campo fiscale (con un disavanzo federale oltre il 4% del Prodotto) e nel campo monetario con un taglio di 25 centesimi ai Fed Fund attualmente all'1% (livello più basso dal 1958).

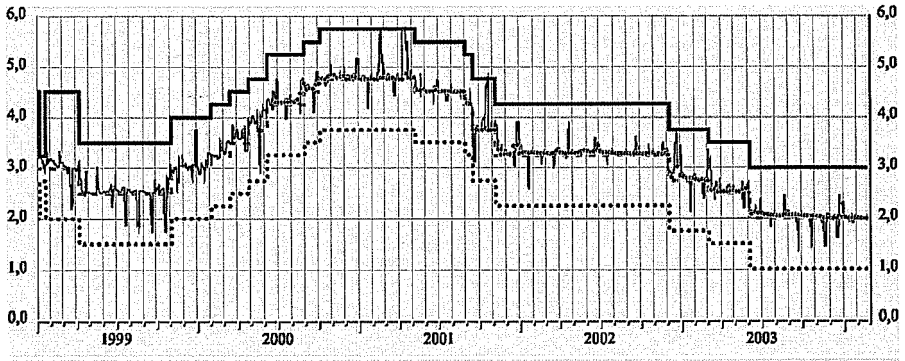
In Europa, come meglio precisato nella relazione della BCE, "nel complesso del 2003 il PIL in termini reali dell'area euro è aumentato di appena lo 0,4%, un risultato deludente se si tiene conto del fatto che già nel 2001 e nel 2002 aveva registrato tassi di espansione inferiori al potenziale (e rispettivamente pari all'1,6% e allo 0,9% sui dodici mesi)".

Il ritmo di crescita della moneta è rimasto sostenuto, il fenomeno che si è potuto osservare è che l'elevato grado di incertezza presente nell'economia e nei mercati finanziari ha comportato in Europa una pesante riallocazione di portafoglio a favore di attività liquide a breve termine.

L' incremento del "risparmio precauzionale" che ne è derivato avrebbe potuto generare un altissimo rischio inflazionistico se non si fosse verificato, come è stato, un andamento piuttosto modesto dell'economia e un'evoluzione contenuta del credito.

A marzo e giugno del 2003 il Consiglio Direttivo ha ridotto rispettivamente di 25 e 50 punti base (bp) i tassi di interesse di riferimento della BCE che avevano già subito un ribasso di 50 bp a dicembre 2002. La posizione assunta dalla BCE ha determinato il minimo storico del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali al 2% e dei conseguenti tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi rispettivamente al 3% e all'1%.

Tassi di interesse della BCE e tasso di interesse overnight



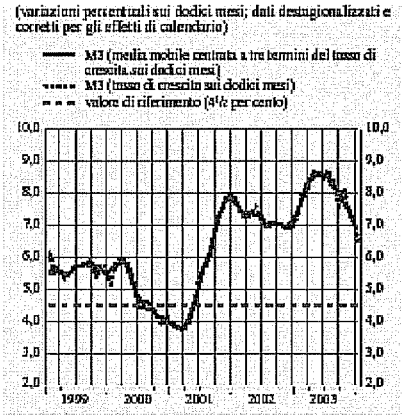
Fonte: BCE.
Nota: il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali è il tasso applicato nelle aste a tasso fisso per le operazioni regolate prima del 28 giugno 2000. Successivamente viene riportato il tasso minimo di offerta delle aste a tasso variabile.

valori percentuali in ragione d'anno; dati giornalieri

——— tasso di rifinanziamento marginale
. . . . . tasso sui depositi presso la banca centrale
– – – – tasso minimo di offerta nelle operazioni di rifinanziamento principali tasso di interesse overnight (EONIA)
..... tasso marginale delle operazioni di rifinanziamento principali

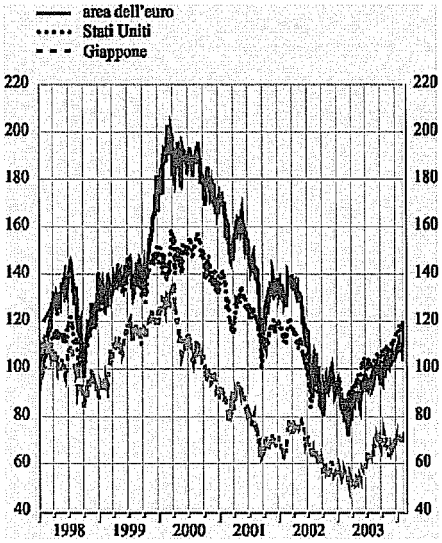
Il tasso di incremento sui dodici mesi della quantità di moneta presente nel sistema economico (cd. M3) è passato dal 5,4 del 2001 al 7,2 del 2002 per arrivare in media all'8 del 2003; un livello compatibile con la spiccata preferenza degli investitori dell'area euro per le "attività liquide conservative" rispetto all'elevata incertezza che ha caratterizzato i mercati finanziari e il contesto geopolitico nelle prospettive ancora instabili per la crescita economica e occupazionale e per la curva dei rendimenti piuttosto piatta.

Andamento della crescita dell'aggregato monetario dell'area EURO



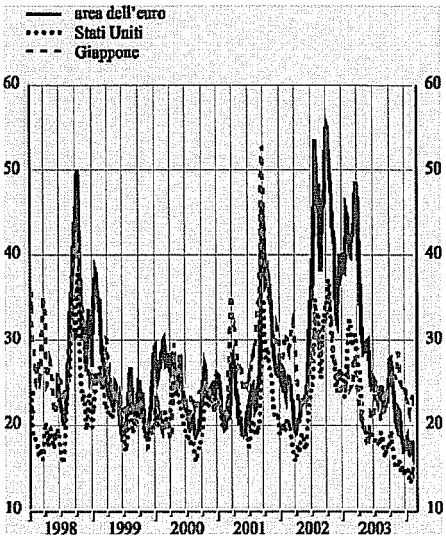
La forte volatilità della prima parte dell'anno a seguito della tensione in Medio Oriente con bruschi aumenti dei prezzi petroliferi, dopo aver toccato dei massimi che hanno spinto i corsi azionari addirittura sotto i minimi registrati dopo l'11 settembre 2001, è rientrata nel secondo semestre segnando recuperi che hanno fatto intravedere un generale riavvio del ciclo economico.

