



FONDO PENSIONE

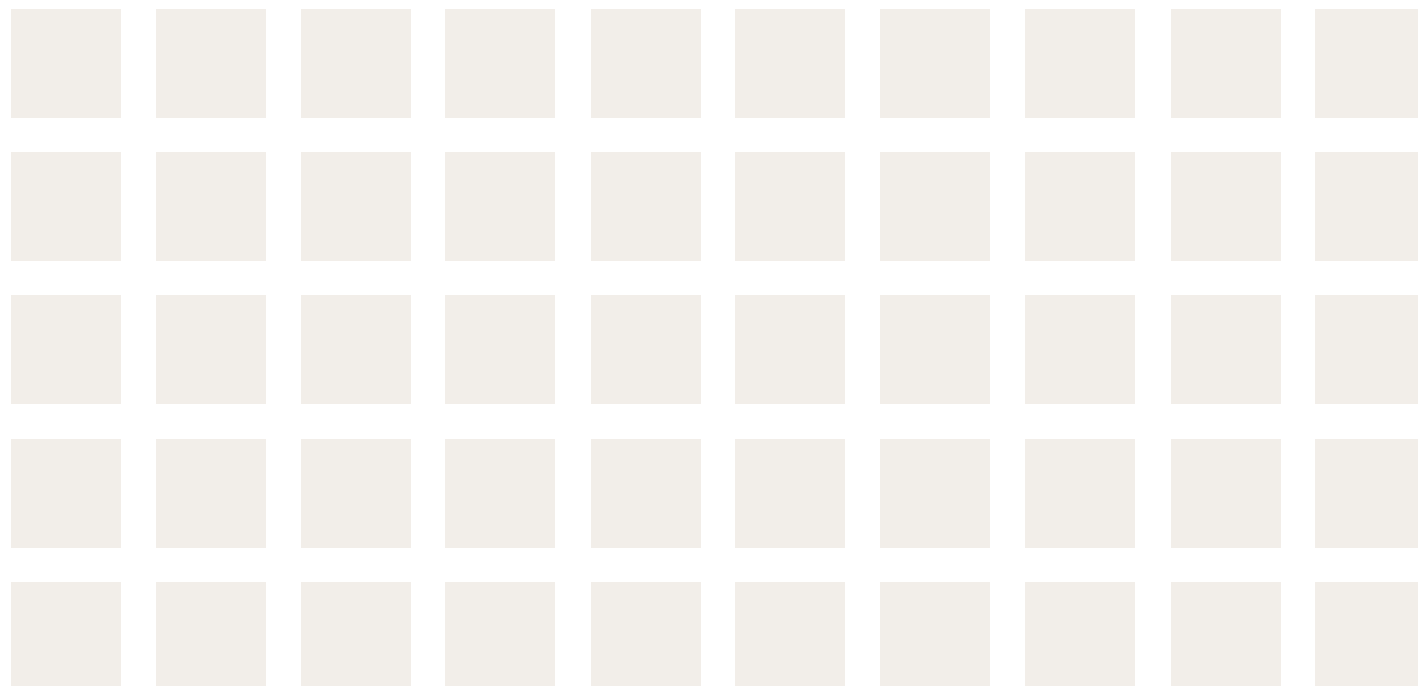
GRUPPO CARIPARMA CRÉDIT AGRICOLE



COMMENTO DEI GESTORI

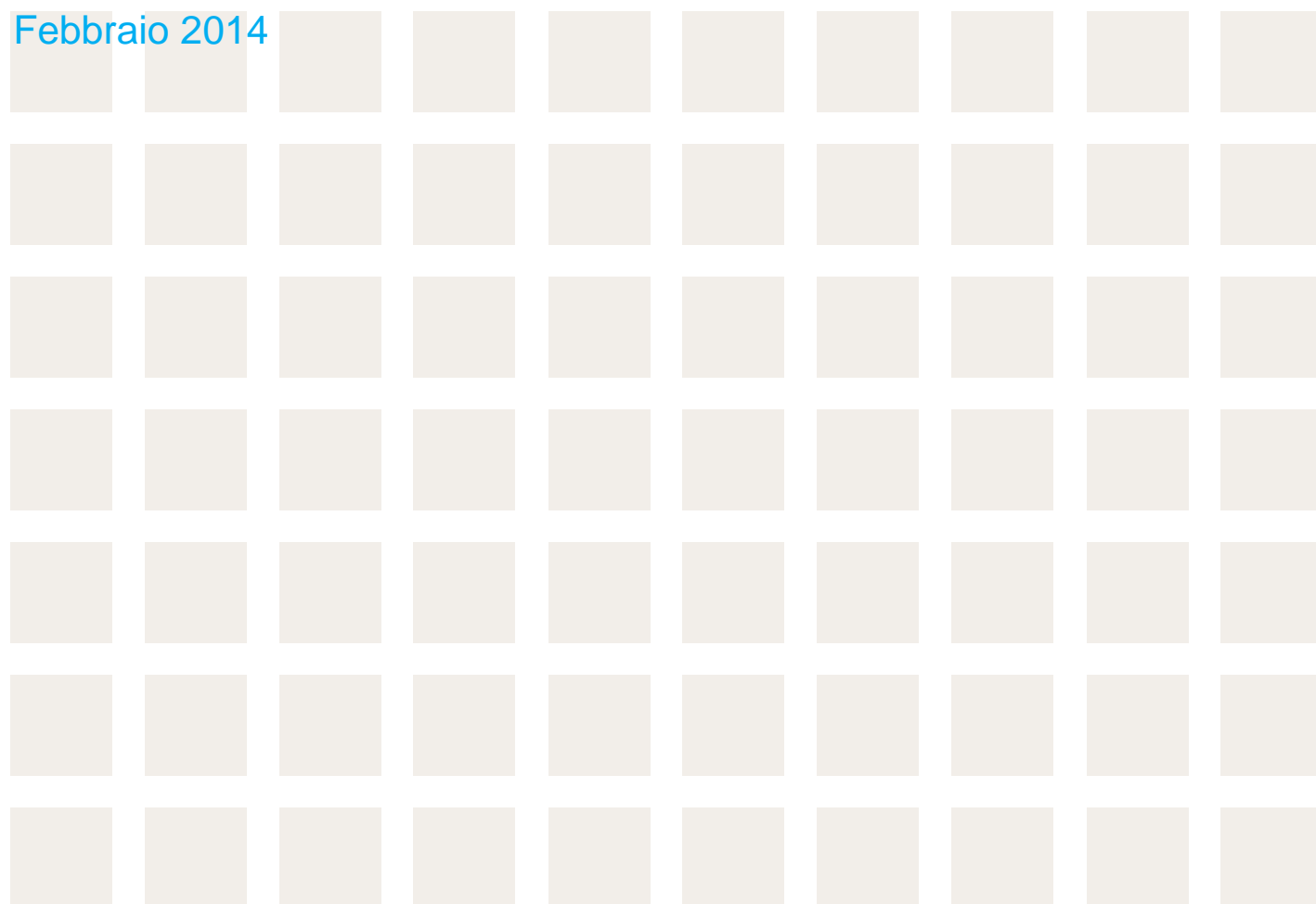
AL 31/12/2013

Allegato B



Commento di gestione sul 2013

Febbraio 2014



Contesto economico:

Dopo un inizio di anno positivo soprattutto per gli attivi rischiosi, la sorpresa è arrivata dalle elezioni italiane. Con un nuovo fermento e la mancanza di visibilità politica, lo spread 10 anni italiano si è bruscamente allargato a 345 basis points. Al contrario, il tasso tedesco si è mantenuto al livello di inizio gennaio, intorno allo 0,04% per il 2Y e all'1,45% per il 10 anni. Nel mese di marzo, la crisi dell'Euro zona ha avuto un ulteriore picco con Cipro. Ancora una volta, il settore finanziario e lo spread dei bond periferici sono stati particolarmente penalizzati.

