



**CASSA DI PREVIDENZA - FONDO PENSIONE PER I DIPENDENTI DELLA RAI E
DELLE ALTRE SOCIETÀ DEL GRUPPO RAI - CRAIPI**

Report semestrale sulla Gestione Finanziaria al 30 Giugno 2013

SETTEMBRE 2013



1. QUADRO MACROECONOMICO AL SECONDO TRIMESTRE 2013

L'espansione dell'attività economica globale, evidenziatasi con maggiore vigore nel primo trimestre, è proseguita in primavera grazie al consolidamento della ripresa negli USA e all'espansione in Giappone. Continua tuttavia la debolezza dell'area dell'euro ed il rallentamento delle economie emergenti, in particolare della Cina.

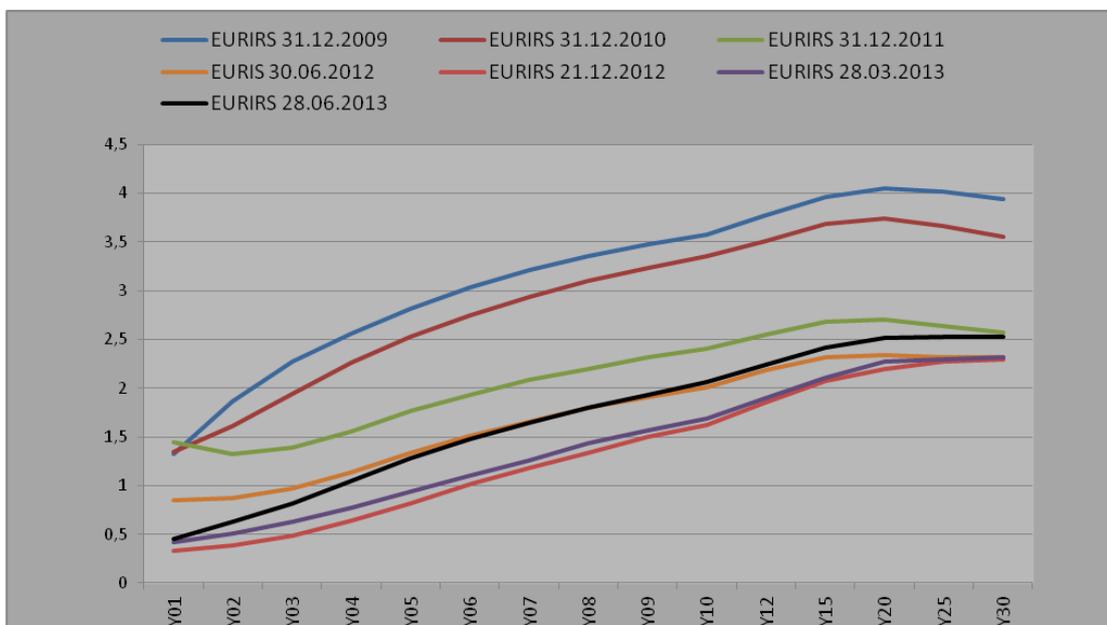
Nonostante le conseguenze negative della riduzione della spesa pubblica, rispetto al trimestre precedente il PIL degli Stati Uniti è salito, nei primi tre mesi dell'anno, dell'1,8% grazie ad un'accelerazione dei consumi delle famiglie. Tale componente è risultata determinante anche per la ripresa dell'attività economica in Giappone, dove il tasso di crescita è passato dall'1,2% al 4,1%, risultato a cui hanno inoltre contribuito l'aumento della spesa pubblica e la ripresa delle esportazioni. Nuovamente in crescita anche il Regno Unito che, grazie in particolare al risultato positivo delle esportazioni, nel primo trimestre ha fatto registrare un tasso di variazione del PIL pari all'1,1%. Secondo le previsioni più recenti, per il trimestre conclusosi si conferma un trend in crescita sia per Stati Uniti, dove il settore immobiliare continua la sua ripresa, sia per Regno Unito, in lieve accelerazione rispetto al primo trimestre. I livelli di crescita del Giappone si stima siano invece in linea con quelli del primo trimestre.

In riferimento all'euro-area, in primavera si sono evidenziati dei segnali positivi, tuttavia i livelli di crescita restano modesti. Dopo infatti il sesto calo consecutivo registrato nel primo trimestre 2013, che ha portato il tasso di variazione del PIL ad attestarsi al -0,3%, la produzione industriale nel bimestre aprile-maggio ha ricominciato a crescere, sebbene a livelli moderati (0,5%). Segnali favorevoli vengono anche dal settore delle esportazioni, nonché dall'accresciuta fiducia delle famiglie e delle imprese. Ciò nonostante, l'indicatore €-Coin ha subito una nuova flessione in giugno (passando da -0,15 in maggio a -0,18) e l'andamento dei mercati finanziari continua ad essere caratterizzato da tensioni. Difficoltà, inoltre, permangono nel settore del credito alle imprese che nei tre mesi terminanti in maggio ha subito una contrazione in tutti i paesi dell'area, ad eccezione di Francia, Paesi Bassi e Germania, per un valore complessivo del -3,3% in ragione d'anno. Nel complesso le previsioni formulate dagli esperti dell'Eurosistema indicano un tasso di variazione medio del PIL nel corso dell'intero 2013 in linea con quello del 2012, con un calo cioè dello 0,6%.

Sul fronte dei mercati finanziari, la possibilità di una stretta anticipata alla politica di stimolo monetario da parte degli Stati Uniti ha indotto una nuova fase di accentuata volatilità che si è manifestata, in particolare, a partire da maggio. I rendimenti dei titoli di stato a dieci anni sono generalmente aumentati, in particolare negli Stati Uniti e Regno Unito (dove si sono registrati rispetto alla fine di marzo incrementi rispettivamente di 75 e 74 punti base). In riferimento all'Europa, dopo una fase di un generale miglioramento dei mercati indotto dalla politica espansiva giapponese, nella seconda metà di maggio gli spread sono tornati a salire, a causa dei timori legati all'evoluzione della politica monetaria statunitense, al rallentamento dell'economia cinese e all'instabilità politica del Portogallo. In particolare, in Italia lo spread sul rendimento dei titoli decennali alla fine del trimestre è tornato attestarsi sui 292 punti base.

