

**ZURICH CONTRIBUTION
RENDICONTO 2006
RELAZIONE SULLA GESTIONE**

Signori Aderenti,

Il **“Fondo Pensione aperto Zurich Contribution”** è stato, come noto, istituito dal Consiglio di Amministrazione di **“Minerva Vita S.p.A.”** (oggi **“Zurich Investments Life S.p.A.”**) in data 22 ottobre 1998 ed è stato iscritto nell’apposito Albo tenuto presso la Commissione di Vigilanza sui fondi pensione (COVIP) in data 7 ottobre 1998 al n. 37.

Il primo deposito del Prospetto Informativo del fondo presso l’Archivio-Prospetti della CONSOB è avvenuto in data 11 marzo 1999 al numero 4474 e l’effettivo inizio dell’esercizio dell’attività è avvenuto il 7 aprile 1999.

Si segnala che l’accertamento ispettivo da parte della Covip avviato il 2 ottobre 2005, già menzionato nella Relazione dello scorso anno, si è concluso con la ricezione delle constatazioni da parte di COVIP in data 7 giugno 2006, alle quali si è provveduto a dare riscontro in data 31 luglio 2006.

In data 27 marzo 2006 il Consiglio di Amministrazione della Zurich Investments Life S.p.A. ha approvato una modifica agli allegati al Regolamento del Fondo Pensione relativamente alla erogazione delle rendite.

In pari data il Consiglio di Amministrazione della Zurich Investments Life S.p.A. ha deliberato la decorrenza delle modifiche agli allegati al Regolamento con effetto dal 1° ottobre 2006.

In data 28 dicembre 2006 è stata avanzata istanza di approvazione degli adeguamenti regolamentari presso la Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione, ai sensi del D. Lgs. n. 252 / 2005.

Valutazione dell’andamento della gestione previdenziale

L’attività di raccolta delle adesioni è avvenuta per il tramite prevalente degli Agenti.

I risultati conseguiti in termini di raccolta, comunque modesti, sono sintetizzati nella tabella che segue:

Adesioni raccolte e contributi versati

Nuove adesioni raccolte nel 2006	Contributi versati nel 2006	Commissioni a carico degli Aderenti incassate nel 2006	Contributi investiti nel 2006
72	2.094.973,95	3.628,34	2.091.345,61

Le preferenze accordate dagli Aderenti alle diverse linee di investimento sono risultate le seguenti:

Adesioni raccolte e patrimonio netto per linea di investimento

Linea di investimento	Nuove adesioni raccolte nel 2006	Nuove adesioni raccolte nel 2006 (%)	Adesioni in essere al 31/12/2006	Adesioni in essere al 31/12/2006 (%)	Ammontare netto del patrimonio al 31/12/2006
Dinamica	23	31,94%	556	69,32%	7.928.817
Conservativa	20	27,78%	110	13,72%	1.047.235
Garantita	29	40,28%	136	16,96%	1.904.451
Totale	72	100,00%	802	100,00%	10.880.503

Nei dati sopra riportati sono comprese le adesioni effettuate su base collettiva per un totale di 264.644,31 euro di contribuzioni.

Le 18 uscite osservate nel 2006 per riscatto dell'Aderente, per un importo pari a 124.187,74 euro, sono state liquidate agli aventi diritto.

I 21 trasferimenti osservati nel 2006, per un importo pari a 188.261,44 euro, sono stati liquidati.

I dati sopra riportati non considerano le uscite per operazioni di switch.

Descrizione della politica di gestione seguita

Nell'esercizio 2006 la politica degli investimenti può essere schematizzata nel modo seguente.

- Per la linea "Garantita" è prevalso l'acquisto di titoli obbligazionari emessi dallo Stato italiano denominati in Euro, a tasso fisso (BTP) e a tasso variabile (CCT) ed ETF obbligazionari (obbligazioni governative area Euro, obbligazioni governative inflation-linked area Euro, obbligazioni corporate area Euro).
- Per la linea "Conservativa" gli investimenti sono stati impostati verso titoli obbligazionari emessi dallo Stato italiano denominati in Euro, titoli obbligazionari emessi dallo Stato italiano denominati in valute diverse dall'Euro ed ETF obbligazionari (obbligazioni governative area Euro, obbligazioni governative inflation-linked area Euro, obbligazioni corporate area Euro, obbligazioni breve termine area Dollaro).
- Per la linea "Dinamica" sono stati selezionati titoli obbligazionari emessi dallo Stato italiano denominati in Euro o in valute estere, titoli azionari italiani ed ETF armonizzati negoziati prevalentemente sulla Borsa di Milano (obbligazionari governativi area Euro, obbligazionari governativi inflation-linked area Euro, obbligazionari corporate area Euro, obbligazionari breve termine area Dollaro, azionari area Euro, azionari Europa, azionari USA e/o Nord America,

azionari Giappone, azionari Asia escluso il Giappone). Gli investimenti in singole azioni italiane sono stati progressivamente ridotti nel corso dell'anno a favore di ETF azionari area Euro.

