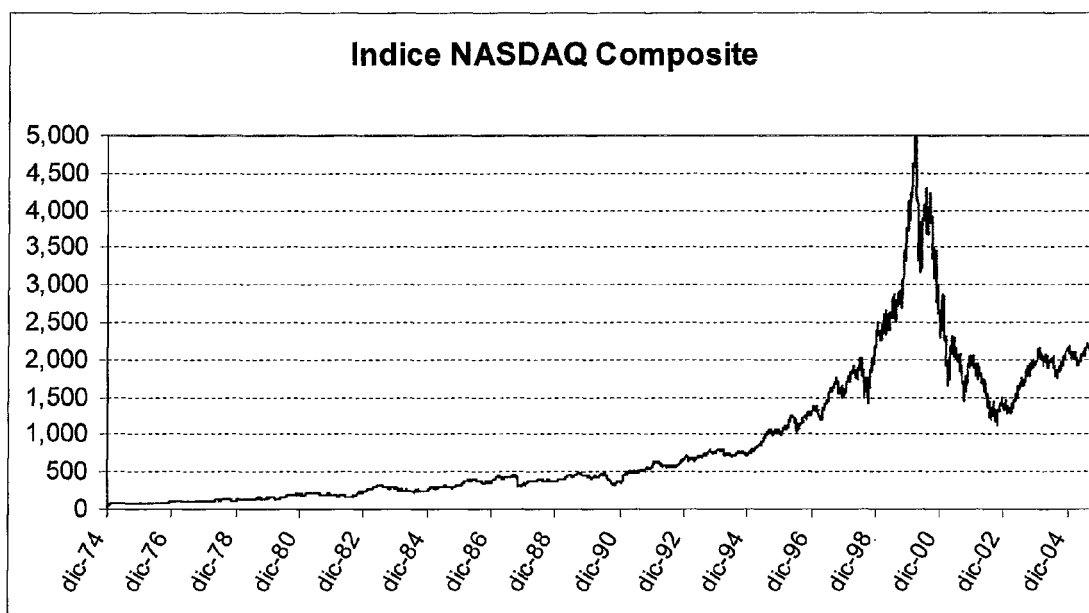
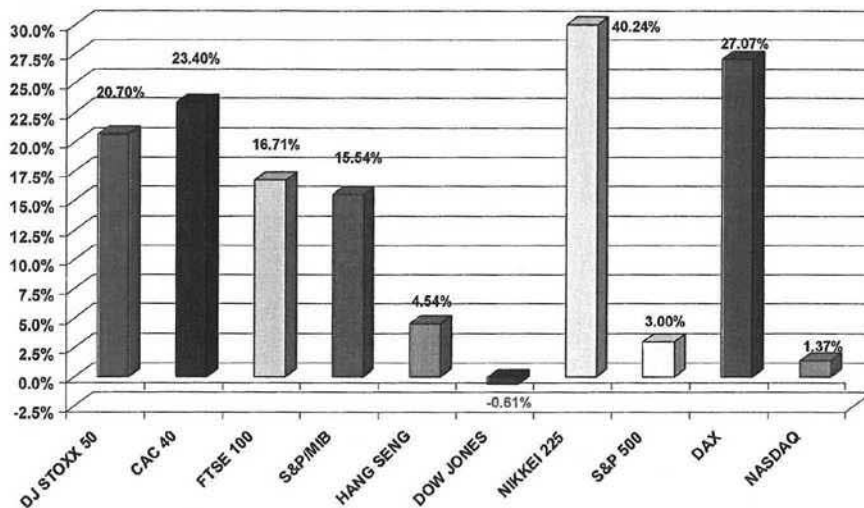


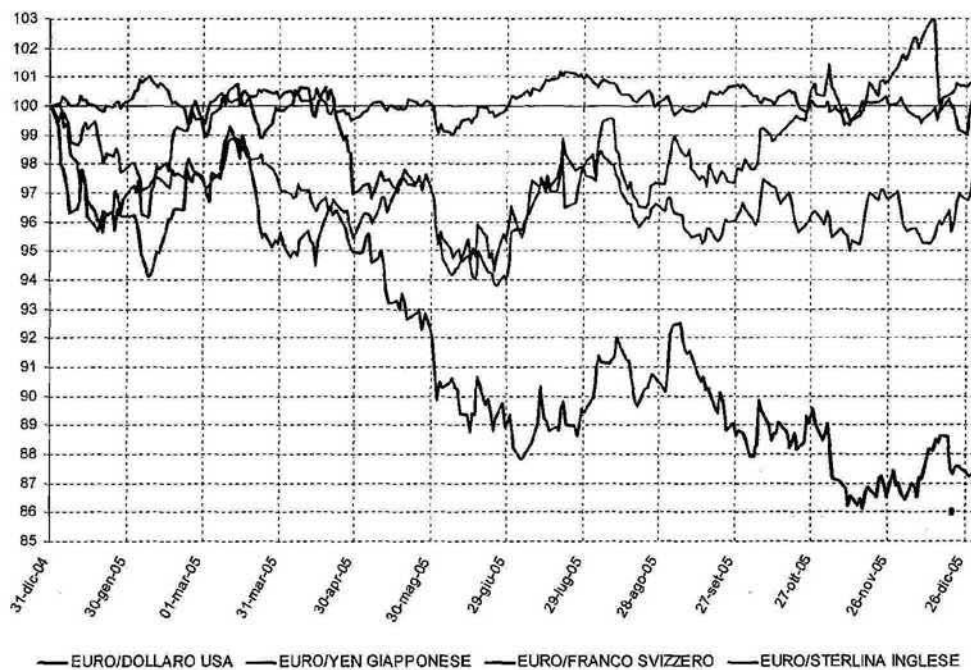


Rappresentiamo, infine, 3 ulteriori grafici relativi al 2005 riguardanti le *performance* riferite ai principali indici mondiali (in valuta locale) e l'andamento sia dell'Euro - nei confronti del dollaro americano, dello yen giapponese e del franco svizzero - sia dei principali settori economici, dal quale emerge l'ottima *performance* dei settori più difensivi (*energy* e *utility*).

