



*FONDAZIONE  
BANCA NAZIONALE DELLE COMUNICAZIONI*

*BILANCIO CONSUNTIVO 2011*



*FONDAZIONE*  
*BANCA NAZIONALE DELLE COMUNICAZIONI*

- **Relazione sulla gestione – Esercizio 2011**
- **Schema di bilancio esercizio 2011**
- **Nota integrativa esercizio 2011**
- **Relazione del Collegio Sindacale**
- **Relazione della Società di Revisione**



## RELAZIONE SULLA GESTIONE

### 1. Relazione economica e finanziaria

La presente Relazione sulla Gestione è stata predisposta sulla base del quadro normativo riguardante le fondazioni di origine bancaria, che impone la redazione del bilancio secondo i principi dettati dall'Atto di Indirizzo emesso in data 19 aprile 2001 dal Ministero dell'Economia e della Programmazione Economica, integrato dal decreto del Ministero dell'Economia e delle Finanze dell'11 marzo 2009.

In base al dettato statutario ed alle citate direttive, l'esercizio 2011 fa rilevare un disavanzo di esercizio pari a 32.920.375 euro. Pertanto non sono stati effettuati gli accantonamenti come previsto dalla succitata normativa.

Per ulteriore informazione si evidenzia che l'importo complessivo riservato al "Fondo per il volontariato" è destinato alle Regioni Lazio e Calabria. In particolare, inoltre, la Fondazione BNC ha sostenuto spese di funzionamento per circa 1.195 mila euro, di cui circa 282 mila per compensi e rimborsi spese ad Amministratori, Segretario Generale e Sindaci. Le imposte dell'anno, pari a euro 188.535 sono relative a Irap, Ires ed Ici. Le imposte sui proventi finanziari sono state pari a circa 200 mila euro, e non compaiono in bilancio in quanto sono state detratte dagli utili corrispondenti, come dalla citata direttiva ministeriale del 19.04.2001.

La Fondazione ha provveduto, inoltre, ad aggiornare al 30 marzo 2011 il Documento Programmatico per la Sicurezza ai sensi del Dlgs. n. 196/2003.

Nel quarto trimestre del 2011, gli Organi della Fondazione hanno dato avvio alle attività di studio ed analisi volte all'elaborazione del **Piano Triennale 2012-2014** che sarà approvato dall'Organo di Indirizzo nella primavera del 2012 nel pieno rispetto dei tempi previsti, a tale riguardo, dallo Statuto della Fondazione.

## 2. Quadro di riferimento

Il 2011 si è caratterizzato per una sensibile riduzione dei ritmi di espansione della crescita economica mondiale e del commercio internazionale. Pur nell'ambito di divergenze nelle modalità ed intensità di manifestazione tra le diverse aree geografiche, vi è però una radice comune, rappresentata ancora dalla crisi finanziaria e dai suoi risvolti che, a partire dalla fine del 2007, condiziona il comportamento degli operatori economici e finanziari e, con essi, quello degli attori pubblici impegnati nella ricerca del miglior mix di politiche monetarie e fiscali volto a sanare gli squilibri di breve termine e creare le condizioni per una maggiore stabilità nel medio-lungo termine. Se negli Stati Uniti le ragioni della minore crescita economica risiedono prevalentemente nelle difficoltà del mercato del lavoro e nelle difficoltà di rilanciare i consumi, nell'area Uem l'evoluzione della crisi dei debiti sovrani ha portato l'area sull'orlo della recessione. Situazione peraltro che dovrebbe concretizzarsi nel 2012, anno in cui è previsto il punto di minimo dell'attuale ciclo economico mondiale.

### 2.1 Le aree extra UEM

Analizzando nel dettaglio le principali aree geografiche, **negli Usa**, il Pil reale per l'intero 2011 dovrebbe essere cresciuto dell'1.7 per cento, in deciso rallentamento rispetto al 3 per cento del 2010. Le difficoltà del mercato del lavoro e la relativa stagnazione del reddito delle famiglie sono stati i fattori principali della debolezza dei consumi interni; il mercato immobiliare si è mostrato ancora debole pur nell'ambito di un miglioramento negli ultimi mesi dell'anno che ha favorito una leggera accelerazione del Pil rispetto ai trimestri precedenti. A fronte di una congiuntura che appare più favorevole e che potrebbe determinare per il 2012 un incremento del ritmo di crescita, permangono tuttavia alcune debolezze strutturali legate agli squilibri interni ed esterni che determineranno nei prossimi anni una crescita strutturalmente inferiore a quella potenziale.

