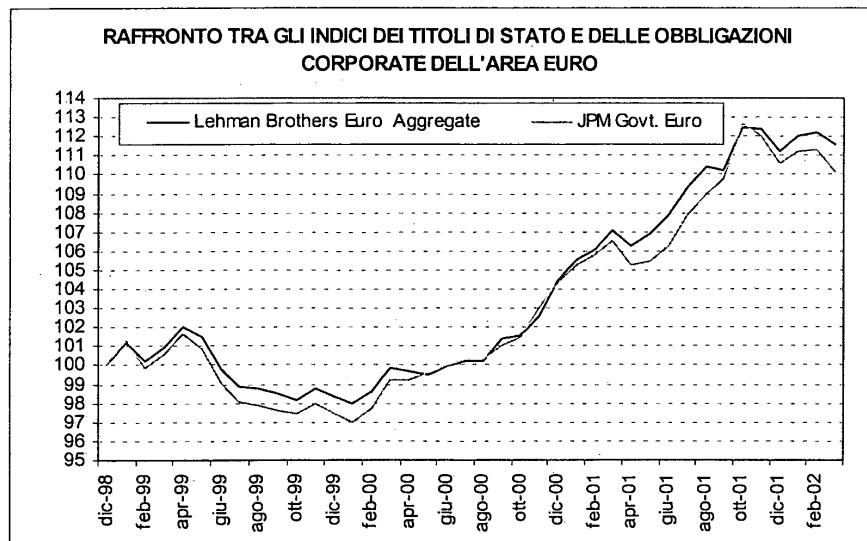
Non è stato altrettanto positivo, il mercato europeo delle obbligazioni ad alto rendimento (high yield bonds), ossia obbligazioni corporate emesse dalle aziende nonché i titoli di Stato dei Paesi emergenti con un rating Standard & Poor inferiore a BBB-.

Le obbligazioni societarie, invece, che in avvio d'anno avevano evidenziato segnali di ripresa, hanno successivamente risentito di uno scenario difficile dovuto alle notizie sugli utili aziendali, che hanno penalizzato soprattutto le emissioni delle società legate al settore delle telecomunicazioni a causa dell'elevato indebitamento contratto per le licenze UMTS.

Contrastato, ma leggermente positivo, l'andamento delle obbligazioni emesse dai Paesi emergenti. In particolare, la prima parte dell'anno è stata caratterizzata da una fase di discreto rialzo guidato soprattutto dai Paesi produttori del petrolio, mentre nel secondo semestre hanno prevalso, da un lato, la generale sfiducia degli investitori per i titoli più rischiosi e, dall'altro, le tensioni in Argentina.

Sul mercato dei cambi l'Euro non è riuscito ad approfittare delle difficoltà dell'economia americana ed è rimasto debole nei confronti del dollaro, apprezzandosi invece nei confronti dello yen. La valuta nipponica si è dimostrata particolarmente debole, soprattutto nella parte conclusiva del 2001.

Di seguito si riporta l'andamento dell'indice JPMorgan rappresentativo dei titoli di Stato dell'area Euro e l'indice Lehman Brothers Aggregate rappresentativo del segmento Corporate dell'area Euro, entrambi relativi al periodo dicembre 1998 – marzo 2002.



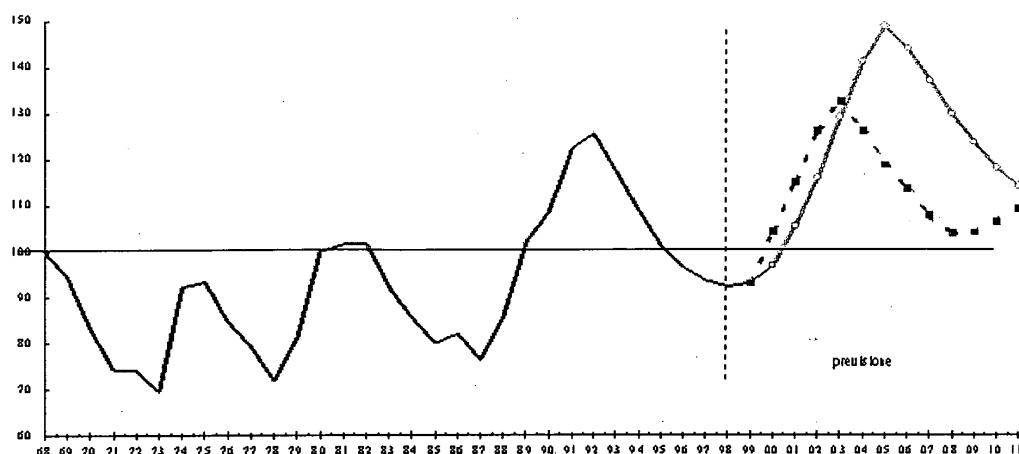
Il settore immobiliare è già da qualche anno interessato da profondi cambiamenti indotti dalle privatizzazioni e dalle politiche di focalizzazione sul "core business" da parte di molte imprese. Anche le ristrutturazioni edilizie, favorite dalle agevolazioni fiscali, hanno contribuito al rilancio del mercato migliorando la qualità degli immobili.

