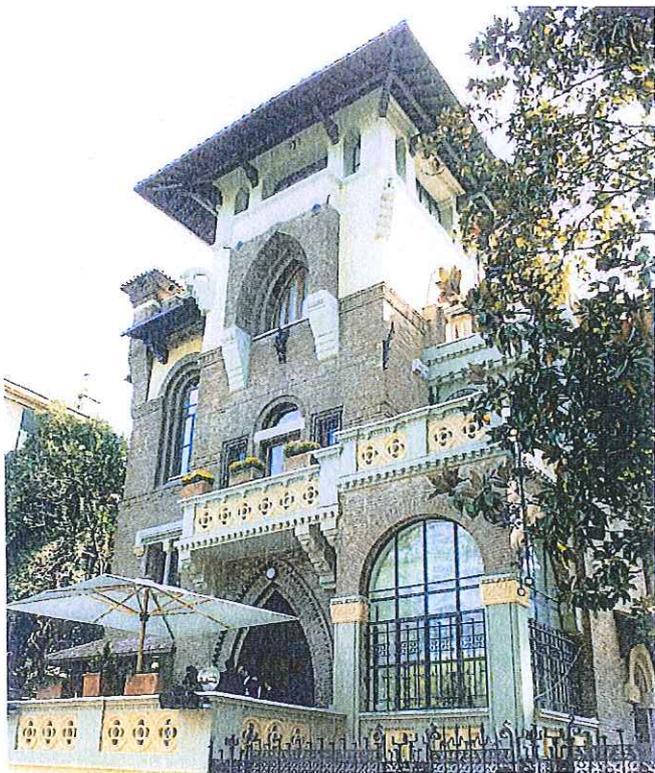




*FONDAZIONE
BANCA NAZIONALE DELLE COMUNICAZIONI*

BILANCIO CONSUNTIVO 2012



W



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 2012 fa rilevare un avanzo di esercizio pari a 1.666.188 euro. Tale avanzo è stato destinato per il 25% agli accantonamenti per il risanamento delle perdite pregresse, mentre il 20% della rimanente parte è stato accantonato alla riserva obbligatoria come previsto da normativa. Gli accantonamenti ai fondi per l'attività istituzionale sono pari a 999.713.

Per ulteriore informazione si evidenzia che l'importo complessivo riservato al "Fondo per il volontariato" è destinato alle Regioni Lazio e Calabria.

La Fondazione BNC ha, inoltre, sostenuto spese di funzionamento per circa 1.487 mila euro, di cui circa 250 mila per compensi e rimborsi spese ad Amministratori, Segretario Generale e Sindaci.

Le imposte dell'anno, pari a euro 256.631 sono relative a Irap, Ires ed Imu.

Le imposte sui proventi finanziari sono state pari a circa 189 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, infine, ha provveduto ad aggiornare al 30 marzo 2012 il Documento Programmatico per la Sicurezza ai sensi del Dlgs. n. 196/2003.

2. Quadro di riferimento

Il 2012 è stato caratterizzato da un ulteriore indebolimento del ciclo economico mondiale che, sul finire dell'anno, dovrebbe aver raggiunto il punto di minimo. L'indebolimento è stato dovuto, in particolare, a una più bassa crescita dei Paesi industrializzati ma si è registrata una contrazione dell'attività economica anche nei Paesi emergenti indeboliti dalla contrazione del commercio internazionale.

Tuttavia, proprio le economie emergenti hanno costituito ancora la componente trainante dell'economia internazionale grazie anche agli effetti delle misure espansive di politica economica messe in atto; in particolare, nell'economia cinese, il tasso di crescita annuale è sceso solo di poco sotto l'8 per cento e ha smesso di ridursi a fine anno. Il Pil mondiale nella media del 2012 dovrebbe essere cresciuto intorno al 3 per cento rispetto al 4 per cento dell'anno precedente.