Indici dei corsi azionari



Fonte: Reuters.
Nota:Indice Down Jones euro Stoxx per l'area EURO, Standard and Poor's 500 per gli Stati Uniti e Nikkei 225 per il Giappone. Dal 1 gennaio 2001 i dati per l'area euro includono la Grecia

Volatilità implicita dei mercati azionari



Fonte: Bloomberg
Nota: La serie della volatilità implicita rifletta le deviazione standard attesa delle variazioni percentuali dei prezzi dei titoli azionari su un periodo fino a 3 mesi, derivata dai prezzi delle opazioni sugli indici azionari. Gli indici utilizzati per la volatilità sono i medesimi utilizzati per l'andamento dei corsi azionari del precedente grafico.

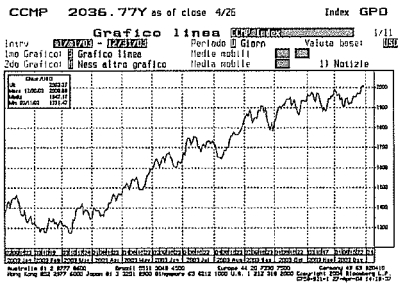
Palese il recupero dei mercati mondiali attraverso la sintesi espressa dall'indice Morgan Stanley Capital International Word Index che ha registrato un incremento del 30,38% a fronte di una perdita del 21,06% nel 2002, del 17,83% nel 2001 e del 14,05% nel 2000.

La generale ripresa dei mercati risulta ancora più evidente se si raffrontano le performance dei 12 mesi precedenti nel trend degli indici del biennio 2003-2002 come da prospetto che segue:

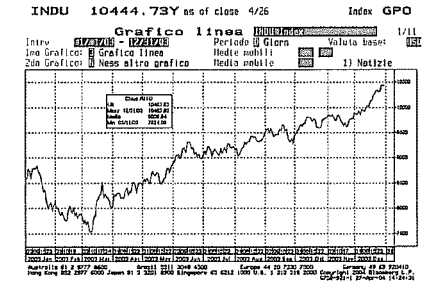
Indici	Variazione annua 2003	Variazione annua 2002
DOW JONES	+25,32	-16,76
NASDAQ	+50,01	-31,53
FTSE 100	+13,62	-24,48
CAC 40	+16,12	-33,75

Indici	Variazione annua 2003	Variazione annua 2002
DAX	+37,08	-43,95
MIBTEL	+13,94	-23,49
SWISS MARK.	+18,51	-27,84
NIKKEI 225	+24,45	-18,63

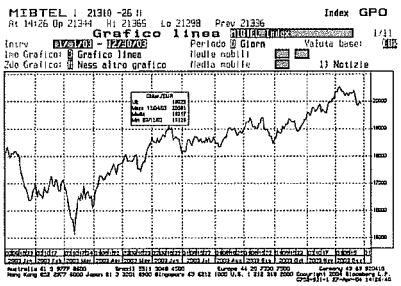
Nasdaq



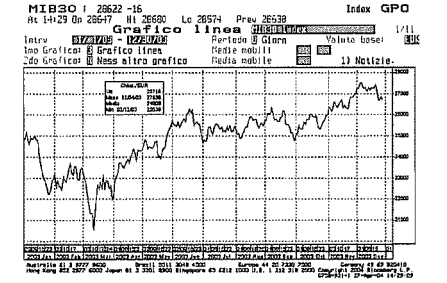
Dow Jones



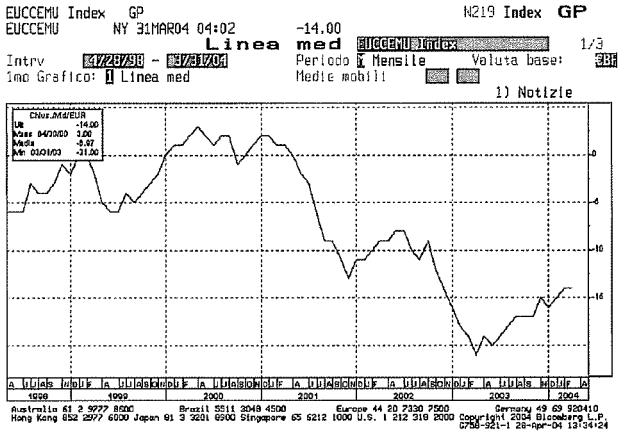
Mibtel



Mib30



La speranza di ripresa dei mercati sembra essere confermata anche dall'indice di fiducia dei consumatori dell'area euro che dopo aver raggiunto il minimo di -21 a marzo 2003 ha ricominciato lentamente a salire con un recupero di circa 6 punti a chiusura d'anno.



Anche l'indice Dow Jones Euro Stoxx, relativo alle azioni delle maggiori società dell'area euro in termini di capitalizzazione di borsa, ha recuperato nel 2003 il 10,50% rispetto alla perdita del 35% nell'anno precedente.

Gli andamenti del mercato obbligazionario nell'area euro invece si sono mossi, anche se con oscillazioni più ridotte, in simmetria con l'andamento del mercato a reddito fisso degli Stati Uniti.

Come già precisato all'inizio della relazione, l'avversione al rischio ha spostato l'attenzione degli investitori verso la riallocazione del portafoglio su posizioni liquide e relativamente più sicure, ciò ha comportato nel primo semestre dell'anno, l'apprezzamento delle quotazioni dei titoli obbligazionari che hanno registrato un incremento del loro andamento beneficiando dell'abbondante liquidità e della riduzione dei tassi d'interesse operati dalla principali Banche Centrali.

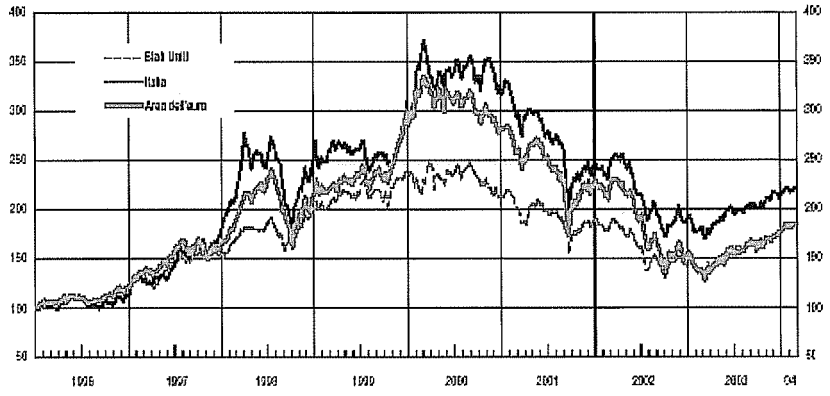
Dalla metà di giugno, i rendimenti obbligazionari dell'area euro hanno ricominciato a salire (anche se in misura più contenuta rispetto al trend degli Stati Uniti) laddove vi è stato un ripiegamento dei corsi per la ripresa del mercato azionario.