Al contempo cresce anche la domanda di beni immobiliari da parte di nuovi investitori istituzionali e per effetto di nuove formule, quali quote di Fondi immobiliari e titoli di natura obbligazionaria ("cartolarizzazione").

Domanda e offerta si stanno pertanto alimentando reciprocamente, in modo forse più che fisiologico, tanto che molti analisti vedono profilarsi il rischio concreto di una "bolla speculativa" destinata a "sgonfiarsi" in modo anche traumatico.

Di seguito si riporta il grafico dell'indice dei prezzi reali immobiliari italiani (periodo 1968-2011), elaborati dalla Reddy's Group Spa, su dati ISTAT, dal quale si evince chiaramente che la tendenza alla crescita dei prezzi è destinata a ridimensionarsi drasticamente nel giro di due – tre anni.

**INDICE DEI PREZZI REALI IMMOBILIARI  
IN ITALIA (1968-2011) DEPURATI DALL'INCREMENTO NETTO DELLE RETRIBUZIONI  
LORDE PRO-CAPITE DEGLI IMPIEGATI  
(valori a Lira costante 1968)**



\* \* \* \* \*

## IL PATRIMONIO DELLA CASSA

### *La composizione del patrimonio*

Il patrimonio investito al 31 dicembre 2001 è pari a circa € 1.048 milioni ed così costituito:

- portafoglio immobiliare (€ 205 milioni): 19,6%;
- portafoglio obbligazionario (€ 419 milioni): 40,0%;
- portafoglio in gestione (€ 424 milioni): 40,4%.

In particolare, il **portafoglio immobiliare** è costituito da 41 immobili per circa 231.574 metri quadrati di superficie complessiva corrispondente ad un valore lordo di bilancio di circa € 234 milioni. Sotto il profilo reddituale i ricavi derivanti dai canoni di locazione sono risultati pari € 12,4 milioni con un incremento del 2,2% rispetto all'esercizio precedente. Il canone medio annuo rapportato alle superfici coperte è stato pari a € 53,7.

La composizione dell'intero **portafoglio mobiliare** ammonta a circa € 843 milioni ed è costituito per il 29,3% da azioni, per il 69,2% da obbligazioni (sia gestite direttamente che attraverso i gestori) e per 1,5% da liquidità (in forza ai gestori).

Il **portafoglio gestito direttamente** è di natura esclusivamente obbligazionaria ed ammonta a circa € 419 milioni ed è costituito per il 64% da titoli di Stato, per il 22% da obbligazioni italiane e per il 14% da obbligazioni estere. Sotto il profilo reddituale i ricavi generati dalle cedole sono risultati pari € 28,7 milioni contro i € 29,0 milioni dell'esercizio 2000. Nel corso dell'esercizio il portafoglio si è decrementato di circa € 37,3 milioni per effetto di estrazioni e rimborsi anticipati.

Il **portafoglio gestito indirettamente**, relativo agli strumenti finanziari affidati in gestione ad intermediari esterni, ha in essere n. 14 mandati. L'incremento rispetto all'esercizio precedente riguarda n. 4 mandati di tipo "bilanciato", di cui 3 relativi a nuovi gestori (Nextra, Bim e Ing) per un importo complessivo pari € 38,7 milioni mentre il quarto mandato è di fatto uno scorporo, pari ad € 12,9 milioni, effettuato al precedente mandato conferito al gestore Symphonia. Tutti i nuovi conferimenti sono stati effettuati in data 4 giugno 2001.

