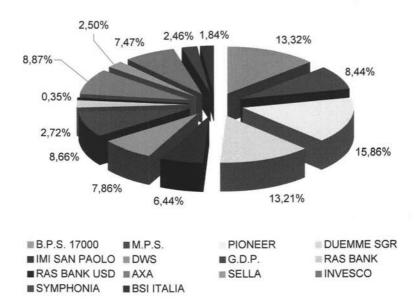
SUDDIVISIONE PORTAFOGLIO G.P.M. e G.P.F.

AL 31/12/2006

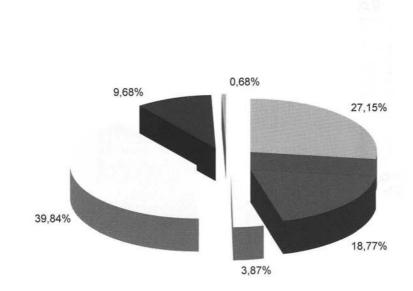
PER GESTORE



SUDDIVISIONE PORTAFOGLIO G.P.M. e G.P.F.

AL 31/12/2006

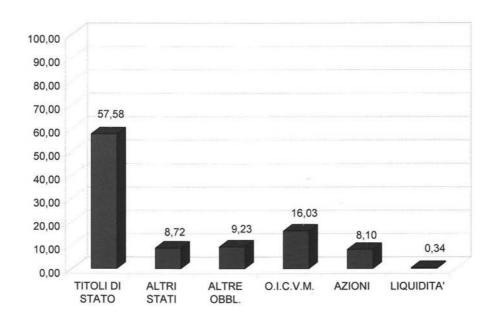
PER TITOLI



■ TITOLI DI STATO ■ ALTRI STATI ALTRE OBBL. O.I.C.V.M. ■ AZIONI ■ LIQUIDITA'

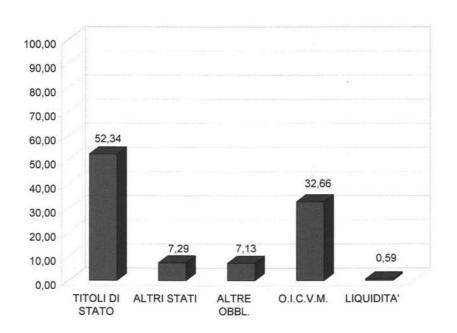
BANCA POPOLARE DI SONDRIO

Composizione portafoglio



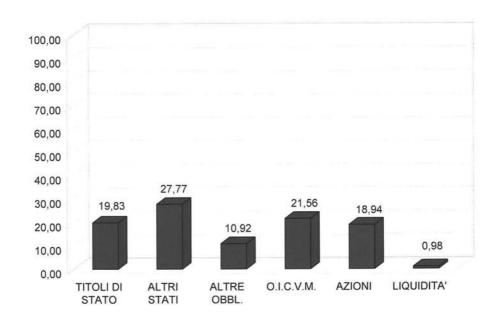
MONTE DEI PASCHI DI SIENA

Composizione portafoglio

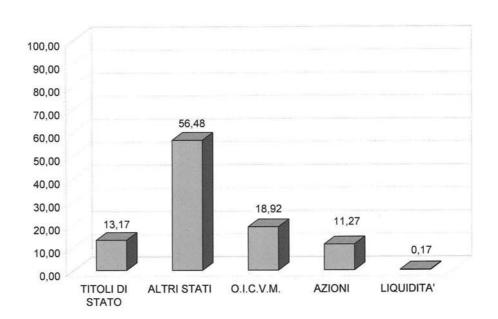


PIONEER INV.MANAG. (ROLO)