Nel valutare le performances ottenute nel corso del 2006, vanno tenute presenti le seguenti considerazioni, alcune di carattere generale, altre specifiche delle singole linee.

- Tutte le linee del Fondo Pensione hanno una massa patrimoniale gestita che permette alla gestione finanziaria di costruire portafogli pienamente efficienti se si utilizzano non solo singoli titoli, ma anche ETF, che consentono di raggiungere un livello di diversificazione compatibile con una prudente gestione del rischio rispetto al benchmark.
- Relativamente alla linea "Dinamica", il comparto azionario è stato generalmente sovrappesato nel corso dell'intero anno rispetto al comparto obbligazionario, in un anno complessivamente favorevole per il mercato azionario (a parte il periodo tarda primavera - inizio estate, caratterizzato invece da una correzione dei prezzi).
- Relativamente ai comparti obbligazionari estero (linee Dinamica e Conservativa), è stata mantenuta una posizione in sottopeso rispetto al benchmark verso la divisa giapponese, mentre è stato mantenuto un generale sovrappeso nei confronti del Dollaro USA (tuttavia ridotto e poi ricondotto come a benchmark nei mesi di ottobre e novembre, evitando di incorrere nelle perdite da svalutazione cambio dovute al deprezzamento del Dollaro verso l'Euro durante lo stesso periodo).
- La durata media finanziaria dei comparti obbligazionari Euro di tutte le linee non ha registrato prolungati e/o marcati scostamenti rispetto alla durata media finanziaria del benchmark. Gli scostamenti di duration assunti sono stati decisi al fine di attuare modifiche tattiche della durata media finanziaria del portafoglio per trarre opportunità derivanti dal movimento della curva dei tassi di interesse. Dato il movimento di appiattimento (cosiddetto *flattening*) della curva Euro dei rendimenti (tassi a breve-medio termine saliti maggiormente rispetto ai tassi a lungo termine), sono stati particolarmente penalizzati gli investimenti in titoli obbligazionari a tasso fisso con scadenza a medio termine.

ANNO 2006	DINAMICA	CONSERVATIVA	GARANTITA
Rendimento della linea al netto degli oneri a carico del Fondo	6,81%	-2,87%	-0,37%
Rendimento della linea al lordo degli oneri a carico del Fondo	7,44%	-2,76%	0,26%

BIENNIO 2005-2006	DINAMICA	CONSERVATIVA	GARANTITA
Rendimento della linea al netto degli oneri a carico del Fondo	17,44%	-0,25%	1,35%
Rendimento della linea al lordo degli oneri a carico del Fondo	18,91%	0,59%	1,40%

INTERO PERIODO DI EFFETTIVA ATTIVITA'	DINAMICA	CONSERVATIVA	GARANTITA
Rendimento della linea al netto degli oneri a carico del Fondo	21,97%	10,33%	15,65%
Rendimento della linea al lordo degli oneri a carico del Fondo	27,66%	14,78%	19,90%

L'effetto degli oneri di negoziazione sulle performances è stato praticamente nullo.

Qui di seguito si riportano i risultati raggiunti dai benchmarks nel corso dell'anno 2006 e nel corso del biennio 2005-2006:

ANNO 2006	DINAMICA	CONSERVATIVA	GARANTITA
Rendimento del benchmark	11,26%	-2,06%	1,16%

BIENNIO 2005-2006	DINAMICA	CONSERVATIVA	GARANTITA
Rendimento del benchmark	32,37%	3,70%	4,74%

INTERO PERIODO DI EFFETTIVA ATTIVITA'	DINAMICA	CONSERVATIVA	GARANTITA
Rendimento del benchmark	41,61%	26,29%	25,77%

Allo scopo di permettere una sintetica valutazione della rischiosità degli investimenti, si riportano le deviazioni standard dei risultati raggiunti dalle linee di investimento e dai benchmarks nel corso del biennio 2005-2006 e nel corso del solo anno 2006:

	DINAMICA	CONSERVATIVA	GARANTITA
Deviazione standard della performance dei Benchmarks da inizio attività a dicembre 2006	9,67%	3,38%	0,83%
Deviazione standard della performance netta delle linee di investimento da inizio attività a dicembre 2006	10,17%	6,90%	2,47%
Deviazione standard della performance dei Benchmarks da gennaio 2005 a dicembre 2006	5,93%	3,36%	1,46%
Deviazione standard della performance netta delle linee di investimento da gennaio 2005 a dicembre 2006	6,13%	2,64%	1,55%
Deviazione standard della performance dei Benchmarks da gennaio a dicembre 2006	5,09%	3,02%	1,50%
Deviazione standard della performance netta delle linee di investimento da gennaio a dicembre 2006	5,05%	2,89%	1,65%

La deviazione standard di una serie di valori, come noto, misura il loro scostamento dal valor medio rilevato nel periodo di osservazione e nel caso in questione consente quindi di avere una indicazione sulla variabilità dei rendimenti: più alta è la deviazione standard, maggiore risulta essere la variabilità dei valori, e dunque la rischiosità.

Il confronto della deviazione standard tra le diverse linee di investimento permette quindi di valutarne, anche in termini quantitativi, il diverso profilo di rischio.

La linea "Garantita" offre comunque una garanzia di rendimento minimo che annulla la rischiosità legata ad eventuali andamenti negativi delle performances che fossero concomitanti con il verificarsi del diritto alla garanzia, e cioè in caso di prestazione pensionistica, di morte o di invalidità.

Il confronto, per la stessa linea, tra la deviazione standard della performance della linea e la deviazione standard della performance del relativo benchmark permette di comparare il livello di rischiosità assunto dalla Società con quello medio di quella tipologia di investimenti.

Valutazione dell'andamento della gestione amministrativa

Le procedure di raccolta delle adesioni e di gestione amministrativa delle stesse hanno confermato, anche nel corso dell'anno 2006, un buon grado di affidabilità.

I costi complessivamente sostenuti dagli Aderenti nel corso del 2006, direttamente od indirettamente, sono riassunti nelle tabelle che seguono:

Oneri direttamente a carico dell'Aderente

Tipologia	Importo pro capite	Importo complessivo	Incidenza sui contributi complessivi
Commissione una tantum	51,65 euro per adesioni individuali Importo ridotto per adesioni collettive	3.628,34	0,173%
Commissione di riscatto	51,65 Euro	929,70	0,044%
Commissione di trasferimento	51,65 Euro	1.084,65	0,052%
Totale	-	5.642,69	

Oneri a carico del fondo (indirettamente a carico dell'Aderente)

Tipologia	Importo percentuale annuo	Importo complessivo	Incidenza sul patrimonio medio
Commissione di gestione (al lordo dello storno commissioni – rebates)	<ul style="list-style-type: none">• 1,40 % per la linea "Dinamica"• 1,30 % per la linea "Conservativa"• 1,35 % per la linea "Garantita"	<ul style="list-style-type: none">• 97.300,69 euro per la linea "Dinamica"• 11.114,57 euro per la linea "Conservativa"• 19.436,81 euro per la linea "Garantita"	<ul style="list-style-type: none">• 1,41 % per la linea "Dinamica"• 1,30 % per la linea "Conservativa"• 1,35 % per la linea "Garantita"
Commissioni di negoziazione	Non predeterminabile	0 euro per tutte le linee	0 % per tutte le linee
Totale		<ul style="list-style-type: none">• 97.300,69 euro per la linea "Dinamica"• 11.114,57 euro per la linea "Conservativa"• 19.436,81 euro per la linea "Garantita"	<ul style="list-style-type: none">• 1,41 % per la linea "Dinamica"• 1,30 % per la linea "Conservativa"• 1,35 % per la linea "Garantita"

Le commissioni di gestione sono considerate al lordo delle commissioni di gestione gravanti sugli OICR sottostanti ai comparti e retrocesse alle linee come da seguente dettaglio:

Linea Dinamica	€	13.599
Linea Conservativa	€	168
Linea Garantita	€	327

Oneri fiscali sostenuti dal Fondo nell'anno 2006

Oneri fiscali	DINAMICA	CONSERVATIVA	GARANTITA
€	-57.276,55	0,00	-99,95

Conflitti di interesse

Si conferma che mai sono sussistite condizioni tali da determinare distorsioni nella gestione efficiente delle risorse o modalità di gestione delle risorse stesse non conformi all'esclusivo interesse degli Aderenti.

Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio.

In data 14 marzo 2007 la Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione ha inviato a mezzo fax richiesta di chiarimenti e di modifiche circa l'istanza di approvazione degli adeguamenti regolamentari ai sensi del D. Lgs. n. 252 / 2005.