In dettaglio, gli strumenti finanziari affidati in gestione patrimoniale individuale risultano analizzabili come segue:

	GESTORE	Qualificazione amministrativa del mandato	Qualificazione gestionale del mandato (1)	Limiti di investimento (2)	Valore conferito	Valore di mercato al 31.12.2001
1	CREDIT AGRICOLE INDOSUEZ	gestione patrimoniale TITOLI	Azionario	100% azioni; minimo 80% - massimo 100%	49.166.697	44.415.438
2	MERRIL LYNCH	gestione patrimoniale TITOLI e FONDI	Azionario	100% azioni; minimo 80% - massimo 100%	47.565.680	41.566.423
3	SYMPHONIA	gestione patrimoniale TITOLI	Bilanciato azionario	75% azioni - 25% obbligazioni; minimo 50% - massimo 100%	22.372.913	23.147.617
4	BANQUE PARIBAS	gestione patrimoniale TITOLI	Bilanciato azionario	70% azioni - 30% obbligazioni; minimo 30% - massimo 100%	30.987.414	26.702.918
5	SYMPHONIA	gestione patrimoniale TITOLI	Bilanciato azionario	75% azioni - 25% obbligazioni; minimo 50% - massimo 100%	12.911.422	11.758.035
6	ING	gestione patrimoniale TITOLI	Bilanciato azionario	75% azioni - 25% obbligazioni; minimo 50% - massimo 100%	12.911.422	11.674.598
7	BIM	gestione patrimoniale TITOLI	Bilanciato azionario	75% azioni - 25% obbligazioni; minimo 50% - massimo 100%	12.911.422	11.529.123
8	NEXTRA	gestione patrimoniale TITOLI	Bilanciato azionario	75% azioni - 25% obbligazioni; minimo 50% - massimo 100%	12.911.422	12.156.572
9	MERRIL LYNCH	gestione patrimoniale FONDI	Bilanciato	50% azioni - 50% obbligazioni; minimo 40% - massimo 60%	5.164.569	5.621.260
10	SCHRODERS	gestione patrimoniale SICAV	Bilanciato	50% azioni - 50% obbligazioni; minimo 25% - massimo 75%	41.678.072	45.183.251
11	UNIPOL	gestione patrimoniale TITOLI e FONDI	Bilanciato obbligazionario	40% azioni - 60% obbligazioni; minimo 25% - massimo 50%	38.858.216	37.348.567
12	S.PAOLI IMI	gestione patrimoniale TITOLI e FONDI	Bilanciato obbligazionario	40% azioni - 60% obbligazioni; minimo 25% - massimo 50%	54.351.924	53.926.566
13	HSBC - CCF	gestione patrimoniale FONDI	Bilanciato obbligazionario	30% azioni - 70% obbligazioni; minimo 20% - massimo 40%	39.891.130	41.888.888
14	CREDIT AGRICOLE INDOSUEZ	gestione patrimoniale TITOLI	Obbligazionario	100% obbligazioni;	30.590.919	36.054.478
<b>TOTALE</b>					<b>412.273.224</b>	<b>402.973.734</b>

(1) secondo la classificazione dei fondi pensione aperti di ASSOGESTIONI.

(2) le fasce di oscillazione minime e massime si riferiscono alle azioni.

In base ai limiti d'investimento prestabiliti in sede di negoziazione dei mandati, l'ammontare affidato in gestione, pari a € 412,3 milioni, è costituito per il 59,8% da titoli azionari mentre per il restante 40,2% da titoli obbligazionari. Analogamente, l'ammontare complessivo affidato in gestione (esclusi i differenziali netti reinvestiti nei vari anni, pari a € 11,9 milioni), suddiviso per modalità di gestione, è il seguente:

- **Gestioni Patrimoniali in Titoli**  
(€ 325,6 milioni, di cui 64,88% in azionario e 35,12% in obbligazionario);
- **Gestioni Patrimoniali in Fondi**  
(€ 86,7 milioni, di cui 40,80% in azionario e 59,20% in obbligazionario).

Nel rinviare alla Nota integrativa per gli ulteriori dettagli si precisa che i differenziali tra valori di mercato e di conferimento non sono stati contabilizzati - quanto a quelli positivi - per ragioni prudenziali e quanto a quelli negativi perché ritenuti non durevoli. Il valore di bilancio include, oltre alla movimentazione dovuta ai conferimenti ed ai prelievi, anche le plus/minusvalenze "realizzate" dall'inizio di ciascuna gestione, le commissioni di periodo, gli effetti fiscali anche differiti e le eventuali perdite di valore considerate permanenti.