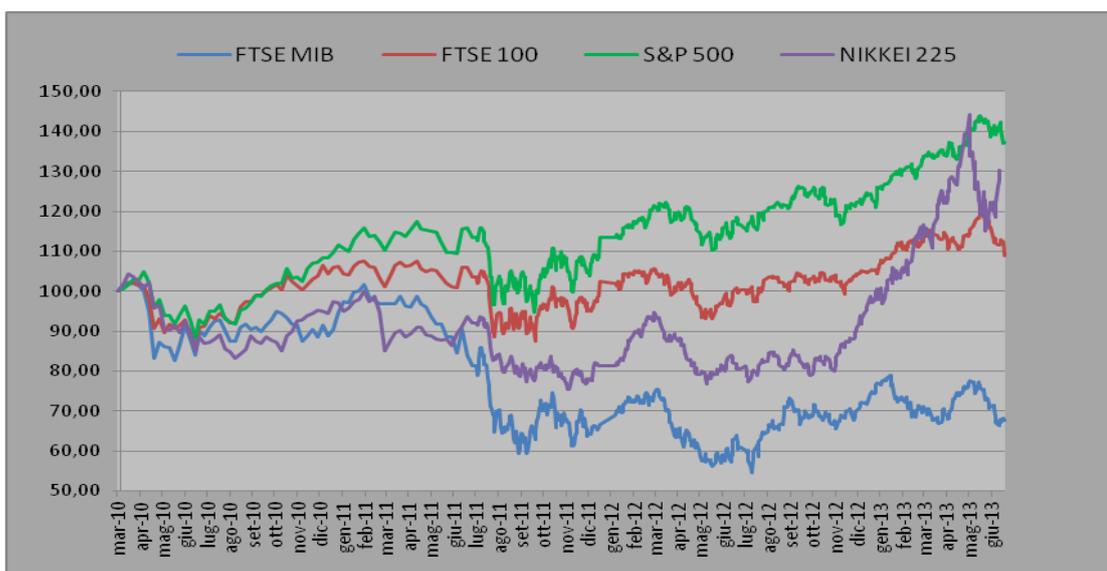


Di seguito si espone un confronto degli andamenti fatti registrare dai tassi di interesse Euro Interest Rate Swap dal 31 dicembre 2009 alla data di valutazione:



I corsi azionari hanno fatto registrare ampi rialzi nei primi mesi dell'anno, seguiti poi da consistenti cali a partire dalla seconda metà di maggio. Tuttavia nel complesso le quotazioni durante il secondo trimestre sono aumentate del 17% in Giappone e del 7% negli Stati Uniti mentre nell'area dell'euro l'incremento si è limitato al 2%.

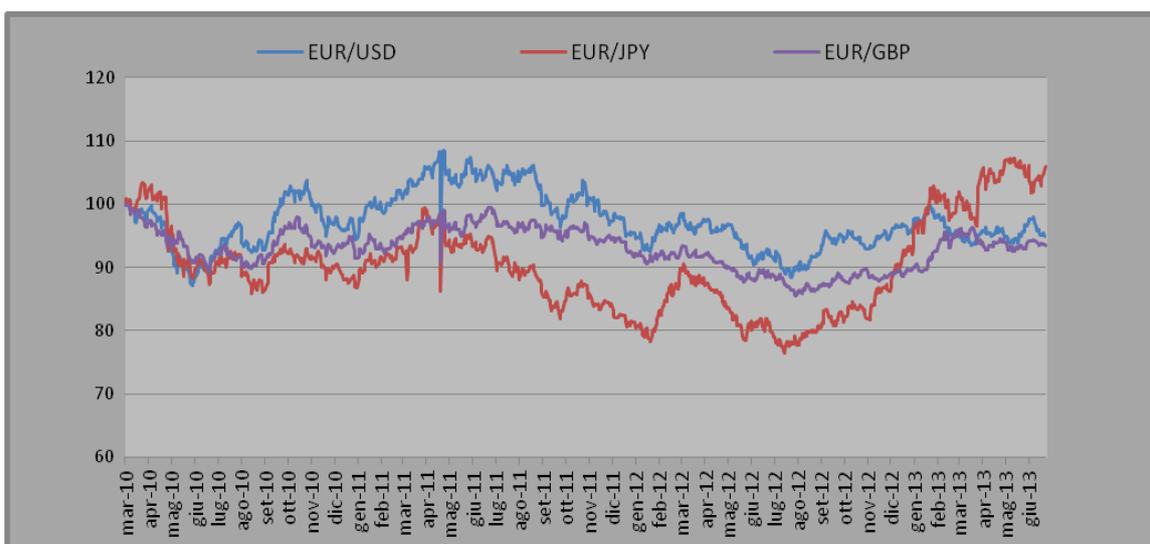
Nel grafico di seguito riportato, sono illustrati gli andamenti dei principali indici di borsa internazionali, i cui valori sono stati tutti riportati su base 100 rispetto al relativo valore di marzo 2010:





L'andamento dell'Euro ha seguito la dinamica delle politiche monetarie statunitensi e giapponesi, conseguendo un apprezzamento nei confronti sia del Dollaro che dello Yen nella prima parte del trimestre, per poi indebolirsi in particolare nei confronti del Dollaro.

Nel grafico successivo, si riporta l'andamento dei tassi di cambio EUR/USD, EUR/GBP e EUR/JPY, i cui valori sono stati tutti riportati su base 100 rispetto al relativo valore di marzo 2010:



2. ASSET MANAGEMENT

La gestione degli investimenti del Fondo Pensione CRAIPI è articolata in tre diverse tipologie: gestione diretta, gestione indiretta affidata ai gestori SSGA e Natixis e gestione assicurativa.

Il rendimento complessivo conseguito nel primo semestre 2013 è stato stimato pari allo 0,85% per il comparto ordinario, e pari all'1,56 % per la polizza silenti.

2.1 INVESTIMENTI IN GESTIONE INDIRECTA

Di seguito si riporta un'analisi sintetica relativa ai portafogli dei singoli gestori.

Per quanto riguarda la composizione dell'asset allocation si rileva una netta preponderanza di strumenti di tipo obbligazionario, sia a livello totale che dei singoli gestori.

Nella Tabella 1 sono riportati i valori di mercato distinti per tipologia di asset e per gestore.

Il Fondo Pensione CRAIPI ha affidato la gestione degli attivi a copertura delle proprie riserve tecniche a due gestori prevalenti: SSGA e Natixis.