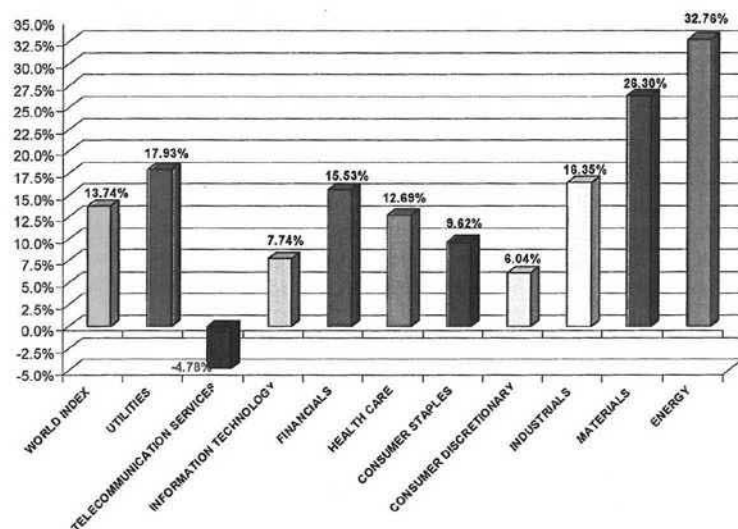
PERFORMANCE 2005 DEI PRINCIPALI INDICI MONDIALI IN LOCAL CURRENCY



ANDAMENTO DELL'EURO NEI CONFRONTI DELLE PRINCIPALI DIVISE MONDIALI DA INIZIO ANNO



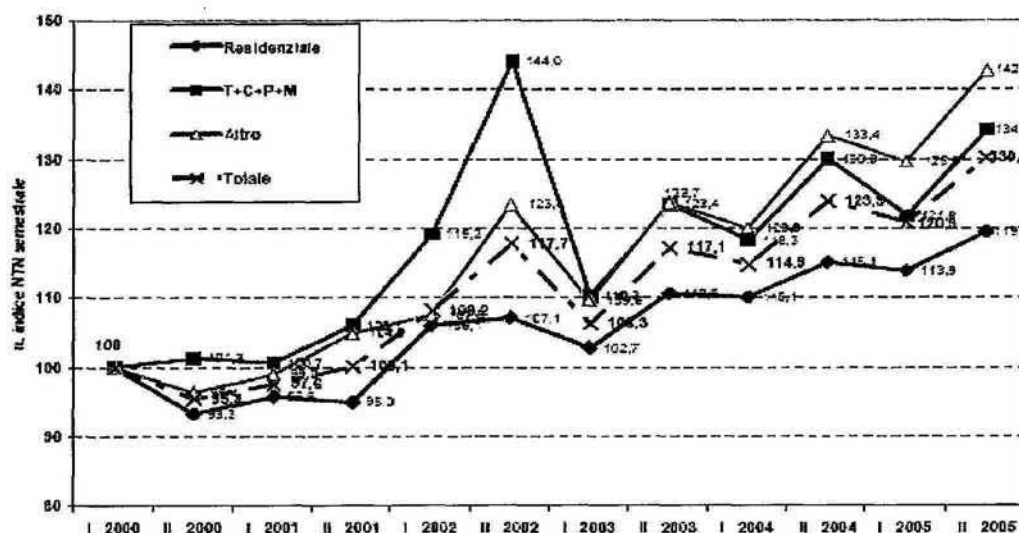
**PERFORMANCE 2005 DEL MSCI TOTAL RETURN PER AGGREGAZIONE DEI
PRINCIPALI SETTORI IN DIVISA LOCALE**



Il settore immobiliare

Anche per il 2005 è proseguito l'andamento positivo del settore, come confermato dagli indici più rappresentativi, con un allungamento dei tempi medi di vendita e l'ulteriore aumento della forbice fra prezzo richiesto e ottenuto. L'analisi del mercato rileva una situazione ancora dinamica, con prezzi in crescita pur con percentuali più contenute rispetto a quelle degli anni precedenti soprattutto per uffici e negozi. Sempre positivo l'indice delle compravendite in tutti i settori, con un incremento medio rispetto al 2004 del 5,2%, come evidenziato nel grafico che segue (l'indice è relativo al "numero delle transazioni normalizzato" - NTN, che considera le quote di compravendita al netto di quelle relative alle cartolarizzazioni di Stato).