In questo contesto economico del primo trimestre 2013, i mercati azionari europei hanno registrato un andamento positivo, come l'indice MSCI EMU con +2,3%, diversamente i paesi periferici hanno incontrato diversi problemi, l'indice FTSE / MIB ha avuto un rendimento netto negativo del 5,7%.

L'annuncio della Banca del Giappone di un importante quantitative easing (acquisto di tre quarti di emissioni giapponesi a medio e lungo termine per il resto del 2013 e poi probabilmente anche di emissioni estere) e, dall'altro, l'attesa di un ultimo taglio dei tassi della Banca Centrale Europea unito a misure di sostegno alle PMI, hanno supportato ancora gli attivi rischiosi. Sul fronte macroeconomico, gli indicatori principali sono migliorati leggermente e sembrano indicare che il ritmo della recessione stia rallentando. In Italia, con la crisi politica conclusa, lo spread sul 10 anni è sceso sotto il 4 % .

In estate, la crescita della zona Euro è salita al +0,3 % trainata da Germania (+0,7%) e Francia (+0,5%). La recessione è rallentata in Italia e Spagna rispettivamente al -0,2% e -0,1% .

A maggio la Federal Reserve ha avviato una inversione della sua politica monetaria. Questa mossa riflette il miglioramento delle condizioni macro dell'economia statunitense che reputiamo sostenibile fino al 2014. Con un'implementazione a partire solo gradualmente nel 2014, il percorso di normalizzazione monetaria sarà lungo e dipendente dai dati che si riveleranno. Questo nuovo orientamento ha nutrito una pressione sui tassi a lungo termine in entrambi i lati dell'Atlantico fino a settembre .

In autunno, il disaccordo del Congresso sull'innalzamento del tetto del debito ha portato al primo " arresto" . In questo contesto, il bund a 10 anni è passato dall'1,75 % all'1,67%. Per quanto riguarda i paesi periferici, la risoluzione della crisi politica in Italia ha favorito un restringimento dello spread sul 10 anni, e il miglioramento dei dati economici spagnoli, hanno portato il bond a 10 anni ad andare sotto il 4% per la prima volta nel mese di novembre.

Nel mese di novembre inoltre, la BCE ha sorpreso i mercati tagliando i suoi tassi di 25bp sulla scia di timori di deflazione in particolare nei paesi periferici. Negli Stati Uniti, con l'economia migliorata (la crescita Q3 è stata rivista al rialzo al 4,1%) e con i Repubblicani e Democratici che hanno concordato sul bilancio, la Federal Reserve ha deciso di annunciare al più presto l'inizio di una politica più restrittiva.

Nella zona Euro, sono state registrate alla fine dell'anno diverse notizie positive per i paesi periferici e per le istituzioni europee: l'Italia è riuscita a stabilizzare la sua economia, la domanda interna ha rimbalzato leggermente in Portogallo e il paese ha annunciato che ci saranno nuove emissioni nel 2014, come ha fatto la Grecia. Inoltre, dopo S&P, Moody ha rivisto l'*outlook* per la Spagna da negativo a stabile.

FP CARIPARMA linea Bilanciata:

Nel corso del primo semestre del 2013, il portafoglio aveva un sovrappeso sulle azioni europee tra il 2,1% e il 6,8% fino alla metà di giugno, prima dell'intervento della BCE. Durante lo stesso tempo, per la duration modificata del portafoglio, si è mantenuto un orientamento difensivo, preferendo Italia e Spagna. La posizione nel mercato monetario è rimasta la più bassa possibile e l'esposizione agli emittenti societari è stata tra il 4% e il 5,4%.

Da settembre, tenendo conto delle misure adottate dalla Banca Centrale Europea e il miglioramento dei dati economici, nel portafoglio si è deciso di aumentare le azioni europee e riducendo l'esposizione in debiti sovrani con rating AAA.

La preferenza per gli emittenti societari è stata mantenuta tra il 3,8% e il 5,4%.

Con il rallentamento degli acquisti della Federal Reserve, e la pressione sui tassi a lungo termine, l'allocazione delle obbligazioni con scadenza superiore a 10 anni è stata ridotta nell'ultimo trimestre. Il portafoglio chiude l'anno con una duration modificata di circa 2,4 e una ripartizione su azioni al 53,8%.

Nella seconda metà dell'anno in generale, il portafoglio ha beneficiato della sua sovraesposizione sui paesi europei e nordamericani, anche se è stato penalizzato dalla selezione dei titoli sulle stesse aree.

FP CARIPARMA linea Mista 30:

Nel corso del primo semestre del 2013, il portafoglio aveva un sovrappeso sulle azioni europee tra il 3% e il 5,7% fino alla metà di giugno, prima dell'intervento della BCE. Durante lo stesso periodo, per la duration modificata del portafoglio, si è mantenuto un orientamento difensivo, preferendo Italia e Spagna. La posizione nel mercato monetario è rimasta la più bassa possibile e l'esposizione agli emittenti societari è stata tra il 5,8% e il 7,2%.

Il portafoglio ha beneficiato in particolare della sua sovraesposizione sui debiti della zona Euro e la sua sottoesposizione sulla zona Europe ex Euro.

Da settembre, tenendo conto delle misure adottate dalla Banca Centrale Europea e il miglioramento dei dati economici, nel portafoglio si è deciso di rafforzare il peso delle azioni europee e di ridurre la posizione dei debiti sovrani con rating AAA.

La preferenza per gli emittenti societari è stata mantenuta tra il 5,4% e il 6,6%.

Con il rallentamento degli acquisti della Federal Reserve, e la pressione sui tassi a lungo termine, l'allocazione delle obbligazioni con scadenza superiore a 10 anni è stata ridotta nell'ultimo trimestre. Il portafoglio chiude l'anno con una duration modificata di circa 3,3 e una ripartizione azionaria al 33%.

Nella seconda metà dell'anno, il portafoglio ha beneficiato della sua sovraesposizione sui paesi europei e nordamericani attraverso fondi comuni di investimento passivi.

