

Nonostante le decisioni adottate dai vertici europei del 26 ottobre e del 9 dicembre le tensioni sul debito sovrano dell'area dell'euro si sono aggravate risentendo del deterioramento del quadro macroeconomico, dei ripetuti declassamenti dei titoli sovrani e delle banche di alcuni paesi europei da parte di talune agenzie di rating, nonché dei dubbi degli operatori circa l'adeguatezza dei meccanismi di gestione della crisi predisposti dalle autorità europee. Dalla fine di settembre, dieci paesi dell'area hanno subito un declassamento da una o più delle principali agenzie di rating. Queste ultime, agli inizi di dicembre, hanno messo sotto osservazione il merito di credito di quasi tutti gli Stati sovrani dell'area dell'euro, inclusi quelli con rating AAA come la Germania, la Francia e i Paesi Bassi. Il 13 gennaio 2012 l'agenzia di rating Standard and Poor's ha declassato il debito sovrano di 9 paesi dell'area dell'euro, tra cui la Francia (che ha perso il rating AAA), la Spagna e l'Italia.

I differenziali di rendimento dei titoli di Stato dell'area dell'euro rispetto al Bund tedesco hanno raggiunto nuovi massimi, dall'introduzione dell'euro, in Grecia, Portogallo, Italia, Spagna, Belgio e Francia, nonostante gli ingenti acquisti di titoli di Stato effettuati dalla BCE nell'ambito del Securities Markets Programme. I differenziali dell'Irlanda sono aumentati nel trimestre, ma rimangono a livelli assai inferiori rispetto al massimo storico raggiunto a metà luglio.

I rendimenti dei titoli pubblici degli Stati Uniti, della Germania e del Regno Unito sono rimasti sui livelli minimi raggiunti durante l'estate, riflettendo la preferenza degli investitori per attività finanziarie ritenute più sicure (cosiddetto flight-to-quality). Nel Regno Unito i rendimenti decennali sono scesi di circa mezzo punto percentuale, quelli sui titoli tedeschi e statunitensi sono rimasti pressoché invariati. Il calo della domanda di attività finanziarie ritenute rischiose ha penalizzato in misura accentuata il settore bancario, in particolare quello dell'area dell'euro, esposto al

rischio sovrano anche a causa delle elevate consistenze di titoli di Stato in portafoglio.

I premi per il rischio sulle obbligazioni delle società non finanziarie, che in ottobre si erano ridotti in connessione con le attese di nuovi piani europei di sostegno alle banche e ai titoli di Stato dei paesi in difficoltà, sono ritornati sui valori elevati registrati all'inizio di ottobre.

Le misure di sostegno alla liquidità adottate dalla BCE alla fine di dicembre, contrastando il rischio di una crisi nella capacità di raccolta delle banche, hanno contribuito a ridurre in parte la rischiosità percepita. Rispetto ai giorni precedenti l'operazione, i premi sui CDS delle banche dell'area si sono lievemente ridotti, mentre i corsi azionari dell'area hanno parzialmente recuperato.

Nell'autunno i corsi azionari hanno recuperato parte delle perdite registrate nell'estate, beneficiando di un andamento migliore rispetto alle attese degli utili delle società quotate negli Stati Uniti. Complessivamente dalla fine di settembre a metà gennaio l'indice Dow Jones Euro Stoxx, relativo alle maggiori società quotate dell'area dell'euro, e l'indice statunitense S&P500 sono saliti, rispettivamente, del 14 e del 7 per cento.

La variabilità attesa, implicita nei prezzi delle opzioni su tali indici, si è nettamente ridotta rispetto ai picchi raggiunti durante l'estate

Basta dare un'occhiata all'andamento dei mercati azionari per capire gli impatti della crisi sui mercati finanziari nel 2011:

Indici	Valore fine 2010	Valore fine 2011	Variazione 2011/20 %
DOW JONES INDUS. AVG	11.577,51	12.217,56	5,53 %
S&P 500 INDEX	1.257,64	1.257,60	0,00 %
NASDAQ COMPOSITE INDEX	2.652,87	2.605,15	-1,80 %
S&P/TSX COMPOSITE INDEX	13.443,22	11.955,09	-11,07 %
MEXICO IPC INDEX	38.550,79	37.077,52	-3,82 %
BRAZIL BOVESPA INDEX	69.304,81	56.754,08	-18,11 %
EURO STOXX 50 Pr	2.792,82	2.316,55	-17,05 %
FTSE 100 INDEX	5.899,94	5.572,28	-5,55 %
CAC 40 INDEX	3.804,78	3.159,81	-16,95 %
DAX INDEX	6.914,19	5.898,35	-14,69 %
IBEX 35 INDEX	9.859,10	8.566,35	-13,11 %
FTSE MIB INDEX	20.173,29	15.098,74	-25,20 %
AEX-INDEX	354,57	312,47	-11,87 %
OMX STOCKHOLM 30 INDEX	1.155,57	987,85	-14,51 %
SWISS MARKET INDEX	6.436,04	5.936,23	-7,77 %
NIKKEI 225	10.228,92	8.455,35	-17,34 %
HANG SENG INDEX	23.035,45	18.434,39	-19,97 %
S&P/ASX 200 INDEX	4.745,20	4.056,56	-14,51 %

Nei paesi emergenti le condizioni finanziarie si sono deteriorate, risentendo del peggioramento delle prospettive di crescita, della perdurante incertezza sulle ripercussioni della crisi del debito sovrano in Europa e, in alcuni paesi, del timore di una riduzione dell'esposizione delle banche europee.

I differenziali di rendimento tra i titoli sovrani a lungo termine dei paesi emergenti denominati in dollari e quelli del Tesoro statunitense si sono ulteriormente ampliati, al pari dei premi relativi ai contratti CDS sul debito sovrano. I corsi azionari hanno oscillato, in valuta locale, attorno ai livelli più bassi degli ultimi due anni.

Nei paesi asiatici, in particolare in Cina e in India, si sono accentuate le perdite, a fronte di un recupero in Brasile. In un contesto in cui l'avversione al rischio permane su livelli elevati, sono proseguiti i deflussi internazionali di capitale, più consistenti nel comparto azionario.

Tra la fine di settembre e la metà di gennaio il tasso di cambio dell'euro si è deprezzato nei confronti del dollaro infatti ha seguito un ciclo parallelo a quello dei tassi passando dal secondo semestre da 1,48 a 1,30 di fine anno più basso della fine del 2010 (1,33), idem con la sterlina e lo yen.