In questo contesto sono rimasti contenuti i prezzi delle materie prime, anche se, nella seconda metà dell'anno, l'atteggiamento più espansivo dei policy makers si è riflesso in un rialzo dei prezzi, dopo l'arretramento forte e generalizzato dei mesi precedenti. Gli effetti del rincaro registrati nella seconda metà del 2012 non si sono ancora interamente trasferiti sui prezzi al consumo; ciò nonostante, altri fattori, tra i quali maggiore tassazione indiretta e deprezzamento dell'euro, hanno contribuito a mantenere su livelli relativamente elevati (in relazione al ciclo) i tassi di inflazione nell'area Uem.

Analizzando nel dettaglio le principali aree geografiche, negli Usa, il Pil reale per l'intero 2012 è cresciuto del 2.2 per cento, in lieve accelerazione dall'1.8 per cento dell'anno precedente. Durante l'anno si è osservato un miglioramento del mercato immobiliare, mentre hanno costituito un freno all'attività di investimento delle imprese, alla domanda di lavoro e quindi ai consumi alcuni fattori di incertezza, tra cui quello legato alla futura intonazione della politica di bilancio e ai suoi effetti restrittivi, incertezza ridotta ma non annullata dopo l'accordo raggiunto in extremis per evitare il baratro fiscale ("fiscal cliff").

Nell'Uem, la maggior debolezza della domanda interna finale è in larga misura responsabile della contrazione dell'attività economica, che è pari a circa lo 0.5 per cento nella media del 2012 rispetto alla crescita dell'1.5 per cento conseguita nel 2011. L'indebolimento dei consumi è stato alimentato dalle politiche di bilancio restrittive e dal deterioramento del mercato del lavoro; l'eccesso di capacità produttiva, il clima di incertezza e, in alcuni Paesi, gli elevati costi di finanziamento hanno influenzato negativamente gli investimenti delle imprese. Le esportazioni nette hanno invece continuato a sostenere l'attività economica, compensando l'indebolimento della componente interna. All'interno dell'area euro, i Paesi core non sono stati risparmiati dalla debolezza dei periferici ma, nel corso dell'anno, si è comunque accentuata la divaricazione tra il ciclo economico dei due gruppi di Paesi osservata a partire dal 2010, con l'inizio della crisi del debito sovrano.

L'Italia e la Spagna, più esposte alle tensioni sui mercati finanziati e impegnate in programmi di riequilibrio dei conti pubblici, nel 2012, hanno visto proseguire la fase recessiva iniziata nel 2011 (con tassi di variazione del Pil rispettivamente di -2.4 e -1.4 per cento in media d'anno) a fronte di tassi ancora positivi, sebbene in riduzione, per quasi tutti i Paesi core.

Per quanto riguarda l'Italia, il Pil ha registrato, nel 2012, una sensibile contrazione portando il livello della ricchezza nazionale sotto il livello minimo toccato durante la fase più acuta della recessione,

secondo trimestre del 2009, annullando completamente il modesto recupero del biennio 2010-11. La forte caduta del Pil italiano, nel 2012, è stata aggravata dal timore di eventi imponderabili per la nostra economia, timore che ha determinato una caduta degli investimenti (superiore all'11 per cento) non pienamente spiegabile con la dimensione quantitativa degli interventi della politica di bilancio e dei loro effetti sui consumi delle famiglie.

In chiave prospettica, sebbene la dinamica dell'attività economica internazionale sia rimasta debole anche nei mesi finali dello scorso anno, da diversi indicatori emergono segnali di stabilizzazione sia nei mercati emergenti che nelle economie mature. La crescita in molti Paesi continuerà a essere condizionata dai processi di aggiustamento degli squilibri; la lieve accelerazione della crescita in Cina e negli altri Paesi emergenti dovrebbe comunque compensare il rallentamento nei Paesi avanzati determinando un tasso di crescita del Pil mondiale superiore al 3 per cento. Per il biennio successivo dovrebbe tornare a migliorare anche il ciclo nelle economie mature.