### I rendimenti del patrimonio

La redditività linda del patrimonio immobiliare è risultata del 5,57%, rispetto al 5,36% dell'esercizio precedente. La redditività al netto delle spese di gestione non ripetibili e degli oneri fiscali (ma al lordo dei

costi interni di struttura dedicata) è pari al 2,97%, che si riduce al 1,6% considerando anche gli ammortamenti di periodo.

In termini percentuali il rendimento medio annuo complessivo netto del portafoglio obbligazionario gestito direttamente è stato pari al 6,01%.

Il portafoglio mobiliare affidato a gestori professionali ha evidenziato un risultato negativo pari al 4,61% per le gestioni e pari al 2,54% per i fondi comuni, sostanzialmente determinato dall'evoluzione negativa della componente azionaria, che rappresenta una quota importante del portafoglio loro affidato.

In sintesi, la redditività linda complessiva del patrimonio nel 2001, calcolata come rapporto tra le rendite ed l'ammontare dello stesso a fine esercizio, è stata pari al 4,8% (6,1% nel 2000), mentre al netto delle perdite e dei costi di diretta imputazione, compresi gli ammortamenti, la redditività è stata pari al 1,8% (4,0% nel 2000). Il risultato può essere considerato soddisfacente, alla luce del confronto con l'andamento generale dei mercati e, anche, dei risultati conseguiti dagli operatori di mercato, con particolare riferimento agli investitori istituzionali a noi affini (fondi pensione).

Parimenti, è utile evidenziare che la Cassa è stata coinvolta in misura assolutamente marginale dagli eventi più traumatici dei mercati (crack Enron, dissesto Argentina), e ciò a testimonianza della avvedutezza delle scelte di investimento sin qui operate, tese alla diversificazione ed al rigido controllo del rischio.

### ***Politiche di investimento e piano di impiego***

Per le ragioni più volte esposte, legate alla situazione, alle prospettive del mercato immobiliare ed all'attuale penalizzante trattamento fiscale dei redditi immobiliari, nonché alla luce delle esperienze consolidate dai gestori internazionali di fondi pensione (che detengono nei propri portafogli quote percentuali di immobili di gran lunga inferiori a quella della Cassa), il Consiglio di amministrazione ha da tempo maturato il convincimento – e l'Assemblea dei delegati lo ha condiviso – che sia più opportuno investire gli attivi finanziari disponibili in valori mobiliari, salvo, evidentemente, cogliere occasioni di investimento immobiliare che si appalesassero realmente convenienti per la Cassa secondo i criteri di selezione e valutazione più volte illustrati in passato in Assemblea.

Le procedure e le scelte di investimento per gli impegni in valori mobiliari si sono storicamente basate su un processo organico, che prevede le fasi descritte nel seguente:

- studio delle caratteristiche demografiche degli iscritti e della normativa delle entrate contributive da questi derivanti, da cui si determinano le diverse categorie di investimento che soddisfino i requisiti di equilibrio finanziario entrate/uscite;
- individuazione del ragionevole equilibrio tra macro classi di investimento (asset allocation) ed individuazione dei relativi benchmark;
- ricerca della diversificazione degli investimenti, con l'obiettivo di ridurre il rischio implicito anche a spese di un eventuale abbassamento del rendimento assoluto, operando in modo non speculativo e mai diretto sui mercati finanziari. Questo obiettivo viene perseguito, nell'ambito della asset allocation identificata, attraverso la diversificazione per mercati, per settori economici, per valute, per gestori e stili di gestione, ecc.;
- analisi approfondita delle caratteristiche dei gestori, con riferimento alle performances storiche ed alla loro costanza nel tempo, ai mercati in cui il gestore eccelle, agli stile di gestione, alla struttura dei costi di gestione praticati, ad eventuali altri servizi di consulenza forniti (analisi dei mercati, reporting periodico, ecc.), alla gestione amministrativa e fiscale del portafoglio assegnato;
- selezione dei gestori in base alle loro peculiarità, con l'obiettivo di valorizzarne le competenze e con la consapevolezza che la pluralità dei gestori costituisca ulteriore elemento di diversificazione e, quindi, di riduzione del rischio implicito;

- monitoraggio degli investimenti effettuati, mediante la verifica delle performance ed il calcolo del mix rischio/rendimento, onde garantire una periodica revisione degli investimenti effettuati ed un continuo controllo sui gestori.