Figura 1: n° indice NTN semestrale per i diversi settori + totale

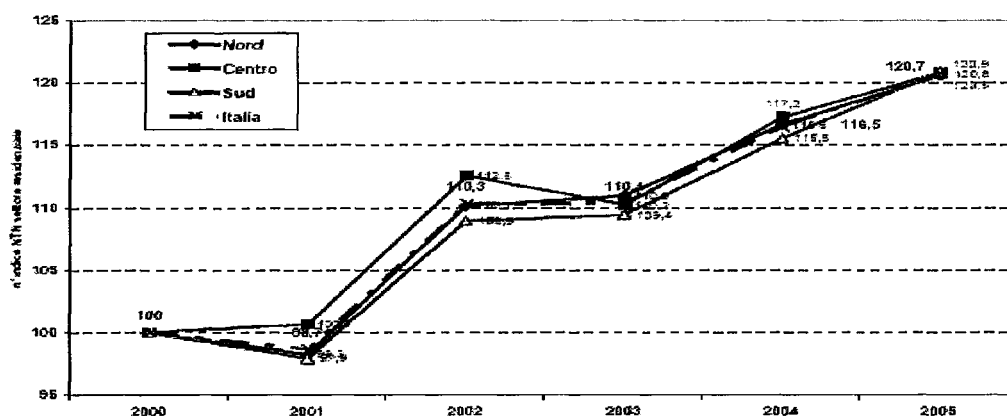


¹ Per quanto concerne le compravendite connesse al processo di cartolarizzazione gestito dalla "Scip" si devono classificare come transazioni "non di mercato" e quindi i volumi e gli andamenti sono considerati al netto di questa componente.

Fonte: Osservatorio del mercato immobiliare

Nel seguente grafico viene riassunto l'indice NTN per macro-aree geografiche. Si evidenzia una maggiore crescita percentuale del mercato del Centro-Sud, mentre il Nord, pur denotando una minore crescita, evidenzia in termini assoluti un maggior incremento di compravendite (si deve peraltro tenere conto che lo stesso rappresenta circa il 56% del mercato totale).

Figura 2: n° indice NTN settore residenziale, dati provinciali, per Nord-Centro-Sud



Fonte: Osservatorio del mercato immobiliare

Gli incrementi dei tassi di interesse non hanno raffreddato la propensione all'investimento immobiliare e i prezzi medi degli immobili, registrati nel 2005, sono aumentati ancorché l'incremento registrato nell'ultimo semestre è stato, per abitazioni e negozi, il minore dal 2001 e tra i più bassi registrati nel corso dell'ultimo ciclo per gli uffici.

Di seguito rappresentiamo l'incremento dei prezzi medi rispetto al 2004, rilevati in 13 grandi aree:

Variazioni % annue dei prezzi degli immobili		
	13 grandi aree urbane	13 città intermedie
Abitazioni nuove	6,9	7,1
Uffici	6,6	5,8
Negozi	6,4	6,0
Capannoni	6,7	7,3
Box e garage	7,1	6,2

Fonte: Nomisma

I canoni di locazione sono cresciuti meno dei prezzi, con una leggera riduzione dei tassi medi di rendimento reali. Nel 2005 si è assistito ad una significativa crescita del processo di "finanziarizzazione" del mercato immobiliare, con lo sviluppo ulteriore dei fondi immobiliari arrivati ormai a gestire un patrimonio di circa € 11 miliardi. E' inoltre proseguito il processo di dismissione di parte del patrimonio pubblico e sono state prolungate le agevolazioni fiscali nel campo delle ristrutturazioni edilizie, elementi che hanno certamente contribuito alla crescita del settore. I detentori di grandi patrimoni immobiliari (banche e assicurazioni, in

primo luogo) hanno continuato a valorizzare anche nel 2005 i propri patrimoni attraverso scissioni e l'utilizzo di nuovi strumenti finanziari (quali i fondi ad apporto).

Permane l'orientamento positivo del mercato immobiliare dovuto all'elevata redditività totale degli investimenti (oltre il 12% lordo), sebbene da alcuni anni sia in atto una erosione della componente reddituale dei canoni. Le preoccupazioni per il 2006 riguardano sia gli interventi normativi - che potrebbero incidere negativamente sulla redditività degli immobili - sia il possibile aumento del costo del denaro.

Il patrimonio della Cassa

Il capitale investito a lungo termine al 31 dicembre 2005 - a valori di libro - è pari a circa € 1.658 milioni (circa € 1.087 ml a fine 2004) ed è così costituito:

	<u>Euro/milioni</u>	<u>in %</u>
• portafoglio immobiliare	193	12
• portafoglio mobiliare (diretto)	817	49
• portafoglio mobiliare (in delega)	648	39

Il portafoglio immobiliare

E' costituito da 39 immobili (come a fine 2004) che occupano complessivamente 231.551 metri quadrati di superficie complessiva, corrispondente ad un valore lordo di bilancio di circa € 234 milioni (circa € 193 netto). Nel corso dell'esercizio tale portafoglio si è ridotto di € 3,2 milioni per effetto degli ammortamenti di periodo. Sotto il profilo reddituale i ricavi derivanti dai canoni di locazione sono risultati pari € 13,7 milioni e sono relativi per circa il 56% ad immobili adibiti ad uso commerciale.

Il portafoglio mobiliare

Il patrimonio mobiliare (esclusa la componente liquida presso la Banca Popolare di Sondrio) ai valori di mercato del 31 dicembre 2005 ammonta a circa € 1.545 milioni (circa € 1.553 ml considerando anche i ratei delle obbligazioni) ed è così analizzabile:



A valori di mercato al 31 dicembre 2005, il portafoglio diretto ammonta a circa € 869 milioni (inclusa la valorizzazione dei ratei per circa € 8 ml) ed è composto da obbligazioni per il 50,5%, da quote di OICR per il 35,3%, da *hedge fund* per il 9,2%, ETF per il 4,5% e la parte restante è in azioni (0,5%).