FP CARIPARMA linea Obbligazionaria 5:

Nel corso del primo semestre del 2013, il portafoglio aveva un sovrappeso sulle azioni europee tra l'8,2% e il 9,9% fino alla metà di giugno, prima dell'intervento della BCE. Durante lo stesso periodo, per la duration modificata del portafoglio, si è mantenuto un orientamento difensivo preferendo Italia e Spagna. La posizione nel mercato monetario è rimasta la più bassa possibile e l'esposizione agli emittenti societari è stata tra il 7,3% e l'8,5%.

Il portafoglio ha beneficiato in particolare della sua sovraesposizione sui debiti della zona Euro e la sua sottoesposizione sulla zona Europe ex Euro .

Da settembre tenendo conto delle misure adottate dalla Banca Centrale Europea e il miglioramento dei dati economici, nel portafoglio si è deciso di rafforzare il peso delle azioni europee e di ridurre la posizione dei debiti sovrani di rating AAA.

La preferenza per gli emittenti societari è stata mantenuta tra il 6,7% e l'8,3% .

Con il rallentamento degli acquisti della Federal Reserve, e la pressione sui tassi a lungo termine, l'allocazione delle obbligazioni con scadenza superiore a 10 anni è stata ridotta nell'ultimo trimestre. Il portafoglio chiude l'anno con una duration modificata di circa 4,2 e una ripartizione azionaria al 6,9%.

Nella seconda metà dell'anno, il portafoglio ha beneficiato della sua sovraesposizione sui paesi europei e nordamericani attraverso fondi comuni di investimento passivi.

FP CARIPARMA linea Monetaria:

Le nostre scommesse principali sono state di duration corta, dati i rendimenti molto bassi nei paesi core, e di posizioni lunghe nel mercato del credito e sui titoli di Stato italiani.

Per quanto riguarda la posizione corta di duration, l'abbiamo implementata tramite futures (Schatz, Bobl e Bund) e siamo rimasti lunghi in titoli di Stato italiani specialmente in CCT. All'inizio dell'anno, lo Schatz 2 anni era al 0,02% e ha chiuso l'anno a 0,21%. Il rendimento del bond 2 anni italiano, è passato dall'1,56% allo 0,95% a fine anno. Questo contesto è il frutto di un ritorno dell'appetito per gli asset rischiosi, una volta che la situazione nell'Eurozona è stata chiarita (elezioni italiane, fiducia nella Bce e Spagna, meno incertezza negli Stati Uniti).

Anche l'esposizione nel mercato del credito, di circa il 10%, è stata redditizia poiché ha visto restringere lo spread nel corso dell'anno. Come proxy, possiamo usare l'indice di credito Barclays 1-3 anni, che ha iniziato l'anno a 110bps e si è concluso a circa 70bps.

Disclaimer

Il documento prodotto da Amundi, società di gestione finanziaria autorizzata dalla Autorité des Marchés financiers (autorità di regolamentazione del settore finanziario in Francia) con il numero GP04000036. Questo documento è stato creato solo per vostro uso interno a finalità informativa. Le caratteristiche delle informazioni contenute non sono appropriate per la generalità della clientela e non sono diffuse al pubblico indistinto. Il presente documento è diretto solo a investitori considerati "professionali" quali descritti nell'articolo D 533-11 del Codice Monetario e Finanziario Francese conosciuto come categorizzazione MIF.

Il presente documento è distribuito unicamente a scopo informativo. Le informazioni in esso riportate non costituiscono un'offerta ad acquistare o una sollecitazione a vendere nessuna azione o quota di qualsiasi fondo cui si fa riferimento né nessun servizio, da parte o per qualunque soggetto in tutte le giurisdizioni in cui tale offerta, sollecitazione o distribuzione sia illegale, o in cui la persona che presenta tale offerta o sollecitazione non sia qualificata per farlo, o nelle giurisdizioni in cui sia illegale rivolgere tale offerta o sollecitazione al destinatario. Se non è diversamente indicato, tutte le opinioni espresse sono in ogni momento soggette a cambiamento, in base al mercato e ad altre condizioni, e non è possibile assicurare che i Paesi, i mercati o i settori registrino le performance attese. In conformità con le leggi e i regolamenti applicabili, si richiede di informare che gli investimenti comportano certi rischi, tra cui rischi legati alla situazione politica e ai mercati valutari. Il valore dell'investimento e il suo rendimento potrebbero perciò diminuire così come aumentare e gli investitori potrebbero perdere tutto l'importo investito. La Società formula per iscritto, applica e mantiene una politica di gestione dei conflitti di interesse che tiene conto delle circostanze connesse con la struttura e le attività dei soggetti appartenenti al medesimo Gruppo. Per ulteriori informazioni siete invitati a richiedere un prospetto gratuito. Si prega di leggere attentamente il prospetto prima di effettuare un investimento. Il rendimento passato non è garanzia di analoghi rendimenti futuri. Quanto fin qui presentato non deve in alcun modo essere copiato e/o distribuito a terzi, né per nessun motivo può essere utilizzato nei confronti della clientela.

La presente nota è redatta con l'intento di fornire riflessioni utili alla stesura delle relazioni annuali che la Clientela Istituzionale è di norma chiamata a redigere.

I contatti per eventuali esigenze sono:

Giovanna Angari: 02/85961 331 giovanna.angari@gruppoesperia.com

Luigi Introzzi: 02/85961 371 luigi.introzzi@gruppoesperia.com

Indice degli argomenti:

- **Commento alla gestione 2013**

- **Prospettive mercati 2014**

Commento alla gestione 2013

2681 Linea Monetaria

Il patrimonio del Fondo in gestione presso Duemme Sgr è stato investito, coerentemente con il benchmark assegnato per il mandato, con l'obiettivo di generare un excess return rispetto allo stesso parametro di riferimento nel rispetto dei vincoli di tracking error volatility contrattualmente prefissati

Il mandato gestito da Duemme Sgr, nel corso del 2013 ha avuto il seguente risultato, positivo in termini assoluti e comunque significativamente migliorativo rispetto al benchmark assegnato:

Rendim. lordo + 1.487 %

Benchmark + 0.607%

Il portafoglio è rimasto costantemente investito in titoli di Stato e Bond emessi da Agencies e Organismi Sovrannazionali denominati principalmente in Euro e solo marginalmente in Sterline, con una duration complessiva pari al 75% circa di quella del benchmark del mandato.

All'interno della componente obbligazionaria del portafoglio sono stati costantemente sovrappesati, nel rispetto dei limiti concordati con il Fondo, i titoli governativi italiani relativamente alle scadenze medio brevi, e quelli dei Paesi Core dell'area Euro per quanto riguarda le scadenze più lunghe. Nessuna esposizione è stata assunta sui titoli dei cosiddetti PIG.

La componente di portafoglio investita in titoli indicizzati all'inflazione è rimasta stabilmente intorno al 20% della componente obbligazionaria complessiva continuando ad offrire un buon pick up di rendimento vs i titoli nominali.