**In Giappone** l'attività produttiva nel settore industriale, condizionata dal rallentamento della domanda estera, legata anche all'apprezzamento dello yen, si è ulteriormente indebolita negli ultimi mesi dell'anno. Il Pil nell'intero 2011 dovrebbe quindi essersi ridotto dello 0.9 per cento, dopo il +4.5 per cento sperimentato nel 2010.

In chiave prospettica pertanto, nessuna tra le economie industrializzate sembra in grado di trainare l'economia mondiale, anche per i limiti alla crescita derivanti dalle politiche di bilancio restrittive. Le economie emergenti si trovano comunque nella situazione di adottare politiche restrittive di riequilibrio delle componenti di crescita e pur nell'ambito di tassi di crescita ancora piuttosto sostenuti, aumentano i rischi di uno sgonfiamento ciclico più veloce rispetto a quello auspicato. In tale contesto, tuttavia, allo stato attuale non sembra profilarsi il rischio di una recessione globale, bensì un rallentamento ciclico, presumibilmente circoscritto al 2012, anche se, sullo scenario internazionale pesa in particolare la

debolezza dell'Europa, che potrebbe diventare anche più marcata se si verificassero nuove battute d'arresto nel lento e accidentato processo istituzionale per la risoluzione della crisi con effetti sui mercati finanziari mondiali.

## 2.2 L'area Euro

Nell'Uem le difficoltà delle istituzioni nella gestione della crisi del debito sovrano, oltre ad intensificare le criticità dei mercati finanziari, hanno condizionato le scelte di politica economica e il clima di fiducia di famiglie e imprese. Già nel terzo trimestre il Pil si era contratto non solo in alcuni paesi periferici dell'Unione ma anche in Belgio e Olanda. Il calo dell'attività economica registrato anche negli ultimi tre mesi dell'anno ha portato diversi paesi nella situazione di recessione tecnica. La crescita media del Pil nel 2011 dovrebbe attestarsi all'1.5 per cento rispetto all'1.8 per cento dell'anno precedente.

L'economia italiana, dovrebbe aver registrato una crescita media dello 0.4 per cento dopo l'1.4 per cento del 2010. Gli andamenti degli ultimi trimestri evidenziano già una recessione tecnica, destinata a protrarsi anche nel 2012, in larga misura per gli effetti delle misure di riequilibrio dei conti pubblici oltre che della crisi di fiducia degli operatori e le perduranti difficoltà sui mercati finanziari e creditizi.

La dinamica dei mercati finanziari nel 2011 è stata caratterizzata da frequenti situazioni di turbolenza che hanno avuto i suoi momenti topici nelle fasi di maggiore difficoltà di gestione dei debiti pubblici **dell'area Uem**. Se nella prima metà del 2011 i mercati azionari avevano manifestato una dinamica mediamente positiva, pur con fasi alterne, a partire dai mesi estivi i sempre più concreti rischi di contagio della crisi dei debiti pubblici hanno favorito una crescente sfiducia negli operatori finanziari, che ha colpito in particolare i mercati azionari e dei titoli di Stato dei paesi periferici, con conseguente nuova fase di generale avversione al rischio.

Le tensioni sui debiti sovrani hanno infatti progressivamente coinvolto un maggior numero di paesi dell'Uem e anche il Portogallo, dopo la Grecia e l'Irlanda, ha dovuto far ricorso al sostegno internazionale per il rifinanziamento del proprio debito. Anche dopo la definizione delle misure di sostegno dei paesi in difficoltà, che prevedevano l'estensione della capacità effettiva di prestito dell'European Financial Stability Facility (Efsf) a 440 miliardi di euro, grazie a un aumento delle garanzie fornite dai singoli stati membri, e la istituzione dell'Esm – European stability mechanism – in coincidenza con la fine del mandato della precedente Facility, non si sono attenuate le tensioni. Gli spread decennali rispetto al Bund dei paesi periferici, incluse Italia e Spagna, hanno continuato ad aumentare, insieme ai CDS sui titoli sovereign, raggiungendo per alcuni paesi i nuovi massimi storici dall'introduzione dell'euro.