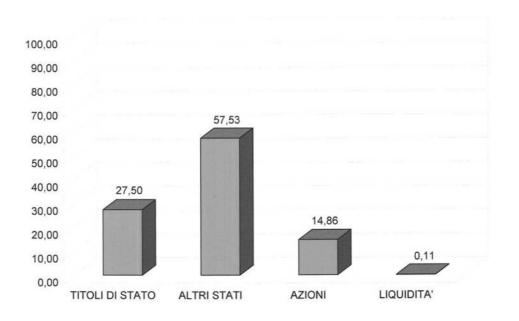
Composizione portafoglio



DUEMME SGRComposizione portafoglio

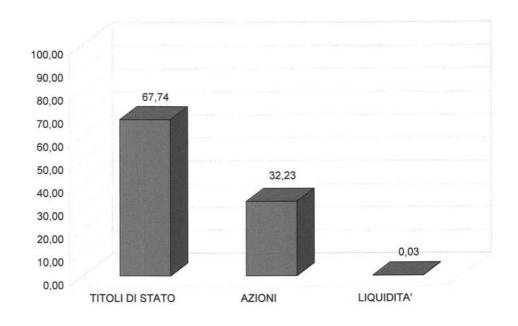


BANCA I.M.I. S.PAOLO Composizione portafoglio

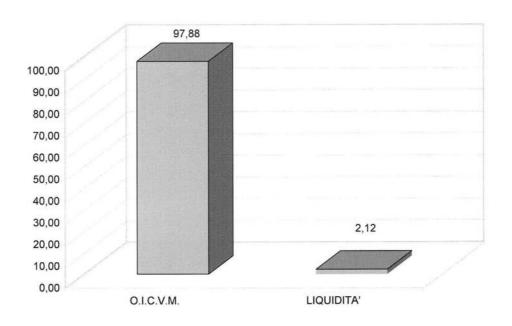


DWS (DEUTSCHE BANK)