La componente di portafoglio investita in obbligazioni societarie è rimasta marginale anche durante il quarto trimestre 2013, confermando l'atteggiamento prudente su una asset class i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk si sono progressivamente compressi in misura tale da non giustificare il maggior rischio dell'investimento.

Il rendimento del mandato è stato condizionato nel 2013 dal livello dei rendimenti reali non attraenti presenti sul mercato dei titoli obbligazionari a causa della politica monetaria ancora aggressivamente espansiva perseguita dalle Banche Centrali e della compressione dei Credit Spreads su Emittenti Governativi non Core e Corporate Bonds che ha caratterizzato gli ultimi 18 mesi.

Il contributo alla performance annuale determinato dalla diversificazione valutaria introdotta nell'asset allocation strategica del mandato a partire dal Gennaio 2013 è risultato marginalmente positivo in un anno che ha visto la Sterlina Britannica rivalutarsi, seppure in misura contenuta, rispetto all'Euro.

2682 Linea Mista 30

Il patrimonio del Fondo in gestione presso Duemme Sgr è stato investito, coerentemente con il benchmark assegnato, con l'obiettivo di generare un excess return rispetto allo stesso parametro di riferimento e nel rispetto dei vincoli di tracking error volatility contrattualmente prefissati.

Il mandato gestito da Duemme Sgr, dopo il positivo risultato dell'anno passato, anche nel 2013 ha segnato un rendimento assoluto molto positivo e significativamente migliorativo rispetto al benchmark assegnato:

Rendim. lordo	+ 7.036 %
Benchmark	+ 6.105 %

L'investimento effettivo sui mercati azionari, è rimasto costantemente leggermente sovrappesato nel periodo in oggetto rispetto al peso neutrale del benchmark di riferimento, in un contesto di mercato caratterizzato da valutazioni fondamentali che, nonostante il rally in corso da parecchi mesi appaiono ancora a livello assoluto sostanzialmente in linea con le medie storiche. In un confronto con le altre asset class di investimento il mercato azionario continua a risultare più conveniente, soprattutto in termini risk-adjusted rispetto a bond governativi e titoli corporate i cui rendimenti rimangono molto compressi dalla politica ultra espansiva delle Banche Centrali e dalla abbondanza di liquidità presente sul mercato.

Nel rispetto di una rigorosa diversificazione del rischio, la componente azionaria del portafoglio è stata impostata privilegiando titoli e settori caratterizzati da significativi scostamenti tra valore di mercato e valore intrinseco. È stata privilegiata l'esposizione ai settori più ciclici e legati ai consumi in quanto caratterizzati da valutazioni ancora sostenibili mentre abbiamo mantenuto il sottopeso su Telecom e Utilities la cui compressione dei margini non giustifica le attuali valutazioni nonostante mesi di sottoperformance relativa rispetto al mercato. Il peso degli investimenti sul settore Finanziario è rimasto costantemente allineato al benchmark di riferimento.

La componente obbligazionaria del portafoglio è rimasta costantemente investita in titoli di Stato e Bond emessi da Agencies e Organismi Sovrannazionali denominati principalmente in Euro e solo marginalmente in Sterline, con una duration complessiva pari al 75% circa di quella del benchmark del mandato.

All'interno della componente obbligazionaria del portafoglio sono stati costantemente sovrappesati, nel rispetto dei limiti concordati con il Fondo, i titoli governativi italiani relativamente alle scadenze medio brevi, e quelli dei Paesi Core dell'area Euro per quanto riguarda le scadenze più lunghe. Nessuna esposizione è stata assunta sui titoli dei cosiddetti PIG.

La componente di portafoglio investita in titoli indicizzati all'inflazione è rimasta stabilmente intorno al 20% della componente obbligazionaria complessiva continuando ad offrire un buon pick up di rendimento vs i titoli nominali.

La componente di portafoglio investita in obbligazioni societarie è rimasta marginale anche durante il quarto trimestre 2013, confermando l'atteggiamento prudente su una asset class i cui rendimenti

aggiuntivi rispetto ai tassi free risk si sono progressivamente compressi in misura tale da non giustificare il maggior rischio dell'investimento.

Il rendimento del mandato nel 2013 è stato determinato dal più che positivo contributo fornito dalla componente azionaria del portafoglio che ha beneficiato, al di là di una efficace attività di stock picking, di mercati azionari spinti al rialzo dalla abbondante liquidità iniettata nel sistema dalle Banche Centrali e dalla compressione dei premi al rischio richiesti dagli investitori in un contesto di stabilizzazione del quadro macroeconomico complessivo. Il contributo alla performance fornito dalla componente obbligazionaria del portafoglio, dopo anni brillanti è viceversa risultato molto deludente nel 2013 a causa dei rendimenti reali non attraenti presenti sul mercato per via della politica monetaria ancora aggressivamente espansiva perseguita dalle Banche Centrali e della compressione dei Credit Spreads su Emittenti Governativi non Core e Corporate Bonds che ha caratterizzato gli ultimi 18 mesi.

Il contributo alla performance annuale determinato dalla diversificazione valutaria, allargata anche alla componente obbligazionaria nell'asset allocation strategica del mandato a partire dal Gennaio 2013, è risultato marginalmente negativo in un anno che ha visto la sola Sterlina Britannica rivalutarsi, seppure in misura contenuta, rispetto all'Euro, mentre deboli rispetto alla moneta unica europea sono risultati il Dollaro e soprattutto lo Yen giapponese.

2683 Linea Bilanciata

Il patrimonio del Fondo in gestione presso Duemme Sgr è stato investito, coerentemente con il benchmark assegnato, con l'obiettivo di generare un excess return rispetto allo stesso parametro di riferimento e nel rispetto dei vincoli di tracking error volatility contrattualmente prefissati.

Il mandato gestito da Duemme Sgr, nel corso del 2012 ha segnato un rendimento assoluto molto positivo e significativamente migliorativo rispetto al benchmark assegnato:

Rendim. lordo	+ 11.682 %
Benchmark	+11.118 %

L'investimento effettivo sui mercati azionari, è rimasto costantemente leggermente sovrappesato nel periodo in oggetto rispetto al peso neutrale del benchmark di riferimento, in un contesto di mercato caratterizzato da valutazioni fondamentali che, nonostante il rally in corso da parecchi mesi appaiono ancora a livello assoluto sostanzialmente in linea con le medie storiche. In un confronto con le altre asset class di investimento il mercato azionario continua a risultare più conveniente, soprattutto in termini risk-adjusted rispetto a bond governativi e titoli corporate i cui rendimenti rimangono molto compressi dalla politica ultra espansiva delle Banche Centrali e dalla abbondanza di liquidità presente sul mercato.