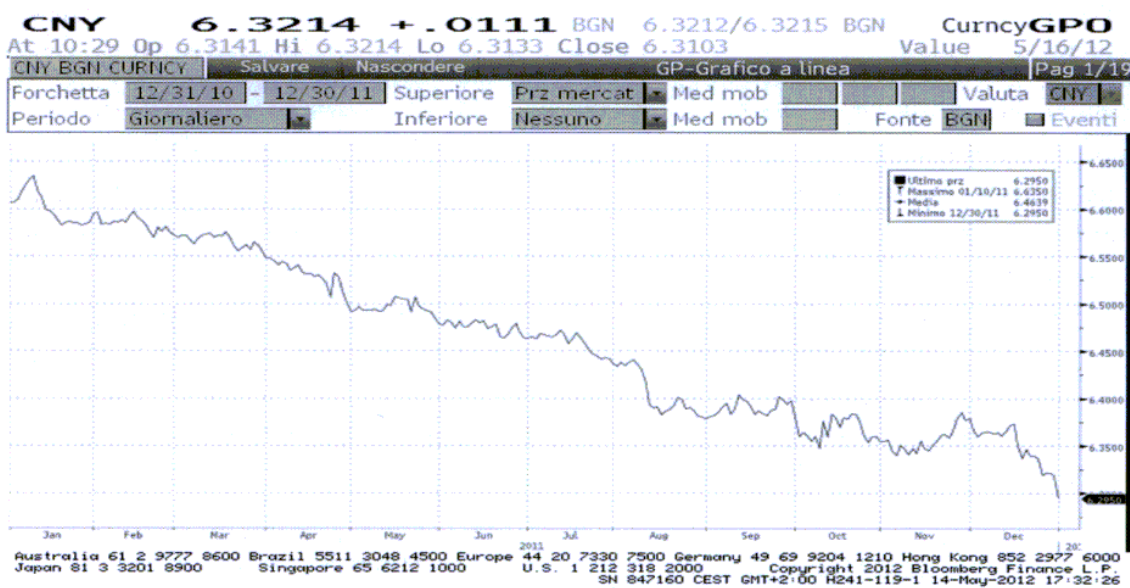
In termini effettivi nominali, ossia nei confronti della media dei principali partner commerciali, il deprezzamento è stato più contenuto per effetto della debolezza delle valute dei paesi emergenti.

In particolare, le valute delle principali economie dell'Europa centrale e orientale, più direttamente esposte all'evoluzione della crisi del debito sovrano europeo, si sono deprezzate nei confronti dell'euro che ha risentito anche dell'elevata incertezza politica. Nel corso del quarto trimestre si è attenuato il graduale rafforzamento della valuta cinese sia in termini effettivi nominali sia nei confronti del dollaro.

## ANDAMENTO DEL DOLLARO/EURO: FONTE BLOOMBERG



## ANDAMENTO DEL DOLLARO/YUAN: FONTE BLOOMBERG



Alla luce di quanto sopra è scontato ricordare che l'Italia è stato uno dei paesi più colpiti dalla crisi. La crescita del PIL è stata dello 0,4% e comunque l'ultimo semestre ha visto l'economia contrarsi pesantemente. Nella relazione al Parlamento del Presidente del

Consiglio avvenuta il 4.12.2011 si legge che il profilo di crescita nel 2012 sarà pari a - 0,4%, nel 2013 pari a 0,3%, per tornare all'1% nel 2014. I consumi privati riflettono il senso di sfiducia ed il peggioramento delle aspettative sul lavoro complice anche la crescente preoccupazione

riguardo la sostenibilità del debito pubblico italiano. La domanda interna è stata pesantemente frenata dall'austerità fiscale che si è imposta in Italia contraendo il reddito disponibile in termini reali.

L'andamento dei prezzi al consumo è stato relativamente elevato (2,8%) a causa dell'aumentare dei prezzi dei carburanti e degli interventi in rialzo su imposte indirette e tariffe.

Il mercato azionario italiano ha ovviamente avuto ripercussioni dalla sfiducia degli investitori, l'indice FTSE ITALIA ALL SHARES e FTSE MIB hanno registrato

forti perdite nel corso del 2011 (rispettivamente -24,3% e -25,2%), i titoli a media capitalizzazione hanno registrato performance negative di minore entità rispetto alle blue chips con l'indice STAR che ha evidenziato a fine anno un decremento del 18,9%. Alla luce di quanto sopra al 31.12.2011 il patrimonio mobiliare della Cassa (senza liquidità) iscritto nell'attivo (al lordo delle svalutazioni di 250 milioni di Euro) ammonta a circa 4.586 milioni di Euro, la sua composizione e la sua evoluzione è rappresentata nei grafici che seguono:

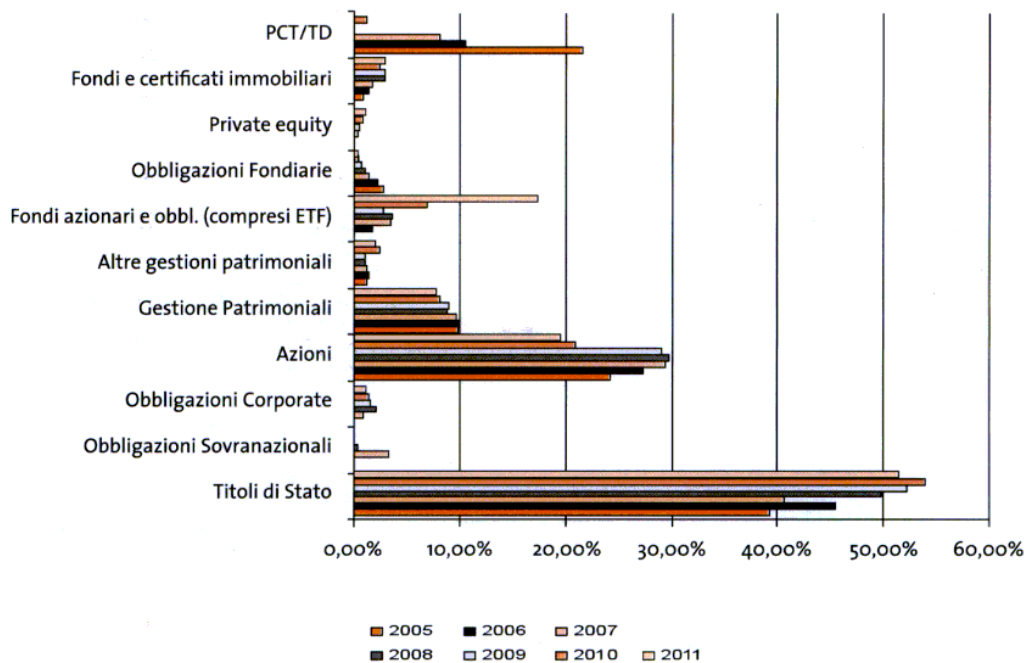
#### Dati estrapolati dai bilanci consuntivi al 31-12