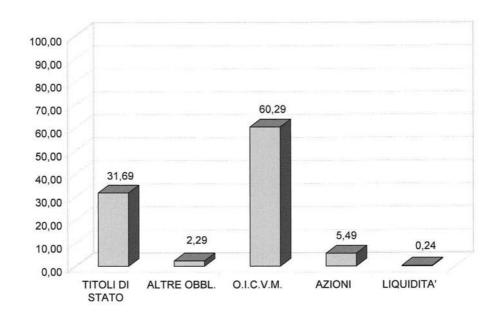
Composizione portafoglio



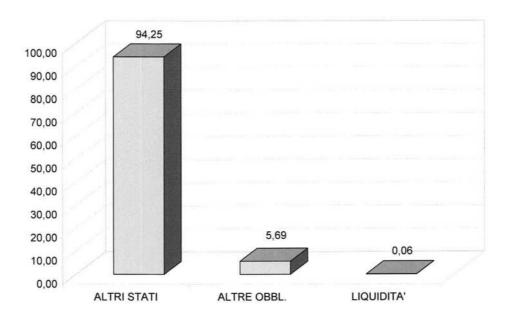
G.D.P.Composizione portafoglio



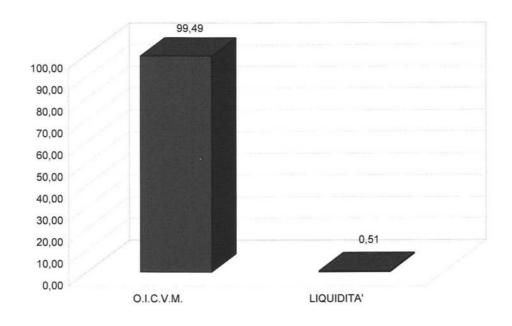
RAS BANK EURO Composizione portafoglio



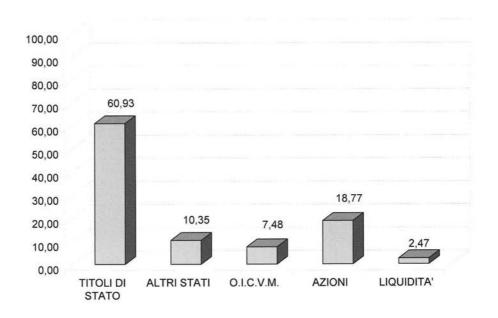
RAS BANK USD Composizione portafoglio



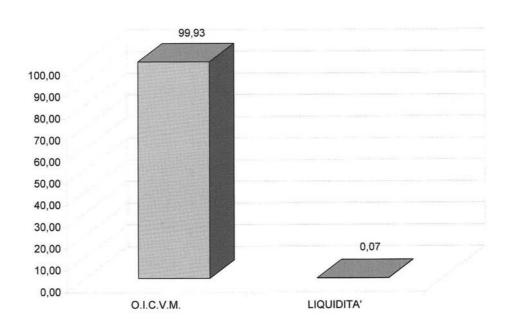
AXAComposizione portafoglio



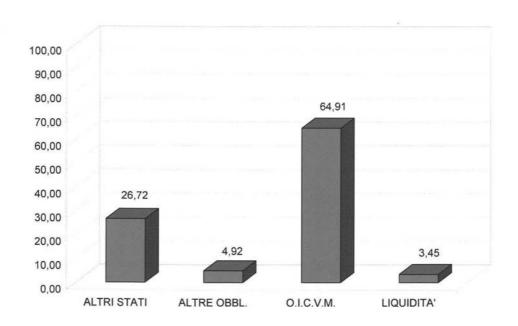
BANCA SELLA Composizione portafoglio



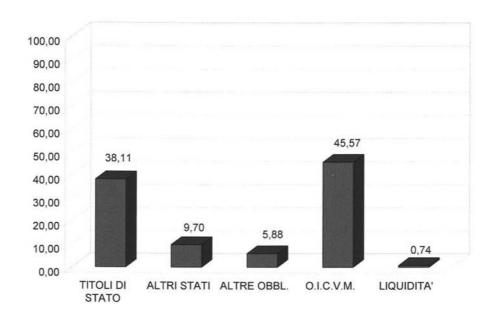
INVESCO Composizione portafoglio



SYMPHONIAComposizione portafoglio



BSI ITALIAComposizione portafoglio



Il complesso delle gestioni patrimoniali mobiliari (g.p.m.) e in fondi (g.p.f.) ha inciso nell'esercizio 2006 sul conto economico come segue:

Proventi finanziari

Totale	35.985.043	38.570.298	
Differenze attive su cambi	389.925		
Riprese di valore da valutazione	157.125	289.926	
Scarti di emissione positivi	397.919	150.476	
Proventi da negoziazione	19.905.395	16.603.813	
Dividendi	2.025.593	1.193.500	
Interessi	13.109.086	20.332.583	
	2006	2005	

Oneri finanziari

Totale	18.072.930	11.411.672		
Differenze passive su cambi	106.146			
Imposte	3.033.080	3.258.035 4.463.400		
Perdite da valutazione	6.769.529			
Scarti di emissione negativi	107.862	1.457.622 150.798		
Spese	1.876.753			
Perdite da negoziazione	6.179.560	2.081.818		
	2006	2005		

Per quanto riguarda gli investimenti diretti, rispetto all'esercizio precedente il portafoglio si è incrementato di circa il 30% ed al 31 dicembre 2006 è pari ad € 2.634.458.009. La quota preponderante, nell'ambito degli investimenti diretti, fa capo ai titoli obbligazionari, che pesano, in questa classe, per il 90% circa.

In particolare, sono stati acquisiti nuovi titoli obbligazionari strutturati, il cui dettaglio verrà esposto in appendice, per un totale di € 903.433.464. I titoli strutturati, offrendo la garanzia del capitale, permettono di diversificare le classi d'investimento investendo in panieri di attività quali i già menzionati hedge fund, così come azioni, commodities e valute, beneficiando, a parità di rischio, di rendimenti maggiori rispetto ai titoli obbligazionari. Tutti i titoli strutturati in portafoglio hanno un rating emittente "investment grade" e non inferiore a quello dello Stato italiano. I titoli vengono, inoltre, selezionati sulla base del rendimento offerto, che deve essere in linea con i rendimenti di mercato, e anche sul contenuto livello dei costi di strutturazione, intermediazione ed emissione.