La dinamica dei mercati finanziari ha visto nella prima parte del 2012 il momento di maggior tensione sui mercati europei per l'intensificarsi dei timori di una "rottura" dell'euro; in particolare, le incertezze sulla sostenibilità del debito pubblico in Spagna e il clima di instabilità politica maturato in Grecia, che ha messo a rischio l'erogazione dei programmati aiuti internazionali senza i quali il Paese ha rischiato un default, hanno riproposto il tema della sostenibilità dell'Unione Europea e della moneta unica. Questi eventi, associati al deterioramento delle aspettative di crescita internazionale, hanno alimentato un incremento degli spread, rispetto al Bund, dei titoli pubblici dei Paesi ritenuti più rischiosi, riproponendo il tema della sostenibilità degli elevati debiti pubblici dei Paesi più esposti.

I riflessi di questa situazione si sono propagati anche ai mercati azionari dell'Uem e in particolare dell'Italia; gli effetti si sono riflessi maggiormente sul settore bancario data la maggiore esposizione alla crisi del debito, che ha registrato flessioni particolarmente sensibili.

A partire ai mesi estivi del 2012 si sono succeduti una serie di interventi che hanno via via diradato le incertezze sulla sostenibilità dei debiti dell'area Uem e attenuato le tensioni sui mercati finanziari; le decisioni assunte nel Consiglio Europeo di fine giugno prima, le dichiarazioni del Presidente della Bce di fine luglio, seguito dall'annuncio formale di un piano di interventi di mercato aperto tali da riassorbire le distorsioni sui mercati obbligazionari dell'Uem, con l'obiettivo di spezzare in modo strutturale il contagio tra crisi del debito e crisi bancarie, hanno invertito la tendenza di percezione del rischio sui mercati finanziari dell'Uem, dando nuova linfa alle quotazioni dei mercati finanziari, sia governativi che azionari, riassorbendo in parte gli eccessi di pessimismo che avevano caratterizzato la prima parte del 2012.



I programmi di intervento della Bce si sono concretizzati a settembre mediante un piano di acquisti di titoli sovrani (Outright Monetary Transactions Program, OMT) che prevede acquisti di titoli sul mercato secondario per importi illimitati ma subordinati a una richiesta di assistenza all'Efsf/Esm di un piano concordato di aggiustamenti macroeconomici. Il progetto della Bce prevede anche di centralizzare la vigilanza bancaria europea, mediante un meccanismo di Unione bancaria europea, le cui coordinate sono tutt'ora in fase di definizione.

L'evoluzione positiva della situazione finanziaria europea, associata alla riduzione delle incertezze sulle prospettive di ripresa economica internazionale hanno fornito una ulteriore spinta alla fase di rialzo dei corsi azionari nell'ultima parte dell'anno, trainati soprattutto dal settore bancario. La ripresa di fine anno è stata comunque più contenuta per il mercato americano, penalizzato dal clima di incertezze inerente le elezioni presidenziali e le modalità di risoluzione del "fiscal cliff".

L'attenuazione delle dinamiche di flight-to-quality e il contestuale ritorno dell'appetito per il rischio da parte degli investitori, hanno via via favorito la domanda di strumenti finanziari che offrono un rendimento più elevato ("search for yield"). I titoli corporate hanno beneficiato in modo particolare di questo processo, con rialzi dei prezzi generalizzato.

