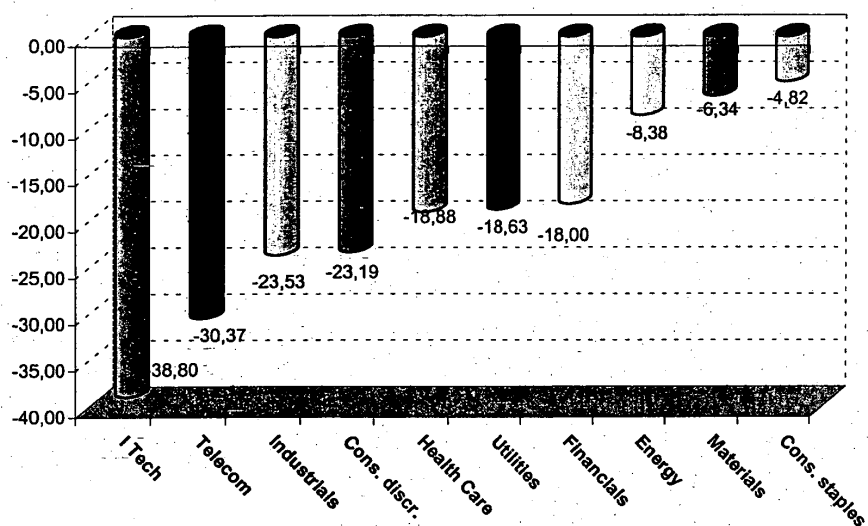


Nei grafici seguenti sono rappresentati i rendimenti 2002 dei mercati azionari, per settori economici e per (principali) Paesi.