Il portafoglio gestito indirettamente, a valori di mercato di fine 2005, è pari a circa € 684 milioni, di cui il 78,6% in portafogli gestiti a *benchmark* (indice di riferimento) e il restante 21,4% in gestioni *total return* (ritorno assoluto). La composizione della componente a *benchmark* è costituita per circa il 60% da azioni, per circa il 37% da obbligazioni e per il residuo 3% circa da liquidità. La composizione della componente *total return* è costituita per circa il 28% da azioni; per circa il 52% da obbligazioni; per circa il 15% da *hedge fund* e per il residuo 5% circa da liquidità.

Gli strumenti finanziari in gestione a fine 2005 sono costituiti da 12 mandati di varia natura (1 azionario, 1 obbligazionario, 1 bilanciato, 2 bilanciati obbligazionari, 4 bilanciati azionari e 3 *total return*) e diversa è quindi la distribuzione degli investimenti ed i relativi limiti (in particolare, 75-80% azioni e 20-25% obbligazioni per i bilanciati azionari e 30-40% azioni e 60-70% obbligazioni per i bilanciati obbligazionari).

Al 31 dicembre 2005 il capitale conferito nelle gestioni ammonta a circa € 610 milioni ripartito su 11 gestori (per 1 gestore è stato risolto il contratto nel corso dell'esercizio ed il capitale conferito è stato rimborsato nel primo trimestre 2006) ed il valore di mercato a circa € 684. Rileviamo che al 31 marzo 2006 il valore di mercato del portafoglio in essere a fine 2005 ammonta a circa € 699 milioni.

Nel primo quadrimestre del 2006, inoltre, sono stati posti in essere investimenti per circa € 129 milioni, così analizzabili:

CONTROPARTE	STRUMENTO	AMMONTARE (in € migliaia)
RABOBANK	Obbligazioni	16.788
BEI	Obbligazioni	4.919
JPMORGAN	Obbligazioni strutturate	45.000
STATO AUSTRIACO	Obbligazioni	1.913
STATO AUSTRALIANO	Obbligazioni	3.857
	<i>Totale</i>	<i>72.477</i>
PICTET	OICR (equity)	12.000
SINOPIA	OICR (bond)	15.000
	<i>Totale</i>	<i>27.000</i>
STATO ITALIANO	BTP (indicizzati)	29.832
TOTALE		129.309

Nei primi mesi dell'anno, tenuto conto del scenario macro-economico, nonché delle aspettative sull'evoluzione dei tassi di interesse nell'area Euro, si è cercato di individuare mercati non Euro che, pur caratterizzati da un'economia solida, potessero offrire rendimenti maggiormente interessanti rispetto ai titoli governativi area Euro. In questa logica è stata leggermente incrementata l'esposizione alle obbligazioni in sterlina inglese (*bond* BEI) ed, in misura marginale, sono state inserite ulteriori emissioni di organismi internazionali (rating AAA) in valuta non Euro (RABOBANK Nederland e *governative bond*).

Approfittando della correzione avvenuta sui titoli indicizzati all'inflazione, è stata incrementata, seppure leggermente, l'esposizione del portafoglio al suddetto comparto, tramite la sottoscrizione diretta di titoli governativi italiani. Nella logica di incrementare ulteriormente la quota di portafoglio con bassa correlazione con l'andamento dei mercati finanziari, è stata inoltre sottoscritta un'obbligazione strutturata (JPMORGAN) dedicata per il portafoglio della Cassa, con un sottostante legato all'*alpha* del mercato azionario statunitense. Sempre prevedendo la garanzia del capitale nominale investito con un rendimento minimo annuo garantito, è stata altresì sottoscritta una nota (strutturata JPMORGAN) indicizzata ad un paniere che presenta un alto grado di diversificazione sui mercati emergenti e sulle materie prime.

La revisione dei mandati

Nel corso del 2005 sono state attuate le modalità di revisione dei mandati che hanno riguardato sia le gestioni patrimoniali sia le quote di OICR. Con riferimento alle gestioni sono state apportate variazioni in ordine al peso e alle componenti dei *benchmark* che non hanno, comunque, alterato la natura del mandato.

Sono stati altresì innalzati i rendimenti obiettivi delle gestioni affidate a Credit Agricole e BPU Pramerica. Con riferimento agli OICR, le revisioni hanno riguardato gli investimenti con le controparti JPMorgan (è stato riposizionato l'investimento nel fondo Euro Enhanced Yield nei 2 fondi RV2 e Global Total Return) e SGAM (è stato effettuato uno switch dal comparto Dynamic Money Convert al comparto *Inflation Linked*).

I rendimenti netti

Preliminarmente, si evidenzia che i rendimenti di seguito indicati non rappresentano il parametro utilizzabile alla quantificazione del tasso di capitalizzazione dei montanti contributivi di cui all'art. 10, co.3, del Regolamento di Disciplina del Regime Previdenziale, il cui ammontare deve essere quantificato a seguito della determinazione da parte del Consiglio di Amministrazione dei criteri e dei metodi di valutazione per il computo dei rendimenti stessi così come previsto dal comma 4 del citato articolo.

La definizione di tali ultimi criteri è, infatti, attualmente in corso di elaborazione. Si segnala inoltre che analoga problematica è sviluppata in sede AdEPP per la necessità di definire il metodo di determinazione dei tassi di rendimenti per la quantificazione della pensione in sede di totalizzazione.

Viene di seguito rappresentata l'analisi del rendimento netto e del rischio del patrimonio investito, riferito all'esercizio 2005. Si rileva che per gli ETF e le obbligazioni strutturate i dati sono periodali (da marzo 2005).