Il rendimento dei titoli decennali in euro è salito dal 4,2% della fine del 2002 al 4,3% con un minimo del 3,5% ed un massimo del 4,5%.

In Italia il recupero dell'area mobiliare non è stato così netto come in altri mercati finanziari pur tuttavia il Mibtel è cresciuto del 13,94% nel corso del 2003 (leggasi 34% se si considera il minimo toccato alla data del 12 marzo), il Mib 30 nonostante l'uscita del titolo Parmalat (che ha quasi azzerato il suo valore a seguito dei fatti noti sul suo reale andamento) è cresciuto dell'11,84%, il mercato ristretto (ridefinito con il nome di Expandi per le piccole e medie imprese con posizioni consolidate) è invece aumentato del 14,63%.

Corsi azionari (1)

(dati di fine settimana; indici: 31 dicembre 1995 = 100)



Fonte: Bloomberg

(1) Indice: Mib storico per l'Italia, Dow Jones Euro Stoxx per l'area dell'euro, Standard & Poors 500 per gli Stati Uniti.

La Borsa italiana in buona sostanza ha capitalizzato 487 miliardi di euro contro i 458 del 2002 con un'incidenza sul Pil del 37,6% (rispetto al 36,4% dell'anno precedente).

Il mercato dei titoli obbligazionari in Italia, che ha risentito soprattutto alla fine dell'anno del crollo dei corporate-bond per i precedenti casi di Cirio, Repubblica Argentina e in ulti-

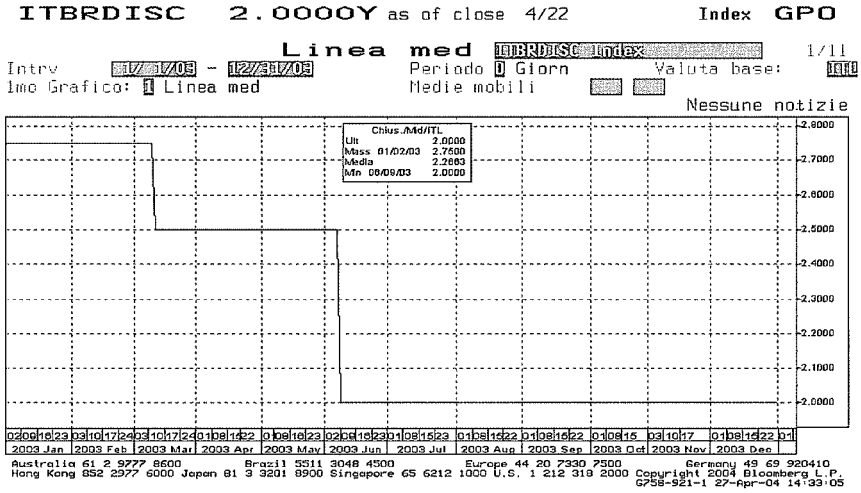
mo Parmalat, si è arricchito di un nuovo titolo a reddito variabile emesso dallo Stato indicizzato all'inflazione europea particolarmente indicato per coloro che vogliono proteggersi dall'aumento dei prezzi poiché sia il capitale rimborsato a scadenza sia le cedole pagate semestralmente sono rivalutati sulla base dell'Indice Armonizzato dei prezzi al consumi (IAPC) con esclusione del tabacco.

La Cassa Forense, in uno scenario così instabile ha assunto principalmente la medesima posizione della maggior parte degli investitori istituzionali europei, ha cioè mantenuto in termini prudenziali una posizione molto forte di liquidità tant'è che gli investimenti in PCT si sono più che duplicati passando da una massa monetaria investita di 1,6 miliardi di euro nel 2002 a 3,6 miliardi di euro con un REN medio netto dell' 1,98%, contro l'1,92% netto del c/c di tesoreria.

Nonostante la volontà di mettere a frutto la grande liquidità dell'Ente senza grande esposizione di rischio , si sottolinea il fatto che molte gare di PCT nel corso dell'anno non sono state aggiudicate a causa di offerte che hanno palesato tassi d'interesse inferiori al rendimento del conto corrente bancario.

D'altro canto i pochi punti base di differenza pari a 0,06% sulla media di rendimento tra PCT e c/c sono la riprova della consistente liquidità presente sul mercato e dei tassi d'interesse molto contenuti.

Andamento del TUS nel 2003

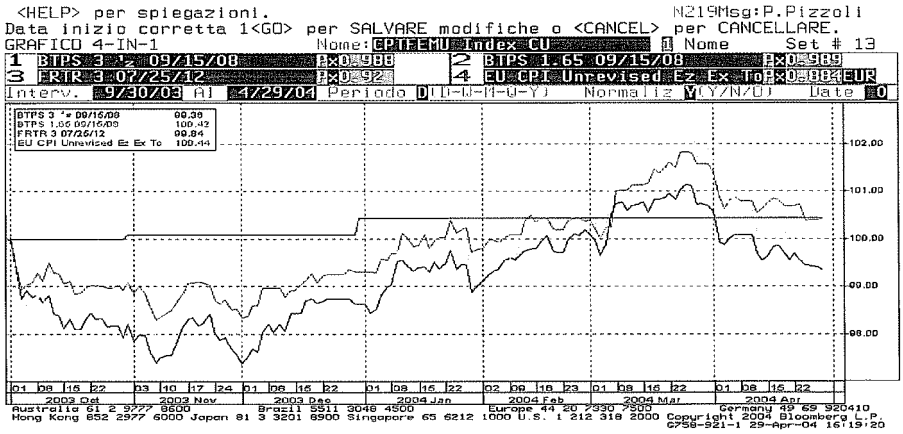


Mentre sul mercato azionario la Cassa, nel corso del 2003, ha preferito non effettuare attività di trading per l'alta volatilità, sul mercato obbligazionario ha colto l'opportunità offerta in asta sia dell'acquisto dei BTP decennali 01/02/2013 – 4,75% per 50 milioni di euro che del primo collocamento dei Buoni del Tesoro Indicizzati all'inflazione europea 15/9/2008 – 1,65% per 45 milioni di euro nominali.