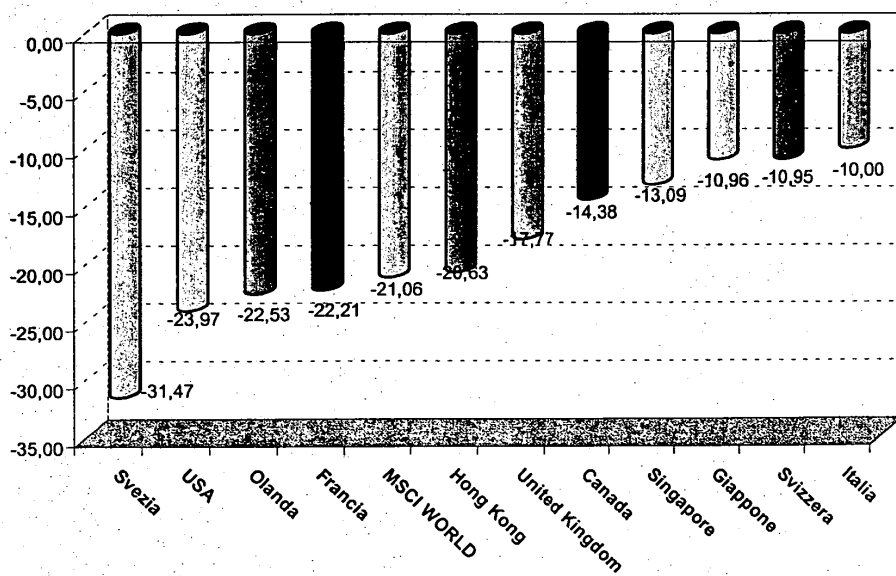
PERFORMANCE dei SETTORI ECONOMICI

Indici MSCI in \$usa



PERFORMANCE dei principali PAESI

Indici MSCI in \$usa



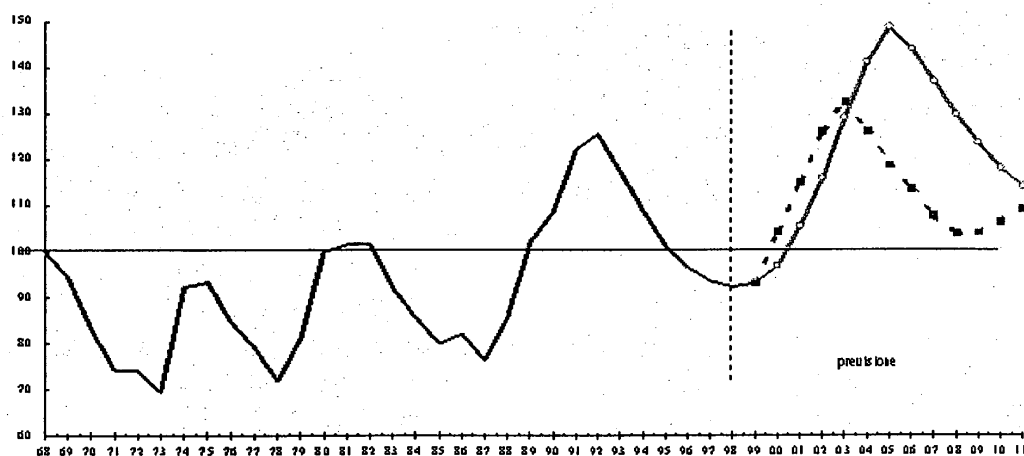
Relativamente al *comparto immobiliare*, questo è già da qualche anno interessato da profondi cambiamenti indotti dalle privatizzazioni e dalle politiche di focalizzazione sul “core business” da parte di molte imprese. Anche le ristrutturazioni edilizie, favorite dalle agevolazioni fiscali, hanno contribuito 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 (cd. “cartolarizzazione”) e per l’apporto dei capitali che hanno abbandonato la Borsa e di quelli rientrati dall’estero, che almeno in parte sono stati destinati agli investimenti immobiliari.

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, anche se per gli operatori del settore un deciso rallentamento dei prezzi si avrà solo a partire dal 2005 quando gli stessi, rispetto al 2004, dovrebbero rimanere stabili.

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, anche se alcuni analisti ritengono che tale riduzione sarà rinviata almeno di un anno, prevedendo - tra l’altro - anche per il 2003 una crescita sostenuta dei prezzi (7%) sebbene a tassi inferiori rispetto al precedente biennio.

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 struttura

Il capitale investito (operativo) a lungo termine al 31 dicembre 2002 è pari ad € 1.007 milioni (€ 1.041 ml a fine 2001) ed è così costituito:

	<u>Euro/milioni</u>	<u>in %</u>
• portafoglio immobiliare	204,4	20,3
• portafoglio obbligazionario	409,3	40,6

XIV LEGISLATURA — DISEGNI DI LEGGE E RELAZIONI — DOCUMENTI

- portafoglio in gestione 393,3 39,1

Il *portafoglio immobiliare* è costituito da 40 immobili che occupano complessivamente 231.551 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 € 12,1 milioni con un decremento di circa il 3% rispetto all'esercizio precedente.

La composizione dell'intero portafoglio mobiliare ammonta a circa € 803 milioni ed è costituito - a valori di mercato - per il 21,1% da azioni, per il 77,5% da obbligazioni (sia gestite direttamente che attraverso i gestori) e per 1,4% da liquidità (in forza ai gestori). Il *portafoglio gestito direttamente* è di natura esclusivamente obbligazionaria ed ammonta a circa € 409 milioni ed è costituito per il 68% (64% a fine 2001) da titoli di Stato, per il 17% (22% a fine 2001) da obbligazioni italiane e per il 15% (14% a fine 2001) da obbligazioni estere. Sotto il profilo reddituale i ricavi generati dalle cedole sono risultati pari € 23,2 contro i € 28,7 milioni dell'esercizio 2001.

Nel corso dell'esercizio il portafoglio è rimasto sostanzialmente stabile, con decrementi di € 32,4 milioni per effetto di estrazioni e rimborsi anticipati, incrementi per investimenti effettuati (€ 333,0 ml) e decrementi per vendite (€ 301,2 ml) che hanno generato significative plusvalenze (€ 23,8 ml) su vendite.

Il *portafoglio gestito indirettamente*, relativo agli strumenti finanziari affidati in gestione ad intermediari esterni, è caratterizzato da 14 mandati, conferiti nel periodo 1997-2001, per un valore di libro di € 393,3 milioni, costituito dal capitale complessivamente conferito (€ 412,3 ml) e dalle perdite gestionali cumulate (€ 19,0 ml) prevalentemente riferibili alle gestioni patrimoniali (esclusi Fondi e Sicav). In dettaglio, gli strumenti finanziari in gestione risultano analizzabili come segue:

	GESTORE	Qualificazione amministrativa del mandato	Qualificazione gestionale del mandato (1)	Limiti di investimento (2)	Capitale conferito	Valore di mercato al 31.12.2002
1	CREDIT AGRICOLE INDOSUEZ	gestione patrimoniale TITOLI	Azionario	100% azioni; minimo 80% - massimo 100%	49.166.697	32.907.614
2	MERRIL LYNCH	gestione patrimoniale TITOLI e FONDI	Azionario	100% azioni; minimo 80% - massimo 100%	47.565.680	27.448.602
3	SYMPHONIA	gestione patrimoniale TITOLI	Bilanciato azionario	75% azioni - 25% obbligazioni; minimo 50% - massimo 100%	22.372.913	19.597.871
4	BANQUE PARIBAS	gestione patrimoniale TITOLI	Bilanciato azionario	70% azioni - 30% obbligazioni; minimo 30% - massimo 100%	30.987.414	20.210.515
5	SYMPHONIA	gestione patrimoniale TITOLI	Bilanciato azionario	75% azioni - 25% obbligazioni; minimo 50% - massimo 100%	12.911.422	9.950.110
6	ING	gestione patrimoniale TITOLI	Bilanciato azionario	75% azioni - 25% obbligazioni; minimo 50% - massimo 100%	12.911.423	8.982.103
7	BIM	gestione patrimoniale TITOLI	Bilanciato azionario	75% azioni - 25% obbligazioni; minimo 50% - massimo 100%	12.911.422	9.319.862
8	NEXTRA	gestione patrimoniale TITOLI	Bilanciato azionario	75% azioni - 25% obbligazioni; minimo 50% - massimo 100%	12.911.423	9.459.692
9	MERRIL LYNCH	gestione patrimoniale FONDI	Bilanciato	50% azioni - 50% obbligazioni; minimo 40% - massimo 60%	5.164.569	4.816.257
10	SCHROEDERS	gestione patrimoniale SICAV	Bilanciato	50% azioni - 50% obbligazioni; minimo 25% - massimo 75%	41.678.072	35.576.681
11	UNIPOL	gestione patrimoniale TITOLI e FONDI	Bilanciato obbligazionario	40% azioni - 60% obbligazioni; minimo 25% - massimo 50%	38.858.216	34.877.743
12	S.PAULO IMI	gestione patrimoniale TITOLI e FONDI	Bilanciato obbligazionario	40% azioni - 60% obbligazioni; minimo 25% - massimo 50%	54.351.924	49.918.246
13	HSBC	gestione patrimoniale FONDI	Bilanciato obbligazionario	30% azioni - 70% obbligazioni; minimo 20% - massimo 40%	39.891.130	40.209.956
14	CREDIT AGRICOLE INDOSUEZ	gestione patrimoniale TITOLI	Obbligazionario	100% obbligazioni	30.590.919	36.279.017
TOTALE					412.273.224	339.554.269

(1) secondo la classificazione ASSOGESTIONI dei fondi pensione aperti
 (2) il range di oscillazione minimo/massimo si riferisce 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 del capitale affidato in gestione, suddiviso per modalità di gestione, è il seguente:

- *Gestioni Patrimoniali in Titoli* (€ 325,6 ml),
di cui 64,9% in azionario e 35,1% in obbligazionario;
- *Gestioni Patrimoniali in Fondi* (€ 86,7 ml),
di cui 40,8% in azionario e 59,2% in obbligazionario.

Nel rinviare alla Nota integrativa per gli ulteriori dettagli si precisa che i differenziali tra valori di libro e di mercato non sono stati contabilizzati - quanto a quelli positivi - per ragioni di carattere prudenziale 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 e le eventuali perdite di valore considerate durature. A titolo informativo, rileviamo che il valore di mercato del portafoglio in gestione è pari ad € 339,6 milioni al 31 dicembre 2002 e ad € 339,0 milioni al 30 aprile 2003.

I rendimenti

La redditività lorda del patrimonio immobiliare è risultata del 5,36%, rispetto al 5,34% dell'esercizio precedente. La redditività al netto dei costi di gestione non ripetibili, degli oneri fiscali e di altri oneri specifici imputabili (ammortamenti, in particolare) - ma al lordo dei costi diretti di struttura - è pari all'1,15% (1,20 nel 2001). L'ampio "cuneo" tra rendimento lordo e netto (4,21 punti) è sostanzialmente attribuibile alla pesante fiscalità degli immobili: l'effetto fiscale (ICI ed IRPEG), infatti, spiega da solo circa il 49% di tale differenziale (2,08 punti). L'effetto degli ammortamenti è invece pari a 1,41 punti (circa il 33%) dello stesso.

Il rendimento netto medio annuo del portafoglio obbligazionario - gestito direttamente - è stato pari al 10,96% (6,01% nel 2001) ed è comprensivo delle plusvalenze generate dalla vendita di obbligazioni per € 23,8 milioni, mentre il portafoglio mobiliare affidato a gestori professionali ha evidenziato un risultato negativo pari al 7,64% per le gestioni (4,61% nel 2001) ed al 7,35% per i fondi/Sicav (2,54% nel 2001), sostanzialmente determinato dalla dinamica negativa della componente azionaria, che rappresenta una quota importante di tale portafoglio.

