

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 2015 fa rilevare un **avanzo di esercizio pari a 6,8 milioni euro**, derivante dal miglioramento della esposizione potenziale nei confronti di Banca Akros per le opzioni put in essere - di cui si darà conto nel corso della relazione - nonché dai proventi derivanti dalla gestione del portafoglio che hanno dato un contributo superiore all'esercizio 2014.

Sono stati effettuati gli accantonamenti come previsto dalla succitata normativa: alla riserva obbligatoria 544.478 euro, ai fondi per l'attività istituzionale 2.177.912 euro. L'avanzo residuo, pari a 4.083.586 euro, è stato destinato prioritariamente alla copertura dei disavanzi pregressi, considerate le esigenze sia di salvaguardare il patrimonio, sia di garantire continuità all'attività istituzionale.

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

Le **spese di funzionamento** ammontano a circa 1,1 milioni di euro - in **flessione** di circa il 15% rispetto all'esercizio precedente - di cui circa 256 mila euro per compensi e rimborsi spese ad Amministratori, Segretario Generale e Sindaci pari allo 0,25% del Patrimonio, abbondantemente al di sotto della soglia individuata nel Protocollo ACRI - MEF per la classe patrimoniale riferita alla Fondazione.

Le **imposte** dell'anno ammontano a circa 629 mila euro, in **aumento** di circa il 10%.

Le imposte sui proventi finanziari sono state pari a circa 174 mila euro, e non compaiono in bilancio in quanto sono state detratte dagli utili corrispondenti, come dalla citata direttiva ministeriale del 19.04.2001.



2. Quadro di riferimento

a) Il quadro macroeconomico

Il rallentamento delle economie emergenti osservato nel 2015 ha determinato una riduzione dei ritmi di crescita dell'economia internazionale. Il contesto macroeconomico mondiale è risultato disomogeneo sia all'interno degli stessi paesi emergenti, tra i quali si evidenzia la penalizzazione dei paesi esportatori di materie prime, sia a livello più ampio con la crescita osservata nelle economie avanzate.

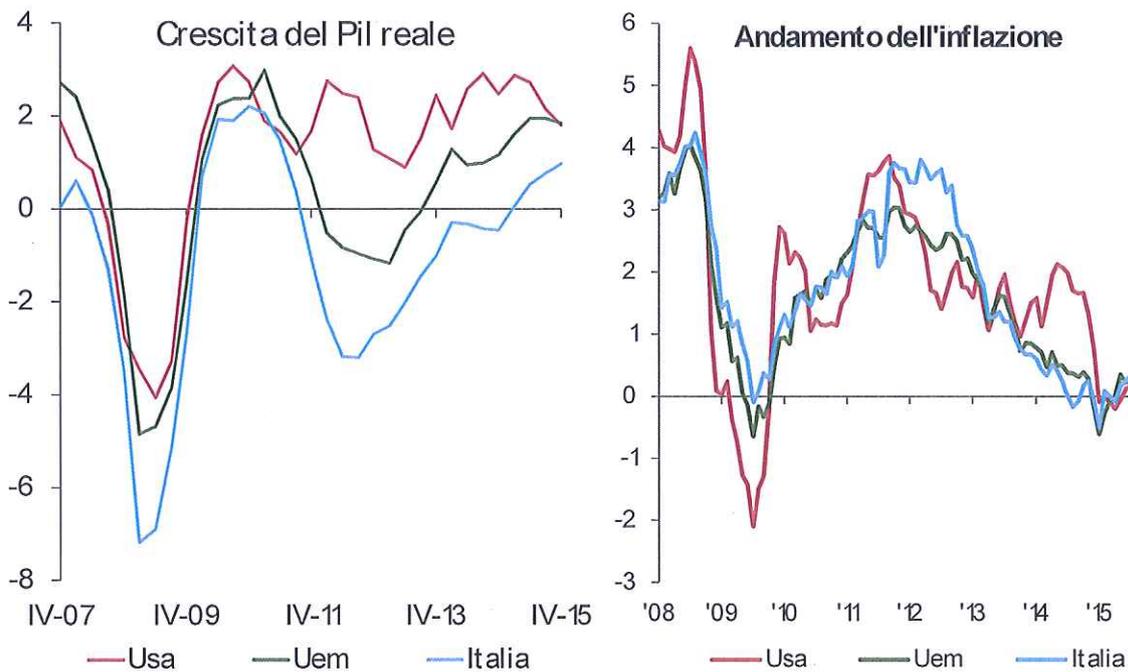
Gli Stati Uniti si confermano il principale motore di crescita dei paesi avanzati, pur con indicatori congiunturali contrastanti. In base alle prime stime, il Pil dovrebbe essere cresciuto del 2,4%. Il rallentamento delle esportazioni e degli investimenti ha generato un andamento della crescita leggermente inferiore alle attese, portando a rivedere al ribasso le stime di crescita per il biennio 2016-17. Ciò potrebbe influenzare le scelte di politica monetaria, attualmente orientata verso una maggiore cautela nel processo di normalizzazione.