La scelta di introdurre nell'asset allocation della Cassa i titoli indicizzati (continuata anche nel primo trimestre 2004 con l'acquisto dell' OAT indicizzato francese) si sposa con la necessità di mantenere un rendimento costante in termini reali ovvero in termini di potere d'acquisto sia della cedola semestrale che della restituzione del valore nominale sottoscritto, anche nel caso in cui si verifichi nel periodo di vita del titolo una riduzione dei prezzi.

Se è vero che le pensioni vengono adeguate sulla base dell'inflazione italiana è pur vero che attualmente sul mercato italiano ed europeo a livello di obbligazioni AA gli studi della Cassa non hanno consentito di individuare obbligazioni indicizzate "all'inflazione italiana" se non con prodotti a rating più bassi e flottante limitato (se non in alcuni casi interamente dedicato).

L'andamento del BTP indicizzato può essere osservato nel confronto sottostante rispetto ad un BTP normale , all'OAT francese e l'andamento inflazionistico:



Data l'estrema volatilità dei mercati, anche l'attività in premi OTC si è incentrata esclusivamente nei rollover ossia negli spostamenti della scadenza in attesa di un miglioramento dei mercati borsistici.

Premi 2003

TITOLO	N° AZIONI	Data operazione	TIPO CONTRATTO	DIRITTO	ESITO	SCADENZA	PREMIO UNITARIO
Axa	49.700	10-04-2002	Vendita	CALL	abbandonata	10-01-2003	1,1300
Generali	401.200	2-01-2002	Vendita	CALL	abbandonata	2-01-2003	0,4000
Generali	401.200	2-01-2002	Vendita	PUT	esercitata	2-01-2003	0,9000
Generali	401.200	2-01-2003	Acquisto	PUT	esercitata	2-01-2003	-6,2500
Generali	401.200	2-01-2003	Vendita	PUT	abbandonata	2-07-2003	6,2500
Generali	401.200	11-06-2003	T.A.	PUT	roll-over	2-07-2003	-5,2500
Generali	401.200	11-06-2003	Vendita	PUT	abbandonata	15-12-2003	5,2500
Generali	401.200	3-12-2003	T.A.	PUT	roll-over	15-12-2003	-4,280
Generali	401.200	3-12-2003	Vendita	PUT	roll-over	15-06-2004	4,280
Generali	340.000	25-11-2002	Vendita	PUT	abbandonata	30-06-2003	10,4700
Generali	340.000	11-06-2003	T.A.	PUT	roll-over	30-06-2003	-9,8400
Generali	340.000	11-06-2003	Vendita	PUT	abbandonata	15-12-2003	9,8400
Generali	340.000	3-12-2003	T.A.	PUT	roll-over	15-12-2003	-9,050
Generali	340.000	3-12-2003	Vendita	PUT	roll-over	15-06-2004	9,050
Bnl	1.400.000	3-01-2002	Vendita	PUT	esercitata	3-01-2003	0,8500
Bnl	1.400.000	3-01-2003	Acquisto	PUT	esercitata	3-01-2003	-2,0700
Bnl	1.400.000	3-01-2003	Vendita	PUT	abbandonata	2-07-2003	2,0700
Bnl	1.400.000	11-06-2003	T.A.	PUT	roll-over	2-07-2003	-1,6820
Bnl	1.400.000	11-06-2003	Vendita	PUT	roll-over	15-12-2003	1,6820
Bnl	1.400.000	3-12-2003	T.A.	PUT	roll-over	15-12-2003	-1,2880
Bnl	1.400.000	3-12-2003	Vendita	PUT	roll-over	15-06-2004	1,2880
Generali	50.000	22-01-2002	Vendita	PUT	abbandonata	3-02-2003	2,8000
Generali	50.000	16-01-2003	T.A.	PUT	roll-over	3-02-2003	-11,0000
Generali	50.000	16-01-2003	Vendita	PUT	abbandonata	25-07-2003	11,0000
Generali	50.000	8-07-2003	T.A.	PUT	roll-over	25-07-2003	-11,6500
Generali	50.000	8-07-2003	Vendita	PUT	abbandonata	16-12-2003	11,6500
Generali	50.000	3-12-2003	T.A.	PUT	roll-over	16-12-2003	-10,2100
Generali	50.000	3-12-2003	Vendita	PUT	roll-over	15-06-2004	10,2100
Generali	500.000	21-01-2002	Vendita	CALL	abbandonata	21-01-2003	0,3000
Generali	500.000	21-01-2002	Vendita	PUT	esercitata	21-01-2003	0,8000
Generali	100.000	15-01-2003	Acquisto	PUT	esercitata	21-01-2003	-4,8500
Generali	200.000	16-01-2003	Acquisto	PUT	esercitata	21-01-2003	-5,0000
Generali	200.000	16-01-2003	Acquisto	PUT	esercitata	21-01-2003	-5,4500
Generali	100.000	15-01-2003	Vendita	PUT	abbandonata	25-07-2003	4,8500
Generali	100.000	8-07-2003	T.A.	PUT	roll-over	25-07-2003	-4,7250
Generali	100.000	8-07-2003	Vendita	PUT	abbandonata	16-12-2003	4,7250
Generali	100.000	3-12-2003	T.A.	PUT	roll-over	16-12-2003	-3,1200
Generali	100.000	3-12-2003	Vendita	PUT	roll-over	15-06-2004	3,1200
Generali	200.000	16-01-2003	Vendita	PUT	abbandonata	25-07-2003	5,0000
Generali	200.000	8-07-2003	T.A.	PUT	roll-over	25-07-2003	-4,7500
Generali	200.000	8-07-2003	Vendita	PUT	abbandonata	16-12-2003	4,7500
Generali	200.000	3-12-2003	T.A.	PUT	roll-over	16-12-2003	-3,150
Generali	200.000	3-12-2003	Vendita	PUT	roll-over	15-06-2004	3,150
Generali	200.000	16-01-2003	Vendita	PUT	abbandonata	25-07-2003	5,4500
Generali	200.000	8-07-2003	T.A.	PUT	roll-over	25-07-2003	-4,8600
Generali	200.000	8-07-2003	Vendita	PUT	abbandonata	16-12-2003	4,8600
Generali	200.000	3-12-2003	T.A.	PUT	roll-over	16-12-2003	-3,2700
Generali	200.000	3-12-2003	Vendita	PUT	roll-over	15-06-2004	3,2700
Bnl	1.340.000	25-11-2002	Vendita	PUT	abbandonata	27-03-2003	2,2080
Bnl	1.340.000	10-03-2003	T.A.	PUT	roll-over	27-03-2003	-2,3330
Bnl	1.340.000	10-03-2003	Vendita	PUT	abbandonata	25-07-2003	2,3330
Bnl	1.340.000	8-07-2003	T.A.	PUT	roll-over	25-07-2003	-1,9930
Bnl	1.340.000	8-07-2003	Vendita	PUT	roll-over	16-12-2003	1,9930
Bnl	1.340.000	3-12-2003	T.A.	PUT	roll-over	16-12-2003	-1,5500
Bnl	1.340.000	3-12-2003	Vendita	PUT	roll-over	15-06-2004	1,5500
San Paolo Imi	238.650	19-11-2002	Vendita	PUT	abbandonata	30-06-2003	4,0700
San Paolo Imi	238.650	11-06-2003	T.A.	PUT	roll-over	30-06-2003	-2,1000
San Paolo Imi	238.650	11-06-2003	Vendita	PUT	abbandonata	15-12-2003	2,1000
Unicredito	1.785.000	29-07-2002	Vendita	PUT	abbandonata	20-01-2003	1,0100
Unicredito	1.785.000	15-01-2003	T.A.	PUT	roll-over	20-01-2003	-0,8900
Unicredito	1.785.000	15-01-2003	Vendita	PUT	abbandonata	25-07-2003	0,8900
Unicredito	1.785.000	8-07-2003	T.A.	PUT	roll-over	25-07-2003	-0,4400
Unicredito	1.785.000	8-07-2003	Vendita	PUT	abbandonata	16-12-2003	0,4400
Unicredito	1.785.000	3-12-2003	T.A.	PUT	roll-over	16-12-2003	-0,3400
Unicredito	1.785.000	3-12-2003	Vendita	PUT	roll-over	15-06-2004	0,3400