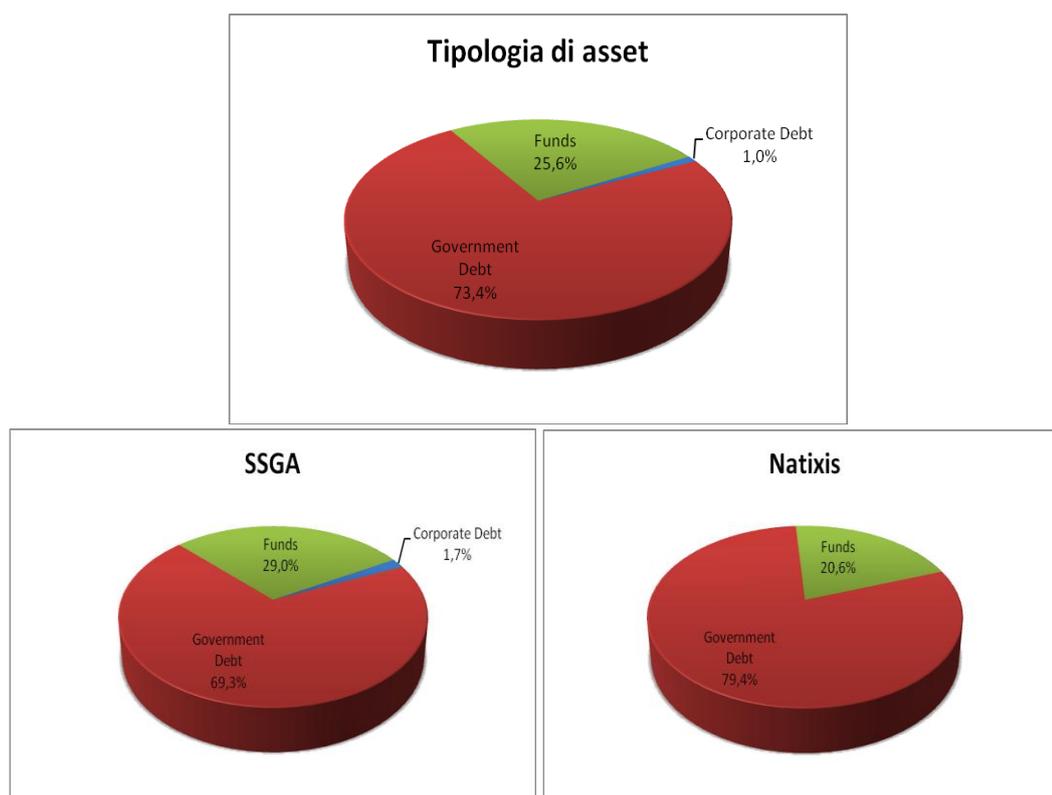
Tab 1: Valori di mercato per tipologia di attivo

Tipologia Asset	Totale	SSGA	Natixis
Corporate Debt	1.659.723	1.659.723	-
Government Debt	122.317.172	68.863.604	53.453.567
Funds	42.695.702	28.861.294	13.834.408
Totale	166.672.597	99.384.622	67.287.975

(importi in euro)

Il limite massimo del 30% stabilito dalle linee di indirizzo per gli investimenti in OICR è rispettato sia a livello globale che relativamente ai portafogli dei gestori.

Fig. 1: Valori di mercato % per tipologia di attivo



L'analisi delle componenti interne dei fondi, inoltre, mostra un peso rilevante associato alla componente obbligazionaria in entrambi i portafogli dei gestori. Ciò porta la componente obbligazionaria complessiva del portafoglio all'85,83%. Le rappresentazioni grafiche riportate in Figura 2 evidenziano, quindi, come la componente principale di rischio sia rappresentata dal rischio sovrano.

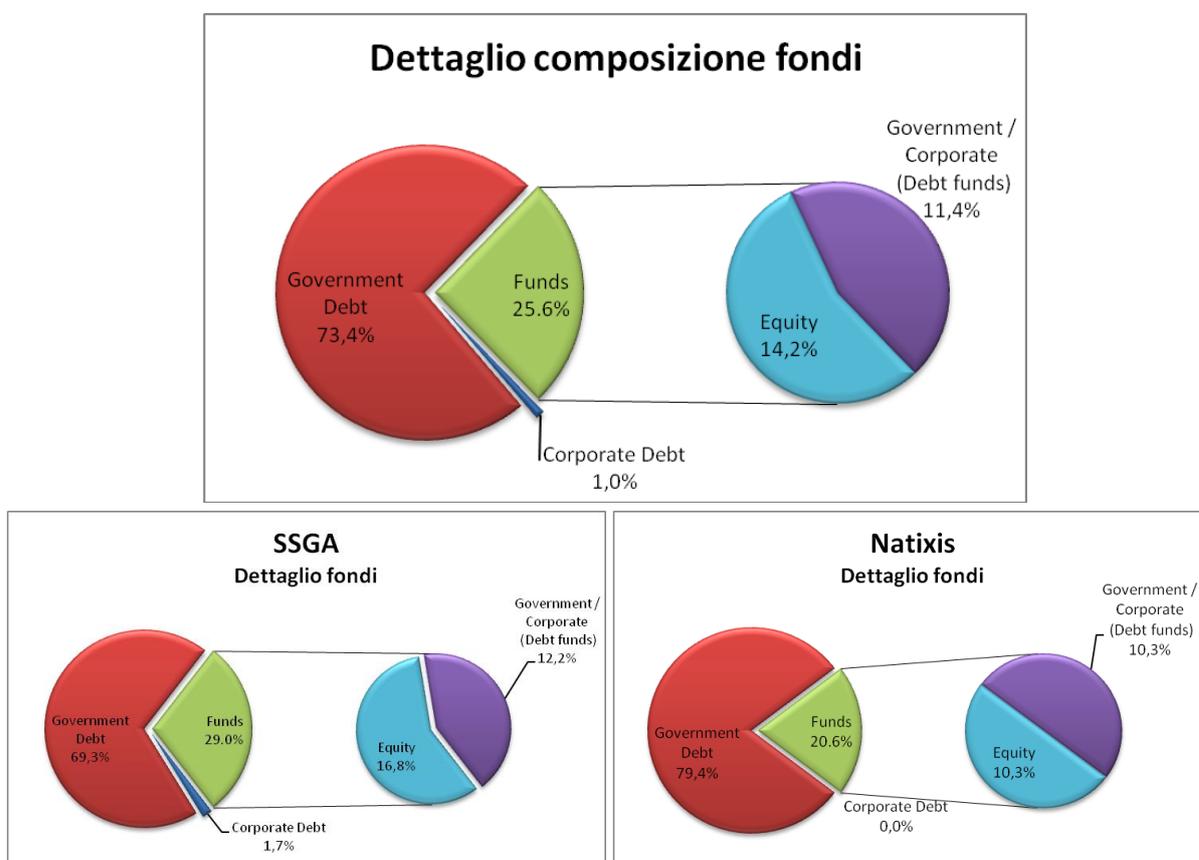


Tab 2: Valori di mercato per tipologia di attivo presente nei fondi

Tipologia Asset	Totale	SSGA	Natixis
Equity	23.617.030	16.706.555	6.910.475
Government / Corporate	19.078.672	12.154.739	6.923.933
Totale	42.695.702	28.861.294	13.834.408

(importi in euro)

Fig. 2: Valori di mercato % per tipologia di attivo presente nei fondi



Il vincolo del limite massimo del 20% stabilito per gli investimenti in titoli azionari risulta rispettato sia a livello globale che in relazione ai portafogli dei singoli gestori.