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

Nel corso dell'anno, a fronte delle numerose incertezze nello scenario macroeconomico, la strategia gestionale seguita dalla Fondazione è stata caratterizzata da un approccio maggiormente prudentiale, attraverso il graduale riequilibrio degli strumenti finanziari verso titoli meno rischiosi ma capaci di generare una redditività congrua con gli obiettivi della Fondazione. In tal senso si è cercato di diminuire l'esposizione del portafoglio finanziario verso i titoli, sia azionari che obbligazionari, del settore finanziario, che hanno contribuito in passato ad incrementare la volatilità complessiva del portafoglio; è stata incrementata l'esposizione verso i titoli di stato italiani, in seguito ai rendimenti interessanti offerti da tale asset class soprattutto nei mesi estivi, e sono stati acquistati titoli azionari del settore utilities con un buon rapporto rischio rendimento. La maggiore flessibilità gestionale in seguito alle svalutazioni effettuate su oltre il 20% degli attivi nel corso dell'esercizio precedente, ha permesso alla Fondazione di attuare la strategia sopra descritta e di rispettare gli obiettivi di riduzione del rischio di portafoglio.

La Fondazione in questo contesto ha conseguito un risultato di conto economico nel 2012, prima degli accantonamenti di legge e delle erogazioni istituzionali, pari a circa 1,7 milioni di euro. Le voci di conto economico che hanno impattato positivamente al risultato 2012, si riferiscono agli interessi e dividendi degli strumenti finanziari e alla rivalutazione netta degli strumenti finanziari non immobilizzati. Su

quest'ultima voce la Fondazione ha deciso di utilizzare il decreto legislativo n. 185 (anticrisi), deliberato dal Governo per il bilancio 2008 e prorogato anche negli anni successivi, su alcune partecipazioni azionarie acquistate nel corso dei precedenti esercizi, il cui prezzo di carico risulta tuttora superiore al prezzo di mercato attuale.

Analizzando in dettaglio la composizione dell'asset allocation in titoli della Fondazione, essa risulta composta da azioni per il 65,3%, obbligazioni per il 13,2% e fondi chiusi (fondi immobiliari e private equity) pari a circa al 7,5%. Sussistono inoltre marginali posizioni di liquidità in conto corrente pari all'1,6%. La Fondazione detiene inoltre partecipazioni strategiche legate alla propria missione istituzionale pari al 12,4% del patrimonio.

La Fondazione rispetto allo scorso anno presenta una minore esposizione al mercato obbligazionario, in parte anche per effetto della revisione dell'asset allocation con la già citata riduzione delle emissioni corporate finanziarie a favore dell'acquisto di titoli di stato italiani. 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 2012.

Il portafoglio obbligazionario è composto per il 65,9% da obbligazioni governative italiane e strumenti assimilati, per il 32,9% da obbligazioni bancarie e per il restante 1,2% da titoli del settore industriale. Proseguendo il processo di rimodulazione del portafoglio obbligazionario iniziato lo scorso esercizio, è stata sensibilmente ridotta l'esposizione al settore finanziario, con lo scopo di prendere profitto su diverse posizioni in plusvalenza rispetto ai prezzi di bilancio e abbassare il rischio di credito sulle singole emissioni attraverso il reinvestimento di parte della liquidità in titoli di stato, in particolare obbligazioni inflation linked. In base al principio di rendere il portafoglio più efficiente e diversificato, sono stati infatti acquistati in corso d'anno, titoli di stato italiani legati all'inflazione europea e italiana, con il duplice scopo di coprire una componente di patrimonio dal rischio di inflazione inattesa e di beneficiare della convenienza in termini di redditività che tale classe di attività offriva rispetto ai titoli nominali. Il peso di tali strumenti a fine 2012 è pari al 42,2% del portafoglio obbligazionario. In generale l'orientamento da parte della Fondazione è stato quello di incrementare l'esposizione verso titoli governativi italiani sia per sfruttare l'opportunità di mercato, in seguito alla fase di forte allargamento degli spread di credito sui tali titoli, culminata durante i mesi estivi e sia per incrementare la diversificazione e il grado di liquidabilità degli strumenti in portafoglio. Tutte le emissioni presenti in portafoglio si caratterizzano per la redditività cedolare a tasso fisso, mentre per i titoli inflation linked viene considerata anche la componente di rivalutazione all'inflazione; il rischio tasso si 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 70% del portafoglio obbligazionario presenta emissioni con scadenze entro i 5 anni). La componente investita nelle obbligazioni governative ha beneficiato del restringimento degli spread di credito in atto dalla seconda metà del 2012, generando sul conto economico una rivalutazione degli strumenti al valore di mercato di fine anno. Nel corso del 2012 si è assistito alla ristrutturazione del debito da parte di Seat Pagine Gialle, che si è perfezionata attraverso la conversione del bond Lighthouse, presente in portafoglio a fine 2011, in azioni Seat Pagine Gialle e in nuove obbligazioni Seat Pagine Gialle al tasso del 10,5% con scadenza 2017. Il valore di bilancio a fine 2012 del titolo obbligazionario risulta marginale (142 mila euro circa).