L'andamento negativo del mercato del debito sovrano ha penalizzato in particolare i titoli azionari bancari, soprattutto dell'Uem. Ai timori per l'esposizione delle banche europee ai titoli di Stato della

Grecia si sono sommate le tensioni sui titoli degli altri paesi periferici, che rappresentavano una quota ben più importante dei portafogli titoli delle banche.

Il contesto di debolezza delle prospettive macroeconomiche, nonché le difficoltà nel trovare una soluzione definitiva alla crisi del debito sovrano e di minori pressioni inflazionistiche che ne sono derivate, hanno indotto la **Banca Centrale Europea** a riportare i tassi ufficiali all'1 per cento e ad ampliare le misure di supporto alla liquidità, in particolare con l'introduzione di un'asta con scadenza a tre anni, in cui sono stati poi allocati fondi per quasi 500 miliardi di euro contribuendo ad allentare le tensioni sui mercati finanziari.

Il bilancio degli andamenti dei mercati a fine anno resta però piuttosto pesante. Sui titoli di Stato italiani si sono registrate perdite sulle quotazioni di oltre il 10%, soprattutto sulle scadenze a più lungo termine; l'intero indice obbligazionario dell'area Uem ha registrato un rendimento complessivo solo leggermente positivo grazie alla dinamica favorevole dei titoli di Stato tedeschi, ma in ogni caso molto inferiore a quello degli altri paesi extra-Uem. Sui mercati azionari, mentre negli Stati Uniti il recupero dell'ultima parte dell'anno ha consentito di annullare le perdite accumulate nei mesi precedenti, sui mercati dell'area Uem si registrano ovunque perdite a doppia cifra; l'indice azionario italiano ha subito una flessione dei prezzi di oltre il 20%, con particolare pressione sui titoli bancari che hanno raggiunto nuovi minimi storici.

Ad inizio 2012, la sensazione di una maggiore coerenza nelle scelte politiche dell'area Uem, associata ad un miglioramento statunitense (possibile preludio di una ripresa del ciclo nei prossimi anni anche nella altre aree avanzate) sembra aver modificato il clima sui mercati finanziari. I mercati azionari hanno registrato un sensibile miglioramento e anche gli spread sui titoli di Stato dell'area Uem si sono ridotti, soprattutto nel caso italiano, anche in funzione delle misure a sostegno del contenimento del deficit.

### 3. Gestione del Patrimonio della Fondazione: linee programmatiche ed attuazione delle stesse

#### 3.1 Quadro macroeconomico

Il quadro macroeconomico e finanziario che si è venuto a delineare, come sopra esposto, ha coinvolto con maggiore intensità i mercati finanziari domestici, penalizzando in parte anche gli investimenti presenti nel portafoglio della **Fondazione**, soprattutto quelli riferiti alla componente azionaria. L'indice azionario italiano, dopo il forte allargamento degli spread di credito dei titoli governativi italiani, ha subito consistenti ribassi in un contesto di forte volatilità. Il settore bancario sia obbligazionario che azionario è risultato più penalizzato. Al contrario i mercati obbligazionari corporate, soprattutto industriali, hanno mantenuto un approccio più difensivo e di ulteriore riduzione dei differenziali di rendimento rispetto ai titoli governativi.

### 3.2 Dati analitici

La Fondazione, in questo contesto, ha conseguito un risultato di **conto economico nel 2011**, prima degli accantonamenti di legge e delle erogazioni istituzionali, ampiamente negativo, pari a circa 32,9 milioni di euro. Le voci di conto economico che hanno impattato negativamente sul risultato 2011, si riferiscono *alle svalutazioni volontarie di strumenti finanziari non immobilizzati e all'adeguamento effettuato, in sede di svalutazione ai fini del Bilancio, della opzione put su FTSEMIB il cui controvalore esprime una **passività potenziale** iscritta coerentemente a Bilancio qualora la Banca AKROS **teoricamente** avesse inteso esercitare l'opzione alla data di chiusura dell'esercizio.* In merito alla predetta svalutazione volontaria di titoli, si evidenzia che la Fondazione ha deciso di **rinunciare**, per buona parte dei titoli presenti in portafoglio, all'utilizzo del **Decreto Legislativo 185** (anticrisi) , deliberato dal Governo per il bilancio 2008 e prorogato anche nei successivi anni 2009-2010-2011. Ciò ha permesso di **valorizzare il portafoglio a valori più consoni** con le quotazioni espresse dal mercato, con l'obiettivo di poter disporre anche di maggiori flessibilità gestionali volte a creare i presupposti per un progressivo parziale recupero dei valori patrimoniali nei prossimi anni. Nello specifico si evidenzia che la svalutazione ha interessato circa il 21% degli attivi della Fondazione, di cui il 6,7% relativo al portafoglio obbligazionario e il 14,6% relativo al portafoglio azionario. Le componenti in grado di generare redditività certa di portafoglio, come cedole, dividendi e proventi, hanno contribuito positivamente al risultato complessivo e mitigato gli effetti delle svalutazioni.