L'analisi degli strumenti in base alla valuta mostra una sostanziale concentrazione in titoli denominati in euro con ridotte esposizioni in altre valute tra cui in particolare Dollari e Yen. Risulta, dunque, ampiamente superata la quota minima del 30% imposta per investimenti denominati in euro (Figura 3).

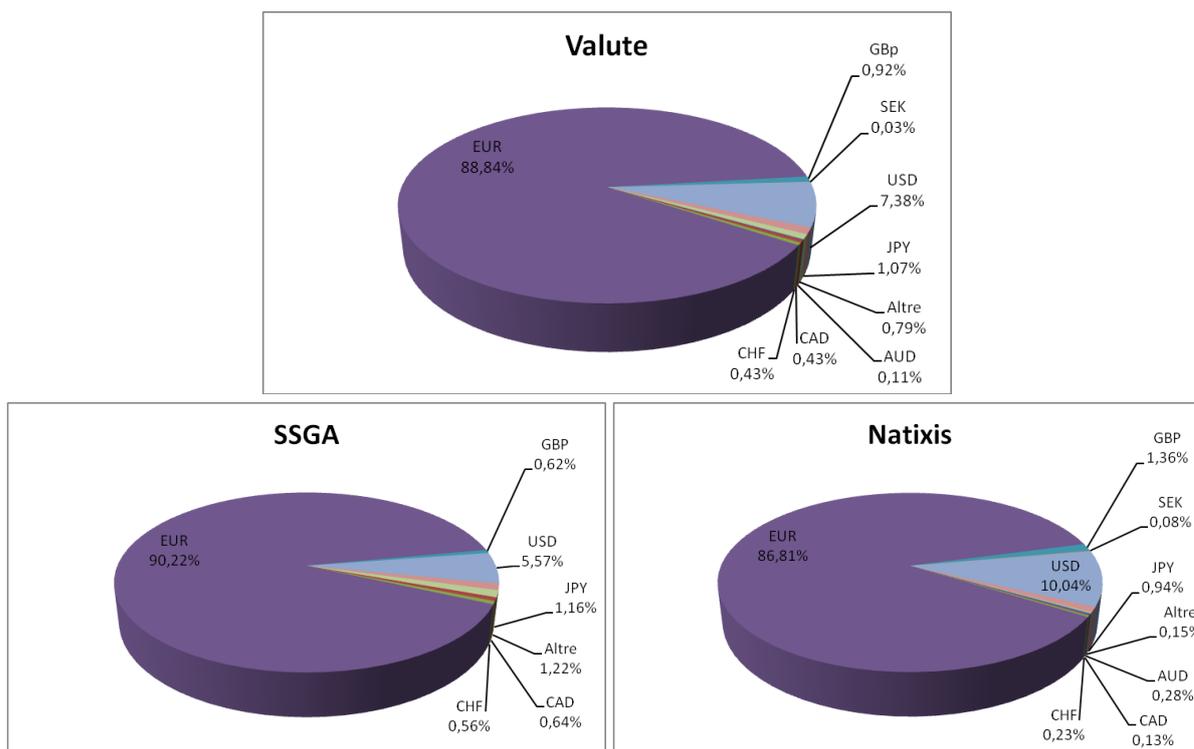


Tab 3: Valori di mercato per valuta di denominazione degli strumenti

Valuta	Totale	SSGA	Natixis
EUR	148.074.805	89.664.806	58.409.999
USD	12.295.442	5.537.711	6.757.731
JPY	1.782.998	1.153.855	629.143
GBP	1.531.270	618.172	913.098
Altre	1.309.739	1.211.499	98.240
CAD	722.832	638.049	84.783
CHF	714.619	560.529	154.089
AUD	186.388	0	186.388
SEK	54.503	0	54.503
Totale	166.672.597	99.384.622	67.287.975

(importi in euro)

Fig. 3: Valori di mercato % per valuta di denominazione degli strumenti



L'analisi per area geografica evidenzia un'elevata concentrazione degli investimenti in strumenti riferiti all'area Euro.