premi data operazione 2002 scadenza 2003
premi data operazione 2003 scadenza 2004
premi data operazione 2003 scadenza 2003
premi esercitati

STRIKE PRICE	Controvalore PREMIO lordo	CONTROPARTE	Competenza 2003	Svalutazione 2002	Premi pagati e penali da T.A.	Premi incassati da definire	Scarico premi da PMC titolo	Scarico svalutazione 2002 da PMC titolo
28,50	56.161,00	MEDIOBANCA	56.161,00					
40,00	160.480,00	SSSB	160.480,00					
26,00	361.080,00	SSSB						2.204.594,00
26,00	-2.507.500,00	MEDIOBANCA					-2.507.500,00	
25,85	2.507.500,00	MEDIOBANCA	2.507.500,00					
25,85	-2.106.300,00	MEDIOBANCA			-2.106.300,00			
26,13	2.106.300,00	MEDIOBANCA	2.106.300,00					
26,260	-1.717.136,00	MEDIOBANCA			-1.717.136,00			
26,260	1.717.136,00	MEDIOBANCA				1.717.136,00		
30,44	3.559.800,00	MEDIOBANCA	3.559.800,00					
30,44	-3.345.600,00	MEDIOBANCA			-3.345.600,00			
30,90	3.345.600,00	MEDIOBANCA	3.345.600,00					
30,90	-3.077.000,00	MEDIOBANCA			-3.077.000,00			
31,163	3.077.000,00	MEDIOBANCA				3.077.000,00		
3,14	1.190.000,00	SSSB						1.726.200,00
3,14	-2.898.000,00	MEDIOBANCA					-2.898.000,00	
3,200	2.898.000,00	MEDIOBANCA	2.898.000,00					
3,200	-2.354.800,00	MEDIOBANCA			-2.354.800,00			
3,248	2.354.800,00	MEDIOBANCA	2.354.800,00					
3,248	-1.803.200,00	MEDIOBANCA			-1.803.200,00			
3,300	1.803.200,00	MEDIOBANCA				1.803.200,00		
31,10	140.000,00	MEDIOBANCA	140.000,00	431.857,10				
31,10	-550.000,00	MEDIOBANCA			-550.000,00			
31,65	550.000,00	MEDIOBANCA	550.000,00					
31,65	-582.500,00	MEDIOBANCA			-582.500,00			
32,06	582.500,00	MEDIOBANCA	582.500,00					
32,06	-510.500,00	MEDIOBANCA			-510.500,00			
32,340	510.500,00	MEDIOBANCA				510.500,00		
40,00	150.000,00	SSSB	150.000,00					
25,00	400.000,00	SSSB						2.302.000,00
25,00	-485.000,00	MEDIOBANCA					-485.000,00	
25,00	-1.000.000,00	MEDIOBANCA					-1.000.000,00	
25,00	-1.090.000,00	MEDIOBANCA					-1.090.000,00	
24,725	485.000,00	MEDIOBANCA	485.000,00					
24,725	-472.500,00	MEDIOBANCA			-472.500,00			
24,970	472.500,00	MEDIOBANCA	472.500,00					
24,970	-312.000,00	MEDIOBANCA			-312.000,00			
25,010	312.000,00	MEDIOBANCA				312.000,00		
24,75	1.000.000,00	MEDIOBANCA	1.000.000,00					
24,75	-950.000,00	MEDIOBANCA			-950.000,00			
25,00	950.000,00	MEDIOBANCA	950.000,00					
25,00	-630.000,00	MEDIOBANCA			-630.000,00			
25,040	630.000,00	MEDIOBANCA				630.000,00		
24,86	1.090.000,00	MEDIOBANCA	1.090.000,00					
24,86	-972.000,00	MEDIOBANCA			-972.000,00			
25,12	972.000,00	MEDIOBANCA	972.000,00					
25,12	-654.000,00	MEDIOBANCA			-654.000,00			
25,170	654.000,00	MEDIOBANCA				654.000,00		
3,423	2.958.720,00	MEDIOBANCA	2.958.720,00	181.567,99				
3,423	-3.126.220,00	MEDIOBANCA			-3.126.220,00			
3,463	3.126.220,00	MEDIOBANCA	3.126.220,00					
3,463	-2.670.620,00	MEDIOBANCA			-2.670.620,00			
3,510	2.670.620,00	MEDIOBANCA	2.670.620,00					
3,510	-2.077.000,00	MEDIOBANCA			-2.077.000,00			
3,565	2.077.000,00	MEDIOBANCA				2.077.000,00		
10,45	971.305,50	MEDIOBANCA	971.305,50	15.636,59				
10,45	-501.165,00	MEDIOBANCA			-501.165,00			
10,52	501.165,00	MEDIOBANCA	501.165,00					
4,62	1.802.850,00	MEDIOBANCA	1.802.850,00					
4,62	-1.588.650,00	MEDIOBANCA			-1.588.650,00			
4,53	1.588.650,00	MEDIOBANCA	1.588.650,00					
4,53	-785.400,00	MEDIOBANCA			-785.400,00			
4,57	785.400,00	MEDIOBANCA	785.400,00					
4,57	-606.900,00	MEDIOBANCA			-606.900,00			
4,390	606.900,00	MEDIOBANCA				606.900,00		
		totale	37.785.571,50	629.061,68	-31.393.491,00	11.387.736,00	-7.980.500,00	6.232.794,00