Nel rispetto di una rigorosa diversificazione del rischio, la componente azionaria del portafoglio è stata impostata privilegiando titoli e settori caratterizzati da significativi scostamenti tra valore di mercato e valore intrinseco. E' stata privilegiata l'esposizione ai settori più ciclici e legati ai consumi in quanto caratterizzati da valutazioni ancora sostenibili mentre abbiamo mantenuto il sottopeso su Telecom e Utilities la cui compressione dei margini non giustifica le attuali valutazioni nonostante mesi di sottoperformance relativa rispetto al mercato. Il peso degli investimenti sul settore Finanziario è rimasto costantemente allineato al benchmark di riferimento.

La componente obbligazionaria del portafoglio è rimasta costantemente investita in titoli di Stato e Bond emessi da Agencies e Organismi Sovrannazionali denominati principalmente in Euro e solo

marginalmente in Sterline, con una duration complessiva pari al 75% circa di quella del benchmark del mandato.

All'interno della componente obbligazionaria del portafoglio sono stati costantemente sovrappesati, nel rispetto dei limiti concordati con il Fondo, i titoli governativi italiani relativamente alle scadenze medio brevi, e quelli dei Paesi Core dell'area Euro per quanto riguarda le scadenze più lunghe. Nessuna esposizione è stata assunta sui titoli dei cosiddetti PIG.

La componente di portafoglio investita in titoli indicizzati all'inflazione è rimasta stabilmente intorno al 20% della componente obbligazionaria complessiva continuando ad offrire un buon pick up di rendimento vs i titoli nominali.

La componente di portafoglio investita in obbligazioni societarie è rimasta marginale anche durante il quarto trimestre 2013, confermando l'atteggiamento prudente su una asset class i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk si sono progressivamente compressi in misura tale da non giustificare il maggior rischio dell'investimento.

Il rendimento del mandato nel 2013 è stato determinato dal più che positivo contributo fornito dalla componente azionaria del portafoglio che ha beneficiato, al di là di una efficace attività di stock picking, di mercati azionari spinti al rialzo dalla abbondante liquidità iniettata nel sistema dalle Banche Centrali e dalla compressione dei premi al rischio richiesti dagli investitori in un contesto di stabilizzazione del quadro macroeconomico complessivo. Il contributo alla performance fornito dalla componente obbligazionaria del portafoglio, dopo anni brillanti è viceversa risultato molto deludente nel 2013 a causa dei rendimenti reali non attraenti presenti sul mercato per via della politica monetaria ancora aggressivamente espansiva perseguita dalle Banche Centrali e della compressione dei Credit Spreads su Emittenti Governativi non Core e Corporate Bonds che ha caratterizzato gli ultimi 18 mesi.

Il contributo alla performance annuale determinato dalla diversificazione valutaria, allargata anche alla componente obbligazionaria nell'asset allocation strategica del mandato a partire dal Gennaio 2013, è risultato marginalmente negativo in un anno che ha visto la sola Sterlina Britannica rivalutarsi, seppure in misura contenuta, rispetto all'Euro, mentre deboli rispetto alla moneta unica europea sono risultati il Dollaro e soprattutto lo Yen giapponese.

2684 Linea Obbligazionaria

Il patrimonio del Fondo in gestione presso Duemme Sgr è stato investito, coerentemente con il benchmark assegnato, con l'obiettivo di generare un excess return rispetto allo stesso parametro di riferimento nel rispetto dei vincoli di tracking error volatility contrattualmente prefissati.

Il mandato gestito da Duemme Sgr, dopo anni di risultati molto soddisfacenti, nel corso del 2013 ha fatto segnare una performance deludente, seppure non negativa in termini assoluti e comunque marginalmente migliorativa rispetto:

Rendim. lordo	+ 0.537 %
Benchmark	+ 0.252%

L'investimento effettivo sui mercati azionari, seppure marginale nell'asset allocation del mandato, è rimasto costantemente leggermente sovrappesato nel periodo in oggetto rispetto al peso neutrale del benchmark di riferimento, in un contesto di mercato caratterizzato da valutazioni fondamentali che, nonostante il rally in corso da parecchi mesi appaiono ancora a livello assoluto sostanzialmente in linea con le medie storiche. In un confronto con le altre asset class di investimento il mercato azionario continua a risultare più conveniente, soprattutto in termini risk-adjusted rispetto a bond governativi e titoli corporate i cui rendimenti rimangono molto compressi dalla politica ultra espansiva delle Banche Centrali e dalla abbondanza di liquidità presente sul mercato.

La componente obbligazionaria del portafoglio è rimasta costantemente investita in titoli di Stato e Bond emessi da Agencies e Organismi Sovrannazionali denominati principalmente in Euro e solo marginalmente in Sterline, con una duration complessiva pari al 75% circa di quella del benchmark del mandato.

All'interno della componente obbligazionaria del portafoglio sono stati costantemente sovrappesati, nel rispetto dei limiti concordati con il Fondo, i titoli governativi italiani relativamente alle scadenze medio brevi, e quelli dei Paesi Core dell'area Euro per quanto riguarda le scadenze più lunghe. Nessuna esposizione è stata assunta sui titoli dei cosiddetti PIG.

La componente di portafoglio investita in titoli indicizzati all'inflazione è rimasta stabilmente intorno al 20% della componente obbligazionaria complessiva continuando ad offrire un buon pick up di rendimento vs i titoli nominali.

La componente di portafoglio investita in obbligazioni societarie è rimasta marginale anche durante il quarto trimestre 2013, confermando l'atteggiamento prudente su una asset class i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk si sono progressivamente compressi in misura tale da non giustificare il maggior rischio dell'investimento.

Il rendimento del mandato nel 2013 è stato determinato dal deludente contributo alla performance fornito dalla componente obbligazionaria del portafoglio a causa dei rendimenti reali non attraenti presenti sul mercato per via della politica monetaria ancora aggressivamente espansiva perseguita dalle Banche Centrali e della compressione dei Credit Spreads su Emittenti Governativi non Core e Corporate Bonds che ha caratterizzato gli ultimi 18 mesi. La marginale esposizione al mercato azionario del mandato non ha potuto compensare la deludente performance della componente fixed income del portafoglio nonostante i mercati azionari siano stati al rialzo dalla abbondante liquidità iniettata nel sistema dalle Banche Centrali e dalla compressione dei premi al rischio richiesti dagli investitori in un contesto di stabilizzazione del quadro macroeconomico complessivo.

Il contributo alla performance annuale determinato dalla diversificazione valutaria, allargata anche alla componente obbligazionaria nell'asset allocation strategica del mandato a partire dal Gennaio 2013, è risultato ininfluente in un anno che ha visto la Sterlina Britannica rivalutarsi, seppure in misura contenuta, rispetto all'Euro, mentre deboli rispetto alla moneta unica europea sono risultati il Dollaro e soprattutto lo Yen giapponese.