Il rendimento cedolare complessivo medio prodotto, nel corso del 2006, dal portafoglio obbligazionario relativo agli investimenti diretti è stato del 4,23%. Tale valore comprende, sia i rendimenti relativi alle cedole corrisposte dai titoli in essere a fine anno, sia quelli dei titoli rimborsati nel corso dell'esercizio. La percentuale del 4,23% non tiene, invece, in considerazione il rendimento intrinseco di quei titoli, legati all'andamento di attività sottostanti, i quali corrispondono l'intera performance del sottostante a scadenza, così come di quelli che ne corrispondono solo una quota minima nel corso della durata. Per tale ragione, il rendimento cedolare rappresenta in tali casi solo una parte del rendimento effettivo atteso, da misurarsi nell'arco dell'intera vita del titolo.

Dopo le valutazioni di mercato, il valore in bilancio dei titoli obbligazionari acquisiti direttamente è pari a € 2.382.865.969. In osservazione del criterio di prudenza dettato dal codice civile, il patrimonio non comprende il maggior valore dei titoli rispetto alle quotazioni di mercato al 31 dicembre 2006. Tali plusvalenze nette non iscritte in bilancio ammontano ad € 21.453.110.

Di seguito si rappresenta la composizione, per classe e tipologia, del portafoglio obbligazionario facente parte degli investimenti diretti in essere a fine anno, con separata evidenza del rendimento per ogni classe.

anno, con separata evidenza	del rendimento	o per ogni clas	se.
Tipologia	Valore di Bilancio 2006	Cedola lorda 2006	Rendimento medio lordo ponderato
Credit 2 Titoli con cedole o rimborso a scadenza condizionati dal verificarsi di un "evento di credito" (fallimento, mancato pagamento, ristrutturazione del debito) in capo ad un soggetto giuridico o paniere di soggetti giuridici (società o Governi).	25.000.000,00	1.480.500,00	5,92%
Floater 7 Titoli che pagano una cedola legata direttamente o inversamente ad un tasso di mercato.	124.640.270,19	5.938.206,80	5,05%
Fixed 13 Titoli che pagano una cedola prefissata, al verificarsi o meno di una certa condizione	129.393.845,79	5.564.636,62	5,81%
Inflazione 5 Titoli con rendimento legato alla variazione di un predeterminato indice dei prezzi.	135.000.000,00	6.279.199,41	4,65%
HFLN	629.048.937,12	13.492.010,61	2,39%
16 "Hedge Fund Linked Notes": Titoli con rendimento legato alla performance di fondi speculativi (hedge funds).			
Equity	624.315.056,42	20.331.945,39	4,10%
23 Titoli con rendimento legato alla performance di un paniere di titoli azionari o di indici azionari.			
Misti	453.717.559,21	16.141.615,16	5,48%
16 Titoli che non rientrano in una specifica classe di investimento.			
Commodities	109.612.000,00	1.800.821,92	1,92%
6 Titoli con rendimento legato alla variazione dei prezzi di merci o di derivati su merci, o di altri beni diversi da tassi di interesse e di inflazione, indici azionari, ecc.			
3 HFLN "zero coupon"	67.500.000,00		
1 Misti "zero coupon"	25.000.000,00		nulla, con rendimento rimborso a scadenza o
1 Commodities "zero coupon"	30.000.000,00		
TOTALE	2.353.227.668,73	71.028.935,91	

Portafoglio obbligazionario al 31 dicembre 2006

Il rendimento medio lordo ponderato complessivo dei titoli in essere a fine anno con cedola è del 3.90%.