Valutazione dei premi a cavallo d'esercizio effettuata secondo la valutazione fornita dalla controparte Mediobanca

Security	Amount	Trade date	Tipo operazione	DIRITTO	Maturity	Premium	STRIKE PRICE
Generali	340.000	3-12-2003	Sell	PUT	15-06-2004	9,050	31,163
Generali	401.200	3-12-2003	Sell	PUT	15-06-2004	4,280	26,260
Generali	200.000	3-12-2003	Sell	PUT	15-06-2004	3,150	25,040
Generali	100.000	3-12-2003	Sell	PUT	15-06-2004	3,120	25,010
Generali	200.000	3-12-2003	Sell	PUT	15-06-2004	3,270	25,170
Generali	50.000	3-12-2003	Sell	PUT	15-06-2004	10,210	32,340
Bnl	1.400.000	3-12-2003	Sell	PUT	15-06-2004	1,288	3,300
Bnl	1.340.000	3-12-2003	Sell	PUT	15-06-2004	1,550	3,565
Unicredit	1.785.000	3-12-2003	Sell	PUT	15-06-2004	0,340	4,390
Totale							

Per quanto riguarda la redditività azionaria si sono incassati i seguenti dividendi :

Descrizione	Valore al 31.12.2003	Valore al 31.12.2002
Dividendi azionari a gestione diretta	12.921.733,60	13.058.626,81
Dividendi az. c/gest. Pioneer-Europlus	487.473,66	533.305,20
Dividendi az. c/gest. Generali A. M.	856.430,46	762.851,94
Dividendi az. c/gest. Duemme-Compage	743.141,86	677.741,20
Dividendi az. c/gest. Morgan Stanley	159.436,85	167.123,21
Dividendi az. c/gest. Merrill Lynch	38.633,93	42.275,44
	15.206.850,36	**15.241.923,80**

Controvalore PREMIO lordo	CONTROPARTE	THEORICAL VALUE	Mkt value	T. value premium	T. value premium in Euro negativo
3.077.000,00	MEDIOBANCA	-9,549904	-3.246.967,40	0,50	169.967,40
1.717.136,00	MEDIOBANCA	-4,752420	-1.906.671,03	0,47	189.535,03
630.000,00	MEDIOBANCA	-3,629024	-725.804,77	0,48	95.804,77
312.000,00	MEDIOBANCA	-3,602416	-360.241,62	0,48	48.241,62
654.000,00	MEDIOBANCA	-3,745007	-749.001,39	0,48	95.001,39
510.500,00	MEDIOBANCA	-10,714796	-535.739,78	0,50	25.239,78
1.803.200,00	MEDIOBANCA	-1,333550	-1.866.969,94	0,05	63.769,94
2.077.000,00	MEDIOBANCA	-1,595435	-2.137.882,86	0,05	60.882,86
606.900,00	MEDIOBANCA	-0,313840	-560.204,65	-0,03	-
11.387.736,00					**748.442,79**

A fine 2003 il dato relativo ai dividendi lordi incassati sulla gestione diretta ammonta a euro 12.921.733,60 costituiti per circa il 76% dai corrispettivi percepiti sulle azioni dell'attivo immobilizzato:

- ENEL per un totale di circa 5 mln di Euro;
- Generali per circa 1,5 mln di Euro;
- Unicredito per circa 2,7 mln di Euro.

Gli investimenti azionari effettuati dalle SGR hanno invece generato un importo per dividendi pari a Euro 2.285.116,76. Come già verificatosi negli esercizi precedenti, anche quest'anno non risultano ancora pervenute tutte le certificazioni per la rilevazione dei crediti d'imposta sui dividendi percepiti la cui iscrizione in contabilità è pertanto avvenuta sulla base degli eseguiti inviati considerando la ritenuta paese. Eventuali differenze saranno contemplate nell'esercizio 2004.

Per il dettaglio si rimanda allo schema analitico allegato.

Dividendi 2003 gestione diretta

Area	Descrizione	Dividendo unitario	N° azioni	cambio	Totale in euro	Importo lordo del credito d'imposta per le azioni italiane
Euro	Aem	0,033000	201.000		6.633,00	6.633,00
	Aem	0,014062	201.000		2.826,56	2.826,56
	Alleanza	0,296875	296.690		56.371,10	88.079,84
	Allianz	1,500000	10.250		15.375,00	15.375,00
	Aventis	0,700000	10.130		7.091,00	7.091,00
	Banca Intesa	0,023437	899.500		13.492,50	21.082,03
	Bayer	0,900000	23.150		20.835,00	20.835,00
	Ciments Francais	1,500000	28.640		42.960,00	42.960,00
	Fideuram	0,250000	84.000		13.440,00	21.000,00
	Fiera di Milano	0,445313	660.000		293.906,25	293.906,25
	Generali	0,437500	3.507.485		982.095,80	1.534.524,69
	Heineken	0,240000	3.500		840,00	840,00
	Heineken	0,160000	3.500		560,00	560,00
	Ing	0,490000	26.450		12.960,50	12.960,50
	Ing	0,480000	26.450		12.696,00	12.696,00
	La Fondiaria	0,406250	185.187		48.148,62	75.232,22
	L'Espresso	0,156250	48.700		4.870,00	7.609,38
	L'Espresso	0,135000	48.700		6.574,50	6.574,50
	L'Espresso	0,143934	48.700		4.626,50	7.009,61
	Mediaset	0,328125	179.700		37.737,00	58.964,06
	Mediolanum	0,156250	239.700		23.970,00	37.453,13
	Nokia	0,280000	68.350		19.138,00	19.138,00
	Repsol	0,150000	21.950		3.292,50	3.292,50
	Repsol	0,160000	21.950		3.512,00	3.512,00
	San Paolo	0,468750	534.200		160.260,00	250.406,25
	Societe Generale	2,100000	12.110		25.431,00	25.431,00
	Telecom	0,130900	315.750		41.331,68	41.331,68
	Telecom	0,071719	315.750		14.492,92	22.645,19
	Telefonica	0,130000	265.700		34.541,00	34.541,00
	Telefonica	0,120000	265.700		31.884,00	31.884,00
	Tim	0,047656	505.500		15.417,75	24.090,23
	Tim	0,017200	505.500		8.694,60	8.694,60
	Unilever	1,150000	71.204		81.884,60	81.884,60
	Unilever	0,590000	71.204		42.010,36	42.010,36
	Totale EURO					**2.863.074,17**
Euro	Axa	0,340000	195.490		66.466,60	66.466,60
	Bps	0,296875	511.429		97.171,51	151.830,48
	Enel	0,562500	9.107.500		3.278.700,00	5.122.968,75
	Finmeccanica	0,015625	11.717.000		117.170,00	183.078,13
	Generali	0,437500	3.397.905		951.413,40	1.486.583,44
	Unicredito	0,246875	10.992.500		1.736.815,00	2.713.773,44
	Totale EURO					**9.724.700,84**
Svizzera	Roche	1,450000	47.100	1,5010	45.499,67	45.499,67
	Totale CHF					**45.499,67**
Svezia	Telia Sonera	0,400000	21.656	9,1953	942,05	942,05
	Totale SEK					**942,05**
Inghilterra	Bt Group	0,025000	96.900	0,6690	3.621,08	3.621,08
	Bt Group	0,047222	96.900	0,7065	6.476,73	6.476,73
	Glaxo	0,100000	87.335	0,6530	13.374,43	13.374,43