Nell'area Uem invece i dati finora diffusi evidenziano un andamento in alcuni casi migliore delle attese, come ad esempio per Spagna e Francia. Il Pil per l'intera Uem dovrebbe essere cresciuto per l'intero anno dell'1,5%, beneficiando del buon andamento dei consumi delle famiglie. La persistente disinflazione e il recupero dell'occupazione hanno favorito tali dinamiche anche nei paesi periferici. La Banca Centrale Europea ha confermato il sostegno per riportare l'inflazione in linea con gli obiettivi, anche mediante un potenziamento delle politiche non convenzionali. Gli indicatori qualitativi offrono un quadro positivo per le famiglie, ad esclusione della Germania, mentre per le imprese emerge una maggiore incertezza. Ciò porta comunque a prevedere una marginale prosecuzione della fase di ripresa per il 2016, con i consumi che dovrebbero conservare il ruolo di motore principale della stessa.

In Italia i dati del 2015 confermano il ciclo di ripresa, nonostante il rallentamento osservato nell'ultima parte dell'anno ed alcuni segnali di incertezza. Gli investimenti continuano a mostrare un andamento irregolare, con rinnovata sofferenza per il settore degli impianti e macchinari mentre anche le esportazioni sono in flessione, a conferma comunque di una influenza indotta dalla dinamica della domanda mondiale. L'occupazione registra un recupero focalizzato prevalentemente nei servizi e comunque caratterizzato da una dinamica ancora irregolare. Il sistema bancario continua ad essere penalizzato dall'ingente stock di sofferenze nell'attivo degli stati patrimoniali, condizionando le politiche gestionali e gli andamenti reddituali.

L'attuale contesto internazionale resta comunque caratterizzato da una serie di incertezze che si intrecciano con problematiche di carattere geo-politico, i cui effetti sono oggettivamente imponderabili, oltre che da insicurezze sulle prospettive di crescita economica legate alla dinamica dei paesi emergenti – Cina in particolare - e all'andamento del prezzo del petrolio. Le incertezze sull'evoluzione dell'economia cinese sono evidenti non tanto nei dati del Pil, che nell'intero 2015 è cresciuto mediamente del 6,9% in termini tendenziali in linea con gli obiettivi del governo, quanto nella contrazione degli scambi commerciali, con un peggioramento del contributo delle esportazioni reali nette nel corso della seconda parte dello scorso anno. Il prezzo del petrolio, sceso sotto i 30 dollari al barile, deriva da un'abbondanza di scorte e un ampio eccesso di offerta, a cui contribuisce la maggiore esportazione dell'Iran conseguente alla revoca delle sanzioni e al mancato accordo tra Paesi Opec e non Opec sui tagli produttivi.

Ciò nonostante, le previsioni di consenso indicano una relativa tenuta della crescita economica mondiale con prospettive di ripresa sia pur moderata nel corso dei prossimi anni, rendendo quindi al momento poco probabile l'ipotesi di una nuova recessione globale.



b) I mercati finanziari

La maggiore potenziale fragilità del contesto mondiale ha contribuito a deteriorare sensibilmente il clima di fiducia sui mercati finanziari a partire dai mesi estivi dello scorso anno, per poi accentuarsi all'inizio del 2016 con una volatilità molto elevata, che ha portato a forti perdite per le attività più rischiose. Si sono via via osservati repentini aumenti dell'avversione al rischio, che hanno penalizzato le attività più rischiose e generato nuovi fenomeni di flight to quality. Tali andamenti tuttavia appaiono al