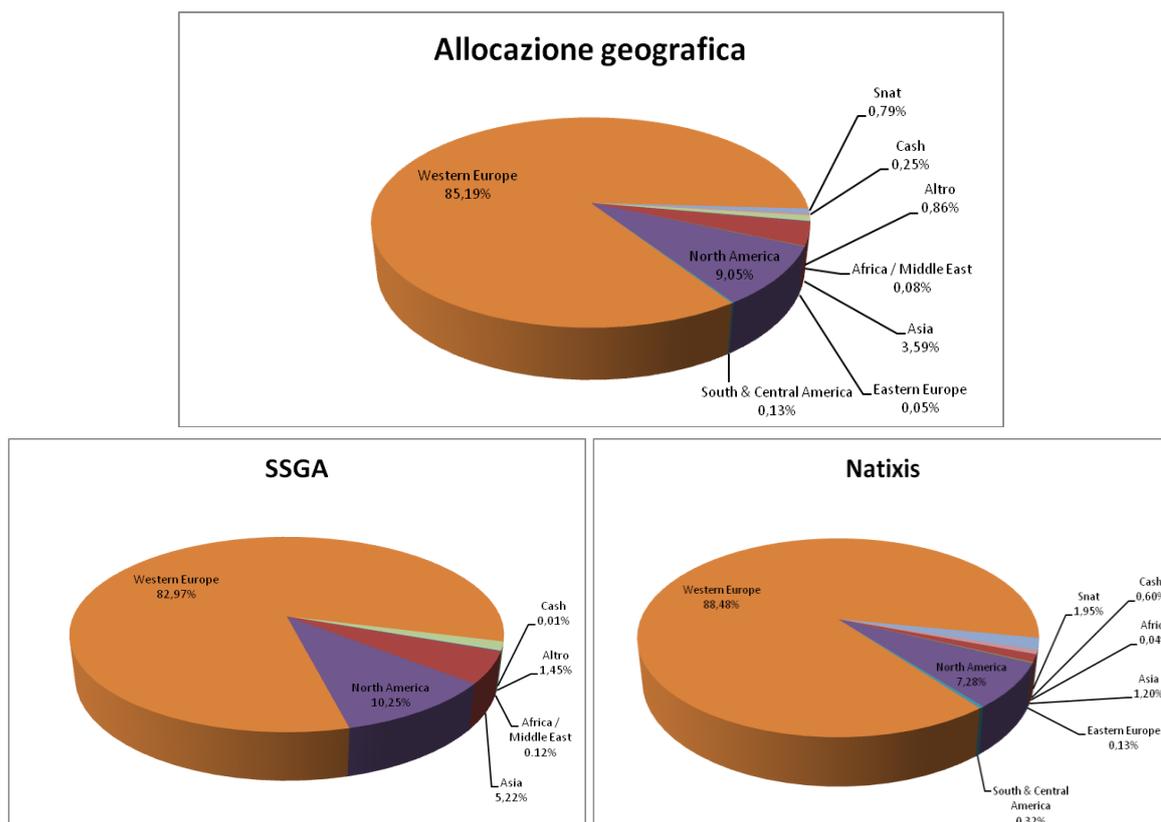


Tab 5: Valori di mercato per aera geografica di riferimento

Area Geografica	Totale	SSGA	Natixis
Western Europe	141.991.705	82.455.241	59.536.464
North America	15.083.788	10.182.805	4.900.983
Asia	5.990.836	5.183.415	807.421
Altro	1.440.700	1.440.700	0
Soupranational	1.313.004	0	1.313.004
Cash	408.366	7.576	400.790
South & Central America	218.217	0	218.217
Africa / Middle East	139.936	114.885	25.051
Eastern Europe	86.044	0	86.044
Totale	166.672.597	99.384.622	67.287.975

(importi in euro)

Fig 5: Valori di mercato % per area geografica di riferimento



Effettuando una ripartizione per paese di appartenenza degli enti emittenti, si rileva che tra i paesi maggiormente rappresentati si collocano Francia, Italia, Lussemburgo e Germania. Occorre tuttavia tener presente che la rilevanza della Francia, ed in particolare del Lussemburgo, è legata al domicilio dei fondi di investimento.

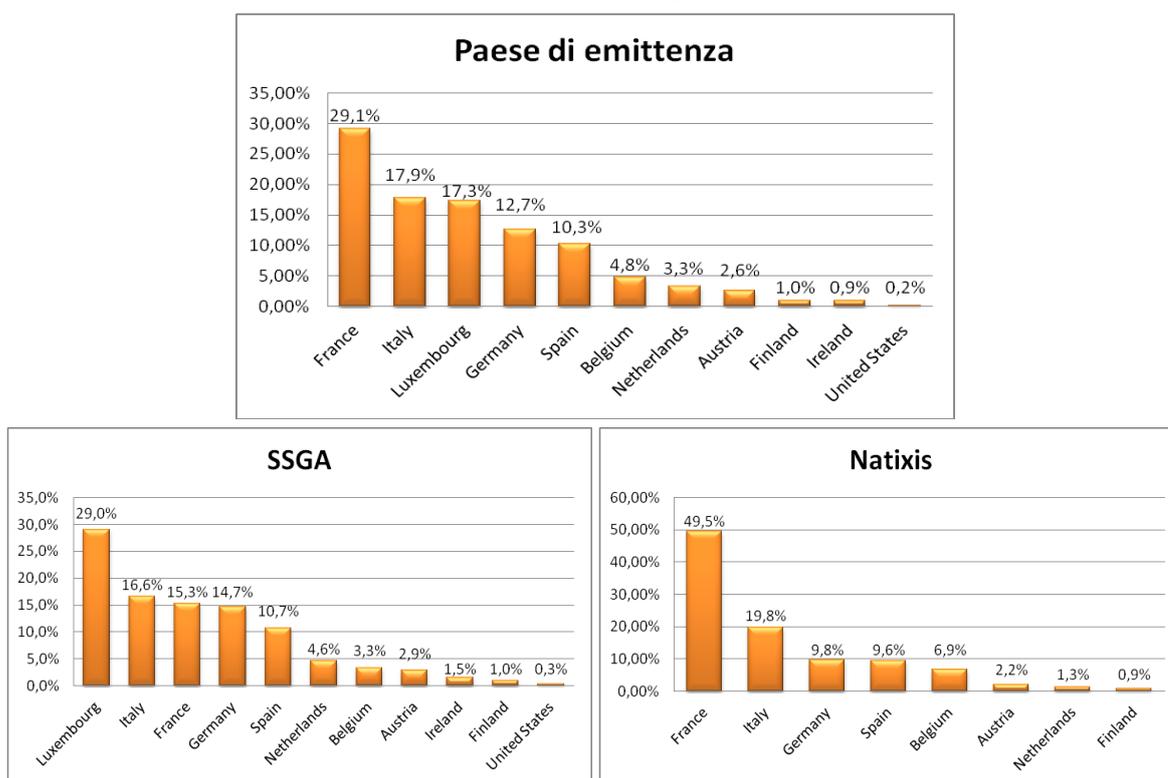


Tab 6: Valori di mercato per paese di appartenenza dell'emittente

Paese di emittenza	Totale	SSGA	Natixis
France	48.533.272	15.225.724	33.307.548
Italy	29.800.989	16.477.970	13.323.019
Luxembourg	28.861.294	28.861.294	
Germany	21.164.007	14.569.786	6.594.222
Spain	17.133.554	10.673.908	6.459.646
Belgium	7.922.563	3.279.693	4.642.870
Netherlands	5.446.436	4.571.693	874.744
Austria	4.372.428	2.892.092	1.480.335
Finland	1.599.438	993.846	605.592
Ireland	1.530.523	1.530.523	
United States	308.092	308.092	
Totale	166.672.597	99.384.622	67.287.975

(importi in euro)

Fig 6: Valori di mercato % per Paese di appartenenza dell'emittente



I requisiti di rating associati ai titoli presenti in portafoglio risultano coerenti con le linee di indirizzo. La percentuale di titoli di cui non è stato possibile individuare il rating è da ricondurre a componenti dei fondi di investimento. La ripartizione geografica precedentemente illustrata (Figura 5) induce comunque a ritenere che la maggioranza dei titoli in questione possano considerarsi sufficientemente affidabili.