Per quanto riguarda gli altri investimenti effettuati direttamente dall'Ente, i contratti assicurativi comprendono cinque contratti di capitalizzazione di cui quattro a premio unico ed uno a premio costante in usd, rivalutabili annualmente in base al risultato finanziario delle gestioni degli investimenti sottostanti. Quattro di essi sono stati stipulati negli esercizi precedenti rispettivamente con la Compagnia Winterthur (ora Aurora Assicurazioni), con la Compagnia Unipol, con la Compagnia Eurosav (ora Risparmio e Previdenza) e con Rasbank, mentre un nuovo contratto denominato "Persona Life" è stato stipulato nel corso del 2006 per € 4.970.000.

Fanno parte della classe "o.i.c.v.m." le quote degli ETF S&P MIB Master Unit e DJ Eurostoxx 50 Master Unit per complessivi € 40.059.830. Gli ETF (Exchange Traded Fund) sono strumenti giuridicamente assimilabili agli o.i.c.r. la cui composizione replica esattamente e passivamente la struttura dell'indice benchmark di riferimento, presentando, quindi, lo stesso andamento e gli stessi rendimenti dell'indice stesso. Vi sono poi nella classe degli "o.i.c.v.m." le quote della sicav Dexia Dinamix Global, per € 40.000.000, e le quote del fondo, acquisito nel corso del 2006, Fonditalia Inflation linked, per € 11.574.125, per complessivi € 91.633.955. Le suddette quote nel complesso a fine esercizio registravano un maggior valore di circa il 12,5%, rendimento che potrà essere contabilizzato solo nel momento e nella misura dell'effettivo realizzo.

Gli investimenti in titoli azionari effettuati direttamente dall'Ente sono quelli relativi alla Banca Popolare di Sondrio, per un totale di € 664.750. Nel corso del tempo il titolo ha sempre mantenuto un andamento positivo ed ha distribuito dei buoni dividendi. A fine esercizio 2006 il valore di mercato di detta azione risultava di € 729.170, più del doppio del costo medio ponderato, sostenuto dall'Ente per il loro acquisto, con cui sono rappresentate in bilancio.

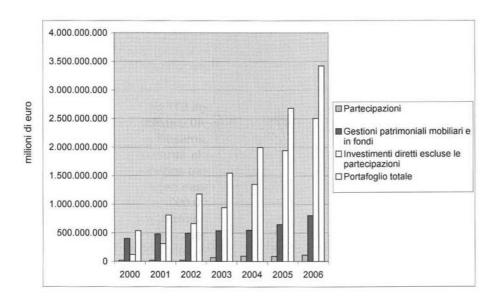
Nell'ambito delle partecipazioni in società e fondi immobiliari, € 59.784.113 sono relativi alle quote totalitarie della società Enpam Real Estate srl a socio unico, € 4.995.000 fanno capo ad azioni della società Campus Biomedico acquisite nel corso del 2006, € 2.600.000 sono relativi a quote del Fondo immobiliare Michelangelo acquisito in esercizi precedenti, € 300.000 attengono alle spese per prestazioni professionali di consulenza ed assistenza relative al fondo comune immobiliare denominato "Ippocrate" costituito il 2.3.2007 ed in pari data sottoscritto interamente dall'Ente. Le partecipazioni in fondi di private equity, invece, per € 46.138.970 sono relativi a quote di cinque fondi mobiliari chiusi di private equity ("European Small Caps", "Absolute Ventures sca", "Quadrivio", "Interbanca (ora IGI) Investimenti sud" già esistenti e Dgpa capital acquistato nel corso del 2006).

Il Fondo immobiliare Michelangelo rientra nella categoria dei fondi chiusi, i quali acquistano e gestiscono attività immobiliari e per i quali il rimborso della quota investita è previsto solo alla scadenza del fondo stesso la cui durata è, in genere, di 10-15 anni (anche se la liquidabilità del fondo è garantita dalla quotazione).

I fondi di private equity, invece, sono forme di investimento di medio-lungo termine in imprese che sono in via di quotazione, di sviluppo o di ristrutturazione, caratterizzate da elevate potenzialità di crescita. I frutti dell'investimento non sono, quindi, immediatamente percepibili ma vengono rilevati alla fine del periodo previsto per l'investimento stesso pari, in genere, a 5-8 anni.