Prospettive mercati 2014

Mercato obbligazionario

L'inizio del 2014 segna il raggiungimento del quinto anno di crescita, seppure volatile, anemica ed inferiore al potenziale per l'economia globale dopo la crisi economica e finanziaria iniziata nel 2008. L'anno che sta iniziando potrebbe rappresentare lo spartiacque verso una fase più solida e sostenibile dell'attuale ciclo espansivo: le politiche delle Banche Centrali, ed in particolare le discussioni sulla modalità ed il timing della riduzione degli stimoli monetari continueranno a guidare i mercati durante questa fase di transizione, ma l'evoluzione di variabili macroeconomiche legate alla crescita, all'inflazione, al mercato del lavoro e al livello di indebitamento, così come dati più "micro" quali crescita degli utili e dei margini aziendali, diventeranno sempre più importanti mano a mano che il processo di "normalizzazione" del contesto economico progredirà nei prossimi mesi.

I temi principali che condizioneranno lo scenario macroeconomico nel 2014 riguardano la transizione dal Quantitative Easing ad una credibile "forward guidance" sui tassi di interesse negli US, e dalla deflazione decennale verso un contesto di moderata crescita dei prezzi in Giappone. In Europa, dopo anni di dibattito sulla sostenibilità dei debiti pubblici dei Paesi Periferici dell'Euro Zona, l'attenzione si sposterà sul passaggio da una insostenibile situazione di frammentazione

finanziaria verso una credibile unione bancaria; la Cina e i Paesi Emergenti infine dovranno iniziare il loro passaggio da un modello di sviluppo basato sull'indebitamento e le esportazioni ad uno più sostenibile ed equilibrato attraverso riforme non più rinviabili.

Crediamo che i policy makers mondiali riusciranno a gestire questi delicati processi e che, come conseguenza, la crescita globale possa accelerare ulteriormente nel 2014 con una inflazione ancora molto modesta. I Paesi Sviluppati ridurranno il differenziale negativo di crescita rispetto alle economie emergenti nel 2014.

In questo scenario principale, ci aspettiamo che la liquidità ancora abbondantemente presente nel sistema e la crescita del risparmio globale risulteranno ancora determinanti nel supportare i prezzi degli asset finanziari.

Con i rendimenti di tutti i principali Bond Governativi ancora su livelli nominali molto compressi e vicini al tasso di inflazione, gli investitori continueranno a cercare protezione al valore reale dei propri investimenti in assets dal rendimento più elevato quali crediti ed equity; una correzione significativa dei prezzi appare quindi improbabile fino a quando questa "asset rotation" sarà più vicina al completamento.

Allo stesso tempo vediamo solo marginalmente cresciuta la probabilità di una ulteriore veloce accelerazione al rialzo dei rendimenti sulla parte lunga delle curve dei titoli obbligazionari in quanto, in un contesto di tassi monetari ancora ancorati da politiche monetarie espansive, crescita ancora modesta e liquidità abbondante, i bond continueranno a trovare naturali compratori (in ultima istanza le Banche centrali stesse)

In questo scenario continueremo comunque a cercare di evitare i tradizionali "safe heaven" (Titoli di mercato monetario dei paesi Core) e a mantenere un approccio di duration inferiore rispetto al benchmark.

Continueremo per altro a mantenere un atteggiamento di prudenza sulle emissioni dei Paesi che dimostreranno di faticare a intraprendere le riforme necessarie per stabilizzare la propria situazione finanziaria nel momento in cui la liquidità dovesse diventare meno abbondante, mentre confermiamo l'atteggiamento molto costruttivo nei confronti delle emissioni italiane sul tratto fino a cinque anni e sulle curve degli emittenti sovranazionali e delle agenzie governative.

Credit spreads

Gli importanti flussi di riallocazione dei capitali in cerca di alternative rispetto all'investimento in Titoli di Stato caratterizzati da rendimenti reali non appetibili per le emissioni dei paesi "core" e troppo rischiosi per quelli più indebitati, hanno negli anni passati determinato una significativa compressione degli spreads dei Corporate Bond Investment Grade.

Il settore finanziario, che rappresenta gran parte dell'universo investibile, ha seguito in modo più diretto la crisi dei Governativi; dopo il decisivo intervento del Dicembre 2011 della BCE, che ha fornito di fatto liquidità illimitata al sistema finanziario a tassi irrisori sia in Euro che in USD, il debito senior a breve scadenza delle primarie banche Europee ha iniziato un rally tale da annullare oggi buona parte dell'attrattività dell'asset class anche rispetto a covered bonds e debito subordinato per via del nuovo contesto regolamentare.

La massima diversificazione degli emittenti rimane un punto chiave dato che permangono situazioni di rischio idiosincratice. L'analisi fondamentale e dei flussi di cassa in particolare rimane il fattore chiave di analisi ricordando comunque sempre che in presenza di fasi anche temporanee di crudescenza della negatività del ciclo si potrebbe assistere ad una nuova fase di allargamento degli spread con conseguente perdita di liquidità del mercato secondario.

Equity

Considerando, come sempre, i tre pilastri dell'investimento nei mercati azionari (prospettive economiche, valutazioni di mercato, sentiment degli investitori) quali driver del posizionamento nel 2014 possiamo affermare che l'anno appare caratterizzato da una combinazione ancora non negativa: le valutazioni appaiono ancora accettabili in termini di multipli reddituali (P/E ratio di 15/16 volte gli utili attesi) soprattutto se raffrontati con i rendimenti di Titoli di Stato e Bond Investment Grade e il sentiment appare ancora non presentare quegli eccessi di compiacenza tipici delle fasi che precedono lo scoppio delle bolle speculative.

Dopo un lungo periodo dominato da temi macroeconomici e politici che hanno determinato costanti oscillazioni del mercato tra fasi di "risk on", caratterizzate da rialzi generalizzati per ogni titolo di ogni settore, e fasi nelle quali la crescente avversione al rischio ha determinato una esplosione della correlazione al ribasso, ci aspettiamo che il proseguimento della attuale fase di "normalizzazione" possa ulteriormente evidenziare il valore all'attività di stock picking.

Valute

La svalutazione competitiva continua a rimanere uno degli obiettivi perseguiti dai Governi e dalle Banche centrali per stimolare la anemica ripresa economica interna. In un contesto di liquidità che andrà naturalmente a ridursi gradualmente rispetto al recente passato, il livello di surplus/deficit delle partite correnti risulterà la determinante principale per la definizione dei livelli di cambio di equilibrio nel medio periodo.

COMMENTO GESTIONE 2013 RISPEVI

La gestione è rivolta prevalentemente verso strumenti finanziari di tipo obbligazionario ed è effettuata anche tenendo conto del criterio di determinazione dei rendimenti basato sulla valutazione delle attività al 'costo storico'.

Lo stile di gestione adottato individua i titoli considerando gli aspetti di solidità dell'emittente e privilegiando la continuità del flusso cedolare nel tempo. Le scelte di gestione tengono conto anche delle indicazioni che derivano dall'attività di monitoraggio del rischio. In particolare, la Compagnia definisce la composizione degli attivi coerentemente con la struttura degli impegni assunti nei confronti degli assicurati (Asset Liability Management).

Nella attuazione della politica di gestione sono di norma esclusi investimenti diretti in imprese o istituzioni che notoriamente si occupano di commercio di armi, droghe, tabacco che si avvalgono dello sfruttamento del lavoro minorile o che usano impianti inquinanti o pericolosi.