Con riferimento al patrimonio mobiliare (inclusa la liquidità), tale rendimento è stato calcolato con la metodologia del *time weighted* e misura il rendimento annuo composto, su base giornaliera, di tale patrimonio, pari al rendimento dei singoli strumenti ponderati per il loro peso.

La tabella di seguito esposta evidenzia come, nel 2005, il rendimento netto del patrimonio investito sia risultato complessivamente pari a 5,33%, con una *deviazione standard* del 2,21%, ossia:

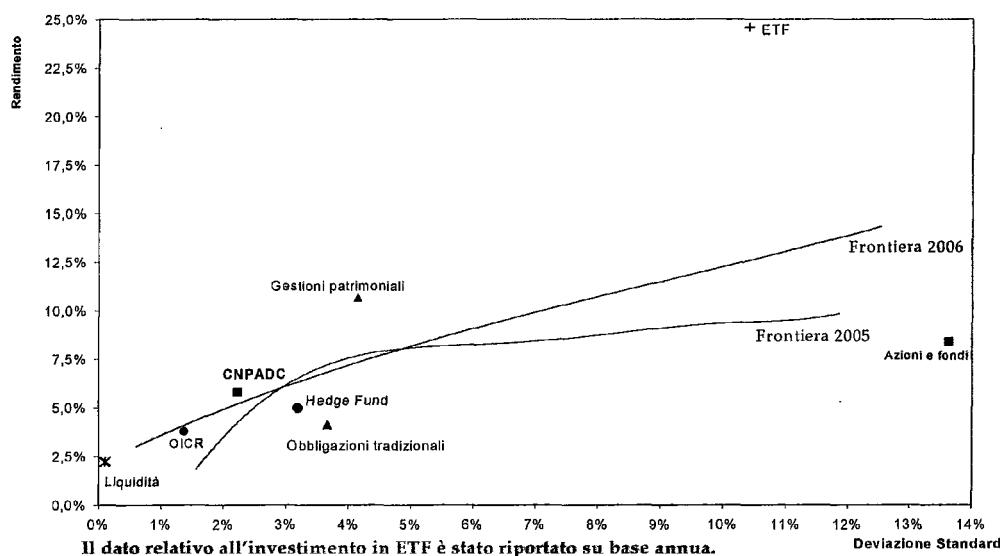
Modalità di gestione		Rendimento netto	Deviazione Standard
Strumento		2005	
Gestione e in delega	Gestioni patrimoniali	10,64%	4,13%
	- gestioni a benchmark	12,26%	5,08%
	- gestioni total return	6,29%	2,10%
Gestione diretta	OICR	3,78%	1,36%
	Hedge Fund	4,98%	3,17%
	Risparmio Amministrato	6,19%	3,50%
	- Obbligazioni tradizionali	4,10%	3,65%
	- Obbligazioni strutturate	9,44%	nd
	- Azioni e Fondi	8,39%	13,61%
	- ETF	18,94%	9,22%
	Liquidità	2,22%	0,10%
	Immobili	1,27%	-
TOTALE		5,33% (1)	2,21% (2)

(1) al netto di imposte e commissioni

(2) il dato si riferisce esclusivamente al patrimonio mobiliare (inclusa la liquidità), ad eccezione degli investimenti in obbligazioni strutturate (per i quali non si dispone della serie dei prezzi).

La frontiera efficiente

Si rappresenta nel grafico che segue la frontiera efficiente, con evidenza del rendimento e del rischio relativi alla gestione mobiliare nel 2005 (inclusa la componente liquida).

ANALISI RISCHIO-RENDIMENTO / FRONTIERA EFFICIENTE

Come emerge dal grafico, il portafoglio della Cassa si è posizionato al di sopra della frontiera efficiente 2005 e 2006. Poiché, infatti, ogni punto sulla frontiera evidenzia un portafoglio efficiente, il portafoglio della Cassa è risultato più efficiente in quanto, a parità di rischio, ha ottenuto un maggior rendimento ovvero, a parità di rendimento, ha ottenuto un minor rischio.

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

Nel corso del 2005, la Cassa si è mossa nella direzione di una gestione finanziaria coerente con l'introduzione del nuovo Regolamento di disciplina del regime previdenziale. Prevedendo il passaggio da un regime retributivo ad uno contributivo, pur sempre finanziato a ripartizione, la riforma ha infatti sancito il passaggio ad un sistema "misto", con l'applicazione del principio del "pro-rata". Per molti anni il sistema previdenziale della Cassa sarà caratterizzato dalla convivenza di due regimi (retributivo e contributivo), le cui quote, all'interno del patrimonio complessivo, varieranno con il passare del tempo in maniera inversamente proporzionale. Tuttavia, poiché gli impegni dei due regimi continueranno ad essere sintetizzati dal bilancio tecnico-attuariale in un unico rendimento obiettivo, dal punto di vista della gestione finanziaria non si presenta alcuna discontinuità negli obiettivi di lungo periodo rispetto alla situazione ante riforma.