La negoziazione titoli nel corso dell'anno ha contribuito significativamente alla formazione dell'avanzo di esercizio, generato proventi positivi per 1,8 milioni di euro, in seguito all'andamento positivo dei titoli e alla gestione tattica effettuata: si segnala che la plusvalenza più significativa è data dalla vendita delle obbligazioni subordinate Royal Bank of Scotland, pari a 1,3 milioni di euro. 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 4%.

La **componente azionaria** ai valori di bilancio del 31 dicembre 2012 risulta composta da titoli del settore finanziario per il 43,8%, energia per il 24,6%, telecomunicazioni, per il 10,8%, industria per il 3,5%, e utilities per il 17,3%. La redditività media generata dai dividendi risulta superiore ai tassi di mercato. Rispetto allo scorso esercizio è stata ridotta l'esposizione verso i titoli del settore finanziario a favore dei titoli del settore utilities. I multipli di mercato sui titoli detenuti dalla Fondazione esprimono in diversi casi teoriche 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. La strategia adottata dalla Fondazione nel 2012 è stata quella di introdurre nel portafoglio titoli meno correlati con l'andamento dell'indice, in grado di generare una redditività superiore alla media di mercato e dalle caratteristiche difensive. Per tali ragioni sono stati acquistati in corso d'anno, prima dello stacco dividendo, i titoli utilities Snam e Terna, il cui peso risulta pari al 13,3% del portafoglio azionario. Inoltre si è proceduto a ridurre l'esposizione verso la partecipazione in Dea Capital, a causa della redditività nulla e dello scarso grado di liquidabilità dello strumento. Seguendo la stessa strategia utilizzata sui titoli obbligazionari anche per i titoli azionari la Fondazione è intervenuta a rimodulare il portafoglio attraverso la vendita di titoli in cui è stato possibile ottenere discrete plusvalenze; inoltre si sono attivate strategie di incremento della redditività attraverso la vendita di opzioni call sui titoli il cui prezzo di carico risultava allineato ai prezzi di mercato.

La Fondazione ha deciso di prorogare l'utilizzo del decreto 185 "anticrisi" sulle azioni per le quali era stato utilizzato negli scorsi esercizi, in attesa di osservare andamenti del mercato ritenuti maggiormente coerenti con i fondamentali. Rispetto ai valori contabili, sono presenti minusvalenze latenti per circa 11,4 milioni di euro.

Il risultato della negoziazione dei titoli azionari risulta complessivamente negativo (-2,2 milioni di euro) per effetto del costo per il rinnovo delle opzioni put sull'indice Ftsemib e dell'adeguamento del debito potenziale verso banca Akros che contribuisce negativamente per circa 4 milioni di euro; il risultato viene controbilanciato in parte dal contributo positivo della negoziazione dei titoli azionari (0,5 milioni di euro) e dalla vendita di opzioni call che si è potuta attivare sui singoli titoli azionari (1,3 milioni di euro)

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 teoricamente solo nel medio-lungo termine. La Fondazione, anche in questo caso, si è attivata per dare un segnale di riduzione del rischio che tale operazione genera sull'intero portafoglio finanziario, attraverso la riduzione, laddove è stato possibile, del prezzo di esercizio delle opzioni durante la fase di rinnovo delle stesse; per far ciò è stato suddiviso il numero di lotti totali venduti in più scadenze, al fine di gestire meglio le singole posizioni.