Come già evidenziato, nel corso del 2002 il Consiglio di Amministrazione - alla luce della straordinaria volatilità dei mercati finanziari - ha assunto come scelta tattica quella di mantenere sul conto corrente presso la banca tesoriera una quota cospicua di risorse finanziarie (€ 279 ml circa a fine 2002), visto l'elevato rendimento della liquidità in assenza di rischi.

La giacenza media sul conto corrente è stata pari nel 2002 ad € 197,4 milioni, con un tasso di interesse riconosciuto dall'istituto pari al tasso di interesse ufficiale dell'Euro-sistema (ex tasso di sconto + 1%). La remunerazione del conto corrente è stata pertanto pari al 4,25% lordo, corrispondente al 3,10% al netto di imposte fino al 10 dicembre 2002 ed al 3,75% lordo (2,74% netto) sino al 10 marzo 2003. Attualmente il tasso riconosciuto dalla Banca è pari al 3,50% lordo (2,56% netto). E' pertanto evidente che, ai fini di una corretta valutazione dei rendimenti del patrimonio complessivo della Cassa occorre considerare la liquidità come asset class "straordinaria" del patrimonio mobiliare. Alla luce di questa considerazione, i rendimenti netti 2002 ed il capitale investito a fine esercizio (in Euro milioni) sono riepilogati nella tabella seguente:

ASSET CLASS	Rendimenti netti	Capitale
Liquidità	3,08%	279
Obbligazioni	10,96%	409
Gestioni esterne	-7,58%	393
TOTALE	2,19%	1.081

In sintesi, la redditività lorda complessiva del patrimonio (mobiliare ed immobiliare, compresa la componente liquida) nel 2002, calcolata come rapporto tra le rendite ed l'ammontare dello stesso a fine esercizio, è stata pari al 2,9% (2,6% nel 2001), mentre al netto delle perdite e dei costi di diretta imputazione – esclusi i costi diretti di struttura e l'accantonamento al fondo oscillazione titoli di € 25,0 ml - la redditività è stata pari all'1,8% (1,3% nel 2001) beneficiando, in particolare, della consistente plusvalenza sul portafoglio obbligazionario (€ 23,8 ml) fiscalmente non tassata. Il risultato può essere considerato soddisfacente, alla luce del confronto con l'andamento generale dei mercati finanziari in un anno caratterizzato da elevata e straordinaria volatilità e, anche, dei risultati conseguiti dagli operatori di mercato, con particolare riferimento agli investitori istituzionali a noi affini (fondi pensione) i quali, con una macro *asset allocation* non dissimile da quella del portafoglio mobiliare della Cassa, hanno ottenuto nel 2002 un risultato negativo, pari al 3,9% per i fondi negoziali e pari al 13,1% per i fondi aperti.

Parimenti, è utile evidenziare che la Cassa non è stata direttamente coinvolta negli eventi traumatici dei mercati finanziari che hanno caratterizzato il biennio 2001-2002, a testimonianza della avvedutezza delle scelte di investimento sin qui operate, volte 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 non favorevole trattamento fiscale dei redditi fondiari, 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 le eccedenze di liquidità in strumenti finanziari salvo, evidentemente, cogliere occasioni di investimento immobiliare realmente convenienti per la Cassa, secondo i criteri di selezione e valutazione più volte illustrati in passato in Assemblea.

Come è noto, le *politiche di investimento* per gli impieghi in strumenti finanziari si sono storicamente basate su un processo organico, le cui fasi sono così analizzabili:

- studio delle caratteristiche demografiche degli iscritti e della normativa dei relativi flussi contributivi in entrata, da cui si determinano le diverse *asset class* (classi di investimento) che soddisfino i requisiti di equilibrio finanziario dinamico (in entrata ed uscita);
- individuazione del ragionevole equilibrio di *asset allocation* (macro classi di investimento) ed individuazione dei relativi *benchmark* (indici di riferimento);
- 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, settori economici, valute, gestori e stili di gestione;
- analisi approfondita delle caratteristiche dei gestori, con riferimento alle *performance* (rendimenti) storiche ed alla loro costanza nel tempo, ai mercati in cui il gestore eccelle, agli stili 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 della dinamica 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 *asset allocation* dello stesso, mentre le movimentazioni tattiche in risposta ad oscillazioni transitorie dei mercati influiscono sul risultato in misura marginale.