Descrizione	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Titoli di Stato	39,30%	45,50%	40,64%	49,80%	52,23%	54,00%	50,07%
Obbligazioni Sovranazionali		—	3,4%	0,3%	0,0%	0,0%	0,0%
Obbligazioni Corporate		—	0,94%	2,00%	1,50%	1,31%	0,8%
Azioni	24,20%	27,30%	29,44%	29,80%	29,07%	20,89%	19,00%
Gestione Patrimoniali	9,90%	10,10%	9,67%	8,80%	8,96%	8,04%	7,2%
Altre gestioni patrimoniali	1,20%	1,30%	1,21%	1,10%	1,06%	2,48%	2,0%
Fondi azionari e obbl. (comp. ETF)	0,10%	1,80%	3,45%	4,10%	3,28%	8,56%	16,1%
Obbligazioni Fondiarie	2,80%	2,20%	1,45%	1,00%	0,71%	0,43%	0,2%
Private equity	0,05%	0,05%	0,05%	0,20%	0,28%	0,55%	0,9%
Fondi e certificati immobiliari	0,80%	1,40%	1,67%	2,90%	2,92%	2,49%	3,1%
PCT/TD	21,70%	10,50%	8,12%	0,00%	0,00%	1,25%	0,0%
	100%	100%	100%	100%	100%	100%	100%

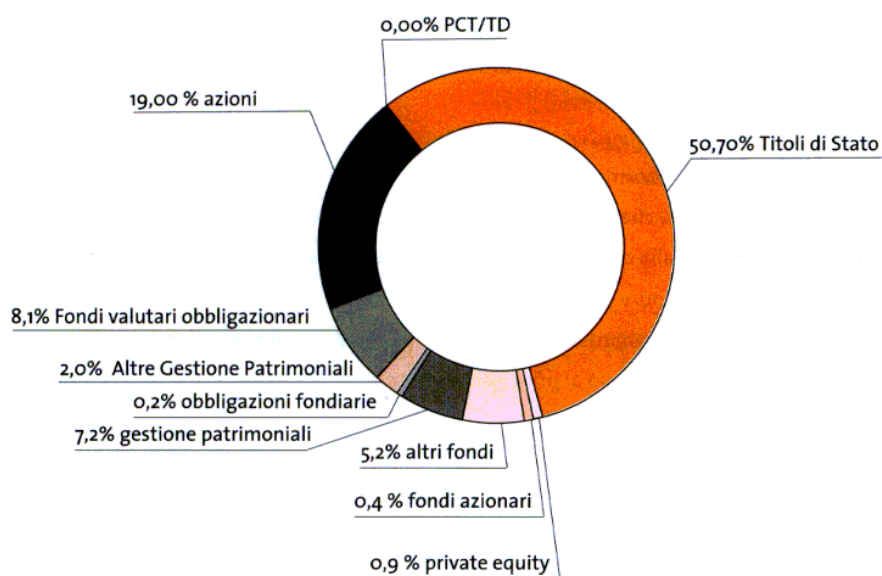
NB: nel presente schema sono state effettuate alcune riclassificazioni:

- La voce *Fondi azionari e obbl. (compresi ETF)* comprende le voci *Altri fondi immobilizzati*, *ETF* e *altri fondi del circolante*, *Fondi obbligazionari* e *Fondi convertibili*;
- La voce *fondi e certificati immobiliari* accoglie anche il *Fondo SEB Immoinvest* iscritto nel circolante.

**Evoluzione dell'asset allocation dal 2005 al 2011**



**Dettaglio della composizione dell'area mobiliare al 31-12-2011**



In uno scenario finanziario che continua a persistere di estrema volatilità la scelta degli investimenti da effettuarsi nel 2011 è stata uniformata a principi rigorosamente prudenziali, infatti la Cassa nella

selezione del suo patrimonio non ha avuto e non ha titoli cd “tossici” né “strutturati” ma solo titoli legati alle asset class tradizionali come evidente dalle movimentazioni avvenute in corso d’anno:

Descrizione	Valore al 31-12-2010	Incremento *		Decremento*		Valore al 31-12-2011
			x cambio class. **		x cambio class. **	
Obbligaz. Fond.	18			7		11
Titoli Stato Imm.	322	150	921			1.392
Titoli Stato Circ.	1.839	200		183	921	935
Corporate	53			17		36
Fondi Obbligazionari	67	304		0		371
Obbligazioni Convertibili	40					40
Azioni Imm.	242	119	218			578
Azioni Circ.	594	3		85	218	295
ETF	222	120		16		326
Gestioni patr.	322	344		338		329
Cash Plus - esterno	50	31		38		43
Cash Plus - interno	50	37		37		50
Fondi azionari	14	8		0		21
Fondi immobiliari	100	25		4		121
Fondi Private Equity	22	20		2		40
PCT/Time deposit	50			50		0
<b>Totale</b>	<b>4.004</b>	<b>1.362</b>	<b>1.138</b>	<b>777</b>	<b>1.138</b>	<b>4.589</b>

NB: gli arrotondamenti dei singoli ammontari esposti creano una differenza sul totale pari a +3

\* la ricostruzione del dato di bilancio tiene conto della svalutazione girata al 1/01/2011 sul portafoglio e delle riprese di valore al 31/12/2011

\*\*lo schema evidenzia i movimenti delle assets class che hanno subito la riclassificazione tra circolante ed immobilizzato

I titoli del circolante, sulla base della normativa ordinaria per le imprese non quotate che non adottano i principi contabili internazionali, e alla quale l’Ente fa riferimento, sono stati valutati al minore fra costo (costo medio ponderato) e valore di realizzo desumibile dall’andamento del mercato (CF in ossequio al principio contabile OIC 20 adotta come valore di realizzo la media aritmetica dei valori di mercato del mese di dicembre). Le plusvalenze implicite pari a circa 73 milioni di Euro (di cui 19 milioni circa relativi ai titoli immobilizzati) ovviamente non sono contabilizzate.

