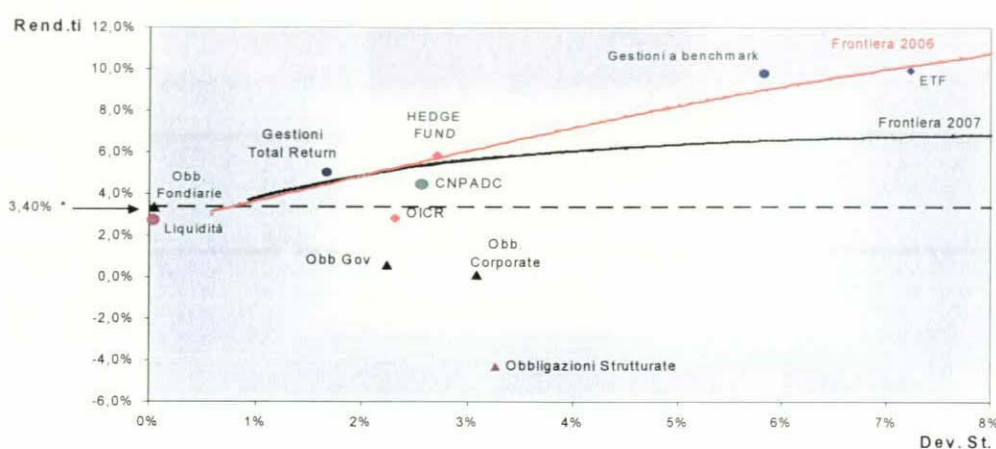


Nell'ambito degli strumenti della gestione diretta, si evidenzia un rendimento negativo delle obbligazioni strutturate. Questi *asset*, nello specifico, hanno sofferto maggiormente dell'aumento dei tassi di interesse in quanto hanno una più lunga *duration*. Si nota infine come, fra le gestioni patrimoniali, quelle a *benchmark* hanno conseguito maggiori risultati rispetto a quelle *total return* per via di una congiuntura economica favorevole. Allo stesso tempo, però, si nota come la volatilità delle gestioni a *benchmark* sia molto superiore rispetto a quella *total return*.

Questa prima osservazione è confermata dalla frontiera efficiente che evidenzia come il rapporto fra rischio e rendimento sia a favore delle gestioni *total return* rispetto a quelle a *benchmark*, tenendo in considerazione l'angolazione della curva sotto riportata:



* La semiretta tratteggiata individua il livello del rendimento-obiettivo della Cassa

La curva di colore rosso rappresenta la frontiera efficiente costruita con le aspettative di rendimento e rischio del 2006. Quella di colore nero, invece, è costruita tenendo conto delle aspettative di rendimento e rischio del 2007. A posteriori, quindi, il posizionamento dei vari strumenti sulla frontiera del 2006 indica la loro performance rispetto al quadro macro economico vigente nel 2006.

La frontiera del 2007 è più bassa di quella del 2006 in quanto le prospettive di crescita sono ridotte. Questo ci fa presumibilmente assumere che la performance delle stesse *assets* nel 2007 sarà traslata verso il basso. Il diverso comportamento delle classi di attivo sulla frontiera efficiente conferma la necessità di una diversificazione del portafoglio volta ad investire in *assets* con profili di rischio e rendimento diversi.

Alla stessa conclusione giungiamo se analizziamo la matrice di correlazione fra le varie *assets*:

Matrice correlazione	Gestioni vs bck	Gestioni total return	OICR	Hedge Fund	Gov	Corp	Fondiarie	Strutturate	Azioni	ETF	Liquidità	TOTALE
Gestioni vs bck	1,00	0,66	0,86	0,26	0,03	0,09	0,07	0,15	0,70	0,91	0,05	0,93
Gestioni total return	0,66	1,00	0,52	0,08	0,17	0,22	0,05	0,14	0,55	0,64	0,02	0,69
OICR	0,86	0,52	1,00	0,31	0,03	0,09	0,07	0,13	0,59	0,84	0,08	0,85
Hedge Fund	0,26	0,08	0,31	1,00	0,18	0,14	0,11	0,25	0,04	0,29	0,09	0,28
Governative	0,03	0,17	0,03	0,18	1,00	0,88	0,03	0,03	0,12	0,12	0,01	0,27
Corporate	0,09	0,22	0,09	0,14	0,88	1,00	0,01	0,08	0,03	0,06	0,06	0,38
Fondiarie	0,07	0,05	0,07	0,11	0,03	0,01	1,00	0,32	0,07	0,07	0,23	0,09
Strutturate	0,15	0,14	0,13	0,25	0,03	0,08	0,32	1,00	0,14	0,14	0,06	0,33
Azioni	0,70	0,55	0,59	0,04	0,12	0,03	0,07	0,14	1,00	0,62	0,05	0,63
ETF	0,91	0,64	0,84	0,29	0,12	0,06	0,07	0,14	0,62	1,00	0,00	0,84
Liquidità	0,05	0,02	0,08	0,09	0,01	0,06	0,23	0,06	0,05	0,00	1,00	0,05
TOTALE	0,93	0,69	0,85	0,28	0,27	0,38	0,09	0,33	0,63	0,84	0,05	1,00

Si nota come gli investimenti alternativi *hedge* siano poco correlati con le diverse classi di attivo mentre gli ETF sono altamente correlati con le gestioni a *benchmark*.