Benché la gestione rimanga unitaria, l'articolazione degli obiettivi gestionali è ora più specifica e correlata a grandezze macro-economiche e finanziarie. In maniera coerente devono essere pertanto riviste le linee guida dell'*asset allocation* strategica e le scelte tattiche per tener conto, al termine della fase transitoria vissuta nel periodo di implementazione della riforma, delle specificità che caratterizzano un sistema previdenziale "misto". L'unico rendimento *target* della gestione di tutto il patrimonio non può che continuare ad essere rappresentato dalla redditività di equilibrio prospettata nel bilancio tecnico-attuariale, logica "*absolute return*". Al fine di rispondere anche alle esigenze derivanti dal regime contributivo, è però possibile agevolare la gestione declinando l'obiettivo di lungo termine, da raggiungere in media annua, in sotto-obiettivi annuali, tra i quali principalmente:

- generazione dei flussi di cassa per coprire prestazioni previdenziali e spese di gestione;
- produzione di una rivalutazione dei montanti contributivi della gestione a contribuzione definita con target, per il primo quinquennio di applicazione del nuovo Regolamento (2004-2008), pari alla media mobile quinquennale della crescita nominale del PIL.

A partire dal 2009, il tasso annuo di capitalizzazione sarà pari alla media quinquennale dei rendimenti degli investimenti con un valore minimo garantito del 1,5% in caso di media effettiva inferiore ed e con un valore massimo pari alla media quinquennale del PIL in caso di media effettiva superiore a quest'ultimo valore. L'eventuale maggior rendimento sarà destinato ad un apposito fondo o riserva, da utilizzare anche a copertura del minimo garantito. La strategia di investimento deve quindi compendiare il rendimento obiettivo, desunto dal bilancio tecnico, con la più articolata segmentazione di *target* che la riforma permette di esplicitare. Il raggiungimento probabilistico di tale obiettivi costituirà il "profilo di rischio" della Cassa.

Nei primi anni di applicazione del regime "misto" risulterà ancora marginale l'incidenza della quota di patrimonio derivante dal regime contributivo. Nell'ambito dell'unico rendimento obiettivo definito dal bilancio tecnico prevale perciò la necessità di conseguire obiettivi di rendimento di medio-lungo termine e, nell'ambito della definizione dell'*asset allocation* strategica, l'impostazione del portafoglio "a *benchmark*", con la definizione degli investimenti espressi per classi di attività, è quella che meglio risponde alle suddette esigenze. Nei prossimi anni, tuttavia, al crescere della quota di contributivo all'interno del portafoglio della Cassa, l'impostazione "a *benchmark*" dell'*asset allocation* strategica potrebbe dar luogo a un disallineamento tra gli obiettivi di lungo termine e quelli di breve termine.

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), indispensabile per un investitore previdenziale. Oltre agli intermediari finanziari, che la adottano da anni come necessario supporto alla pianificazione strategica ed al *risk management*, a livello internazionale anche numerosi investitori previdenziali stanno adottando sistemi organizzativi e tecnologici di questo tipo, al fine 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 partire da inizio 2005, l'allocazione del patrimonio della Cassa è stata quindi effettuata tenendo conto del nuovo paradigma gestionale: l'abbinamento di un rendimento minimo garantito con la rivalutazione nel medio-lungo termine dei capitali investiti in misura superiore alla crescita media nominale del PIL del Paese. Nell'ambito della nuova *asset allocation* strategica, è stata rivisitata la porzione di portafoglio che, in attesa di definire obiettivi e vincoli della gestione finanziaria post-riforma, era stata investita in prodotti con un approccio *total return* o *cash plus*.

Nello specifico, tenuto conto della percentuale obiettivo di comparto monetario e cash plus prevista dalla nuova allocazione strategica del portafoglio, sono stati mantenuti gli investimenti che rispondevano alla duplice esigenza di rispettare i propri obiettivi di rendimento e di contribuire alla diversificazione del portafoglio della Cassa sia per strumenti finanziari (es. tramite ABS o MBS) che per strategie d'investimento (es. *portable alpha*). Per contro, gli strumenti finanziari che non rispondevano più alle esigenze della Cassa sono stati venduti o convertiti in altri investimenti con un diverso profilo rendimento-rischio e, frequentemente, con un diverso universo investibile di riferimento. Questo ha consentito, tra l'altro, di destinare una quota significativa del portafoglio ad investimenti con un approccio flessibile o *absolute return*, caratterizzati da bassa correlazione con le rimanenti classi di attività in portafoglio, al fine di privilegiare il ritorno assoluto rispetto a quello legato alle dinamiche dei mercati.

Nell'ambito di questo processo, sempre nell'ottica di aumentare progressivamente il grado di diversificazione del portafoglio, è stata inoltre incrementata all'interno del portafoglio l'esposizione al comparto delle obbligazioni *inflation linked*, orientate a garantire la protezione del capitale reale. Nel corso del 2005, in più *tranche* e tramite diverse tipologie di investimento (ETF, OICR, acquisto diretto), sono stati effettuati diversi investimenti in questo comparto, sul mercato sia Euro che globale, beneficiando così indirettamente del progressivo incremento del numero di emissioni internazionali (tra cui UK, US, Canada e Svezia).

Nel corso del 2005, è inoltre proseguito il processo di diversificazione, per area geografica, approcci e modelli di gestione, del portafoglio della Cassa. Nello specifico, è stato implementato un portafoglio in strumenti di risparmio gestito, sia a gestione passiva tramite la sottoscrizione diretta di ETF (Exchange traded funds), che a gestione attiva, tramite l'acquisto di comparti di Sicav con eccellente *track record* e specializzati in aree geografiche (tra cui Giappone, Asia e USA), talvolta diversificando gli investimenti anche su diversi stili di gestione (*value, growth, core*).