Per chiarezza si precisa che:

- l’art. 5 del D.L. 28.06.95 n. 250 convertito con modificazioni dalla L. 8.08.1995 n. 349 include nella valutazione dei titoli non immobilizzati lo scarto di emissione che rappresenta la differenza tra prezzo di emissione e valore di rimborso imputata pro rata temporis;
- in ossequio al principio contabile n° 26 dei DC&R per i titoli azionari in valuta non essendo stato possibile contabilizzare separatamente le “differenze di cambio” dalle “differenze di

quotazione” (stante anche l’influenza del costo medio ponderato) la variazione negativa dell’andamento del mercato rispetto al prezzo di costo è stata contabilizzata nella voce “svalutazione” “essendo le variazioni di prezzo e di cambio così intimamente connesse da non consentire una separazione indispensabile per un distinto trattamento contabile”;

○ per i titoli indicizzati non è stata contabilizzata la quota dell’inflazione sulla quota capitale poiché riconosciuta solo all’atto del rimborso qualora sussistano le condizioni.

Si ricorda che (come meglio dettagliato nella sezione

dei titoli immobilizzati a cui si rimanda) nel 2011 per effetto della delibera assunta dal CDA tutti i titoli di stato italiani legati all’inflazione (per un controvalore di circa 921 milioni di Euro) unitamente alle partecipazioni strategiche in ENEL (per un controvalore di circa 58 milioni) – GENERALI ( per un controvalore di circa 116 milioni) – MEDIOBANCA (per un controvalore di circa 44 milioni) sono stati riclassificati nelle immobilizzazioni.

Si espone di seguito la tabella inerente i titoli Inflation Linked rimasti nel circolante per evidenziare la relativa quota di inflazione 2011:

Descrizione	Divisa	Quantità	Coeff. inflazione 2011 al 31-12-2011	Effetto infl. su PMC+ scarti in divisa	Differenza inflattivo rispetto al 31-12-2010	% su PMC+ scarti 2011	% infl.ne 2011
OATE IL 2,25% 25-07-20	EUR	30.000.000,00	1,18049	5.827.787,46	1.081.038,96	3,4996%	2,69%
TIPS 15-7-13	USD	23.500.000,00	1,23288	4.427.367,29	860.126,45	4,3476%	2,96%

### Altre

Descrizione	Valore al 31-12-2011	Valore al 31-12-2010
Valute c/gestione	673.045,50	3.594.178,50
Valuta c/gestione Generali SGR	484.459,09	899.758,75
Valuta c/gestione Pioneer SGR	188.586,41	2.694.419,75

### Valute c/gestione

L’importo delle “valute c/gestione” si riferisce alla liquidità in valuta detenuta al 31.12.2011 dalle SGR per la compravendita di titoli dell’area extra-Euro.

## Portafoglio Obbligazionario Gestione Diretta (data operazione 31-12-11)

Descrizione	Divisa	Quantità	PMC unitario	Controvalore al PMC	Scarti positivi in euro	Scarti negativi in euro	Controvalore al PMC + scarti
BTP 4% 01/09/20	EUR	55.000.000,00	95,84148149	52.712.814,82		- 34.430,15	52.678.384,67
BTP 4,25% 01/09/19	EUR	150.000.000,00	99,25000001	148.875.000,01	114.181,45		148.989.181,46
BTP 4,50% 01/02/20	EUR	75.000.000,00	98,47188292	73.853.912,19	15.392,43		73.869.304,62
BTP 4,75% 01/08/23	EUR	167.000.000,00	97,38272751	162.629.154,94	93.155,61		162.722.310,55
BTP 5,00% 01/03/25	EUR	20.000.000,00	101,41000000	20.282.000,00	12.316,56		20.294.316,56
BTP 6,50% 01/11/27	EUR	18.334.188,00	115,35888865	21.150.115,52		- 915,96	21.149.199,56
		<b>485.334.188,00</b>		<b>479.502.997,48</b>	<b>235.046,05</b>	<b>- 35.346,11</b>	<b>479.702.697,42</b>
CCT 01/03/17	EUR	50.000.000,00	94,14000000	47.070.000,00	162.016,04		47.232.016,04
CCTE 15/10/17	EUR	150.000.000,00	98,20000000	147.300.000,00	36.596,99		147.336.596,99
CCTE 15/12/15	EUR	150.000.000,00	98,65000001	147.975.000,01	31.885,27		148.006.885,28
		<b>350.000.000,00</b>		<b>342.345.000,01</b>	<b>230.498,30</b>	<b>-</b>	<b>342.575.498,31</b>
REP ZC 2026	EUR	15.000.000,00	100	15.000.000,00			15.000.000,00
		<b>15.000.000,00</b>		<b>15.000.000,00</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>15.000.000,00</b>
OATE IL 2,25% 25/07/20	EUR	30.000.000,00	102,87079163	30.861.237,49	28.741,54		30.889.979,03
		<b>30.000.000,00</b>		<b>30.861.237,49</b>	<b>28.741,54</b>	<b>-</b>	<b>30.889.979,03</b>
DBR 3% 04/07/20	EUR	25.000.000,00	103,34000000	25.835.000,00		- 2.867,14	25.832.132,86
		<b>25.000.000,00</b>		<b>25.835.000,00</b>	<b>-</b>	<b>- 2.867,14</b>	<b>25.832.132,86</b>
UK TR 7/9/19	GBP	20.000.000,00	107,36107595	21.472.215,19	17.436,27		21.489.651,46
		<b>20.000.000,00</b>		<b>21.472.215,19</b>	<b>17.436,27</b>	<b>-</b>	<b>21.489.651,46</b>
TIPS 15/7/13	USD	23.500.000,00	84,08006170	19.758.814,50	25.107,87		19.783.922,37
		<b>23.500.000,00</b>		<b>19.758.814,50</b>	<b>25.107,87</b>	<b>-</b>	<b>19.783.922,37</b>
<b>TOTALE EURO</b>		<b>905.334.188,00</b>		<b>893.544.234,98</b>	<b>494.285,89</b>	<b>- 38.213,25</b>	<b>894.000.307,62</b>
<b>TOTALE EXTRAEURO</b>		<b>43.500.000,00</b>		<b>41.231.029,69</b>	<b>42.544,14</b>	<b>-</b>	<b>41.273.573,83</b>
<b>TOTALE GENERALE</b>		<b>948.834.188,00</b>		<b>934.775.264,67</b>	<b>536.830,03</b>	<b>- 38.213,25</b>	<b>935.273.881,45</b>