La Cassa monitora il profilo di rischio del portafoglio tramite il calcolo del VAR, ossia del *Value at Risk*:

	Gestioni vs bck	Gestioni total return	OICR	Hedge Fund	Gov	Corp	Fondiarie	Strutturate	Azioni	ETF	Liquidità	TOT
R medio annualizzato	9,54%	5,22%	2,86%	5,53%	4,05%	4,46%	3,28%	1,16%	9,75%	14,74%	2,33%	5,35%
Dev. St. annualizzata	5,03%	1,92%	1,59%	2,36%	2,95%	3,68%	0,05%	5,27%	12,60%	7,91%	0,05%	2,15%
VAR ad 1 anno												
95,00%	8,27%	3,15%	2,61%	3,89%	4,86%	6,05%	0,08%	8,66%	20,72%	13,01%	0,08%	3,53%
97,50%	9,85%	3,76%	3,11%	4,63%	5,79%	7,21%	0,09%	10,32%	24,69%	15,50%	0,09%	4,21%
99,00%	11,69%	4,46%	3,70%	5,50%	6,87%	8,55%	0,11%	12,25%	29,31%	18,40%	0,11%	4,99%

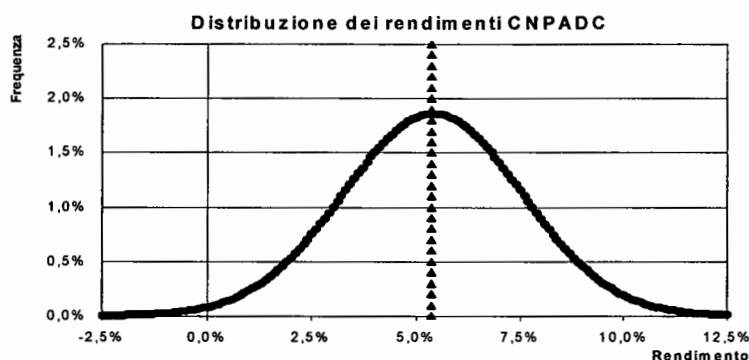
Hp di base calcolo VAR (modello varianze/covarianze):

Normalità dei rendimenti con μ =rendimento medio atteso=0

Stima della volatilità calcolata come media semplice della volatilità storica $\sigma_{atteso} = \sigma_{storica}$

Orizzonte temporale: triennio 2004-2006

Frequenza serie: settimanale



L'analisi sopra riportata evidenzia un rendimento medio annualizzato per il triennio dal 2004-2006 del 5.35% e una volatilità annualizzata di 2.15%. Nella tabella di cui sopra vengono riportati i valori di rischio ex post di portafoglio calcolati su un orizzonte temporale di un anno, con livelli di confidenza pari al 95%, 97.5% e 99%.

La metodologia di calcolo è quella del VAR parametrico, con distribuzione normale dei rendimenti e valore medio atteso pari a zero. Sulla base delle ipotesi enunciate, un VAR del 95% indica una probabilità del 5% di conseguire una perdita sul portafoglio pari o maggiore a 3.53% su un orizzonte temporale di un anno.

Analisi dell'Asset allocation

Si riporta di seguito l'asset allocation del patrimonio complessivo della Cassa, valutato a valori di mercato, considerando sia il patrimonio mobiliare che quello immobiliare:

Asset Class	Valorizzazione	Peso %
Immobili *	347.860.000	13,41%
Real estate finanziario	1.587.074	0,06%
IMMOBILIARE	349.447.074	13,47%
Liquidità c/c presso Banca Sondrio	415.132.318	16,00%
Liquidità detenuta negli investimenti	31.937.624	1,23%
LIQUIDITA'	447.069.942	17,23%
OBBLIGAZIONI	836.645.208	32,25%
AZIONI	549.997.245	21,20%
Portable Alpha	10.001.978	0,39%
Bond	311.090.875	11,99%
Balanced	10.811.062	0,42%
TOTAL RETURN	331.903.915	12,79%
HEDGE FUND	79.404.426	3,06%
TOTALE	2.594.467.811	100,00%

(*)Elaborazione Praxi: stima valore di mercato a fine 2005

Un'analisi più dettagliata dell'asset allocation della Cassa ci consiglia di scorporare le macro asset Obbligazioni, Azioni e Total Return per analizzarne meglio la componente geografica e settoriale. Si riportano quindi l'asset allocation complessiva con ripartizione geografica da un lato e settoriale/per emittente dall'altro:

Asset Class	Valorizzazione	Peso %
IMMOBILIARE	349.447.074	13,47%
LIQUIDITA'	464.448.074	17,90%
Italia	395.802.991	15,26%
Euro ex Italia	448.449.993	17,28%
UK	66.864.629	2,58%
Europa ex Euro	29.145.914	1,12%
Emerging Europa	428.791	0,02%
USA + Canada	70.868.880	2,73%
Latin America	1.010.533	0,04%
Giappone	3.300.301	0,13%
Pacifico (ex Giappone)	7.889.076	0,30%
Emerging Asia	521.672	0,02%
Sovra-nazionali	50.050.897	1,93%
OBBLIGAZIONI	1.074.333.677	41,41%
Italia	167.505.623	6,46%
Euro ex Italia	212.479.280	8,19%
UK	49.392.621	1,90%
Europa ex Euro	45.599.740	1,76%
Emerging Europa	2.205.312	0,09%
USA + Canada	58.597.423	2,26%
Latin America	2.535.520	0,10%
Giappone	28.098.304	1,08%
Pacifico (ex Giappone)	7.358.517	0,28%
Emerging Asia	10.836.717	0,42%
Altro	5.836.328	0,22%
AZIONI	590.445.385	22,76%
Portable Alpha	10.001.978	0,39%
Commodities	2.456.359	0,09%
Opzioni e futures	5.643.374	0,22%
ALTRO	18.101.711	0,70%
HEDGE FUND	97.691.890	3,77%
TOTALE	2.594.467.811	100,00%

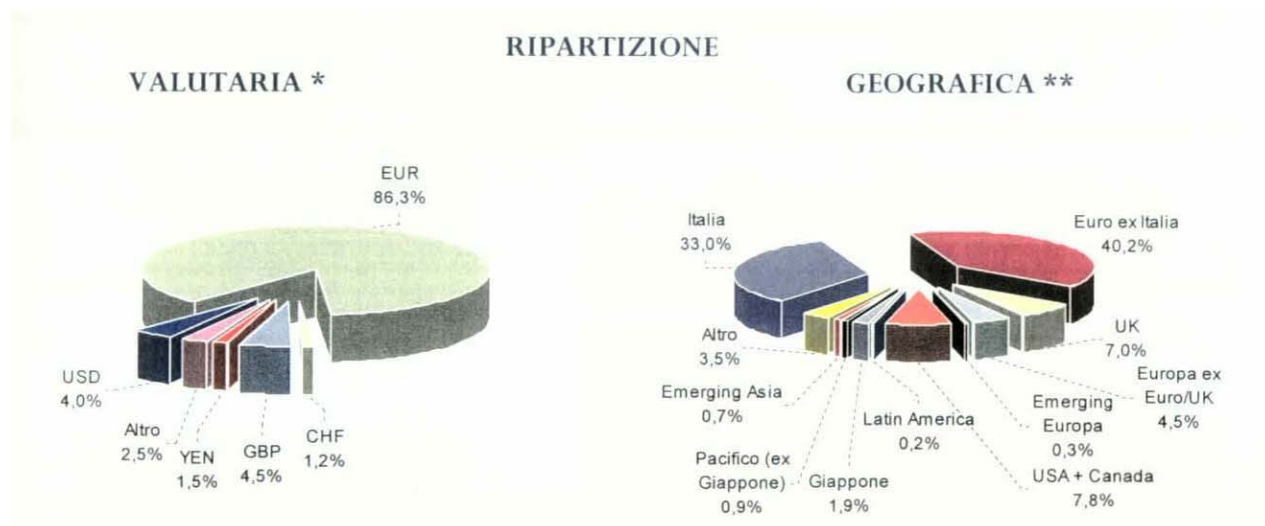
Asset Class	Valorizzazione	Peso %
IMMOBILIARE	349.447.074	13,47%
LIQUIDITA'	464.448.074	17,90%
Governative	525.594.006	20,26%
Corporate	165.917.298	6,40%
Convertible	65.050.075	2,51%
Inflation linked	157.601.751	6,07%
Indicizzate equity / hf / valute / tassi	160.170.546	6,17%
OBBLIGAZIONI	1.074.333.677	41,41%
Telecommunication	48.256.952	1,86%
Financials	178.818.755	6,89%
Consumer Discretionary	60.760.046	2,34%
Industrials	54.478.584	2,10%
Consumer Staples	34.991.867	1,35%
Information Technology	32.666.242	1,26%
Energy	62.664.382	2,42%
Health Care	38.727.620	1,49%
Utilities	38.619.803	1,49%
Materials	29.366.699	1,13%
Altro	11.094.436	0,43%
AZIONI	590.445.385	22,76%
Portable Alpha	10.001.978	0,39%
Commodities	2.456.359	0,09%
Opzioni e futures	5.643.374	0,22%
ALTRO	18.101.711	0,70%
HEDGE FUND	97.691.890	3,77%
TOTALE	2.594.467.811	100,00%

Le percentuali del comparto obbligazionario e azionario risultanti dalla ripartizione geografica e settoriale sono diverse rispetto a quelle riportate nella prima tabella in quanto è stato considerato il contenuto dell'*asset total return*.