La Società risponderà con sollecitudine alla richiesta di chiarimenti e apporterà le modifiche richieste al fine di addivenire con celerità all'approvazione dell'istanza di adeguamento regolamentare.

Evoluzione prevedibile della gestione

L'andamento della gestione del Fondo risentirà della numerosità delle nuove adesioni al fondo e dell'ammontare delle contribuzioni nonché dell'andamento dei mercati finanziari.

Con riferimento all'andamento delle adesioni al Fondo e conseguentemente delle contribuzioni, da tempo già si auspicava che un progressivo rafforzarsi della percezione, da parte della popolazione attiva, dell'importanza della previdenza complementare, nonché della rilevanza dei benefici fiscali ad essa attribuiti, potesse produrre un buon aumento del numero delle adesioni, che, tuttavia, ancora non è avvenuto. Viste le recenti evoluzioni della normativa in materia di previdenza integrativa, nel corso del 2007 potrebbe essere possibile un favorevole mutamento di scenario, in virtù dell'evolversi degli adempimenti operativi connessi con la recente nuova riforma della previdenza integrativa. Un incremento di masse gestite a seguito di nuove adesioni al Fondo pensione, innescate dalla citata riforma della previdenza complementare, avrebbe un impatto positivo sulla qualità della gestione finanziaria nell'interesse degli aderenti, in quanto permetterebbe il raggiungimento di quelle masse critiche ritenute necessarie per completare la messa in opera di portafogli finanziariamente sempre più efficienti e ben diversificati.

Con riferimento al quadro economico, va rilevato che nel 2006 è proseguita la fase di crescita per le economie mondiali, anche se con alcune differenze rispetto al 2005.

Negli Stati Uniti è proseguita la fase di espansione dell'economia anche se a ritmo di crescita meno elevato che nel biennio 2004 - 2005. La crescita del prodotto interno lordo è stata pari al 3,3% nel corso del 2006.

La politica monetaria è stata caratterizzata da aumenti dei tassi ufficiali avvenuti durante tutto il primo semestre, con l'intento di prevenire tensioni inflazionistiche. Il tasso di riferimento (Federal funds rate) è stato portato al 5,25% con l'ultimo rialzo di fine giugno 2006, per poi non essere più movimentato nel corso del 2006. Tale politica monetaria, unitamente al raffreddamento dei prezzi delle materie prime (il petrolio ha raggiunto il prezzo di quasi 75 USD al barile ad inizio agosto per poi chiudere l'anno in prossimità dei 60 USD), ha contribuito a mantenere basse le spinte inflazionistiche negli Stati Uniti. Dall'altro lato, tuttavia, la politica monetaria restrittiva ha presumibilmente contribuito ad imprimere un'accelerata alla contrazione delle quotazioni sul mercato immobiliare.

Osservando tutta la curva dei tassi di interesse americani, è proseguita la tendenza già manifestatasi durante l'anno precedente e cioè che l'incremento dei tassi a breve e brevissimo termine non si accompagnava ad analogo incremento dei tassi a medio e lungo termine. Di conseguenza, la curva americana ha assunto a fine anno un'inclinazione negativa nel comparto 6 mesi – 5 anni ed una struttura pressoché piatta del tasso a 5 anni in avanti.

La valuta americana si è dimostrata relativamente stabile fino a primavera, per poi iniziare una fase di deprezzamento nei confronti dell'Euro. Il deprezzamento del Dollaro nei confronti dell'Euro può essere idealmente suddiviso in due fasi: un primo forte indebolimento fra aprile e maggio ed un successivo deciso deprezzamento fra novembre e dicembre. In sostanza, il tasso di cambio USD/EUR è passato da 1,18 circa al 31/12/2005 ad 1,32 circa al 31/12/2006.

Con riferimento all'area dell'Euro, si è assistito al manifestarsi di segnali di ripresa economica, che sono andati via via consolidandosi nel corso dell'anno. La crescita del prodotto interno lordo è stata pari al 2,7% nel corso del 2006. Fra i Paesi principali, il picco è stato della Spagna (+3,7%), mentre il tasso di crescita più basso è stato quello italiano (+1,8%). Germania e Francia hanno fatto registrare tassi di crescita pari, rispettivamente a +2,7% e +2,1%. La fase di ritrovata crescita economica ha favorito le politiche di bilancio pubblico dei paesi dell'Area della moneta unica, permettendo ai governi di migliorare lo stato delle finanze pubbliche.