E' per queste ragioni che la Cassa ha mantenuto e mantiene, anche di fronte alle difficili situazioni di mercato del biennio 2001-2002, un atteggiamento 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. Il triennio 2000-2002 è stato uno dei peggiori di sempre per i mercati azionari ed inoltre la persistente debolezza delle borse si è manifestata in un contesto di tassi di interesse molto bassi. Il quadro complessivo è stato in definitiva estremamente sfavorevole per gli investimenti finanziari.

In tale contesto, il Consiglio di amministrazione ha di fatto sospeso nel corso del 2002 l'attuazione dell'*asset allocation* strategica triennale stabilita con il supporto di Prometeia, mantenendo sul conto corrente di tesoreria presso la Banca Popolare di Sondrio la liquidità derivante dall'incasso dei contributi giusta la strategia derivante dalla straordinaria volatilità dei mercati finanziari, come già ribadito in precedenza. Ciò al fine di evitare la monetizzazione di ulteriori minusvalenze che si sarebbero verificate con il riassetto dei portafogli dei gestori.

La decisione tattica di mantenere la liquidità sul conto corrente è stata indirizzata anche dalla imminente riforma del sistema previdenziale della Cassa, che richiederà conseguentemente un'analisi di tipo *Asset Liability Management (ALM)* e una riformulazione dell'*asset allocation* strategica.

Fatta questa doverosa premessa, rileviamo che prosegue fattivamente il rapporto di collaborazione con un *advisor* (consulente) indipendente (Prometeia), avviato a luglio 2001, per la consulenza di supporto della gestione del portafoglio. La decisione di avvalersi 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. L'obiettivo strategico della Cassa rimane, peraltro, quello di mantenere al proprio interno, in forma sempre più evoluta e raffinata, il monitoraggio ed il controllo - e, ovviamente, le scelte strategiche - degli investimenti mobiliari avvalendosi, nei modi e tempi ritenuti necessari, di mirate consulenze esterne.

Tra le attività effettuate, oltre alla definizione dell'*asset allocation* strategica, è tuttora in corso la revisione dei mandati ai gestori e le linee guida dei relativi schemi contrattuali, attività prevedibilmente da completare nel 2003.

Le linee guida per il *piano degli investimenti* 2002 deliberate dall'Assemblea dei Delegati (28 novembre 2001) prevedevano la collocazione in via principale delle disponibilità - inizialmente stimate in € 168 milioni e successivamente (giugno 2002) aumentate ad € 250 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 avrebbero potuto essere investite in titoli di Stato ed obbligazionari (denominati in Euro).

Rispetto al programma indicato, l'attuazione si è concretizzata nel mancato impiego di € 250 milioni in strumenti finanziari affidati in gestione patrimoniale e nell'investimento di circa € 333 milioni (valore di costo) in titoli obbligazionari, operazione quest'ultima prevalentemente autofinanziata con operazioni di vendita del portafoglio obbligazionario (circa € 301 ml, a valore di costo) per ragioni di arbitraggio finanziario (allungamento della "*duration*", ossia della durata media finanziaria) e di convenienza fiscale. E' stata, inoltre, effettuata una operazione di "pronti contro termine" a fine novembre 2002 per € 20 milioni, con durata trimestrale ed un rendimento, su base annua, del 3,1%.

Tali forme d'impiego riflettono i rischi derivanti dall'elevata volatilità che ha caratterizzato nell'esercizio i mercati finanziari internazionali, ciò che ha reso opportuno un atteggiamento estremamente prudentiale privilegiando anche il mantenimento delle disponibilità in forma liquida presso la banca tesoriera, remunerate a tassi elevati (mediamente circa il 3,0% 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 2003, e di cui si richiamano di seguito quelli più significativi.

Lo studio per il cambio del regime previdenziale

E' questo, evidentemente, l'impegno strategicamente più importante, la cui ipotesi di fattibilità — anche realizzata e basata sul sistema dei flussi finanziari (sistema realizzato internamente) — dovrà essere completata avuto riguardo alla scelta dei parametri probabilistici per il calcolo del debito "latente" e di quello "maturando".

Le linee di gestione del patrimonio

Proseguirà nel 2003 l'attività di revisione degli attuali mandati di gestione con riguardo sia alle linee guida di investimento che alla parte economica, ferma restando la volontà di evitare — per quanto possibile — il realizzo di minusvalenze. 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 — sarà necessario attivare un modello di "asset/liability" da costruirsi, evidentemente, in coerenza con i futuri cambiamenti strutturali del sistema. Di conseguenza, sarà necessaria una riformulazione dell'asset allocation strategica e una verifica dell'intero impianto di gestione finanziaria.