Si precisa che le voci *commodities*, opzioni e *futures* sono derivati presenti nelle gestioni e non costituiscono un investimento diretto della Cassa.

Come si può notare, in termini geografici il patrimonio della Cassa è allocato principalmente nella zona Euro ed Italia, mentre la ripartizione settoriale risulta ben diversificata fra i vari settori. Quanto al comparto obbligazionario, le emissioni governative risultano essere le più consistenti rispetto a quelle *corporate*, convertibili e indicizzate.

Andiamo ora ad analizzare nel dettaglio le componenti del patrimonio mobiliare, evidenziando dapprima l'allocazione valutaria e quella geografica, sia del comparto azionario che obbligazionario:



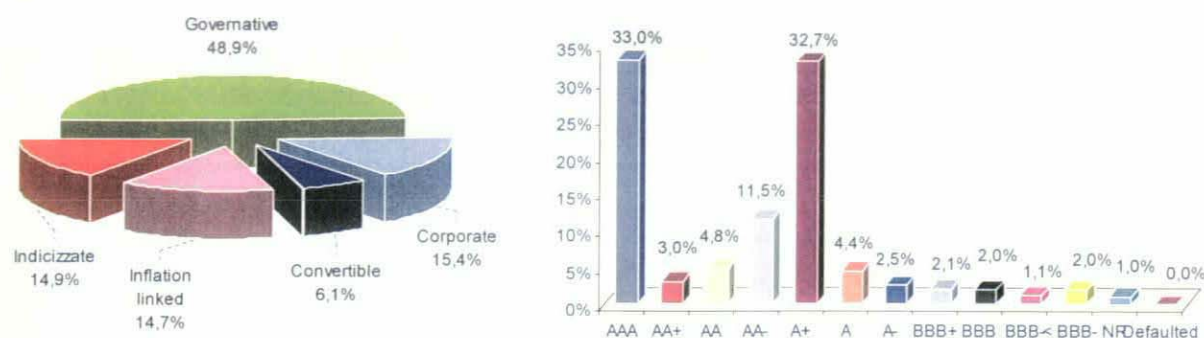
* L'esposizione non tiene conto dell'investimento in hedge fund;

** L'esposizione non tiene conto della componente investita in hedge fund e della liquidità di c/c.

Si può osservare come l'Euro costituisca l'investimento valutario predominante del patrimonio mentre la diversificazione nelle altre valute risulta ridotta.

L'allocazione geografica complessiva conferma un peso importante per il mercato Europeo e principalmente per quello italiano.

Il comparto obbligazionario del patrimonio mobiliare presenta la seguente ripartizione per emittente e per rating:



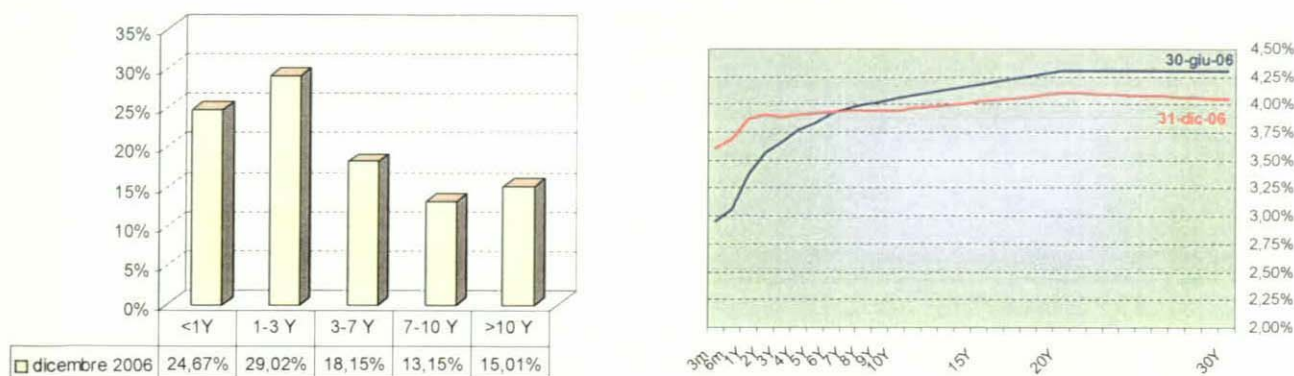
Come si può notare, la componente obbligazionaria complessiva (considerando la componente *bond* presente sia nelle gestioni che nel portafoglio diretto) del patrimonio mobiliare è investita principalmente in titoli governativi (48.9%), mentre il resto è diversificato in emissioni indicizzate, convertibili e *corporates*.

Da un punto di vista di rating, invece, il portafoglio risulta investito quasi interamente in emissioni *investment grade*, mentre solo una parte residuale è ripartita in titoli sotto l'*investment grade*.