Dividendi 2003 gestione diretta

Area	Descrizione	Dividendo unitario	N° azioni	cambio	Totale in euro	Importo lordo del credito d'imposta per le azioni italiane
Inghilterra	Glaxo	0,100000	87.335	0,6904	12.649,18	12.649,18
	Glaxo	0,100000	87.335	0,7045	12.396,74	12.396,74
	Glaxo	0,144444	87.335	0,6957	18.133,91	18.133,91
	Pearson	0,158888	96.218	0,7180	21.292,31	21.292,31
	Pearson	0,104444	96.218	0,7025	14.305,18	14.305,18
	Prudential	0,190000	67.661	0,7230	17.780,90	17.780,90
	Prudential	0,058889	67.661	0,6860	5.808,29	5.808,29
	Rolls Royce	0,035333	458.449	0,6530	24.806,32	24.806,32
	Rolls Royce	0,055556	458.449	0,6977	36.504,41	36.504,41
	Vodafone	0,008829	1.034.600	0,6645	13.746,40	13.746,40
	Vodafone	0,009981	1.034.600	0,7089	14.566,10	14.566,10
	Totale GBP					215.461,97
USA	Citigroup	0,200000	27.320	1,0958	4.986,31	4.986,31
	Citigroup	0,200000	27.320	1,1960	4.568,56	4.568,56
	Citigroup	0,350000	27.320	1,0920	8.756,41	8.756,41
	Citigroup	0,350000	27.320	1,2052	7.933,95	7.933,95
	General Elettric	0,190000	28.950	1,0927	5.033,86	5.033,86
	General Elettric	0,190000	28.950	1,1014	4.994,10	4.994,10
	General Elettric	0,190000	28.950	1,1560	4.758,22	4.758,22
	General Elettric	0,190000	28.950	1,1760	4.677,30	4.677,30
	Ibm	0,150000	1.660	1,0962	227,15	227,15
	Ibm	0,160000	1.660	1,1936	222,52	222,52
	Ibm	0,160000	1.660	1,1350	234,01	234,01
	Ibm	0,160000	1.660	1,2325	215,50	215,50
	Intel	0,020000	8.150	1,1020	147,91	147,91
	Intel	0,020000	8.150	1,1905	136,92	136,92
	Intel	0,020000	8.150	1,0845	150,30	150,30
	Intel	0,020000	8.150	1,2155	134,10	134,10
	Merrill Lynch	0,160000	3.200	1,0958	467,24	467,24
	Merrill Lynch	0,160000	3.200	1,1890	430,61	430,61
	Merrill Lynch	0,160000	3.200	1,0975	466,51	466,51
	Microsoft	0,080000	15.500	1,0962	1.131,18	1.131,18
	Microsoft	0,160000	15.500	1,1580	2.141,62	2.141,62
	Motorola	0,040000	75.900	1,0700	2.837,38	2.837,38
	Motorola	0,040000	75.900	1,1034	2.751,50	2.751,50
	Motorola	0,040000	75.900	1,1260	2.696,27	2.696,27
	Motorola	0,040000	75.900	1,1779	2.577,47	2.577,47
	Sony Adr	0,105390	7.420	1,1438	683,68	683,68
	Sony Adr	0,113677	7.420	1,2325	684,37	684,37
	Stm	0,080000	93.950	1,0992	6.837,70	6.837,70
	Travelers A	0,060000	1.180	1,1020	64,25	64,25
	Travelers A	0,080000	1.180	1,0845	87,04	87,04
	Travelers A	0,060000	2.425	1,1020	132,03	132,03
	Travelers A	0,060000	1.180	1,1905	59,47	59,47
	Travelers A	0,080000	1.180	1,2080	78,15	78,15
	Travelers B	0,080000	2.425	1,0907	177,87	177,87
	Travelers B	0,060000	2.425	1,1936	121,90	121,90
	Travelers B	0,080000	2.425	1,2030	161,26	161,26
	Viacom	0,060000	5.700	1,1773	290,50	290,50
	Totale USD					72.055,12
	Totale Generale					12.921.733,60