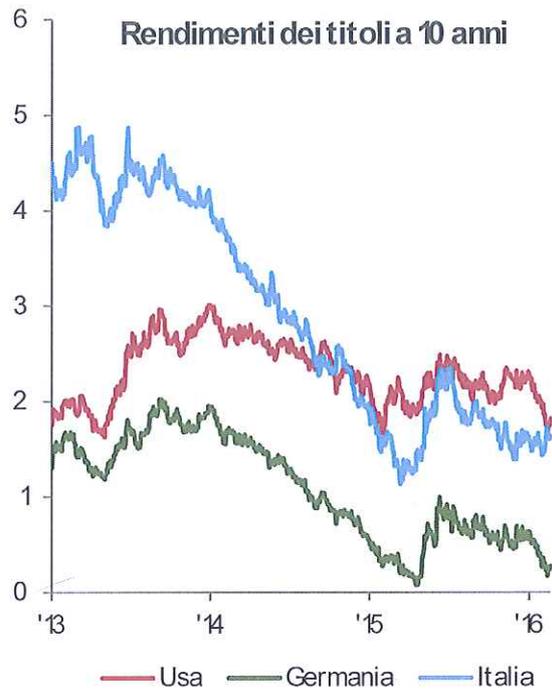
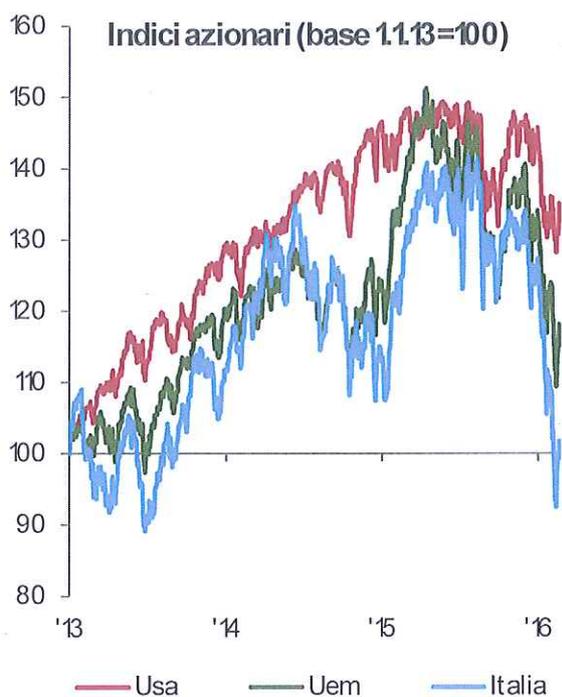
momento eccessivi rispetto agli indicatori fondamentali impliciti negli andamenti della crescita economica, lasciando presupporre che una parte di tali dinamiche siano connesse ad un peggioramento del clima di fiducia ed una difficoltà nel ponderare gli effetti derivanti dalla maggiore globalizzazione e interdipendenza dei mercati finanziari.

A partire dai mesi estivi, sui mercati azionari in particolare, è aumentata la volatilità e si sono registrate fasi più o meno intense di correzione. I paesi europei che hanno sofferto maggiormente sono stati quelli periferici. A partire dal mese di agosto dell'anno scorso si sono registrate infatti, fino alla metà di febbraio di quest'anno, contrazioni dell'indice azionario statunitense dell'11% circa, mentre quello tedesco ha perso il 19%. L'indice italiano Ftse Mib ha subito nello stesso periodo una contrazione del 28%, penalizzato anche dalle rinnovate incertezze sull'evoluzione del contesto bancario in presenza delle nuove norme regolamentari. La tendenza che stiamo osservando in questi ultimi mesi, pur non assumendo le caratteristiche di altre crisi sistemiche, come quella globale del 2008 o europea del 2011, ha generato una repentina modifica della tolleranza al rischio, destinata comunque a lasciare strascichi anche per l'anno in corso.

L'aumento dei tassi di policy Usa a fine 2015 ha segnato la fine del periodo di tassi a zero ma non ha certamente attenuato i rischi presenti per l'economia globale. In particolare, l'elevato debito pubblico e privato in dollari detenuto dai paesi emergenti, unitamente alla debolezza della domanda interna, contribuiscono a mantenere elevato il margine di incertezza sull'evoluzione di questi paesi generando volatilità sui mercati finanziari e valutari internazionali. Ciò a sua volta agisce negativamente sulla fiducia e quindi sul consolidamento della ripresa anche nei paesi avanzati. Il disallineamento della politica monetaria Usa rispetto a quella degli altri paesi, ha generato una maggiore forza relativa del dollaro che dovrebbe riproporsi anche nell'anno in corso.

Ciò nonostante, come osservato prima, le prospettive per i mercati azionari restano relativamente favorevoli in ottica di medio termine sulla base delle analisi fondamentali (politica monetaria ancora accomodante e buone prospettive di ripresa, trainata dalla domanda interna), anche se la volatilità potrebbe rimanere elevata a causa delle maggiori incertezze sulle prospettive di crescita dell'attività economica a livello globale e condizionare quindi ancora le dinamiche di breve termine.