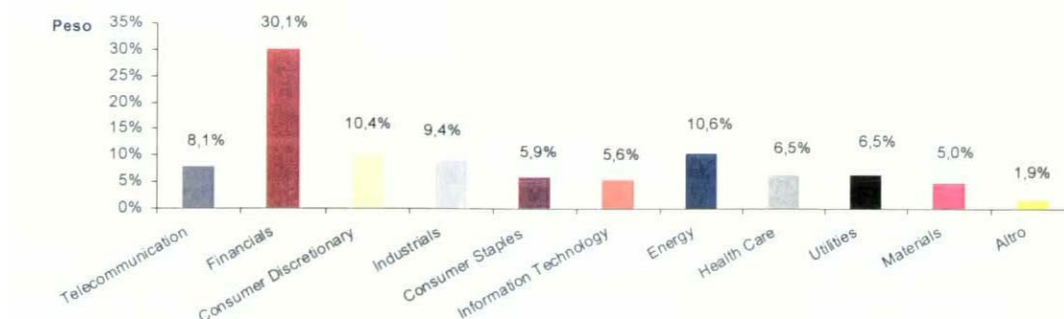
Al 31 dicembre 2006 la *duration* complessiva del portafoglio obbligazionario era di 1.85, mentre a giugno 2006 era di 2.49. Come evidenziato nell'istogramma di seguito riportato, a dicembre 2006 la quota maggiore di titoli era investita nei *bucket* della curva relativi alle scadenze inferiori ai 3 anni. Una quota di circa il 15% era poi investita in scadenze superiori ai 10 anni.

Questa distribuzione di scadenze del portafoglio obbligazionario spiega un valore complessivo di *duration* di 1.85, più basso rispetto alla prima metà dell'anno.

Ciò è in linea con le strategie della Cassa di ridurre l'esposizione del portafoglio a movimenti dei tassi di interesse, soprattutto considerando che nel 2006 le banche centrali hanno adottato politiche monetarie restrittive e la curva dei rendimenti si è appiattita (vedi grafico sotto riportato).



La diversificazione settoriale della componente azionaria mobiliare è rappresentata dal grafico sotto riportato:



Le scommesse più rilevanti sono state nel settore *financial* che ha conseguito risultati soddisfacenti nel 2006, anche a seguito di operazioni di acquisizione sul mercato.

Politiche di investimento e piano di impiego

Politiche di investimento

Nel corso del 2006 è proseguita l'attenta articolazione degli investimenti per tener conto dell'esistenza di un metodo "misto" di calcolo delle prestazioni pensionistiche, che vede la convivenza di un regime retributivo ed uno 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 raggiungimento probabilistico di tale obiettivo costituirà il "profilo di rischio" della Cassa.

Indichiamo di seguito lo *shortfall*, ossia la probabilità di raggiungere il *target* obiettivo di rendimento sugli orizzonti temporali di 1 anno, 3 anni e 10 anni, ipotizzando *targets* di rendimento pari a 1.5%, 3.5% e 4.5%. Nello specifico, il rendimento obiettivo della Cassa, attualmente pari a 3.4%, verrà conseguito al 98.7% in 3 anni e interamente in 10 anni.

	1 anno	3 anni	10 anni
1,50%	99,2%	100,0%	100,00%
3,50%	90,0%	98,7%	99,98%
4,50%	79,1%	92,0%	99,5%

Nel corso del 2006 la Cassa ha rivisto interamente il processo di selezione dei nuovi investimenti e implementato criteri per la selezione dei mandati in delega. In particolare, sono stati elaborati criteri qualitativi e quantitativi volti a valutare rispettivamente il profilo societario e la proposta di investimento di ciascun gestore con successivi approfondimenti svolti tramite incontri individuali dedicati. Tali criteri garantiscono una valutazione il più possibile oggettiva, trasparente e omogenea degli investimenti della Cassa. In quest'ottica sono stati selezionati nel corso del 2006, fra una rosa di candidati, i due mandati di gestione *Total return* di Julius Baer e RAS e quello a *benchmark* di Fortis.

Nel corso dell'anno, poi, la Cassa ha effettuato varie operazioni sul portafoglio obbligazionario per tener conto dell'incremento dei tassi di interesse e dell'inversione della curva dei tassi. In particolare, ad inizio anno sono state acquistate obbligazioni in valuta a bassa *duration* mentre, nella seconda metà dell'anno sono state vendute obbligazioni a lunga scadenza. La vendita ha riguardato soprattutto titoli *corporate* a lunga *duration*, anche in vista di aspettative di allargamento degli *spreads* sul finire dell'anno. Infine, per avvantaggiarsi della favorevole congiuntura economica iniziata nella seconda metà dell'anno, la Cassa ha aumentato l'esposizione azionaria tramite una maggiore diversificazione settoriale. Nel contempo sono stati venduti i titoli azionari del portafoglio diretto con realizzo di plusvalenze nette (si rimanda al bilancio per ulteriori dettagli sugli investimenti).

Data la sempre maggiore complessità degli investimenti mobiliari in cui si investe, la Cassa ha ritenuto necessario raffinare le tecniche di calcolo e monitoraggio della performance degli stessi strumenti finanziari. E' stato così implementato, nel corso del 2006, l'algoritmo di calcolo dei rendimenti del patrimonio mobiliare elaborato già dal 2004.