Le scelte di investimento della Cassa sono state operate con un orizzonte temporale di lungo periodo, tenendo conto degli andamenti prospettici dei flussi finanziari. Tutti gli studi teorico-scientifici e le evidenze statistiche hanno, infatti, dimostrato che il risultato complessivo dell'investimento di un portafoglio è determinato essenzialmente dalle scelte di allocazione strategica dello stesso (asset allocation), mentre le movimentazioni tattiche in risposta ad oscillazioni transitorie influiscono sul risultato in misura marginale.

E' per queste ragioni (peraltro avvalorate e confermate dall'advisor di cui in appresso) che la Cassa ha mantenuto e mantiene, anche di fronte alle situazioni di mercato più difficili, un atteggiamento sì di grande attenzione e vigilanza, ma anche di serena consapevolezza della valenza delle scelte sin qui operate che sono in sintonia con il sapere condiviso e diffuso.

Fatta questa doverosa premessa, come già preannunciato lo scorso anno, a luglio 2001 è stato avviato un rapporto di collaborazione con un advisor indipendente (Prometeia) per un'attività di consulenza a supporto della gestione del portafoglio. La decisione di avatarsi di un consulente è stata presa dal Consiglio di Amministrazione per l'importanza e la complessità delle decisioni di investimento finalizzate alla previdenza che, ferma restando la responsabilità degli Amministratori circa le decisioni assunte, implicano una competenza specialistica. Nel contempo, si è proceduto al deciso rafforzamento della struttura interna dedicata mediante l'assunzione del dirigente dell'area patrimonio mobiliare ed immobiliare e di un qualificato responsabile per il solo patrimonio mobiliare. L'obiettivo strategico della Cassa è infatti quello di mantenere al proprio interno, in forma sempre più evoluta e raffinata, il monitoraggio ed il controllo degli investimenti mobiliari avvalendosi, nei modi e tempi ritenuti necessari di mirate consulenze esterne.

Tale attività, tuttora in corso di attuazione, prevede le seguenti fasi d'intervento:

- analisi del portafoglio attuale;
- definizione dei vincoli e, conseguentemente, della asset allocation strategica
- individuazione dei benchmark da affidare ai gestori e verifica dell'efficienza di quelli attualmente in essere;
- attività di assistenza a supporto della relazione con i gestori mediante la definizione del modello di reporting per la rendicontazione periodica, da parte dei gestori, delle attività svolte e dei risultati conseguiti.

Tra le attività effettuate riveste particolare importanza la definizione dell'asset allocation strategica, in relazione alla quale il consulente ha sviluppato alcune ipotesi alternative sulla base di diversi mix di rendimento, obiettivo, universi di investimento e vincoli stabiliti.

Il Consiglio di Amministrazione ha quindi operato le proprie scelte ponendo come obiettivo il perseguimento della migliore efficienza dei propri investimenti (ricerca della c.d. *frontiera efficiente*) nella direzione del massimo contenimento del rischio a parità di rendimento atteso (e non già il contrario).

Posso affermare con soddisfazione che dal lavoro svolto dall'advisor sono emersi due aspetti importanti:

1. è stata confermata la validità delle scelte e delle modalità di investimento mobiliare sin qui adottate, sia in ordine ai criteri generali (contenimento del rischio, diversificazione, approccio non speculativo, affidamento a gestori professionali evitando qualsiasi gestione diretta sui mercati), sia in ordine all'attuazione pratica (scelta dei benchmark, dei gestori e del contenuto dei mandati di gestione);
2. è stato evidenziato che la quota di patrimonio immobiliare detenuta è sovrapesata rispetto alla asset allocation ottimale (e ciò a conferma della scelta a suo tempo operata dal Consiglio di Amministrazione di non procedere più ad investimenti sistematici in immobili).