Le principali tipologie di strumenti finanziarie in cui sono investite le risorse della gestione separata al 31/12/2013 ed altre informazioni relative ad essa sono rappresentate nelle seguenti tabelle.

Il rendimento realizzato dalla gestione nell'esercizio relativo alla certificazione che va dal 1° novembre 2012 al 31 ottobre 2013 è stato del 4,19%.

TIPOLOGIA STRUMENTO	%
TITOLI DI STATO	52,31%
OBBLIGAZIONI CORPORATE	31,34%
AZIONI	3,53%
FONDI AZIONARIO	1,62%
FONDI SPECULATIVO	0,02%
FONDI IMMOBILIARE	6,15%
FONDI FLESSIBILE	2,64%
LIQUIDITA'	2,13%
FONDI OBBLIGAZIONARIO	0,25%
Totale complessivo	100,00%

AREA GEOGRAFICA	%
Italia	76,32%
Altri area euro	17,90%
Stati uniti	3,70%
Europa non euro	1,19%
Altri	0,86%
Sovranazionali	0,02%
Totale complessivo	100,00%

SETTORE	%
DEBITO PUBBLICO	52,31%
BANCARIO	18,92%
IMMOBILIARE	6,15%
FINANZIARIO	5,66%
UTILITIES	2,81%
COMUNICAZIONI	2,72%
ASSICURATIVO	2,51%
INDUSTRIALE	2,31%
LIQUIDITA'	2,13%
ENERGIA	1,80%
COMMERCIO	1,58%
ENERGIE RINNOVABILI	0,45%
ALTRO	0,39%
TECNOLOGICO	0,27%
Totale complessivo	100,00%

DURATA MEDIA FINANZIARIA	4,10
---------------------------------	-------------

TURNOVER	41,82%
-----------------	---------------

Dati al 31/12/2013	
Volatilità 1Yr	0,05%
Volatilità 3Yr	0,16%

UNIPOLSAI ASSICURAZIONI

GESTIONE SPECIALE FONDICOLL

Al 31 dicembre 2013 il patrimonio della Gestione Speciale FONDICOLL risulta investito principalmente in titoli di Stato e altri titoli obbligazionari denominati in euro (96,61% del totale). Il restante patrimonio è investito in titoli di capitale e in quote di OICR.

La componente obbligazionaria del portafoglio è costituita da titoli di Stato (75,80%), con prevalenza di titoli di Stato italiani e, in misura residuale, di titoli di Stato esteri espressi in euro, e obbligazioni "corporate" (20,80%). Circa l'80% del totale obbligazioni è rappresentata da titoli a tasso fisso, mentre il 20% da titoli a tasso indicizzato.

Le obbligazioni emesse da società "corporate" hanno tutte merito creditizio elevato, da AAA a BBB- nella scala di S&P (c.d. *Investment Grade*) e sono quotate su mercati regolamentati. Gli emittenti sono prudentemente diversificati per settori, scadenze, tipo tasso e nazionalità.

La duration complessiva del portafoglio è di circa 6,35 anni.

La componente azionaria del portafoglio è costituita prevalentemente da azioni quotate in Euro per circa il 1,11% del totale, mentre la percentuale di fondi azionari si attesta all'1,04%.

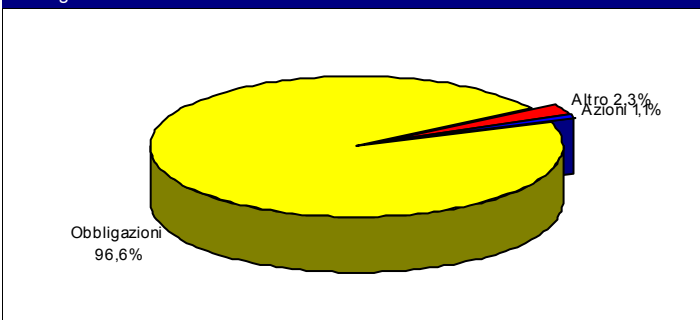
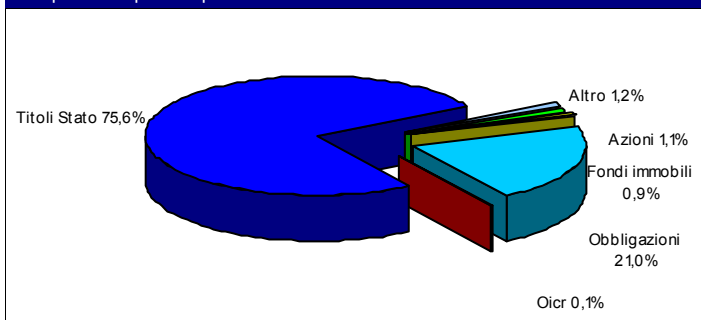
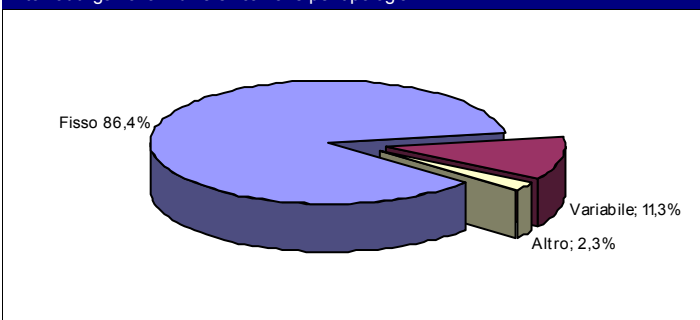
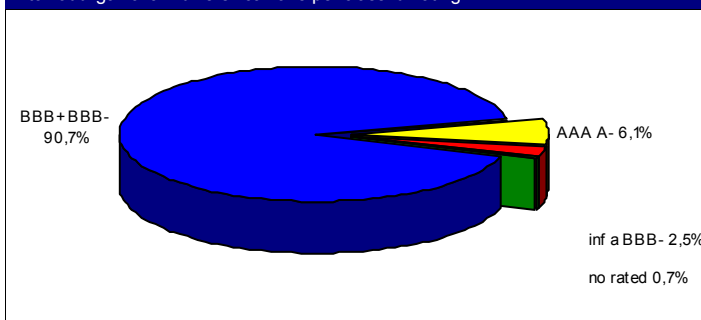
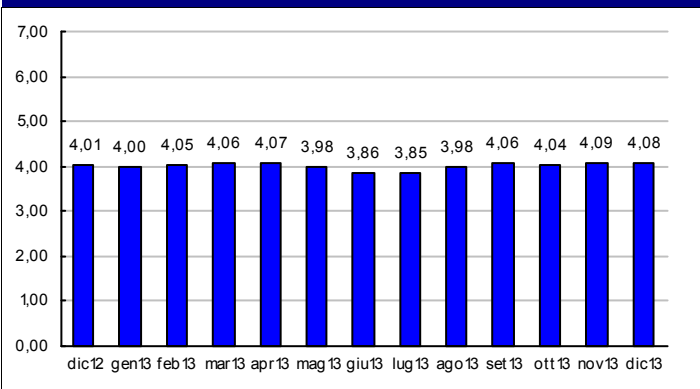
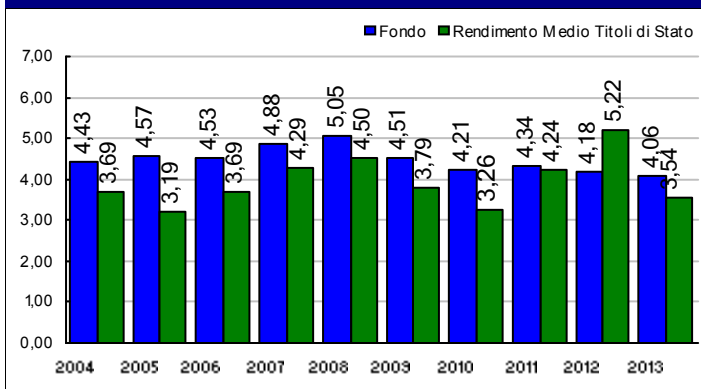
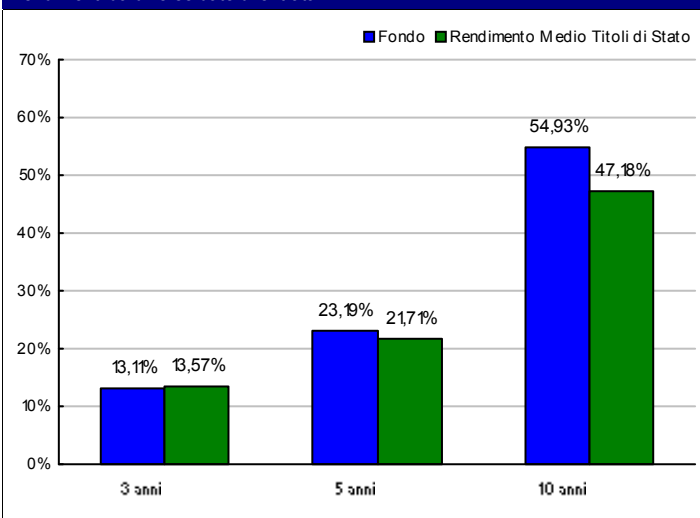
La gestione nel corso dell'anno è stata orientata ad una revisione dell'asset allocation che ha privilegiato l'aumento dell'esposizione ai titoli di Stato, in particolare quelli italiani, e ridotto al contempo la presenza di titoli obbligazionari "corporate", investendo su strumenti ritenuti in grado di offrire le migliori opportunità in termini di rischio-rendimento.