Dividendi 2003 esterna Generali SGR

Area	Descrizione	Dividendo	Importo lordo del credito d'imposta per le azioni italiane
Euro	Abn Amro Nv	9.900,00	9.900,00
	Allianz	6.000,00	6.000,00
	Altadis	7.000,00	7.000,00
	Axa	21.485,96	21.485,96
	Bnp	21.000,00	21.000,00
	Bank of Ireland	3.300,00	3.300,00
	Brisa Auto-Estr. de P.	17.600,00	17.600,00
	Banco Bilbao	4.797,00	4.797,00
	Endesa	4.356,00	4.356,00
	Enel	12.600,00	19.687,50
	Eni	46.361,25	72.439,45
	E-ON	11.900,00	11.900,00
	Green Org F	1.860,00	1.860,00
	Grupo Draogados	1.960,23	1.960,23
	Grup. Edit. L'Espresso	7.500,00	11.718,75
	Iberdrola	6.308,26	6.308,26
	Michelin	8.370,00	8.370,00
	Nokya Oyj	12.880,00	12.880,00
	Repsol	6.320,00	6.320,00
	San Paolo Imi	35.100,00	54.843,75
	Saint Gobain	5.085,00	5.085,00
	Snam Rete Gas	15.477,44	24.183,50
	Telecom ITalia	17.679,99	20.261,88
	Telefonica	16.064,50	16.064,50
	Tim Ord	8.265,78	11.238,73
	Total Fina	19.270,00	19.270,00
	Unicredit	11.707,80	18.293,44
	Unilever NV	6.960,00	6.960,00
	Totale Euro		**425.083,96**
Svizzera	Nestle'	11.461,14	11.461,14
	Novartis	9.766,63	9.766,63
	Roche Holding	6.356,43	6.356,43
	Totale CHF		**27.584,20**
Inghilterra	Astrazeneca	6.098,17	6.098,17
	Boots	11.908,55	11.908,55
	British American T.	14.253,50	14.253,50
	Diageo Plc	4.750,16	4.750,16
	Dixons Group	21.090,50	21.090,50
	Glaxo Smith	20.115,44	20.115,44
	Hsbc	32.090,58	32.090,58
	Kingfisher	9.526,25	9.526,25
	Legal e General	7.214,60	7.214,60
	Lloyds Tbs	35.207,40	35.207,40
	Prudential	18.898,50	18.898,50
	Royal Bank of Sctl	10.654,45	10.654,45
	Shell Transport	26.497,68	26.497,68
	Vodafone	13.924,71	13.924,71
	Totale GBP		**232.230,50**

Dividendi 2003 esterna Generali SGR

Area	Descrizione	Dividendo	Importo lordo del credito d'imposta per le azioni italiane
USA	3M co	4.553,97	4.553,97
	Allstate Corp	2.819,33	2.819,33
	Altria	3.962,19	3.962,19
	Am Int Group	1.076,60	1.076,60
	American Expr	2.374,09	2.374,09
	Anheuser	1.775,47	1.775,47
	Bank of Ame	7.047,27	7.047,27
	Boeing	2.330,16	2.330,16
	Chevron Corp	9.448,11	9.448,11
	Citigroup	3.367,59	3.367,59
	Coca Cola	6.654,65	6.654,65
	Consolidated Edison	10.039,67	10.039,67
	Dominion Res	7.010,29	7.010,29
	Du Pont	9.228,00	9.228,00
	Eli Lilly	3.416,62	3.416,62
	Emerson Elect	5.188,52	5.188,52
	Exelon	6.081,22	6.081,22
	Exxon Mobil	10.381,07	10.381,07
	Fannie Mae	7.722,28	7.722,28
	Fifth Third Bancorp	2.880,11	2.880,11
	General El	7.637,05	7.637,05
	Gillette	3.875,79	3.875,79
	Guidant	1.374,87	1.374,87
	Hewlett Packard	3.221,85	3.221,85
	Home Depot	677,91	677,91
	Ibm	814,53	814,53
	Intel Corp	1.335,06	1.335,06
	Johnson	4.222,33	4.222,33
	Kimberly Clar	543,17	543,17
	Kraft	1.484,75	1.484,75
	Merck	3.931,36	3.931,36
	Merrill Lynch	892,98	892,98
	Microsoft	1.911,12	1.911,12
	Pfizer	6.786,71	6.786,71
	Procter & Ga	3.371,48	3.371,48
	Qualcomm	233,06	233,06
	Sara Lee Corp	594,55	594,55
	Schering Pl	2.777,73	2.777,73
	United Tech	669,22	669,22
	Unitedhealth	81,88	81,88
	Us Bancorp	2.866,87	2.866,87
	Verizon	12.241,24	12.241,24
	Viacom	392,32	392,32
	Wal-Mart	2.236,72	2.236,72
	Totale USD		**171.531,77**
	Totale Generale		**856.430,46**

Dividendi 2003 gestione esterna Merrill Lynch SGR

Area	Descrizione	Dividendo	Importo lordo del credito d'imposta per le azioni italiane
Euro	Accor	1.050,00	1.050,00
	Aventis	350,00	350,00
	Bnp	1.080,00	1.080,00
	Eni	1.500,00	2.343,75
	Ing	2.771,23	2.771,23
	L'Oreal	192,00	192,00
	Siemens	825,00	825,00
	Telecom Italia	530,40	607,86
	Total Fina	1.435,00	1.435,00
	Unicredito	2.212,00	3.456,25
	Vnu	72,00	72,00
	Totale Euro		**14.183,09**
Svizzera	Nestle'	1.176,23	1.176,23
	Totale CHF		**1.176,23**
Inghilterra	Barclays	2.746,39	2.746,39
	BP Amoco	218,69	218,69
	BP Plc	440,84	440,84
	British Air Auth	917,85	917,85
	Diageo	784,21	784,21
	Glaxo	1.947,20	1.947,20
	Prudential	1.406,34	1.406,34
	Royal Bank of Sct	931,61	931,61
	Scottish & Southern	983,89	983,89
	Shell & Transport	1.936,58	1.936,58
	Smith & Nephew Plc	96,38	96,38
	Tesco	817,17	817,17
	Unilever	580,57	580,57
	Vodafone	439,54	439,54
	Totale GBP		**14.247,26**
USA	Alcoa	127,49	127,49
	American Intl Group	58,38	58,38
	Amerisourcebergen	7,28	7,28
	Citigroup	966,35	966,35
	Exxon Mobil	1.020,03	1.020,03
	Fannie Mae	594,18	594,18
	First Data	57,79	57,79
	General Electric	278,36	278,36
	General Dynamics	55,61	55,61
	Hartford Fin Serv	92,54	92,54
	Hca	21,34	21,34
	Ibm	122,38	122,38
	Johnson & Johnson	234,10	234,10
	Kraft Foods	342,27	342,27
	Marsh & Mclean	417,17	417,17
	Mc Graw Hill Co	188,60	188,60
	Microsoft	212,53	212,53
	Morgan Stanley	118,74	118,74
	Nokia	415,06	415,06
	Omnicom	144,47	144,47
	Pepsico	71,66	71,66
	Pifzer	370,48	370,48
	Procter & Gamble	611,60	611,60
	Southern	421,64	421,64
	United Tech	184,68	184,68
	Tyco	10,79	10,79
	Verizon	967,15	967,15
	Viacom	20,56	20,56
	Wal Mart	156,57	156,57
	Wells Fargo	736,88	736,88
	Totale USD		**9.026,66**
	Totale Generale		**38.633,93**