E' stato avviato, nella parte finale del 2002, il progetto di banca depositaria unica per tutte le gestioni esterne. Si tratta di una evoluzione necessaria, alla luce dello sviluppo costante che ha avuto negli ultimi anni e che avrà negli anni a venire il portafoglio mobiliare della Cassa, sia in termini di somme gestite, sia in termini di gestori e di mandati. Ciò ha determinato un incremento massiccio delle movimentazioni contabili ed una sempre maggiore complessità e laboriosità dell'attività di monitoraggio e controllo dei gestori. Il progetto, quindi, ha una rilevanza strategica poiché, da un lato, consentirà un miglioramento dell'amministrazione degli investimenti mobiliari affidati ai gestori esterni, soprattutto sotto il profilo qualitativo delle informazioni; dall'altro saranno concentrati presso un unico soggetto tutti i flussi informativi riguardanti le gestioni esterne. Tutto ciò pone le premesse per implementare un sistema autonomo di controlli interni con dati sicuri, omogenei, tempestivi e completi.

Per quanto riguarda il patrimonio immobiliare, verranno attentamente seguite le dinamiche di mercato e valutata la struttura del portafoglio pur nella consapevolezza che lo stesso, come in passato già rilevato, appare "sovrappeso" rispetto alla dimensione ottimale dell'asset allocation.

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 tra la Cassa ed il singolo iscritto mediante il potenziamento del sito Internet e di tutti gli strumenti informatici connessi (SAT).

* * * * *

Care Colleghe e Colleghi,

il momento storico che la Cassa sta vivendo è senza dubbio straordinario per la quantità e l'importanza dei problemi che stiamo affrontando, a tutti i livelli. Il Consiglio di amministrazione non si sottrae a queste sfide: sta lavorando e lavorerà con impegno, dedizione ed entusiasmo, nell'interesse primario della Categoria e con la consapevolezza del ruolo trainante che la stessa deve rivestire nella società.

Il Presidente
del Consiglio di Amministrazione

Adelio Bertolazzi

PAGINA BIANCA

RELAZIONE
DEL COLLEGIO SINDACALE

PAGINA BIANCA

Relazione del Collegio dei Sindaci sul Bilancio al 31/12/2002 ai sensi dell'art. 2429 del Codice civile.

Gli importi presenti sono espressi in Euro.

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

Signori Delegati,

abbiamo esaminato il progetto di Bilancio d'esercizio della Associazione al 31/12/2002 redatto dagli Amministratori ai sensi di legge e da questi comunicato al Collegio Sindacale unitamente alla Relazione sulla Gestione.

Lo Stato Patrimoniale si riassume nei seguenti valori:

ATTIVO		1.489.724.433,0
CREDITI V/SOCI VERS. ANCORA DOVUTI	-	
IMMOBILIZZAZIONI	1.007.094.153,00	
ATTIVO CIRCOLANTE	466.887.075,00	
RATEI E RISCONTI	15.743.205,00	
PASSIVO		1.489.724.433,0
PATRIMONIO NETTO	1.403.036.399,00	
di cui:		
Riserve di rivalut. volunt. degli immobili	60.620.604,00	
Riserva legale per erog. Prestaz. Previdenz.	1.333.557.588,00	
Riserva legale per erog. Prestaz. Assist.li	8.858.207,00	
FONDI PER RISCHI E ONERI	60.825.330,00	
TRATT. FINE RAPPORTO LAV. SUB.	1.017.438,00	
DEBITI	22.312.374,00	
RATEI E RISCONTI	2.532.892,00	
CONTI IMPEGNI RISCHI E ALTRI CONTI D'ORDINE		29.089.017,0

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

VALORE DELLA PRODUZIONE	284.367.579,00
COSTI DELLA PRODUZIONE	131.516.942,00
DIFF. TRA VALORE E COSTI DELLA PROD.	152.850.637,00
PROVENTI E ONERI FINANZIARI	10.015.192,00
RETTIFICHE DI VALORE DI ATTIV. FINANZIARIE	-
PROVENTI E ONERI STRAORDINARI	- 317.009,00
SALDO PRIMA DELLE IMPOSTE	162.548.820,00
IMPOSTE DI ESERCIZIO	- 6.572.781,00
ACCANTONAMENTO EX ART.24 L.21/86 E ART.2 DLGS. 509/94	- 155.976.039,00
RISULTATO DI ESERCIZIO	-

Nel corso dell'esercizio abbiamo proceduto al controllo sulla tenuta della contabilità, al controllo dell'amministrazione, alla vigilanza sull'osservanza della legge e dello statuto, partecipando alle riunioni dell'Assemblea e del Consiglio di Amministrazione, ed effettuando le verifiche ai sensi dell'art. 2403 del Codice civile.