### 3.3 Asset allocation

La composizione dell'asset allocation in titoli della Fondazione, risulta composta da azioni per il 59,9%, obbligazioni per il 18,5% e fondi chiusi (fondi immobiliari e private equity) pari a circa al 6,3%. Sussistono inoltre marginali posizioni di liquidità in conto corrente pari al 2,4%. La Fondazione detiene inoltre partecipazioni strategiche legate alla propria missione istituzionale per circa 11,4 milioni di euro, pari al 12,9% del patrimonio.

Per quanto concerne il riequilibrio tra componente obbligazionaria e quella azionaria del portafoglio, con la vendita delle azioni IMPREGILO ed il contestuale acquisto di titoli di Stato, si è realizzata una prima, modesta, attuazione di una linea gestionale che la Fondazione proseguirà allorquando le condizioni di mercato lo consentiranno.



La Fondazione, rispetto allo scorso anno, presenta una minore esposizione al mercato obbligazionario, in parte anche per effetto della svalutazione di oltre il 35% del controvalore a bilancio dei titoli che compongono il portafoglio obbligazionario. Si è mantenuto al minimo le disponibilità liquide di conto corrente (sufficienti per l'attività istituzionale), principalmente in ragione della bassa remunerazione offerta dal mercato monetario nel 2011.

### 3.4 La componente obbligazionaria

I titoli obbligazionari presenti in portafoglio risultano diversificati tra i diversi settori, con profili cedolari potenzialmente coerenti con gli obiettivi della Fondazione. Il settore finanziario rappresenta circa il 59,4% del portafoglio obbligazionario, mentre il 17,5% è investito in titoli di stato italiani e strumenti assimilati e la restante parte pari al 23,1% nel settore industriale. Nel corso dell'anno si è intervenuto a rimodulare il portafoglio obbligazionario, con lo scopo di prendere profitto su alcune posizioni in plusvalenza e abbassare il rischio di credito sulle singole emissioni attraverso il reinvestimento di parte della liquidità in Btp e Cassa Depositi e Prestiti. Tale decisione è stata presa sia per diversificare ulteriormente il portafoglio includendo anche la componente governativa, sia per sfruttare l'opportunità di mercato, in seguito al forte allargamento degli spread di credito sui titoli governativi italiani. Circa l'80% delle emissioni presenti in portafoglio si caratterizzano per la redditività cedolare a tasso fisso; ciò presenta come un fattore di rischio al momento trascurabile considerando sia le prospettive di politica espansiva da parte della Banca Centrale Europea sul breve-medio termine che per la duration di portafoglio non particolarmente elevata (più del 60% del portafoglio obbligazionario presenta emissioni con scadenze entro i 5 anni). La componente investita direttamente nelle obbligazioni corporate ha subito sia l'allargamento degli spread di credito, soprattutto sulle emissioni finanziarie che quello legato al paese Italia, in seguito al coinvolgimento della crisi verso il debito pubblico italiano; **più marcato il risultato negativo dell'emissione Lighthouse, a causa del forte incremento del rischio di credito dell'emittente; le problematiche relative all'elevato debito si sono intensificate nel 2011, portando la società alla decisione di ristrutturazione del bond in circolazione, che si è perfezionata nel 2012 attraverso la conversione del bond in azioni Seat Pagine Gialle e attraverso l'emissione di nuove obbligazioni Seat Pagine Gialle al 10,5% con scadenza 2017.**

La redditività cedolare delle emissioni presenti in portafoglio ha garantito un flusso di cassa superiore ai tassi di mercato: **mediamente il portafoglio titoli ha generato una redditività superiore al 5%. A fine anno, tenendo presente le criticità di scenario e le modifiche in parte strutturali del sistema finanziario internazionale, si è proceduto ad allineare ai valori di mercato le emissioni**



di Royal Bank of Scotland, Lighthouse e Unipol per complessivi 7,6 milioni di euro, pari al 56% del controvalore a bilancio di tali strumenti.