Di seguito si espone la composizione del portafoglio mobiliare nel periodo dal 2000 al 2006, dove viene evidenziato il diverso peso assunto nel corso degli anni dalle gestioni patrimoniali, dagli investimenti diretti e dalle partecipazioni.

Patrimonio investimenti mobiliari dal 2000 al 2006



I criteri d'investimento relativi agli investimenti mobiliari continuano ad essere impostati secondo il principio della prudenza e sulla base di parametri ben definiti che ne garantiscono il rispetto.

Il contenuto livello di rischio del patrimonio mobiliare è assicurato da un lato, dalla sussistenza di determinati vincoli che ne regolano la gestione, dall'altro dallo svolgimento della continua attività di misurazione e controllo del livello di volatilità da parte della società di consulenza Mangusta Risk alla quale l'Ente ha affidato tale incarico.

La protezione del portafoglio dalla volatilità prodotta dalle oscillazioni dei mercati viene inoltre realizzata mediante il costante perseguimento dell'obiettivo della diversificazione delle attività mobiliari sia a livello di strumenti finanziari che di aree geografiche e settori di riferimento.

Le linee guida relative alla classificazione in bilancio dei titoli sono state definite negli scorsi esercizi sulla base delle norme contenute nei Principi Contabili e del Codice Civile.

In base ai principi definiti nelle linee guida, sono iscritti tra le immobilizzazioni finanziarie, nell'ambito dei titoli acquistati o sottoscritti direttamente dall'Ente, quindi non facenti parte delle gestioni patrimoniali mobiliari:

- i titoli azionari facenti parte del comparto bancario ed assicurativo, capaci di attenuare i movimenti ciclici dell'economia quali le azioni della Banca Popolare di Sondrio attualmente presenti in bilancio;
- le partecipazioni dell'Ente in società dallo stesso costituite;
- le quote detenute dall'Ente di fondi di private equity;

- le polizze assicurative;
- le quote di fondi immobiliari;
- i titoli di natura obbligazionaria:
- la cui vita media residua (calcolata rispetto alla data di acquisto o di sottoscrizione) sia superiore a cinque anni;
- legati a fondi di fondi hedge, strumenti in grado di proteggere il patrimonio mobiliare dai picchi negativi dei mercati finanziari.

Rientrano, invece, nell'ambito dell'attivo circolante, oltre a tutti i titoli e strumenti finanziari facenti parte delle gestioni patrimoniali mobiliari:

- i titoli di natura obbligazionaria oggetto di investimento diretto da parte dell'Ente:
- la cui vita media residua (calcolata rispetto alla data di acquisto o di sottoscrizione) non sia superiore a cinque anni;
- il cui regolamento preveda la possibilità per l'emittente di rimborsare il titolo in qualsiasi momento o in un momento definito anteriore alla scadenza (opzione call) o per il sottoscrittore di chiedere all'emittente il rimborso del titolo in qualsiasi momento o in un momento definito anteriore alla scadenza (opzione put).

Portafoglio investimenti mobiliari

INVESTIMENTI MOBILIARI IMMOBILIZZATI

Investimenti diretti

Titoli obbligazionari	1.916.045.685		
Azioni	664.750		
Polizze assicurative	45.475.252		
Partecipazioni in fondi di private equity	46.138.970		
Partecipazioni in società e fondi immobiliari	67.679.113		
Totale	2.076.003.770		

INVESTIMENTI MOBILIARI NON IMMOBILIZZATI

Investimenti diretti

Titoli obbligazionari

Tron oppingazionan	.00.020.20		
O.i.c.v.m.	91.633.956		
Gestioni patrimoniali	mobiliari		
Gestioni patrim. mobiliari	602.201.247		
Gestioni patrim. in fondi	200.783.315		
Totale	1.361.438.801		

466.820.283

Totale portafoglio investimenti mobiliari € 3.437.442.571.