L'esame sul Bilancio, i cui valori corrispondono alle risultanze delle scritture contabili, è stato svolto secondo i Principi di comportamento del Collegio Sindacale raccomandati dal Consiglio Nazionale dei Dottori Commercialisti e, in conformità a tali principi, abbiamo fatto riferimento alle norme di legge che disciplinano il Bilancio d'esercizio.

Lo Stato Patrimoniale e il Conto Economico presentano a fini comparativi i valori dell'esercizio precedente riclassificati laddove necessario per un corretto raffronto.

Gli Amministratori, nella redazione del Bilancio, non hanno derogato alle norme di legge ai sensi dell'art. 2423 del Codice civile.

Di seguito si riassumono alcune considerazioni in ordine a talune voci di Bilancio:

B II 1 – TERRENI E FABBRICATI

Per quanto attiene il valore degli immobili di proprietà della Cassa, ridotto rispetto all'esercizio precedente per effetto degli ammortamenti, il Consiglio di Amministrazione dedica in Nota Integrativa una puntuale informativa.

Nell'esercizio in esame non sono stati effettuati investimenti immobiliari.

Le spese incrementative hanno riguardato interventi straordinari, analiticamente indicati in Nota Integrativa.

In ultimo, così come illustrato nella nota di commento alla voce "B 3 d) Fondo rischi su immobili" della Nota Integrativa, gli amministratori hanno ritenuto, a scopo meramente prudenziale, di mantenere invariato l'importo accantonato al predetto fondo che ammonta a € 25.822.845.

B II 2 - IMPIANTI E MACCHINARIO

In coerenza con quanto operato nell'esercizio precedente, al fine di dare maggiore informazione in ordine agli investimenti relativi all'acquisizione di impianti generici, i costi relativi agli investimenti in oggetto risultano classificati nella sopramenzionata voce di bilancio, il cui valore, risulta incrementato nell'anno per € 781.705.

B III 1 –PARTECIPAZIONI

La voce rileva la partecipazione non qualificata al CAF DOC SpA valutata al valore di costo di € 5.000. A seguito dell'aumento del Capitale Sociale della società partecipata, avvenuto nel 2002, la quota di partecipazione si è ridotta al 1,55%.

B III 3 a - ALTRI TITOLI – PORTAFOGLIO OBBLIGAZIONARIO

Il Collegio nel rinviare alle ampie informative riportate dal Consiglio di Amministrazione nella Nota Integrativa, rileva in questa sede, che nell'esercizio in esame è stata definita una operazione di riposizionamento del portafoglio. Tale operazione ha beneficiato di una situazione favorevole di mercato che ha generato plusvalenze per € 23.790.891, correttamente rilevate nella voce A 5 b).

L'importo realizzato è stato prontamente reinvestito in analoghi titoli obbligazionari con l'intento di allungare la "duration" del comparto obbligazionario, al fine di ridurre il rischio

dei titoli.

Tale plusvalenza non ha comportato alcun onere fiscale, quantificato in circa € 4.800.000, in quanto totalmente compensata con precedenti minusvalenze fiscali accumulate. Inoltre, le minusvalenze fiscali residue sul portafoglio obbligazionario ammontano a circa € 21.800.000 che generano imposte anticipate per circa € 2.700.000, che il Consiglio di Amministrazione non ha esposto nei crediti per ragioni legate coerentemente alla politica prudenziale del presente bilancio.

B III 3 b – ALTRI TITOLI – GESTIONI PATRIMONIALI

In premessa, Il Collegio rileva che gli investimenti in immobilizzazioni finanziarie sono stati in linea con le indicazioni fornite dall'Assemblea dei Delegati in sede di approvazione del Budget 2002 .

L'importo delle Gestioni Patrimoniali al valore di bilancio 2002 ammonta a € 393.295.208 a fonte di conferimenti di € 412.273.224 , mentre il valore di mercato ammonta a € 339.554.269

Il differenziale negativo realizzato nell'esercizio in esame, rispetto all'esercizio precedente, è stato di € 29.335.724, oltre a commissioni di gestioni per € 1.624.220 e al netto di rettifiche di € 44.605. Nel periodo 1997/2002 il differenziale negativo è pari a 18.978.016, comprensivo delle commissioni di gestione.