### 3.5 La componente azionaria

Sulla **componente azionaria** la strategia adottata è stata, anche in questo caso, quella di privilegiare titoli dai fondamentali ritenuti relativamente solidi, evidenziati dalla capacità di generare redditi in forma stabile e duratura, ovvero di creare valore per gli azionisti nel medio-lungo termine. Il forte ribasso del mercato azionario italiano nel 2011, pari a circa il -20%, ha penalizzato il prezzo dei titoli presenti nel portafoglio rispetto al prezzo medio di carico, incrementando le minusvalenze potenziali. **Come per i titoli obbligazionari anche su alcuni titoli azionari (Banca Popolare di Milano, Telecom Italia Media e Dea Capital) si è intervenuto a svalutare il valore contabile ai prezzi di mercato del 31/12/2011, attraverso il mancato rinnovo del decreto anticrisi. Ciò ha impattato sul conto economico per -9,1 milioni di euro, pari al 60% del controvalore a bilancio 2010 di tali strumenti.** I ribassi più consistenti ai valori di mercato riguardano i titoli del settore bancario-assicurativo, i quali nel corso dell'ultimo anno hanno ottenuto rendimenti pari a circa il -15%, comunque decisamente superiori se paragonati all'indice bancario Msci Italy Bank, che fa registrare perdite pari al -46,9%. **A differenza dei precedenti esercizi si è ridotta l'attività legata alla vendita di opzioni call sui titoli in portafoglio, in quanto risultava poco conveniente a causa degli elevati prezzi di carico dei titoli in portafoglio rispetto alla situazione di mercato.** In funzione della diversificazione degli strumenti finanziari, la scelta dei titoli ha tenuto conto dei diversi settori con l'obiettivo di costituire un portafoglio ben diversificato: al 31 dicembre 2011 il portafoglio azionario risulta composto per il 51,2% da titoli del settore finanziario, 27,6% energia, 12,8% telecomunicazioni, 4,1% industria, 4,4% utilities. La redditività media generata dai dividendi risulta anche in questo caso superiore ai tassi di mercato.

I multipli di mercato sui titoli detenuti dalla Fondazione esprimono in diversi casi importanti sottovalutazioni rispetto al patrimonio netto, soprattutto per quelli legati al settore finanziario, mentre il dividend yield medio atteso, in particolar modo quello dei titoli del settore energia, utilities e telecomunicazioni, risulta più remunerativo sia degli indici monetari che delle emissioni corporate investment grade, le quali attualmente offrono rendimenti interessanti solo su scadenze particolarmente lunghe. Siccome si ritiene che l'attuale quotazione dei titoli azionari non rispecchi la corretta valutazione delle società, si è deciso di continuare ad utilizzare il decreto 185 "anticrisi" sulla restante parte del