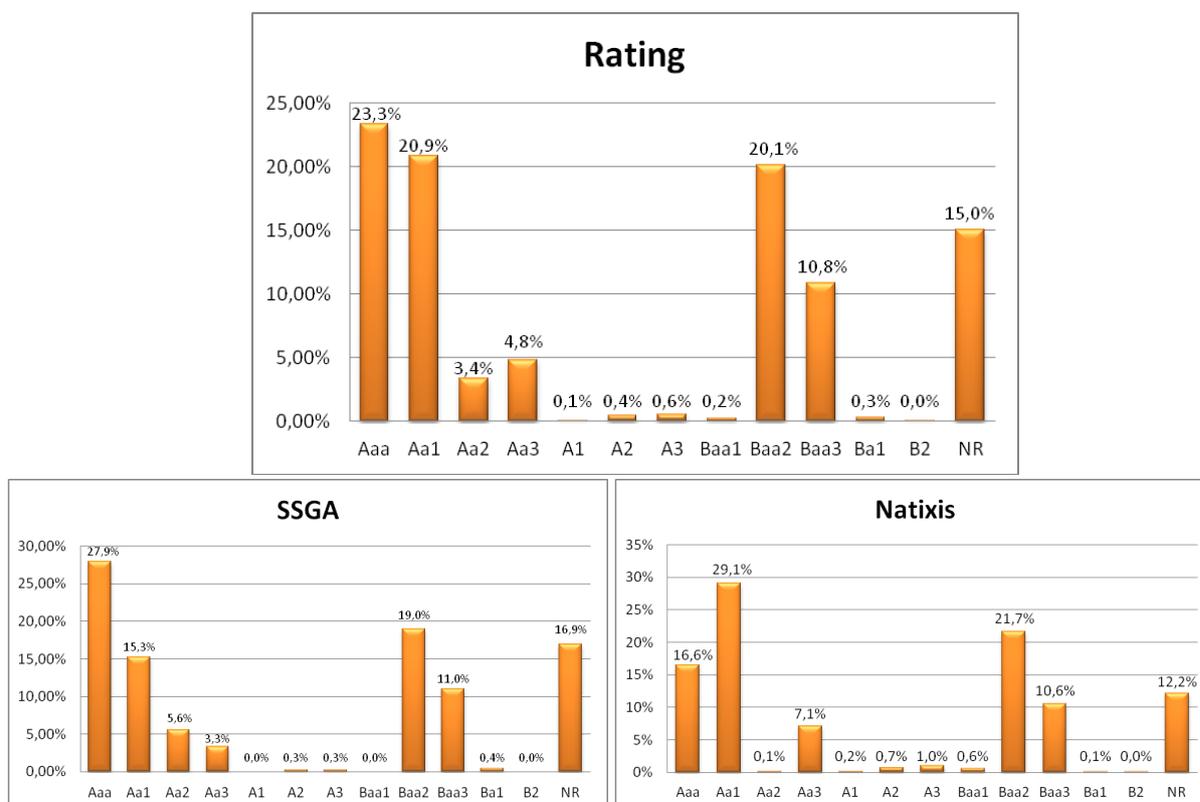


Tab 7: Valori di mercato per rating secondo la scala Moody's

Rating Moody's	Totale	SSGA	Natixis
Aaa	38.894.611	27.750.277	11.144.334
Aa1	34.758.337	15.173.485	19.584.852
Aa2	5.620.701	5.535.828	84.873
Aa3	8.055.344	3.288.190	4.767.154
A1	115.225	0	115.225
A2	747.316	256.628	490.688
A3	932.296	250.025	682.271
Baa1	388.391	0	388.391
Baa2	33.516.742	18.908.748	14.607.994
Baa3	18.081.492	10.946.991	7.134.501
Ba1	494.392	428.840	65.552
B2	6.266	0	6.266
NR	25.061.483	16.845.610	8.215.873
Totale	166.672.597	99.384.622	67.287.975

(importi in euro)

Fig 7: Valori di mercato % per rating secondo la scala Moody's





2.2 INVESTIMENTI IN GESTIONE ASSICURATIVA

Il portafoglio polizze CRAIPI al 30.06.2013 risulta investito nelle seguenti tipologie di polizze:

- polizze a capitalizzazione finanziaria a premio unico;
- polizze a capitalizzazione finanziaria a premio annuale;
- polizze di capitale differito a premio unico ricorrente;
- polizze miste combinate a premio unico di tipo Unit Linked¹
- polizze miste combinate a premi unici ricorrenti di tipo Unit Linked²;
- polizze Index Linked a premio unico³.

Le Compagnie di assicurazione presso le quali CRAIPI ha stipulato le suddette polizze sono le seguenti:

- AXA Assicurazioni S.p.A.;
- Cattolica Assicurazioni Soc. Coop.;
- GENERTELife S.p.A.⁴;
- Helvetia Vita S.p.A.;
- INA Assitalia S.p.A.;
- Liguria Vita S.p.A.;
- Zurich Investments Life S.p.A..

Si ricorda che le risultanze contenute nel presente paragrafo sono state formulate sulla base delle informazioni puntuali fornite dalle suddette compagnie, ad eccezione di INA Assitalia S.p.A..

Il valore del portafoglio assicurativo al 30.06.2013, relativo alle sole polizze rendicontate⁵, ammonta a 68.369 migliaia di Euro. Al 31.12.2012 risultavano attive polizze per 76.882 migliaia di Euro, di cui il corrispondente valore riferito alle sole polizze Axa, Cattolica, GenertelLife, Helvetia, Liguria Vita e Zurich, di cui al presente report, ammontava a 67.223 migliaia di Euro.

Tutte le posizioni valutate rappresentano polizze a capitalizzazione finanziaria a premio unico e a premio annuale, ad eccezione della polizza Zurich 451838 che, invece, è un prodotto di tipo index-linked.

Nel corso del secondo trimestre, come avvenuto nei primi tre mesi dell'anno, il portafoglio non ha subito operazioni di ristrutturazione, né sono state sottoscritte nuove polizze assicurative.

Nello stesso periodo, inoltre, sono giunte a scadenza le seguenti polizze:

- polizza Cattolica n. 105342, in data 14.04.2013;
- polizza Helvetia n. 89/14518, in data 18.06.2013.

¹ Polizza GENERTELife n.1484343.

² Polizza GENERTELife n.1401984.

³ Polizze Zurich 451838.

⁴ Si ricorda che dall'1 agosto 2012 ha avuto effetto l'operazione di fusione della Società Fata Vita S.p.A. nella Compagnia di Assicurazioni GenertelLife S.p.A.

⁵ Polizze Axa, Cattolica, GenerteLife, Helvetia, Liguria Vita e Zurich.



Inoltre, si segnala che il valore della riserva matematica della polizza Liguria Vita n. 600314 è stato ridotto, in quanto la rata di premio, con decorrenza al 21.09.2012, risulta alla data di valutazione ancora insoluta. Si ricorda che l'importo di tale rata ammonta a 600.000 €, al lordo del caricamento per spese pari al 9,68%.

Nel corso del semestre è stato effettuato un versamento aggiuntivo sulla polizza Helvetia n.511, dedicata alla gestione del TFR dei silenti. Sulla stessa polizza, inoltre, in data 01.01.2013 è stato effettuato un riscatto parziale, di cui si riportano le relative specifiche nella Tabella 10 rappresentata nelle pagine successive.

Nelle Tabella 8 e 9, di seguito rappresentate, si riportano, rispettivamente, la rendicontazione delle polizze del comparto ordinario e della polizza dedicata alla raccolta delle quote di TFR degli iscritti silenti (Helvetia n.511), tutte sottoscritte in date antecedenti l'1.01.2013.