E' stato, inoltre, incrementato il segmento delle obbligazioni convertibili, introducendo oltre l'area Euro, una parte di investimenti in OICR specializzati sul mercato globale, beneficiando, anche in questo caso, dell'incremento del numero di emissioni, sul mercato asiatico in particolare. Come previsto, questi investimenti, oltre a partecipare al rialzo dei mercati azionari, hanno beneficiato dell'atteso aumento della volatilità sui mercati azionari. Al crescere del patrimonio mobiliare della Cassa, sono inoltre stati effettuati ulteriori conferimenti ai mandati di gestione già in essere. I fattori principali analizzati nella fase di allocazione sono stati il *benchmark* di riferimento, e le *performances* corrette per il rischio, privilegiando le società specializzate nelle classi di attività di interesse per il portafoglio della Cassa. Nelle valutazioni sugli importi da destinare ai singoli conferimenti, si è inoltre tenuto conto dell'ammontare del patrimonio già affidato in gestione alla singola società, con l'obiettivo di limitare l'esposizione ad ogni controparte entro parametri ragionevoli. Tenuto conto dello scenario atteso sui tassi di interesse, nel corso del 2005, è stato inoltre parzialmente rivisto il portafoglio obbligazionario. Sono state pertanto effettuate dismissioni volte principalmente a ridurre la *duration* finanziaria del portafoglio. Questa operatività ha consentito tra l'altro di beneficiare della significativa plusvalenza maturata.

Data la scarsa appetibilità dei rendimenti governativi, nei primi mesi del 2005, sono inoltre stati effettuati investimenti in alcune emissioni obbligazionarie create appositamente per tener conto delle esigenze della Cassa, diversificate per paniere sottostante e fattori di rischio (inflazione, tasso di interesse CMS, mercati azionari ed obbligazionari Paesi emergenti, materie prime, valute). Alcune di esse, tenuto conto della significativa plusvalenza maturata e del mutato scenario macroeconomico, sono state dismesse negli ultimi mesi dell'anno. Tenuto conto del diverso quadro economico di riferimento e dei rendimenti maggiormente interessanti rispetto ai titoli governativi area Euro, pur con emittenti con merito di credito più elevato, sono state inoltre sottoscritte alcuni titoli obbligazionari emessi da organismi internazionali (rating AAA) in sterlina inglese.

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);
- 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 2005 del piano degli investimenti finanziari, deliberato dall'Assemblea dei Delegati (25 novembre 2004), prevedevano la collocazione di circa € 150 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 circa € 478 milioni in strumenti finanziari (al netto del differenziale economico di € 31 ml reinvestito nelle gestioni): in gestioni per € 157 milioni, in quote di OICR per circa € 46 milioni, in *hedge fund* per circa € 15 milioni, in titoli di Stato ed obbligazionari per € 222 milioni, in ETF - prevalentemente azionari - per € 37 milioni e in azioni per € 1 milioni. Anche nel 2005 vi è stato un atteggiamento prudente con il mantenimento delle disponibilità in forma liquida presso la banca, remunerate a tassi elevati (mediamente circa il 2,2% 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 2006 e di cui si richiamano di seguito quelli più significativi.

Il percorso di verifica per la eventuale unificazione

Grande impegno dovrà esser dedicato nel proseguire il prioritario lavoro di verifica con la Cassa dei Ragionieri nel percorso delineato dall'art. 4 della L.34/2005.

La verifica di stabilità

Nel corso del 2006, notevole sarà anche l'impegno che dovrà assolvere la Commissione per la stabilità di lungo periodo e finanziaria, prevista dall'art. 18.1 lett. t) dello Statuto, che dovrà procedere al monitoraggio e analisi delle diverse variabili demografiche, reddituali e finanziarie poste a base delle analisi attuariali al fine di predisporre gli elementi utili alla valutazione dal parte del Consiglio di Amministrazione della sostenibilità del sistema cos' come previsto dall'art 10, co.4, del Regolamento di Disciplina del Regime Previdenziale

Le linee di gestione del patrimonio mobiliare

Nel 2006 proseguirà un'attenta articolazione degli investimenti che tenga conto, nell'analisi di ALM, dell'esistenza di un metodo "misto" di calcolo delle prestazioni pensionistiche. La prima parte del 2006 è stata destinata ad investire la liquidità derivante dai contributi pervenuti a dicembre 2005, nell'ottica di un incremento progressivo del grado di diversificazione del portafoglio con una particolare cautela, nell'implementazione delle strategie di portafoglio, per l'aumentare dei rischi intravisti nello scenario macroeconomico di riferimento.

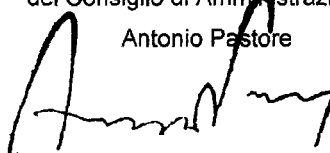
Relativamente proprio alla gestione del patrimonio mobiliare il Consiglio di Amministrazione, in linea con quanto deliberato dalla Assemblea dei Delegati del 20 aprile 2004 ha proceduto all'implementazione del controllo interno dotandosi di un "Manuale delle procedure relative alla gestione del patrimonio mobiliare" ispirato al D.Lgs. 231/01. In tale contesto si è proceduto all'approfondimento e revisione dei criteri da adottare per la selezione delle società di gestione a cui affidare mandati in delega. Il processo articolato in più fasi che spaziano da un'analisi approfondita della società/gruppo fino all'esame di un questionario più dettagliato sulla proposta di investimento, seguito da eventuali approfondimenti tramite incontri individuali dedicati. La proposta viene individuata tramite un articolato processo qualitativo e quantitativo tra quelle che meglio rispondono alle specifiche esigenze del profilo rendimento-rischio della Cassa. Nella restante parte dell'anno, proseguirà l'attività di allocazione dei nuovi flussi contributivi e cedolari, secondo i nuovi obiettivi gestionali della Cassa che dovranno, perciò, tener conto dell'abbinamento di un rendimento minimo garantito con la rivalutazione nel medio-lungo termine dei capitali investiti in misura superiore alla crescita media nominale del PIL del Paese.