	PMC unitario comp. scarti	PM dicembre 2011 + coeff. inf.	C/val al PM dicembre 2011	Minus	Plus	Ripresa di valore	Residuo	ICU su scarti positivi
	95,77888122	84,5215	46.486.825,00	6.191.559,67			8.682.355,37	
	99,32612097	87,0864	130.629.600,00	18.359.581,46			18.775.916,20	14.272,68
	98,49240616	88,1284	66.096.300,00	7.773.004,62			7.773.004,62	1.924,05
	97,43850931	83,9446	140.187.482,00	22.534.828,55			22.534.828,55	11.644,45
	101,47158280	84,3691	16.873.820,00	3.420.496,56			3.788.592,46	1.539,57
	115,35389274	93,9728	17.229.149,82	3.920.049,74			3.920.049,74	
			<b>417.503.176,82</b>	<b>62.199.520,60</b>	-		<b>65.474.746,94</b>	<b>29.380,75</b>
	94,46403208	83,7272	41.863.600,00	5.368.416,04			6.145.860,31	20.252,01
	98,22439799	78,8011	118.201.650,00	29.134.946,99			29.400.400,85	4.574,62
	98,67125685	84,0920	126.138.000,00	21.868.885,28			24.102.948,53	3.985,66
			<b>286.203.250,00</b>	<b>56.372.248,31</b>	-		<b>59.649.209,69</b>	<b>28.812,29</b>
	100	81,6700	12.250.500,00	2.749.500,00			2.749.500,00	
			<b>12.250.500,00</b>	<b>2.749.500,00</b>	-		<b>2.749.500,00</b>	-
	102,96659677	127,0550	38.116.487,46		7.226.508,43			3.592,69
			<b>38.116.487,46</b>	-	<b>7.226.508,43</b>		-	<b>3.592,69</b>
	103,32853144	109,7400	27.435.000,00		1.602.867,14			
			<b>27.435.000,00</b>	-	<b>1.602.867,14</b>		-	-
	107,44825730	137,1998	27.439.961,69		5.950.310,23			2.179,53
			<b>27.439.961,69</b>	-	<b>5.950.310,23</b>		-	<b>2.179,53</b>
	84,18690370	99,7393	23.438.734,89		3.654.812,52			3.138,48
			<b>23.438.734,89</b>	-	<b>3.654.812,52</b>		-	<b>3.138,48</b>
			<b>781.508.414,28</b>	<b>121.321.268,91</b>	<b>8.829.375,57</b>		<b>127.873.456,63</b>	<b>61.785,73</b>
			<b>50.878.696,58</b>	-	<b>9.605.122,75</b>		-	<b>5.318,01</b>
			<b>832.387.110,86</b>	<b>121.321.268,91</b>	<b>18.434.498,32</b>		<b>127.873.456,63</b>	<b>67.103,74</b>

## Portafoglio Corporate a Gestione Diretta (data operazione 31-12-11)

Descrizione	Divisa	Quantità	PMC unitario	Controvalore al PMC	Scarti positivi in euro	Scarti negativi in euro	Controvalore al PMC + scarti
NATGR 5,125%13	EUR	3.000.000,00	101,15436967	3.034.631,09	69,28		3.034.700,37
NOKIA 5,5%2014	EUR	3.000.000,00	103,50113900	3.105.034,17	869,52		3.105.903,69
GENEL 4,75% 28/9/12	EUR	10.000.000,00	100,70936180	10.070.936,18	10.508,48		10.081.444,66
		<b>16.000.000,00</b>		<b>16.210.601,44</b>	<b>11.447,28</b>	-	<b>16.222.048,72</b>
COMMERBK 03/12	EUR	1.500.000,00	99,25433400	1.488.815,01	275,70		1.489.090,71
ENEL 06/14	EUR	3.000.000,00	97,46480000	2.923.944,00	1.040,61		2.924.984,61
GEN EL 04/14	EUR	1.500.000,00	97,25000000	1.458.750,00			1.458.750,00
GEN EL 07/14	EUR	1.500.000,00	97,17240000	1.457.586,00	539,71		1.458.125,71
GOLD SA 02/13	EUR	1.500.000,00	96,28098867	1.444.214,83	410,94		1.444.625,77
HSBC 04/13	EUR	1.500.000,00	94,48059800	1.417.208,97	408,96		1.417.617,93
HSBC 10/13	EUR	1.500.000,00	94,00000000	1.410.000,00			1.410.000,00
LEHM BR 05/11 *	EUR	1.500.000,00	0,00006667	1,00			1,00
LEHM BR 07/12	EUR	1.500.000,00	14,50000000	217.500,00	837,53		218.337,53
MERRLYN 02/12	EUR	1.500.000,00	94,20377333	1.413.056,60	272,85		1.413.329,45
MORG ST 03/13	EUR	1.500.000,00	95,15000000	1.427.250,00			1.427.250,00
MORG ST 07/12	EUR	1.500.000,00	95,90971467	1.438.645,72	556,70		1.439.202,42
VODAF 01/12	EUR	1.500.000,00	99,20848200	1.488.127,23	550,45		1.488.677,68
VODAF 06/14	EUR	1.500.000,00	97,20000000	1.458.000,00			1.458.000,00
		<b>22.500.000,00</b>		<b>19.043.099,36</b>	<b>4.893,45</b>	-	<b>19.047.992,81</b>
<b>TOTALE GENERALE</b>		<b>38.500.000,00</b>		<b>35.253.700,80</b>	<b>16.340,73</b>	-	<b>35.270.041,53</b>

\* Il titolo è stato completamente svalutato in quanto privo di prezzo al 31/12/2011. Si è mantenuto comunque un valore simbolico di memoria essendo ancora in atto la procedura di insinuazione al passivo presso la banca depositaria.