La Banca Centrale Europea si è conseguentemente mostrata sempre meno accomodante, preoccupata dalla crescita degli aggregati monetari e dall'impatto che essa potrebbe avere sulle spinte inflazionistiche. Dopo il primo rialzo dei tassi di interesse avvenuto a fine 2005 seguito ad un lungo periodo di inattività sulla leva dei tassi, il tasso di rifinanziamento è stato manovrato a più riprese, fino a salire al 3,50% ad inizio dicembre 2006.

Replicando l'andamento avvenuto mesi prima sui tassi americani, la curva dei rendimenti Euro si è appiattita durante tutto il 2006: i tassi sono saliti durante tutto l'anno, ma in misura maggiore sulle scadenze a breve e medio termine rispetto alle scadenze a lungo.

Anche in Giappone la crescita economica ha mostrato buoni segnali ed il prodotto interno lordo ha fatto registrare un incremento del 2,2%. Si anticipa che il tasso ufficiale della Banca Centrale è stato portato a 0,50% nel febbraio 2007, dopo un lungo dibattito fra le autorità monetarie ed i politici sulla convenienza o meno di un rialzo dei tassi. La mancanza di segnali chiari sull'insorgere di una fase normalizzatrice della politica dei tassi da parte della Banca Centrale del Giappone è stato uno dei fattori che ha contribuito all'indebolimento dello Yen, sia nei confronti del Dollaro USA, sia nei confronti dell'Euro, nel corso di tutto il 2006. Il tasso di cambio JPY/EUR, infatti, è passato da 139,58 di fine 2005 a 157,06 di fine 2006. La curva dei rendimenti giapponesi si è mossa comunque al rialzo (soprattutto sul breve termine, causando anche qui un appiattimento), cercando di anticipare le mosse di politica monetaria.

Le implicazioni del descritto contesto economico sui mercati finanziari globali nell'anno 2006 possono essere schematizzate nel modo seguente.

I mercati azionari globali hanno fatto registrare ancora un anno di crescita (dopo i già buoni risultati del triennio 2003-2005) e con livelli di volatilità bassi relativamente alle medie storiche. I mercati azionari americani ed europei si sono, tuttavia, apprezzati di più rispetto al mercato giapponese (S&P 500 +13,6%; DJ EuroStoxx 50 +15,1%; FTSE 100 +10,7%; Nikkei 225 +6,92%). Le variazioni di prezzo esposte sono, tuttavia, in valuta locale; controvalutando le stesse performance in Euro non si avrebbero risultati altrettanto brillanti per il mercato americano e giapponese, a causa dei già citati deprezzamenti di Dollaro e Yen rispetto all'Euro (in particolare, considerando l'effetto congiunto prezzi e cambi, un investitore europeo avrebbe conseguito delle perdite se avesse investito in azioni giapponesi nel 2006 ed un risultato pressoché invariato investendo in azioni americane).

I mercati obbligazionari hanno fatto registrare performance total return decisamente deludenti. I mercati obbligazionari europei sono stati caratterizzati da forti discese dei prezzi (non compensate dai rendimenti cedolari), verificatesi particolarmente nel primo semestre dell'anno, a causa dei citati rialzi dei tassi di interesse, accompagnati da un appiattimento della curva dei rendimenti. I mercati obbligazionari americani hanno sofferto meno di quelli europei se valutati in valuta locale (tassi a medio e lungo termine saliti meno rispetto all'area Euro), ma un investitore europeo sarebbe stato colto sfavorevolmente dal deprezzamento del tasso di cambio USD/EUR. Lo stesso può valere per i mercati obbligazionari giapponesi, per di più caratterizzati da rendimenti cedolari particolarmente esigui.

Per quanto riguarda il 2007, le stime degli analisti per la crescita economica a livello globale sono incerte, specialmente per ciò che riguarda gli Stati Uniti.

Alcuni analisti intravedono la possibilità che i tassi di interesse ufficiali possano essere ritoccati al ribasso da parte della Federal Reserve, forse nella seconda metà dell'anno, in caso di segnali negativi sul fronte dell'economia reale.

Nell'area dell'Euro, l'opinione comune degli analisti è che la fase di rialzo dei tassi possa esaurirsi nel corso del primo semestre dell'anno.

I mercati azionari potrebbero manifestare segnali di cedimento in caso si diffondano gli ipotizzati timori di esaurimento della fase di robusta crescita dell'economia mondiale, che aveva alimentato la crescita dei mercati stessi nel corso degli anni appena trascorsi. In ogni caso, è opinione prevalente che il 2007 possa essere caratterizzato da una maggiore volatilità sul fronte dei mercati azionari, rispetto a quanto accaduto nel 2006.