* * * * *

Care Colleghe e Colleghi,

il Consiglio continua a lavorare con forte impegno e vivo entusiasmo, conscio della necessità di gestire l'ente, in un quadro strategico di lungo periodo fondato sulla stabilità e sull'equità intergenerazionale. Notevoli sono gli impegni e le sfide dell'immediato futuro, prima fra tutte quella di poter prospettare responsabilmente alla Assemblea dei Delegati e a tutta la Categoria un percorso condiviso che, senza pregiudizio per le diverse coorti, e nell'ottica della continuità di gestione, possa permettere di accogliere nella Cassa anche coloro che si iscriveranno dal 1° gennaio 2008 al rinnovato Albo dei Dottori Commercialisti e degli esperti contabili. Tutto ciò nell'interesse primario dei Dottori Commercialisti e nella consapevolezza del ruolo centrale che la Cassa ha sempre rivestito.

IL PRESIDENTE
del Consiglio di Amministrazione
Antonio Pastore



PAGINA BIANCA

RELAZIONE DEL COLLEGIO DEI SINDACI

**Relazione del Collegio dei Sindaci sul Bilancio al 31/12/2005
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 2005, redatto dal Consiglio di Amministrazione ai sensi di Legge e trasmesso a questo Collegio dopo la sua approvazione.

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 rispettive funzioni, e l'esame dei documenti.

FUNZIONE DI CONTROLLO CONTABILE

Viene fatto presente che il Collegio Sindacale svolge, a decorrere dal 1° gennaio 2005, il controllo contabile ex artt. 2409 bis e seguenti Codice Civile.

Nell'ambito della nostra attività di controllo contabile abbiamo verificato, così come previsto dall'articolo 2409-ter del Codice Civile:

- la regolare tenuta della contabilità sociale e la corretta rilevazione dei fatti di gestione nelle scritture contabili, con periodicità trimestrale;
- la corrispondenza del bilancio di esercizio alle risultanze delle scritture contabili e agli accertamenti eseguiti, nonché la conformità dello stesso alle disposizioni di Legge.

Durante le verifiche periodiche è stato effettuato il controllo del libro giornale, del libro inventari e degli altri libri della associazione.

Sempre nel corso delle verifiche si è proceduto al controllo dei valori di cassa e si è potuto verificare il corretto e tempestivo 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.

I nostri controlli sono stati svolti al fine di acquisire elementi utili per accertare che il bilancio di esercizio non sia viziato da errori significativi e risulti, nel suo complesso, attendibile.

Sulla base dei controlli eseguiti è emersa una sostanziale corrispondenza tra le risultanze fisiche e la situazione contabile, e non sono state riscontrate violazioni degli adempimenti civilistici, fiscali, previdenziali o statutari.

FUNZIONI DI VIGILANZA

Nel corso delle verifiche periodiche abbiamo assunto informazioni sull'organizzazione amministrativa e contabile della società e sull'affidabilità dei sistemi di controllo.

Abbiamo acquisito conoscenza e vigilato sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo della associazione, anche tramite la raccolta di notizie dai singoli dirigenti.

Con riferimento agli assetti organizzativo, amministrativo e contabile ed al loro concreto funzionamento, non abbiamo particolari indicazioni da formulare, ritenendoli, nel loro complesso, idonei alla dimensione ed alla struttura della associazione.

ANALISI DEI DATI DI BILANCIO

Lo Stato Patrimoniale si riassume nei seguenti valori:

ATTIVO	
IMMOBILIZZAZIONI	€ 1.660.115.468,00
ATTIVO CIRCOLANTE	€ 463.224.916,00
RATEI E RISCONTI	€ 8.856.402,00
TOTALE ATTIVO	€ 2.132.196.786,00

PASSIVO	
PATRIMONIO NETTO	<u>€ 2.067.793.989,00</u>
di cui:	
Riserve di rivalut. volont. degli immobili	€ 60.620.604,00
Riserva legale per erog. Prestaz. Previdenz.	€ 1.990.150.249,00
Riserva legale per erog. Prestaz. Assist.li	<u>€ 17.023.136,00</u>
FONDI PER RISCHI E ONERI	€ 23.918.180,00
FONDO TFR	€ 1.561.464,00
DEBITI	€ 36.323.357,00
RATEI E RISCONTI	€ 2.599.796,00
TOTALE PASSIVO	€ 2.132.196.786,00

CONTI IMPEGNI RISCHI E ALTRI CONTI D'ORDINE	€ 4.298.795,00
--	-----------------------

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

Valore Della Produzione	€ 451.814.961
Costi della Produzione	€ 167.782.250
DIFFERENZA TRA VALORE E COSTI DELLA PRODUZIONE	€ 284.032.711
Proventi e Oneri Finanziari	€ 7.235.949
Proventi e Oneri Straordinari	€ 1.019.604
SALDO PRIMA DELLE IMPOSTE	€ 292.288.264
Imposte dell'Esercizio	-€ 5.083.753
ACCANTONAMENTO EX ART.24 L.21/86 E ART.2 DLGS. 509/94	-€ 287.224.511
Risultato dell'Esercizio	€ -

La composizione e il contenuto dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico sono conformi alle prescrizioni di Legge.