	PMC unitario compr. scarti	PM dicembre 2011	C/val al PM dicembre 2011	Minus	Plus	Ripresa di valore	Residuo	ICU su scarti positivi
	101,15667900	104,9640	3.148.920,00		114.219,63			8,66
	103,53012300	105,0010	3.150.030,00		44.126,31			108,69
	100,81444660	101,5698	10.156.980,00		75.535,34			1.313,56
			<b>16.455.930,00</b>	-	<b>233.881,28</b>	-	-	<b>1.430,91</b>
	99,27271400	99,9190	1.498.785,00		9.694,29			34,46
	97,49948700	91,0771	2.732.313,00	192.671,61			193.803,84	130,08
	97,25000000	96,2160	1.443.240,00	15.510,00			15.510,00	
	97,20838067	95,4843	1.432.264,50	25.861,21			39.870,66	67,46
	96,30838467	95,8170	1.437.255,00	7.370,77			7.370,77	51,37
	94,50786200	96,6460	1.449.690,00		32.072,07			51,12
	94,00000000	95,0200	1.425.300,00		15.300,00			
	0,00006667							
	14,55583533	14,5000	217.500,00	837,53			1.200.313,41	104,69
	94,22196333	99,4140	1.491.210,00		77.880,55			34,11
	95,15000000	94,4770	1.417.155,00	10.095,00			10.095,00	
	95,94682800	97,8500	1.467.750,00		28.547,58			69,59
	99,24517867	100,0560	1.500.840,00		12.162,32			68,81
	97,20000000	99,3600	1.490.400,00		32.400,00			
			<b>19.003.702,50</b>	<b>252.346,12</b>	<b>208.056,81</b>	-	<b>1.466.963,68</b>	<b>611,69</b>
			<b>35.459.632,50</b>	<b>252.346,12</b>	<b>441.938,09</b>	-	<b>1.466.963,68</b>	<b>2.042,60</b>

## Portafoglio Azionario a Gestione Diretta (data operazione 31-12-11)

Descrizione	Divisa	Quantità	PMC unitario	C/val al PMC	PM dicembre 2011	
<b>Euro</b>						
ALLIANZ	EUR	190.250,00	88,38559168	16.815.358,82	75,6140	
AXA	EUR	195.490,00	12,68112158	2.479.032,46	10,4080	
E-ON NEW	EUR	395.000,00	22,30015843	8.808.562,58	16,9470	
IVG IMM	EUR	143.000,00	4,88264056	698.217,60	2,2170	
RWE AG	EUR	166.000,00	48,64262816	8.074.676,27	27,3140	
SANOFI AVENTI	EUR	127.700,00	49,62440520	6.337.036,54	53,6148	
TOTAL	EUR	234.000,00	39,66905801	9.282.559,57	38,1879	
UNILEVER NEW	EUR	701.612,00	20,43442862	14.337.040,33	25,5405	
VEOLIA	EUR	669.400,00	21,68860662	14.518.353,27	8,5149	
		<b>2.822.452,00</b>		<b>81.350.837,44</b>		
<b>B P EMILIA</b>						
B P EMILIA	EUR	504.125,00	9,59300001	4.836.071,13	5,7933	
BMPS	EUR	6.312.000,00	0,70874631	4.473.606,71	0,2664	
ENI	EUR	3.297.500,00	16,27556104	53.668.662,53	15,7460	
FIERA MILANO	EUR	660.000,00	4,44400000	2.933.040,00	3,6028	
MEDIASET	EUR	2.073.700,00	4,52130461	9.375.829,37	2,1208	
MEDIOLANUM	EUR	1.136.700,00	3,14600000	3.576.058,20	2,8728	
TELECOM I NEW	EUR	23.988.825,00	0,97615147	23.416.726,79	0,8247	
TERNA	EUR	6.730.000,00	2,98852102	20.112.746,46	2,5896	
UNICREDIT NEW	EUR	3.449.973,00	16,29055940	56.201.990,08	7,3630	
UNIONE B ITA	EUR	470.000,00	6,23985713	2.932.732,85	3,1660	
		<b>48.622.823,00</b>		<b>181.527.464,12</b>		
<b>Corone Danesi</b>						
VESTAS WIND	DKK	73.000,00	23,13839137	1.689.102,57	8,7728	
		<b>73.000,00</b>		<b>1.689.102,57</b>		
<b>Sterline Inglesi</b>						
BP AMOCO	GBP	1.560.000,00	5,36980779	8.376.900,15	5,4195	
GLAXO SMITH	GBP	452.335,00	14,54351232	6.578.539,65	17,1839	
		<b>2.012.335,00</b>		<b>14.955.439,80</b>		
<b>Dollari</b>						
AOL INC	USD	670,00	18,50329851	12.397,21	11,1604	
CITIGROUP NEW	USD	28.732,00	34,21205291	982.980,70	21,0248	
GENERAL EL	USD	246.900,00	13,12666715	3.240.974,12	13,1812	
MICROSOFT	USD	285.500,00	20,48193655	5.847.592,89	19,8726	
MOTOROLA MOB	USD	49.800,00	21,42998675	1.067.213,34	29,9556	
MOTOROLA SOL	USD	56.914,00	26,44019995	1.504.817,54	35,9710	
		<b>668.516,00</b>		<b>12.655.975,80</b>		
<b>TOTALE EURO</b>		<b>51.445.275,00</b>		<b>262.878.301,56</b>		
<b>TOTALE EXTRAEURO</b>		<b>2.753.851,00</b>		<b>29.300.518,17</b>		
<b>TOTALE GENERALE</b>		<b>54.199.126,00</b>		<b>292.178.819,73</b>		