Il rendimento complessivo del patrimonio è calcolato come media ponderata dei rendimenti del comparto mobiliare e immobiliare, valutati al valore di mercato. In particolare, i rendimenti del patrimonio mobiliare sono stati determinati seguendo la metodologia di calcolo del *Time weighted* che 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. Si escludono così dal processo di calcolo quei fattori che, pur incidendo sulla redditività di un portafoglio, non sono imputabili all'attività ed alle scelte del gestore, ossia gli investimenti e i disinvestimenti.

Tale metodologia rappresenta lo standard internazionale indicato nelle linee guida GIPS - *Global Investment Performance Standards*- per il calcolo della performance dei fondi comuni di investimento e viene utilizzata a fini di *reporting* interno alla Cassa della performance del portafoglio.

Sempre in un'ottica di efficiente gestione del patrimonio, la Cassa intende costruire un'architettura di portafoglio dinamica, con l'obiettivo di ottimizzare la gestione integrata tra attività e passività, seguendo il classico approccio di *Asset & Liability Management* (ALM). L'obiettivo è quello di determinare un'*asset allocation* strategica e tattica sempre coerente, in termini probabilistici, con le dinamiche attese delle passività e con i valori espressi dai mercati finanziari. A tal fine, la Cassa ha intrapreso nel corso del 2006 un percorso di studio per la simulazione, a valori di mercato, del passivo.

Questo consentirà un confronto omogeneo con il valore dell'attivo e permetterà l'implementazione di tecniche di gestione tese all'immunizzazione del passivo.

Relativamente alle prospettive del mercato immobiliare, il Consiglio di amministrazione sta valutando alcune ipotesi operative di dismissione di parte del patrimonio immobiliare al fine di razionalizzare gli investimenti nel comparto e contemporaneamente sta analizzando alcune proposte di investimento sia per esigenze di ordine strutturale sia in coerenza con la rimodulazione dell'*asset allocation* strategica. Tali opportunità saranno esaminate sulla base di prudenziali valutazioni inerenti:

- rapporto tra prezzo, valore di mercato e costo di ricostruzione;
- localizzazione riferita ad immobili di prestigio e rendimento correlato al prezzo-valore effettivo dell'immobile;
- garanzia di rendimento adeguata (da valutare anche con riferimento ad immobili già locati a conduttori solvibili) e propensione verso immobili ad uso commerciale ed industriale, stante la loro maggiore redditività rispetto a quelli ad uso abitativo, nonché del tipo "cielo-terra" (ossia autonomi dal punto di vista impiantistico e gestionale) e senza ristretti vincoli di destinazione.

Piano di impiego

Le linee guida per il 2006 del piano degli investimenti finanziari, deliberato dall'Assemblea dei Delegati in data 29 novembre 2005, prevedevano la collocazione di € 180 milioni, in via principale in forme di gestione patrimoniale da affidare ad operatori di prestigio nazionale ed internazionale, in quote di 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 piano indicato, l'attuazione si è concretizzata nell'impiego di € 389 milioni in strumenti finanziari (al netto del differenziale economico di € 49 ml reinvestito nelle gestioni): in gestioni per € 215 milioni, in quote di OICR per € 37 milioni, in titoli di Stato ed obbligazionari per € 112 milioni e in ETF azionari per € 25 milioni. Anche nel 2006 vi è stato un atteggiamento prudente con il mantenimento delle disponibilità in forma liquida presso la banca, remunerate a tassi elevati (mediamente circa il 2,7% 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 2007 e di cui si richiamano di seguito quelli più significativi.

Il percorso di verifica per la eventuale unificazione

Il Consiglio di Amministrazione ha oramai, preso atto di una difficoltà oggettiva a conseguire l'obiettivo auspicato dal legislatore con la scrittura dell'art. 4 della L. 34/2005, ed essendo ormai scaduti i termini per l'esercizio della delega, l'attività che verrà svolta dal 30/3/2007 in avanti sarà determinata da una volontà propria ed autonoma di affrontare comunque la problematica per senso di responsabilità nei confronti della categoria.

Risulta infatti necessario definire l'assetto previdenziale per la categoria alla data del 01/01/2008: tale esigenza rappresenta una delle principali direttive di attività che dovranno esser percorse dal Consiglio di Amministrazione nei prossimi mesi.

E' comunque ormai chiaro che le particolari problematiche emerse nel confronto con la Cassa Ragionieri evidenzino come una ipotesi di fusione tra enti dovrebbe comunque essere necessariamente impostata su preliminari intervalli di verifica e monitoraggio particolarmente lunghi, ciò al fine di poter esaminare con maggiore oggettività i contenuti delle rispettive proiezioni attuariali.