In pratica, tenuto conto che la quota di immobili ha un'origine "storica" nel portafoglio della Cassa e che, in virtù delle scelte condivise con l'Assemblea dei Delegati non viene più aumentata ma, anzi, tende col tempo a diminuire il proprio peso sul patrimonio totale per via delle nuove allocazioni di risorse unicamente nel mercato mobiliare, è emerso che l'attuale composizione del patrimonio della Cassa è abbastanza vicina al portafoglio c.d. "ottimale". Pertanto, si renderanno necessari aggiustamenti volti a migliorare l'efficienza complessiva degli investimenti, sia attraverso le nuove allocazioni di risorse che via via si renderanno disponibili, sia mediante la revisione dei mandati in essere.

Le linee guida per il piano degli investimenti 2001 deliberate dall'Assemblea dei Delegati (29 novembre 2000) prevedevano la collocazione in via principale delle disponibilità, inizialmente stimate in € 168 milioni e successivamente (giugno 2001) ridotte a € 114 milioni, in forme di gestione patrimoniale da affidare ad operatori di prestigio nazionale ed internazionale ovvero in quote di fondi comuni d'investimento. Eventuali quote residuali potavano essere investite in titoli di Stato ed obbligazionari, in Lire o Euro.

Rispetto al programma indicato, l'attuazione si è concretizzata attraverso l'impiego di € 38,7 milioni in strumenti finanziari affidati in gestione patrimoniale mentre la differenza, pari a circa € 75,0 milioni, è stata impiegata in una operazione di "pronti contro termine" a 3 mesi effettuata a fine dicembre 2001. Tale impiego riflette i rischi derivanti dall'elevata volatilità che ha caratterizzato i mercati, ciò che ha reso opportuno un atteggiamento estremamente prudenziale, oltre che le attese legate alla conclusione del menzionato progetto di ottimizzazione del portafoglio mobiliare.

### ***Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio***

Oltre quanto già rilevato in sede di trattazione degli specifici argomenti, nei primi mesi del 2002 non sono intervenuti ulteriori fatti o avvenimenti di rilievo.

### ***Evoluzione prevedibile della gestione***

Come evidenziato, la Cassa è impegnata su molteplici attività e progetti, che proseguiranno nel corso del 2002, e di cui si richiamano di seguito quelli più significativi.

#### ***Il progetto di riforma del sistema previdenziale***

E' questo, evidentemente, l'impegno strategicamente più importante. Nel corso dell'anno si delineeranno le linee operative del progetto, con la collaborazione ed il confronto con i più eminenti studiosi della materia ed in stretta rapportazione con l'istituzione politica.

#### ***Le linee di gestione del patrimonio***

Proseguirà nel 2002 l'implementazione dell'asset allocation strategica individuata, ferma restando la necessaria cautela e gradualità, in evoluzione progressiva dall'attuale, che si è dimostrata essere già abbastanza vicina a quella ottimale.

In concomitanza con lo sviluppo del progetto di riforma del sistema previdenziale, che ha visto come primo passo le citate modifiche deliberate a novembre 2001, il Consiglio di Amministrazione ha dato avvio allo studio relativo all'implementazione di un sistema di "asset/liability", da costruirsi, evidentemente, in coerenza con i futuri cambiamenti strutturali del sistema previdenziale.

Verrà inoltre continuato il lavoro costante di monitoraggio e di eventuale revisione dei mandati e dei gestori, sempre in coerenza con le linee strategiche generali approvate.

Per quanto riguarda il patrimonio immobiliare, verrà attentamente seguita la attuale fase di mercato, in relazione alla quale sono in corso di valutazione le caratteristiche del patrimonio immobiliare della Cassa, nella prospettiva di una futura gestione più "dinamica" dello stesso.

#### ***Le prospettive organizzative***

La Cassa continuerà ad investire strategicamente negli strumenti messi a disposizione dalla tecnologia informatica, con l'obiettivo di migliorare ulteriormente l'efficienza e l'efficacia delle attività svolte e dei servizi offerti ai colleghi.

In particolare, proseguirà l'impulso sull'area della comunicazione telematica diretta tra la Cassa ed il singolo iscritto mediante il potenziamento del sito Internet e di tutti gli strumenti informatici connessi.

\* \* \*

Care Colleghe e Colleghi,

a conclusione della relazione, desidero confermarVi l'impegno e l'entusiasmo con cui l'intero Consiglio continuerà a lavorare per il raggiungimento degli obiettivi sin qui delineati e condivisi.

Il Presidente  
del Consiglio di Amministrazione

Adelio Bertolazzi