	C/val al PM dicembre 2011	Minus	Plus	Ripresa di valore	Residuo
	14.385.563,50	2.429.795,32			6.948.761,00
	2.034.659,92	444.372,54			2.100.528,57
	6.694.065,00	2.114.497,58			3.254.763,58
	317.031,00	381.186,60			4.442.650,60
	4.534.124,00	3.540.552,28			5.146.918,93
	6.846.609,96		509.573,42	509.573,42	666.054,74
	8.935.968,60	346.590,97			942.261,39
	17.919.521,29		3.582.480,95		
	5.699.874,06	8.818.479,21			23.300.978,76
	67.367.417,33	18.075.474,50	4.092.054,37	509.573,42	46.802.917,57
	2.920.547,36	1.915.523,77			7.058.491,99
	1.681.516,80	2.792.089,91			16.364.918,56
	51.922.435,00	1.746.227,52			12.543.319,75
	2.377.848,00	555.192,00			2.572.152,00
	4.397.902,96	4.977.926,41			14.693.074,95
	3.265.511,76	310.546,44			3.548.425,99
	19.783.583,98	3.633.142,80			36.014.892,23
	17.428.008,00	2.684.738,47			2.684.738,47
	25.402.151,20	30.799.838,89			114.300.895,41
	1.488.020,00	1.444.712,85			7.610.318,13
	130.667.525,06	50.859.939,06	-	-	217.391.227,48
	640.416,86	1.048.685,71			4.287.935,62
	640.416,86	1.048.685,71	-	-	4.287.935,62
	8.454.404,41		77.504,25	77.504,25	1.224.925,07
	7.772.873,09		1.194.333,44	1.194.333,44	1.668.101,54
	16.227.277,50	-	1.271.837,69	1.271.837,69	2.893.026,61
	7.477,50	4.919,71			7.921,28
	604.084,80	378.895,90			7.383.639,20
	3.254.446,93		13.472,80	13.472,80	2.751.781,82
	5.673.614,69	173.978,19			650.278,93
	1.491.786,92		424.573,58	424.573,58	2.188.160,12
	2.047.254,51		542.436,97	542.436,97	1.310.498,79
	13.078.665,35	557.793,80	980.483,35	980.483,35	14.292.280,14
	198.034.942,39	68.935.413,56	4.092.054,37	509.573,42	264.194.145,05
	29.946.359,71	1.606.479,51	2.252.321,04	2.252.321,04	21.473.242,37
	227.981.302,10	70.541.893,07	6.344.375,41	2.761.894,46	285.667.387,42

## Portafoglio ETF e Fondi Gestione Diretta (data operazione 31-12-11)

Descrizione	Divisa	Quantità	PMC unitario	C/val al PMC	PM dicembre 2011	
<b>ETF Azionari Immobiliari</b>						
EASY ETF	EUR	13.580,00	170,45520029	2.314.781,62	135,6310	
ISH FTSE NAR	EUR	2.085.000,00	14,36750000	29.956.237,50	13,8189	
ISH FTSE EPRA	EUR	847.700,00	26,52282765	22.483.401,00	21,8949	
		<b>2.946.280,00</b>		<b>54.754.420,12</b>		
<b>FONDI Obbligazioni Convertibili</b>						
AVIVA CONV	EUR	103.852,729	96,29020004	10.000.000,05	93,3220	
GLG GLOB CONV	EUR	103.423,312	96,69000003	10.000.000,04	88,8800	
M&G GL CONV	EUR	904.690,822	11,05350000	10.000.000,00	10,4292	
SCHELCHER CON	EUR	28.900,00	347,97000000	10.056.333,00	320,4148	
		<b>1.140.866,86</b>		<b>40.056.333,09</b>		
<b>FONDI Obbligazionari</b>						
PICT EM DEBT	EUR	346.345,600	135,70260454	46.999.999,99	136,7853	
AVIVA FD EMER	EUR	123.665,557	137,46754644	17.000.000,70	139,6755	
AXA FND INFL	EUR	497.413,450	100,51999999	49.999.999,99	94,5900	
BLUEBAY FUND	EUR	76.770,073	130,25909198	10.000.000,00	127,7200	
INVESCO FUND	EUR	731.240,040	13,68206739	10.004.875,51	12,9773	
LOOMIS OPP BD	EUR	1.500.000,000	10,00000000	15.000.000,00	10,2100	
PIMCO GL BND	EUR	1.547.189,273	19,39000000	30.000.000,00	20,7990	
PIONEER CORP	EUR	1.295.336,788	7,72000000	10.000.000,00	7,6930	
ROBECO LUX	EUR	121.506,683	123,45000003	15.000.000,02	131,2671	
SCHR OPP BND	EUR	3.000.000,000	10,00000000	30.000.000,00	10,0300	
SCHRODER CORP	EUR	545.256,270	18,34997824	10.005.440,69	17,6200	
TEMPLETON GLO	EUR	3.403.663,906	14,69005207	50.000.000,01	14,6329	
HSBC EMR MKT	USD	2.430.133,657	9,35865363	22.742.779,17	9,5868	
PIMCO EM BOND	USD	4.562.386,132	8,27425646	37.750.352,93	8,4473	
TEMP FD EM BD	USD	1.417.680,971	11,62236408	16.476.804,39	11,4471	
		<b>21.598.588,40</b>		<b>370.980.253,40</b>		
SSGA US FND	USD	191.594,949	130,24873149	24.954.999,12	145,1540	
SSGA US EUR	EUR	292.397,661	136,79999998	40.000.000,02	129,2000	
SEB IMMOINVEST	EUR	409.500,00	48,84000000	19.999.980,00	54,3762	
FAST EUROPE F	EUR	164.785,370	120,72870000	19.894.323,50	112,5659	
OYSTER EUR OP	EUR	17.129,154	1.167,32000006	19.995.204,05	982,7400	
BGF EUROPEAN	EUR	503.651,470	78,10590000	39.338.151,35	68,9357	
BGF WORL MIN	EUR	2.325.581,400	8,43000000	19.604.651,20	6,2500	
CARMIGNAC COM	EUR	24.225,393	412,79000015	9.999.999,98	319,9100	
JPM NAT RES	EUR	411.353,353	23,42150001	9.634.512,56	17,6610	
SWISSCANTO WT	EUR	53.195,000	94,77000000	5.041.290,15	87,6515	
ISHARE MSCI W	EUR	992.550,00	20,15000000	19.999.882,50	18,9072	
CS ETF S&P500	EUR	65.000,00	76,80800000	4.992.520,00	82,1809	
SARASIN WATER	EUR	47.510,45	105,24000003	4.999.999,97	92,7900	
LYXOR CHEMIC	EUR	82.642,00	48,40000000	3.999.872,80	49,7205	
LYXOR HEA CAR	EUR	87.393,00	39,00000000	3.408.327,00	41,8167	
LYXOR INDUST	EUR	271.554,00	32,81000000	8.909.686,74	26,9710	
LYXOR INSUR	EUR	325.921,00	15,08493906	4.916.498,42	13,2912	
LYXOR NEW EN	EUR	148.153,00	18,82300001	2.788.683,92	13,1819	
LYXOR PER HOU	EUR	46.339,00	42,07000000	1.949.481,73	41,5248	
LYXOR RETAIL	EUR	261.123,00	27,70000000	7.233.107,10	24,4152	
		<b>6.721.599,20</b>		<b>271.661.172,11</b>		
<b>TOTALE GENERALE</b>		<b>32.407.334,47</b>		<b>737.452.178,72</b>		