La Fondazione ha, inoltre, sottoscritto 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. Fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio

Si segnala, infine, la posizione del titolo Seat Pagine Gialle. Al riguardo, si fa presente che, l'estate scorsa, la Società Seat Pagine Gialle raggiungeva con i propri creditori una intesa sulla ristrutturazione del debito.

Non avendo altra credibile scelta, ed avendo già svalutato il titolo nel precedente esercizio, la Fondazione ha deciso di aderire alla proposta di ristrutturazione entro i termini previsti, 17 agosto 2012. Da tale adesione ne conseguiva che alla Fondazione venivano riconosciuti:

- nr. 32.625.000 titoli azionari di nuova emissione ad un carico fiscale unitario pari a euro 0,0441;
- nr. 150.000 titoli obbligazionari al valore unitario di € 70,9610 con cedola al 10,5% scadenza 31.01.2017.

Presupponendo che a valle della citata ristrutturazione del debito e sulla base di convincenti notizie di mercato, la Fondazione nelle riunioni del Cda del 17 ottobre e del 20 marzo u.s. ha deciso di immobilizzare il titolo rispettivamente al valore del carico fiscale ed a quello di conversione.

Il resoconto intermedio di gestione al 30 settembre 2012, predisposto dalla Società Seat Pagine Gialle, confermava, in più punti, la fondatezza della scelta della immobilizzazione del titolo sul presupposto di un suo possibile futuro sviluppo.

Infatti, e a mo' di esempio, nel citato resoconto intermedio:

- con riferimento alla valutazione sulla continuità aziendale e alla pag. 23 testualmente si legge: “ la conclusione del processo di ristrutturazione finanziaria in data 6 settembre ha permessoomissis...., di sanare la situazione di cui all'art. 2447 cod. civ. e di consentire al gruppo di svolgere la propria attività in una logica di continuità aziendale.”
- Alla pag. 42 si legge testualmente che: “in data 20 settembre 2012, la società di rating Moody's Investors Service, in seguito all'avvenuto perfezionamento dell'operazione di ristrutturazione del debito, ha assunto la decisione di innalzare il corporate family rating della Società a CAA1 con un out look stabile”. Con riferimento alla evoluzione della gestione, alla pag. 45, si legge che “le direttrici strategiche dello sviluppo di nuovi prodotti e servizi, hanno consentito a Seat Pagine Gialle di consolidare ulteriormente il suo ruolo di local internet company mantenendo l'indebitamento finanziario netto sostanzialmente in linea con le previsioni.”
- Con riferimento ai ricavi, a pag. 54, a fronte di un calo del 7% dei ricavi core, viene segnalato un aumento dei ricavi internet e mobile pari del 9,5 %.

Tali dati, unitamente al rimborso volontario anticipato di euro 25 milioni corrispondente alla rata di capitale scadente il 28.12.12 del finanziamento senior con Royal Bank of Scotland, lasciavano intravedere lo sviluppo positivo del progetto industriale e la capacità di gestione dell'indebitamento da parte della Società.

Sorprendentemente, nel mese di gennaio, la Società esperiva di fronte alle competenti Autorità giurisdizionali richiesta di concordato preventivo in bianco: procedura tuttora pendente.

Omettendo considerazioni sulla singolarità di simili vicende, ed in omaggio al principio di trasparenza che ha informato la propria gestione, la Fondazione ha deciso, d'intesa con il Collegio Sindacale e la Società di Revisione, di valorizzare i titoli immobilizzati non già al carico fiscale ma al prezzo di

mercato risultante alla chiusura del primo giorno di quotazione, a seguito della conversione dei titoli Lighthouse.

**Fondazione
Banca Nazionale delle Comunicazioni
Il Segretario Generale**



**Fondazione
Banca Nazionale delle Comunicazioni
Il Presidente**