Le linee di gestione del patrimonio mobiliare

Nella prima parte del 2007 si è innescata una fase di maggiore incertezza sui mercati azionari che ha comportato, in alcune giornate, un ribasso delle quotazioni anche consistenti, recuperate comunque parzialmente nei giorni successivi. Tali andamenti erano attesi e, allo stato attuale delle analisi, possono ancora essere collocati nell'ambito di una fase di correzione tecnica, piuttosto che in una modifica delle valutazioni fondamentali. Le caratteristiche dello scenario economico prospettico restano orientate verso un graduale rallentamento dell'economia mondiale, indotto prevalentemente dalla minore dinamica economica statunitense, senza però particolari traumi che possano minacciarne la sensibilità.

Tuttavia la persistenza di squilibri finanziari internazionali, consolida allo stesso tempo la presenza di potenziali fragilità in grado, se non altro, di riproporre fenomeni di incertezza ed aumentare la volatilità dei mercati. Contestualmente il livello dei tassi di interesse a medio-lungo termine continua a presentarsi contenuto limitando il premio per il rischio a detenere attività a lungo termine rispetto agli investimenti liquidi o di breve termine.

In tale quadro la gestione finanziaria risulterà anche quest'anno relativamente complessa richiedendo una costante attività di monitoraggio e accentuando l'attenzione verso strumenti alternativi rispetto alla gestione tradizionale obbligazioni-azioni. Occorrerà in sostanza conciliare da un lato l'esigenza di una impostazione complessivamente prudente – coerente con le esigenze di un rendimento minimo garantito e con la rivalutazione nel medio-lungo termine dei capitali investiti in misura superiore alla crescita media nominale del PIL – ma che allo stesso tempo possa cogliere le opportunità offerte anche dall'innovazione finanziaria nel proporre soluzioni sempre più personalizzate ed in grado di contrastare la volatilità dei mercati.

Operativamente tale principio si è tradotto già nella prima parte del 2007 nell'attenzione verso possibili ampliamenti e ridefinizioni degli stili di gestione degli investimenti in essere, senza trascurare possibili interventi diretti sui mercati e allo stesso tempo nella diversificazione verso prodotti meno correlati con gli stili di gestione tradizionali, proprio per cercare di minimizzare i rischi di portafoglio.

In tal senso, anche al fine di migliorare il profilo rischio-rendimento del portafoglio, la Cassa ha già posto in essere proposte di intervento tese a modificare la composizione di portafoglio. Da un'analisi critica del portafoglio è infatti emersa l'esigenza di una maggiore diversificazione del portafoglio sia geografica che settoriale che di prodotto. In particolare, si è deciso di incrementare la componente azionaria per beneficiare della crescita economica in atto, anche alla luce dei rendimenti ancora bassi del comparto obbligazionario. L'incremento azionario sarà soprattutto indirizzato verso settori e aree geografiche non compresi attualmente nell'*asset allocation* della Cassa. In particolare, si è deciso di incrementare l'esposizione verso aree geografiche emergenti, quali l'Asia, l'Europa dell'Est e l'America Latina le cui aspettative di crescita, nel medio-lungo periodo, sono migliori rispetto a quelle del vecchio continente e dell'America. L'investimento avverrà tramite la selezione di gestori specializzati in grado di gestire mandati dedicati su tali mercati.

Inoltre, la Cassa ha adottato politiche di intervento anche sul versante obbligazionario in seguito all'attenuarsi di politiche restrittive da parte delle principali Banche Centrali. Si è quindi deciso di incrementare la *duration* del comparto obbligazionario tramite l'acquisto di titoli *perpetual* a lunga scadenza. Al contempo, si è incrementata la quota di obbligazioni *inflation linked* sul portafoglio, un *asset* che ha sofferto molto nel 2006 a causa di basse aspettative inflazionistiche e che quindi presenta oggi valutazioni interessanti.

E' importante osservare come la presenza, nel portafoglio, di strumenti legati all'inflazione e ad elevata *duration* sia strategica per un Ente previdenziale che intende mettere in atto tecniche gestionali di *Asset & Liability Management*; il passivo della Cassa, infatti, è indicizzato all'inflazione e gli impegni finanziari della si manifesteranno soltanto in un periodo futuro. Sempre nell'ambito obbligazionario è stata promossa una maggiore diversificazione per emittente, soprattutto nell'ambito dei mandati in delega.

Infine, tra la categoria degli OICR, vi sono i *cash plus* - con profilo rendimento/rischio basso - e fondi più innovativi, quali *total return* e *portable alpha*, che diversificano fra varie *asset class* e che sono decorrelati rispetto ad altri strumenti gestionali. Parte dei fondi *cash plus* sono stati già dismessi; altri sono oggetto di verifica al fine di valutarne una dismissione o conversione in strategie diverse. Nella prima metà del 2007 la Cassa ha incrementato la quota di fondi con strategie *total return* che investono in *assets* non comprese attualmente nel portafoglio. Sulla base delle considerazioni di cui sopra, si sintetizzano le strategie di investimento adottate nella prima metà del 2007.

Mandati in delega

- Gestioni a *benchmark*: maggiore diversificazione geografica della componente azionaria mentre, per la parte obbligazionaria, maggiore diversificazione per emittente;
- gestioni *total return*: maggiore diversificazione degli strumenti di investimento, al fine di coprire asset non incluse nel portafoglio diretto.