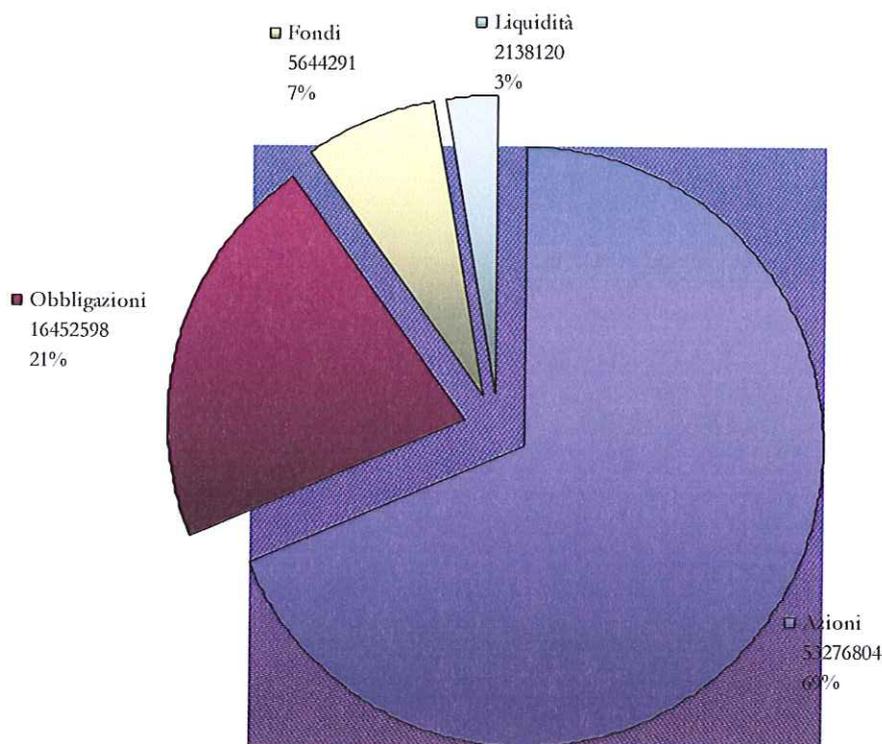
portafoglio azionario ancora non svalutato e che rappresenta il 75% del controvalore contabile del portafoglio azionario, sul quale sono presenti minusvalenze latenti per circa 14,5 milioni di euro.

### 3.6 La componente derivati

Sulla componente in derivati resta invece problematica la posizione sull'operazione di vendita opzioni put sull'indice italiano, attivata nei precedenti esercizi, che presenta una **perdita potenziale** ancora particolarmente sostenuta, recuperabile solo nel medio-lungo termine; **la posizione è stata rinnovata nel corso del corrente anno, suddividendo il numero di lotti venduti in più scadenze durante il 2012.** La Fondazione ha comunque stabilito accordi con la Banca Akros per il rinnovo, ad ogni scadenza, della put su indice FTSE MIB fino a quando la quotazione di mercato non consentirà di chiudere l'opzione senza perdite significative.

## 4 Conclusioni

Si evidenzia che, alla data del 31.12.2011 il **patrimonio mobiliare** a valori contabili evidenzia una componente **azionaria** pari ad euro **53.276.804**, le **obbligazioni** ammontano ad euro **16.452.598**. Per quanto concerne i **fondi Michelangelo II e Principia II** ammontano rispettivamente ad euro **5.035.101** ed euro **609.190**, mentre la liquidità risulta pari a euro **2.138.120**.



Per quanto attiene il **patrimonio immobiliare**, alla data del 31.12.2011, evidenzia una consistenza di euro **13.159.461** che risulta composta sostanzialmente dal valore della sede della Fondazione BNC oltre ad un altro fabbricato attualmente in via di dismissione.

Per quanto riguarda le **partecipazioni nelle Società strumentali e partecipate**, esse ammontano ad euro **11.436.086,80**.

#### **4.1. Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio**

L'acuirsi della crisi finanziaria e dei mercati ha reso indispensabile implementare il volume delle garanzie, a fronte dell'esposizione potenziale verso Banca AKROS generata, come è noto, dalle dinamiche della put sull'indice FTSE MIB, strike 31 mila. Ciò al fine di scongiurare il precipitare della situazione, ma soprattutto al fine di garantire l'ordinato e regolare funzionamento della Fondazione, anche in presenza di un ulteriore aggravamento degli scenari. Nel novero delle garanzie sono, infatti, state, via via, inserite:

- le quote del Fondo immobiliare Narciso;
- le quote della partecipazione nella Società Patrimonio DLF;
- le quote del Fondo Principia 2;
- il controvalore dell'immobile di Via di Villa Albani.

Gli strumenti utilizzati e le intese intercorse con Banca AKROS sono stati sottoscritti nel primo trimestre del corrente anno.

Alla data del 28 marzo u.s., l'insieme degli **strumenti posti in garanzia** ammontano ad euro **88.722.939**, a fronte di una esposizione potenziale verso Banca AKROS di euro 47.062.666.

E' utile segnalare, per altro, che la dimensione degli strumenti finanziari posti in garanzia non rende più necessario, salvo imprevedibili e gravissimi crolli dei mercati azionari, accendere onerose put a protezione dell'opzione sull'indice FTSE MIB 30.

*Fondazione  
Banca Nazionale delle Comunicazioni  
Il Segretario Generale*



*Fondazione  
Banca Nazionale delle Comunicazioni  
Il Presidente*