Tab 8: Rendicontazione al 30.06.2013 delle polizze del comparto ordinario

Compagnia	N° polizza	Valore al 31.12.2012	Premi di competenza dei primi 6 mesi del 2013	Caricamento sul premio di competenza 2013	Premio puro a investimento	Totale investito	Caricamento 2013 di competenza dei primi 6 mesi del 2013	Plus/minus valenze	Valore al 30.06.2013
AXA	07-97011	2.149.642,80	-	-	-	2.149.642,80	-	23.825,17	2.173.467,97
Totale AXA		2.149.642,80	-	-	-	2.149.642,80	-	23.825,17	2.173.467,97
CATTOLICA	105574	552.780,85	-	-	-	552.780,85	-	8.043,61	560.824,46
Totale CATTOLICA		552.780,85	-	-	-	552.780,85	-	8.043,61	560.824,46
GENERTELife	3041220	5.014.208,60	-	-	-	5.014.208,60	-	88.932,04	5.103.140,64
GENERTELife	3041221	3.040.270,11	-	-	-	3.040.270,11	-	53.922,25	3.094.192,36
GENERTELife	3041222	4.050.409,77	-	-	-	4.050.409,77	-	71.838,10	4.122.247,87
GENERTELife	3044891	3.052.921,53	-	-	-	3.052.921,53	-	53.860,06	3.106.781,59
GENERTELife	3044892	2.531.477,14	-	-	-	2.531.477,14	-	44.660,67	2.576.137,81
GENERTELife	1401984	623.540,95	-	-	-	623.540,95	-	10.156,96	633.697,91
GENERTELife	1483458	1.128.424,16	-	-	-	1.128.424,16	-	17.846,94	1.146.271,10
GENERTELife	1484343	2.772.086,49	-	-	-	2.772.086,49	-	42.785,08	2.814.871,57
Totale GENERTELife		22.213.338,75	-	-	-	22.213.338,75	-	384.002,10	22.597.340,85
HELVETIA	88/004	6.791.569,01	-	-	-	6.791.569,01	-	97.759,72	6.889.328,73
HELVETIA	88/023	3.575.228,90	-	-	-	3.575.228,90	-	51.462,82	3.626.691,72
HELVETIA	88/039	11.600.561,16	-	-	-	11.600.561,16	-	166.981,68	11.767.542,84
HELVETIA	88/504	2.178.319,88	-	-	-	2.178.319,88	-	32.557,17	2.210.877,05
Totale HELVETIA		24.145.678,95	-	-	-	24.145.678,95	-	348.761,39	24.494.440,34
LIGURIA VITA	600314	2.258.976,50	-	-	-	2.258.976,50	-	- 18.161,59	1.640.814,91
Totale LIGURIA VITA		2.258.976,50	-	-	-	2.258.976,50	-	- 18.161,59	1.640.814,91
ZURICH	451838	11.179.332,00	-	-	-	11.179.332,00	-	94.990,00	11.274.322,00
Totale ZURICH		11.179.332,00	-	-	-	11.179.332,00	-	94.990,00	11.274.322,00
Totale Axa, Cattolica, GenerteLife, Helvetia, Liguria Vita e Zurich		62.499.749,85	-	-	-	62.499.749,85	-	841.460,68	62.741.210,53

(importi in Euro)



Tab 9: Rendicontazione al 30.06.2013 delle polizze silenti

Compagnia	N° polizza	Valore al 31.12.2012	Premi di competenza dei primi 6 mesi del 2013	Caricamento sul premio di competenza 2013	Premio puro a investimento	Totale investito	Caricamento 2013 di competenza dei primi 6 mesi del 2013	Plus/minus valenze	Valore al 30.06.2013
HELVETIA	88/511	4.723.039,42	964.826,93	-	964.826,93	5.687.866,35	-	81.461,60	5.627.435,87

(importi in Euro)

Tab 10: Riscatti parziali nel corso del primo semestre 2013

Compagnia	N° polizza	Riscatti incassati	Riserva matematica stornata
HELVETIA	88/511	141.892,08	141.892,08

(importi in Euro)



La gestione del portafoglio delle sole polizze sottoscritte con Axa, Cattolica, Helvetia, GenerteLife, Liguria Vita e Zurich, nel corso del primo semestre 2013 ha portato alla realizzazione di un risultato globale positivo di circa 951 migliaia di Euro. Il risultato sopra esposto è stato generato dalla sommatoria delle seguenti voci:

Tab 11: Risultato parziale⁶ della gestione del Portafoglio Polizze

30.06.2013	Comparto Ordinario	Comparto Garantito	Totale portafoglio polizze
Proventi valutativi e da trasformazione realizzati	841	81	923
Costi di caricamento e altri oneri	-	-	-
Profitti/perdite su riscatti e rimborsi	28	-	28
Totale Axa, Cattolica, GenerteLife, Helvetia, Liguria Vita, Zurich	869	81	951

(importi in migliaia di Euro)

Un'analisi più dettagliata delle suddette polizze, in essere al 30.06.2013, rileva che il rendimento al lordo dei caricamenti è pari a circa all'1,35% (netto caricamenti 0,92%) per il comparto ordinario, mentre, il comparto garantito (polizza Helvetia n.511) ha fatto registrare un rendimento lordo pari allo 1,56%, coincidente con quello netto in quanto per tale polizza non sono previsti costi di caricamento.

Infine, nelle tabelle seguenti, si riportano i rendimenti realizzati al 30.06.2013 dalle stesse polizze, raggruppate per compagnia di assicurazione emittente e, rispettivamente, per il comparto ordinario e per polizze dedicate alla gestione del TFR:

Tab 12: Rendimenti al lordo e al netto dei caricamenti per polizze in essere al 30.06.2013: comparto ordinario

Compagnia	Valore della polizza al 31/12/2012 + Premio puro a investimento	Plusvalenze/ (Minusvalenze)	Valore della polizza al 30/06/2013	Rendimento lordo (%)	Rendimento netto (%)	Caricamento medio di competenza
AXA	2.149,64	23,83	2.173,47	1,11%	1,11%	0,00%
CATTOLICA	552,78	8,04	560,82	1,46%	1,38%	0,07%
GENERTELife	22.213,34	384,00	22.597,34	1,73%	1,23%	0,50%
HELVETIA	24.145,68	348,76	24.494,44	1,44%	1,20%	0,24%
LIGURIA Vita	2.258,98	-18,16	1.640,81	-0,80%	-0,80%	0,00%
ZURICH	11.179,33	94,99	11.274,32	0,85%	-0,03%	0,88%
Totale Axa, Cattolica, GenerteLife, Helvetia, Liguria Vita, Zurich	62.499,75	841,46	62.741,21	1,35%	0,92%	0,43%

(valori in migliaia Euro)

⁶ Elaborazioni effettuate sulle polizze Axa, Cattolica, Helvetia, GenerteLife, Liguria Vita e Zurich.