L'ottimizzazione della struttura del portafoglio mobiliare viene perseguita dall'Ente con l'ausilio della società di consulenza Mangusta Risk, la quale definisce ed analizza periodicamente l'Asset Allocation Strategica e Tattica degli investimenti.

L'Asset Allocation Strategica è l'analisi del portafoglio nel suo complesso (investimenti diretti e gestioni patrimoniali) volta a stabilire quali dovrebbero essere i pesi da attribuire alle diverse classi di investimento in base agli obiettivi di rischio-rendimento di lungo periodo stabiliti dall'Ente, l'Asset Allocation Tattica è l'effettiva distribuzione dei pesi di ogni classe d'investimento al momento dell'analisi.

Al 31 dicembre 2006 l'Asset Allocation Tattica mostra una buona convergenza verso l'Asset Allocation Strategica, in particolare si rileva un buon incremento della classe azionaria, il cui sottopeso è stato, nel corso del tempo, quasi del tutto colmato.

Inoltre, l'efficienza del patrimonio totale risulta migliorata, essendo cresciuto il rendimento atteso a fronte di una sostanziale stabilità nel livello di rischiosità attesa.

In particolare, l'Asset Allocation Tattica presenta un livello di volatilità attesa del 5,39% ed un rendimento atteso lordo del 6,30%; assumendo la struttura dell'Asset Allocation Strategica il portafoglio presenterebbe un livello di volatilità del 5,78% a fronte di un rendimento atteso lordo del 6,56%.

Di seguito si espongono l'Asset Allocation Strategica e Tattica del portafoglio mobiliare al 31 dicembre 2006.

CLASSE	ASSET ALLOCATION TATTICA	ASSET ALLOCATION STRATEGICA		
MONETARIA	9,97%	6,00%		
OBBLIGAZIONARIA	54,76%	52,00%		
Titoli di Stato area Euro	11,89%	11,00%		
Titoli societari area Euro	38,31%	30,00%		
Titoli di Stato mondo (ex Euro)	1,11%	3,00%		
Titoli societari area USA	1,71%	4,00%		
High Yeld	1,74%	4,00%		
INFLAZIONE	7,35%	10,00%		
AZIONARIA	16,50%	18,00%		
Euro	9,63%	9,00%		
USA	3,70%	5,00%		
Pacifico	1,80%	2,00%		
Mercati emergenti	1,37%	2,00%		
ALTERNATIVI	11,42%	14,00%		

Durante l'esercizio l'Ente ha impiegato la liquidità anche in operazioni di "pronti contro termine". Gli impieghi a breve termine risultano ancora presenti alla fine dell'esercizio per circa 400 milioni di euro con scadenze nel mese di febbraio 2007. Le operazioni di pronti contro termine hanno fruttato interessi netti di competenza dell'esercizio 2006 per € 5.956.005, con un rendimento medio netto del 2,74% circa, come emerge dal seguente prospetto:

N°	BANCA	VALUTA	IMPORTO VERSATO	VALUTA RIENTRO	IIMPORTO RESTITUITO	REND.	INTERESSI
1	B.Sammarinese	09/11/2005	50.000.000,00	10/01/2006	50.180.833,33	2,10	29.166,67
2	B.Sammarinese	09/11/2005	50.000.000,00	10/01/2006	50.177.388,88	2,06	28.611,11
3	BancApulia	22/12/2005	39.999.914,70	22/02/2006	40.158.389,20	2,30	135.470,14
4	Banca Pop. Sondrio	22/12/2005	49.999.597,12	22/02/2006	50.189.041,20	2,20	161.944,13
5	B.Sammarinese	09/02/2006	50.000.000,00	11/04/2006	50.194.861,11	2,30	194.861,11
6	B.Sammarinese	09/02/2006	40.000.000,00	11/04/2006	40.152.500,00	2,25	152.500,00
7	BancApulia	09/02/2006	29.999.472,12	11/04/2006	30.113.932,60	2,25	114.460,48
8	B.Sammarinese	22/03/2006	35.000.000,00	26/04/2006	35.082.347,22	2,42	82.347,22
9	BancApulia	22/03/2006	39.999.233,59	26/04/2006	40.092.958,04	2,41	93.724,45
10	B.Sammarinese	13/04/2006	50.000.000,00	13/06/2006	50.212.652,78	2,51	212.652,78
11	B.Sammarinese	13/04/2006	50.000.000,00	13/06/2006	50.206.722,22	2,44	206.722,22
12	Banca Pop.Sondrio	13/04/2006	49.999.299,20	13/06/2006	50.206.020,03	2,44	206.720,83
13	BancApulia	10/05/2006	49.999.890,42	10/07/2006	50.221.949,11	2,62	222.058,69
14	B.Sammarinese	10/05/2006	30.000.000,00	10/07/2006	30.130.133,33	2,56	130.133,33
15	B.Sammarinese	10/05/2006	30.000.000,00	10/07/2006	30.127.591,66	2,51	127.591,66
16	B.Sammarinese	16/06/2006	50.000.000,00	15/09/2006	50.342.513,88	2,71	342.513,88
17	B.Sammarinese	16/06/2006	50.000.000,00	15/09/2006	50.348.833,33	2,76	348,833,33
18	B.Sammarinese	28/07/2006	60.000.000,00	28/09/2006	60.293.466,66	2,84	293.466,66
19	B.Sammarinese	28/07/2006	30.000.000,00	28/09/2006	30.144.666,66	2,80	144.666,66
20	B.Sammarinese	28/07/2006	60.000.000,00	28/09/2006	60.279.000,00	2,70	279.000,00
21	B.Sammarinese	15/09/2006	50.000.000,00	15/11/2006	50.255.861,11	3,02	255.861,11
22	B.Sammarinese	15/09/2006	50.000.000,00	15/11/2006	50.250.777,78	2,96	250.777,78
23	BancApulia	15/09/2006	49.999.487,88	15/11/2006	50.254.579,54	3,01	255.091,66
24	Banca Pop. Sondrio	15/09/2006	49.999.748,23	15/11/2006	50.249.676,15	2,95	249.927,92
25	BancApulia	04/10/2006	29.999.598,05	04/12/2006	30.152.636,80	3,01	153.038,75
26	B.Sammarinese	04/10/2006	100.000.000,00	04/12/2006	100.520.194,44	3,07	520.194,44
27	B.Sammarinese	04/10/2006	20.000.000,00	04/12/2006	20.101.666,66	3,00	101.666,66
28	BancApulia	06/12/2006	74.999.161,32	06/02/2007	75.446.042,43	3,46	180.193,99
29	B. Sammarinese	06/12/2006	100.000.000,00	06/02/2007	100.587.277,78	3,41	236.805,55
30	B. Sammarinese	06/12/2006	25.000.000,00	06/02/2007	25.145.527,78	3,38	58.680,55
31	B. Sammarinese	21/12/2006	50.000.000,00	21/02/2007	50.295.361,11	3,43	47.638,88
32	B. Sammarinese	21/12/2006	50.000.000,00	21/02/2007	50.291.055,55	3,38	46.944,44
33	B. Sammarinese	21/12/2006	25.000.000,00	21/02/2007	25.142.083,33	3,30	22.916,66
34	BancApulia	21/12/2006	24.999.645,92	21/02/2007	25.142.171,57	3,31	22.988,00
35	Banca Pop.Sondrio	21/12/2006	49.999.508,18	21/02/2007	50.283.671,49	3,30	45.832,79
	Totale anno 2006		1.644.994.556,73		1.652.974.384,76		5.956.004,53

Nell'anno sono state impiegate ulteriori eccedenze di cassa superiori a tre mesi per € 130.985.877 in fondi monetari e depositi vincolati a breve che hanno dato un rendimento medio netto del 2,44%.