Portafoglio diretto

- Incremento del portafoglio obbligazionario con strumenti liquidi, quali titoli governativi, *corporate*, convertibili ed *inflation-linked*. Alle gestioni in delega viene lasciata la gestione di strumenti più complessi o con rating inferiore all'*investment-grade*. Fra le obbligazioni convertibili, in una logica di diversificazione, si prediligono quelle globali in quanto presenti in quota inferiore nel portafoglio;
- incremento della quota di ETF settoriali europei in quanto armonizzati (quelli globali, infatti, sono al momento non armonizzati), con preferenza per i settori auto, telecomunicazioni, assicurativo, *retail* e *healthcare*;
- acquisto di fondi *total return* che utilizzano strategie di investimento quantitative per diversificare verso *assets* alternative (fondo Barclays Diversified) e di fondi con strategie di rischio e rendimento in linea con quello dei fondi *hedge*.

Nella restante parte dell'anno, proseguirà l'attività di allocazione dei nuovi flussi contributivi e cedolari, secondo gli obiettivi gestionali della Cassa con una particolare cautela, nell'implementazione delle strategie di portafoglio e nella revisione dell'*asset allocation* strategica, per l'aumentare dei rischi intravisti nello scenario macroeconomico di riferimento. Il presumibile incremento degli strumenti investibili richiede evidentemente ancora più enfasi sui sistemi di monitoraggio e di controllo del rischio volti a verificare tempo per tempo la coerenza tra i risultati raggiunti e gli obiettivi programmati.

* * * * *

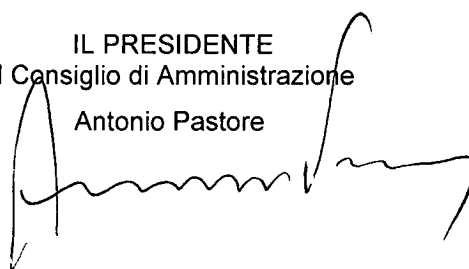
Care Colleghe e Colleghi,

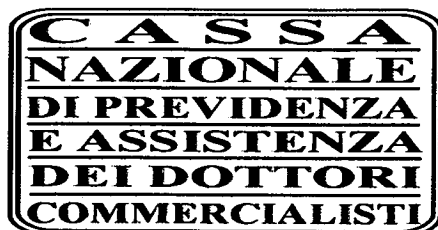
permane l'unanime impegno a gestire con responsabilità ed affrontare con fermezza le ulteriori e complesse problematiche che originano dal particolare periodo di transizione che la nostra Categoria sta attraversando. Siamo anche consapevoli che sussiste ancora la necessità di individuare e proporre le corrette soluzioni che permettano l'effettivo raggiungimento di una equità intergenerazionale tra le diverse coorti.

Due sono i grossi temi che probabilmente impegneranno il Consiglio nell'immediato futuro: l'esigenza di definire l'assetto previdenziale degli iscritti all'Albo dei Dottori Commercialisti ed Esperti Contabili e la volontà di rendere concreto il principio di adeguatezza sancito dall'art. 38 della Costituzione.

In tale ottica e con il primario scopo di garantire la salvaguardia degli interessi di tutta la categoria il Consiglio di Amministrazione intende confrontarsi condividendo con l'Assemblea dei Delegati il giusto percorso da intraprendere.

IL PRESIDENTE
del Consiglio di Amministrazione
Antonio Pastore





ASSEMBLEA DEI DELEGATI DEL 28 GIUGNO 2007

BILANCIO D'ESERCIZIO AL 31 DICEMBRE 2006

**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 31/12/2006 ai sensi dell'art. 2429 del Codice Civile.

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 2006, 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 2006, 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 2006 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;
- abbiamo redatto, ai sensi dell'art. 25.3 dello Statuto, il verbale illustrativo delle risultanze del controllo sul monitoraggio degli equilibri di lungo periodo effettuato dal Consiglio di Amministrazione al termine del primo biennio dalla Riforma.
- 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	€ 1.927.737.941,00
ATTIVO CIRCOLANTE	€ 535.606.334,00
RATEI E RISCONTI	€ 13.059.435,00
TOTALE ATTIVO	€ 2.476.403.710,00

PASSIVO	
PATRIMONIO NETTO	<u>€ 2.409.158.167,00</u>
di cui:	
Riserve di rivalut. volont. degli immobili	€ 60.620.604,00
Riserva legale per erog. Prestaz. Previdenz.	€ 2.331.680.143,00
Riserva legale per erog. Prestaz. Assist.li	<u>€ 16.857.420,00</u>
FONDI PER RISCHI E ONERI	€ 23.708.003,00
FONDO TFR	€ 1.684.748,00
DEBITI	€ 36.919.938,00
RATEI E RISCONTI	€ 4.932.854,00
TOTALE PASSIVO	€ 2.476.403.710,00

CONTI IMPEGNI RISCHI E ALTRI CONTI D'ORDINE	€ 3.222.922,00
--	-----------------------