Tab 13: Rendimenti al lordo e al netto dei caricamenti per polizze in essere al 30.06.2013: polizze silenti

Compagnia	Valore della polizza al 31/12/2012 + Premio puro a investimento	Plusvalenze/ (Minusvalenze)	Valore della polizza al 30/06/2013	Rendimento lordo (%)	Rendimento netto (%)	Caricamento medio di competenza
HELVETIA	5.687,87	81,46	5.627,44	1,56%	1,56%	0,00%

(valori in migliaia Euro)

Si segnala che i rendimenti netti, sopra esposti, sono stati calcolati tenendo conto dei caricamenti e degli oneri poliennali di competenza del semestre oggetto di valutazione.

Nelle tabelle di seguito riportate, è rappresentato in sintesi il rendimento stimato per le polizze in essere al 30.06.2013 secondo le valutazioni attuariali:

Tab 14: Rendimento lordo e aliquota di caricamento: comparto ordinario

	30.06.2013
Rendimenti lordi	1,35%
<i>aliquota di caricamento medio del periodo</i>	0,43%

Tab 15: Rendimento lordo e aliquota di caricamento: polizze silenti

	30.06.2013
Rendimenti lordi	1,56%
<i>aliquota di caricamento medio del periodo</i>	0,00%



2.3 CONTROLLO DEL LIVELLO DI RISCHIO

In ottica di monitoraggio del profilo di rischio del portafoglio investimenti affidati in gestione non assicurativa, il CdA ha fissato un parametro di rischio complessivo, misurato in termini di VaR (livello di confidenza 95%), su un orizzonte temporale settimanale, pari all'1%.

L'analisi condotta ha avuto lo scopo di controllare che tale limite sia stato rispettato.

In particolare nella Tabella 16 si riporta il VaR calcolato su un orizzonte temporale giornaliero, ad un livello di probabilità pari, rispettivamente, al 99% e al 95%.

Dai risultati esposti, si osserva che il valore complessivo del portafoglio, nel corso di una giornata, può subire una perdita superiore allo 0,44%, con probabilità dell'1%, e una perdita superiore allo 0,28% con probabilità pari al 5%.

Tab 16: Value at risk (orizzonte giornaliero)

Portafoglio	VaR 99%	VaR 95%
Totale	0,44%	0,28%
SSGA	0,37%	0,25%
Natixis	0,60%	0,39%

Al fine di agevolare il confronto fra il livello di rischio tollerato ed i risultati emersi dall'analisi, si riporta in Tabella 17 il VaR con cadenza settimanale.

Tab 17: Value at risk (orizzonte settimanale)

Portafoglio	VaR 99%	VaR 95%
Totale	0,98%	0,63%
SSGA	0,83%	0,55%
Natixis	1,34%	0,87%

Emerge che il livello di rischio associato al portafoglio complessivo è inferiore della soglia tollerata dell'1% (definita in termini di VaR con cadenza settimanale e con livello di confidenza pari al 95%).

In Tabella 18 si riporta, infine, il rendimento realizzato dai gestori su base semestrale.

Tab 18: Rendimento semestrale per gestore

Rendimento semestrale	
SSGA	1,12%
Natixis	0,00%



3. OSSERVAZIONI E PUNTI DI ATTENZIONE

Si riportano di seguito la sintesi delle risultanze dei controlli effettuati sui portafogli in gestione:

PARAMETRI DI RISCHIO E LIMITI CONTROLLATI	RISULTATO DELLA VERIFICA
VaR dell'1% settimanale a livello di confidenza del 95%	Il livello di rischio associato al portafoglio complessivo, nonché ai singoli portafogli dei gestori, è inferiore alla soglia tollerata.
Limite massimo del 30% in OICR con retrocessione delle commissioni	Il limite è rispettato a livello globale e relativamente al portafoglio dei singoli gestori.
Limite massimo del 20% in titoli azionari	Il limite è rispettato sia a livello globale che in relazione ai portafogli dei singoli gestori.
Limite massimo del 2% in titoli obbligazionari definiti High Yield	L'analisi per rating associati ai titoli presenti in portafoglio ha rilevato una sostanziale coerenza rispetto alle linee di indirizzo fissate dal CdA.
Report Gestori	Natixis: report completo e conforme. SSgA: report non conforme a quanto definito in sede di gara.
Limite massimo del 20% di liquidità	Limite rispettato.
Limite minimo del 33% di attivi denominati in euro	Limite minimo ampiamente superato.

4. AVVENIMENTI SUCCESSIVI ALLA CHIUSURA DEL SECONDO TRIMESTRE

Il 9 luglio l'agenzia di rating S&P ha rivisto al ribasso il giudizio sul merito di credito dell'Italia che è così passato da BBB+ a BBB. I timori relativi ad un ulteriore indebolimento dell'economia italiana, dettato in particolare dall'immobilità del mercato del lavoro, hanno inoltre indotto S&P ad indicare un outlook negativo, esprimendo dubbi sulla capacità dell'Italia di raggiungere gli obiettivi di bilancio fissati per l'anno in corso a causa delle manovre di governo relative alla sospensione dell'Imu e al rinvio dell'aumento dell'IVA. Il declassamento tuttavia non ha provocato panico sui mercati e le aste di BoT e BtP hanno avuto un buon riscontro. Tuttavia, il differenziale tra il decennale italiano e il



bund tedesco, che attualmente si attesta attorno ai 244 punti base con rendimento al 4,4 %, risulta sostanzialmente in linea con lo spread spagnolo, fenomeno questo, interpretato come un elemento negativo circa le prospettive di crescita dell'economia italiana. Inoltre il commissario Ue agli Affari economici e monetari, Olli Rehn, in visita a Roma, è tornato ad ammonire l'Italia, affermando che il taglio dell'Imu è contrario alla linea dell'Unione Europea, e che un deficit in rialzo porterebbe alla riapertura della procedura per deficit eccessivo.

Un taglio di rating è stato inoltre realizzato dall'agenzia Fitch nei confronti del Fondo Salva Stati europeo, passato da AAA ad AA+. Il declassamento, che segue un analogo provvedimento di Moody's, è riconducibile a sua volta alla perdita da parte della Francia della tripla A, il che ha fatto sì che i titoli obbligazionari a lungo termine emessi dall'Efsf non siano più coperti interamente da garanzie con rating massimo.

In relazione agli Stati Uniti, l'attesa manovra restrittiva sugli stimoli all'economia da parte della Federal Reserve non c'è stata. La Fed ha infatti deciso a sorpresa di mantenere invariato il piano di acquisti di titoli del Tesoro in attesa di risultati più stabili e incisivi prima di ridurre gli aiuti all'economia.