A livello strategico, in un'ottica di analisi di A.L.M. (Asset Liability Management), si è ritenuto opportuno aumentare la duration finanziaria del portafoglio, investendo su attivi finanziari caratterizzati da scadenze e rendimenti coerenti con il profilo delle passività.

Informazioni anagrafiche

Tipo Fondo: Gestione Speciale Separata
 Società di Gestione: FonSai
 Patrimonio: 2.600.748 mgl
 Valuta: EUR

Grado di rischio: Medio basso
 Orizzonte temporale: Medio/Lungo periodo

Strategia di investimento

Composizione per comparto di investimento

Titoli obbligazionari: diversificazione per tipologia

Titoli obbligazionari: diversificazione per classi di rating

Rendimenti mensili annualizzati

Rendimenti annuali

Rendimenti da diverse date di entrata

Politica di gestione

Il 4° trimestre del 2013 conferma che la ripresa in Eurolandia si mantiene debole e fragile. La Banca Centrale Europea, osservando come l'inflazione sia significativamente più bassa di quanto desiderato, in un contesto di modesto sviluppo economico, ha deciso di tagliare ulteriormente il "Refi Rate" nell'incontro di novembre dallo 0.50% allo 0.25%, ribadendo che la politica monetaria rimarrà espansiva finché necessario e dichiarando che, se necessario, verranno implementate possibili nuove azioni non convenzionali fino ad un possibile, non smentito, "Quantitative Easing all'europa". La disomogeneità dello sviluppo è ancora significativa, sebbene stia migliorando la credibilità della "Periferia" ed in particolare siano positivi i segnali che provengono da Spagna e Italia, quanto meno nei dati di "sentiment" e nell'approccio degli investitori stranieri. Il contesto globale di crescita si attesta attorno al 3%, con gli Stati Uniti che mostrano una capacità di sviluppo significativa al punto che l'Autorità Monetaria ha recentemente deciso un'iniziale riduzione della politica monetaria non ortodossa ("Quantitative Easing"), enfatizzando per altro che il primo rialzo dei tassi ufficiali è ancora molto lontano nel tempo. A livello della politica fiscale si è osservato un accordo a livello politico che segnala per il 2014 una minore restrizione fiscale. Segnali confortanti provengono dal Giappone, ove il combinato disposto di politica fiscale e monetaria espansiva sta allontanando il Paese dalla deflazione con cui ha vissuto gli ultimi quindici anni. A livello operativo, l'attività nel comparto Fixed Income è stata improntata ad un consolidamento della esposizione nei confronti dei titoli di stato italiani, visti ancora come il miglior mix di rischio/rendimento, in un'ottica di A.L.M. e di redditività complessiva attuale e prospettica. Nel mercato Corporate, alla luce dello scenario macroeconomico complessivo e dei livelli di performance relativa raggiunti da alcuni settori, si è optato per parziali alleggerimenti, reinvestendo la liquidità in titoli di stato italiani che forniscono un miglior risultato in termini di A.L.M. Il 4° trimestre del 2013 ha visto la prosecuzione del trend rialzista già in atto da inizio anno sui principali indici azionari internazionali, con flussi in acquisto supportati dal graduale seppur lento miglioramento del quadro macro europeo unito alla prosecuzione della crescita in atto in Us. In tale scenario l'indice Eurostoxx 50 ha registrato una performance trimestrale pari al 7,2% e parte dei ciclici (Auto +9.1%, Media +8.5%) a discapito dei comparti più difensivi di mercato (Retail +1.7%, Utility +2.6%, Food +1.8%). A livello operativo, anche nel corso dell'ultimo trimestre il trend positivo sugli indici è stato colto quale opportunità per ridurre ulteriormente l'asset class equity presente sulle Gestioni Separate.

Documento per uso interno, destinato esclusivamente al CDA del Fondo

E' vietata la diffusione al pubblico del presente documento che ha mero carattere informativo e non impegna la responsabilità della compagnia assicurativa. Fermo altresì che i rendimenti conseguiti in passato ed ivi riportati non sono indicativi di quelli futuri, il presente documento non potrà essere utilizzato a fini pubblicitari per sollecitare la sottoscrizione di prodotti assicurativi, né per valutare l'adeguatezza degli stessi alle esigenze previdenziali e/o assicurative dei Clienti.