	C/val al PM dicembre 2011	Minus	Plus	Ripresa di valore	Residuo
	1.841.868,98	472.912,64			2.155.472,82
	28.812.406,50	1.143.831,00			1.143.831,00
	18.560.306,73	3.923.094,27			7.437.220,27
	<b>49.214.582,21</b>	<b>5.539.837,91</b>	-	-	<b>10.736.524,09</b>
	9.691.745,41	308.254,64			308.254,64
	9.192.263,97	807.736,07			807.736,07
	9.435.210,57	564.789,43			564.789,43
	9.259.987,72	796.345,28			796.345,28
	<b>37.579.207,67</b>	<b>2.477.125,42</b>	-	-	<b>2.477.125,42</b>
	47.374.986,80		374.986,81		
	17.273.044,80		273.044,10		
	47.050.338,24	2.949.661,75			2.949.661,75
	9.805.073,72	194.926,28			194.926,28
	9.489.521,37	515.354,14			515.354,14
	15.315.000,00		315.000,00		
	32.179.989,69		2.179.989,69		
	9.965.025,91	34.974,09			34.974,09
	15.949.829,91		949.829,89		
	30.090.000,00		90.000,00		
	9.607.415,48	398.025,21			398.025,21
	49.805.337,42	194.662,59			194.662,59
	23.297.279,49		554.500,32		
	38.539.980,23		789.627,30	149.770,44	
	16.228.365,77	248.438,63			248.438,63
	<b>371.971.188,83</b>	<b>4.536.042,69</b>	<b>5.526.978,11</b>	<b>149.770,44</b>	<b>4.536.042,69</b>
	27.810.779,12		2.855.780,00		
	37.777.777,80	2.222.222,22			2.222.222,22
	22.267.049,81		2.267.069,81		
	18.549.215,13	1.345.108,37			1.450.785,52
	16.833.504,80	3.161.699,25			3.176.986,00
	34.719.571,68	4.618.579,67			5.280.428,07
	14.534.883,75	5.069.767,45			5.465.116,29
	7.749.945,47	2.250.054,51			2.250.054,51
	7.264.911,57	2.369.600,99			2.735.088,44
	4.662.621,54	378.668,61			378.668,61
	18.766.341,36	1.233.541,14			1.233.541,14
	5.341.758,50		349.238,50		
	4.408.494,84	591.505,13			591.505,13
	4.109.001,56		109.128,76		
	3.654.486,86		246.159,86	246.159,86	345.055,39
	7.324.082,93	1.585.603,81			2.675.845,21
	4.331.881,20	584.617,22			5.466.176,66
	1.952.938,03	835.745,89			3.045.531,73
	1.924.217,71	25.264,02			75.773,53
	6.375.370,27	857.736,83			3.624.561,59
	<b>250.358.833,93</b>	<b>27.129.715,11</b>	<b>5.827.376,93</b>	<b>246.159,86</b>	<b>40.017.340,04</b>
	<b>709.123.812,64</b>	<b>39.682.721,13</b>	<b>11.354.355,04</b>	<b>395.930,30</b>	<b>57.767.032,24</b>

## Portafoglio Obbligazionario PIONEER (data operazione 31-12-11)

Descrizione	Divisa	Quantità	PMC unitario	C/val al PMC	Scarti positivi	Scarti negativi	
<b>Euro</b>							
BTP 01/02/12 5%	EUR	2.950.000	103,00000000	3.038.500,00		- 7.185,82	
BTP 01/02/37 4%	EUR	2.331.000	83,68810382	1.950.769,70		- 933,47	
BTP 01/03/19 4,5%	EUR	2.500.000	101,37000000	2.534.250,00	13.450,62		
BTP 01/08/18 4,5%	EUR	4.500.000	99,20875222	4.464.393,85	1.717,60		
BTP 15/4/12 4%	EUR	1.200.000	100,61600000	1.207.392,00	563,55		
TP 01/02/20 4,5%	EUR	2.000.000	98,47188300	1.969.437,66	410,46		
TP 1/11/29 5,25%	EUR	1.500.000	101,71000000	1.525.650,00	145,04		
BTP IL 15/09/12	EUR	4.500.000	108,90275200	4.900.623,84		- 2.764,45	
BTP IL 15/09/14	EUR	2.000.000	111,96502850	2.239.300,57	548,55		
<b>Totale</b>		<b>23.481.000</b>		<b>23.830.317,62</b>	<b>16.835,82</b>	<b>- 10.883,74</b>	
AUSTRIA 3,8%2013	EUR	5.790.000	99,70423195	5.772.875,03	1.285,37		
AUSTRIA 4,65%2018	EUR	650.000	110,47218615	718.069,21	110,85		
BGB 3,50% 28/3/15	EUR	2.900.000	101,93806897	2.956.204,00	3.750,63		
BUND 3,75% 04/01/17	EUR	1.300.000	109,03500000	1.417.455,00		- 188,20	
BUND 4% 04/01/18	EUR	3.500.000	109,85253314	3.844.838,66	3.142,95		
BUND 1,75% 14/06/13	EUR	2.100.000	100,89700000	2.118.837,00	336,96		
BUND 3,5% 4/7/19	EUR	1.900.000	103,36838316	1.963.999,28	534,51		
BUND 4,25% 4/7/2017	EUR	2.000.000	111,96100000	2.239.220,00	847,00		
BUND 5,5% 4/01/ 31	EUR	1.110.000	112,41601171	1.247.817,73	132,28		
DBR 4% 4/01/37	EUR	3.400.000	98,79792882	3.359.129,58	826,33		
NETH 5% 12	EUR	1.490.000	105,98651342	1.579.199,05	586,33		
NETH 5,5% 28	EUR	1.000.000	109,69703000	1.096.970,30		- 89,94	
OAT 4% 10/14	EUR	2.665.000	103,99124916	2.771.366,79	1.815,69		
OAT 4% 4/18	EUR	3.500.000	97,9113486	3.426.889,72	6.040,94		
OAT 4,75% 4/ 35	EUR	2.140.000	107,20681308	2.294.225,80	307,42		
OAT 5% 10/16	EUR	800.000	109,42135500	875.370,84	989,32		
<b>Totale</b>		<b>36.245.000</b>	<b>103,96597597</b>	<b>37.682.467,99</b>	<b>20.706,58</b>	<b>- 278,14</b>	
<b>TOTALE GENERALE</b>		<b>59.726.000</b>		<b>61.512.785,61</b>	<b>37.542,40</b>	<b>- 11.161,88</b>	