Il Consiglio nell'esercizio in esame, stante le oscillazioni di mercato e i forti ribassi subiti dalle borse mondiali, ha ritenuto correttamente di non investire la liquidità, preferendo l'utilizzo in operazioni a breve, quali pronti c/ termine e conti correnti bancari, certamente più remunerativi (circa 3% netto), in attesa di impieghi coerenti con la politica della Cassa a lungo termine.

L'attenzione del Consiglio ai fenomeni dei mercati borsistici è rilevabile da una serie di iniziative tendenti a garantire il patrimonio attuale :

- Non è stata impiegata liquidità in gestioni patrimoniali nell'esercizio 2002;
- E' stata ulteriormente migliorato il costante monitoraggio del patrimonio gestito ;
- Ha accantonato ad un fondo rischi l'importo di € 25.000.000 per ragioni esclusivamente prudenziali;
- In coerenza con il punto precedente, non ha esposto in bilancio le imposte

anticipate pari a circa € 6.4 milioni.

Come già evidenziato nella relazione dello scorso anno, anche in questo bilancio il Consiglio ha allocato i proventi dei valori mobiliari nella voce A 5 b), anziché nella voce C16 b) dei proventi finanziari, nella considerazione che tale impostazione sia più rappresentativa in quanto parte integrante del valore di produzione.

Il Collegio, infine, resterà particolarmente attento all'evoluzione delle gestioni patrimoniali.

C II 1 - CREDITI VERSO ISCRITTI, CONCESSIONARI E PENSIONATI

Rispetto all'anno precedente il valore lordo di tale voce è aumentato di € 20.666.100.

Come ampiamente specificato nella nota integrativa cui si rimanda, l'incremento è dovuto quasi esclusivamente alle modifiche delle aliquote del contributo soggettivo e conseguentemente dei contributi minimi annui, per effetto delle decisioni assunte dalla Assemblea nel corso dell'anno 2002.

C II 5 b – CREDITI VERSO ALTRI

Diversamente da quanto operato nel precedente esercizio, gli amministratori non hanno rilevato crediti per imposte anticipate in coerenza con la politica di bilancio adottata, che ha comportato persino la costituzione di un fondo oscillazione titoli, in aderenza ai principi prudenziali che caratterizzano questo bilancio.

A IV 1 e A IV 2 – RISERVA LEGALE PER EROGAZIONE PRESTAZIONI PREVIDENZIALI E RISERVA LEGALE PER EROGAZIONE PRESTAZIONI ASSISTENZIALI

In relazione al combinato disposto dell'art. 24 della Legge 21/86 e dell'art. 30 comma 5 dello Statuto che prevede che, dalle somme residue risultanti dalla differenza tra le entrate della Cassa e quelle occorrenti per le spese di gestione, una determinata quota percentuale sia destinata al fondo per la previdenza (minimo 98%) e l'altra quota al fondo per l'assistenza (massimo 2%), il Collegio rileva che il Consiglio di Amministrazione ha

optato per accantonare alla Riserva Legale per Prestazioni Previdenziali il minimo consentito (€ 151.622.201) e alla Riserva Legale per Prestazioni Assistenziali il massimo consentito (€ 4.353.838).

Sulla base di tale destinazione, la Riserva Legale per Prestazioni Previdenziali ammonta a € 1.333.557.588, mentre la Riserva Legale per Prestazioni Assistenziali, parzialmente utilizzata per la copertura della polizza sanitaria con Unisalute (1.494.154), ammonta a € 8.858.207.

B 3 - ALTRI (Fondo vertenze in corso)

Si evidenzia che il Consiglio di Amministrazione ha deciso di costituire prudenzialmente un fondo per la copertura degli eventuali rischi di soccombenza (€ 250.000) delle vertenze in corso relative in particolar modo all'area della gestione immobiliare

D – DEBITI

Per quanto riguarda la voce in commento si rimanda a quanto esplicitato dagli amministratori in Nota integrativa, limitando a evidenziare che gli stessi sono passati da € 20.705.474 a € 22.312.374.

RATEI E RISCONTI

I ratei e risconti sia attivi che passivi sono stati calcolati in ossequio alla competenza temporale.

A completamento dell'analisi del Bilancio in esame, si riporta la Tabella 1 (Conto Economico) e Tabella 2 (Stato Patrimoniale), che rappresentano l'evoluzione economica e patrimoniale della Cassa per il periodo 1997/2002.