I rendimenti dei mercati obbligazionari governativi si sono mantenuti relativamente contenuti, mentre sulle obbligazioni societarie c'è stato un generalizzato aumento dei credit spread, tanto più elevato quanto minore il merito di credito degli emittenti.



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

La strategia di gestione del patrimonio perseguita dalla Fondazione nel corso dell'anno è stata improntata, anche per il 2015, a garantire un livello di redditività coerente con gli obiettivi, volti a soddisfare, da un lato, l'attività istituzionale programmata e, dall'altro, accantonamenti patrimoniali finalizzati a recuperare parzialmente le perdite pregresse e per la quale è stata, comunque, prestata la consueta **massima attenzione al profilo rischio/rendimento**.

Pur cercando di minimizzare gli impatti a conto economico, nel corso dell'anno sono state fatte diverse movimentazioni volte a riequilibrare il portafoglio, dismettendo alcune partecipazioni, in alcuni casi a seguito dell'esercizio delle opzioni call vendute, ed introducendo strumenti meno correlati, al fine di ridurre il livello di rischio complessivo. L'operatività svolta nel 2015 ha portato ad incrementare la diversificazione del portafoglio, tramite una riduzione delle partecipazioni azionarie ed il contestuale incremento della componente monetaria ed obbligazionaria.

A fine 2015, la Fondazione disponeva inoltre di una quota consistente di liquidità, pari a circa 19% del portafoglio complessivo, derivante dalle vendite dei titoli azionari effettuate negli ultimi mesi del 2015 e non immediatamente riallocata, tenuto conto dello scenario di estrema incertezza presente sui mercati finanziari.

La Fondazione in questo contesto ha conseguito un **risultato di conto economico nel 2015**, prima degli accantonamenti di legge e delle erogazioni istituzionali, di **6,8 milioni di euro**.

Tale risultato è stato conseguito grazie alla componente di risultato della negoziazione di strumenti finanziari, al miglioramento dell'esposizione potenziale relativamente alle opzioni put sull'indice Ftse Mib presenti in portafoglio ed alle prese di beneficio derivanti dalle movimentazioni effettuate sul portafoglio. I premi derivanti dalla vendita di opzioni call sulle partecipazioni azionarie hanno interamente coperto i costi derivanti dalla gestione delle opzioni put in essere. Significativo anche il contributo dei dividendi e proventi incassati nell'esercizio sulle partecipazioni azionarie nonché degli interessi maturati nel periodo dai titoli obbligazionari e dalle disponibilità liquide, che hanno generato un risultato complessivo di 3,3 milioni di euro. Al conto economico ha infine contribuito positivamente anche la rivalutazione di strumenti finanziari non immobilizzati per circa 316 mila euro a fronte di una svalutazione di strumenti finanziari immobilizzati, per complessivi 2 milioni di euro, che si riferisce all'adeguamento del valore delle azioni di una parte della partecipazione azionaria in Eni S.p.A.. Senza considerare il contributo al conto economico del miglioramento dell'esposizione potenziale per le opzioni put in essere, la **redditività del portafoglio finanziario**, tenendo conto anche delle svalutazioni intervenute nonché dei costi di gestione delle put sostenute nel corso dell'esercizio, è stimato in **3,1% netto**.

Il totale delle attività che compongono lo stato patrimoniale della Fondazione, al netto dei crediti e dei ratei e risconti attivi, si attesta a **103,4 milioni di euro**. Analizzandone in dettaglio la composizione, senza considerare le opzioni put vendute sull'indice azionario italiano, esso risulta composta da azioni per il 40%, obbligazioni per il 18% e fondi immobiliari pari a circa il 5%. A fine 2015, sussistono posizioni di liquidità in conto corrente pari al 19% e immobilizzazioni materiali e immateriali pari al 5%. La Fondazione detiene inoltre partecipazioni strategiche e/o legate alla propria missione istituzionale pari al 13% del patrimonio.

Sul **portafoglio obbligazionario**, nel corso dell'anno, è stato effettuato l'acquisto dell'ottava emissione del BTP Italia per 1,49 milioni di euro, oltre ad un'operazione di *switch* delle tre obbligazioni IBL Banca, in scadenza tra il 2015 ed il 2019, con una quarta emissione da 5 milioni di euro in scadenza nel 2020. Il portafoglio a fine anno risulta composto prevalentemente da obbligazioni governative, sia italiane che tedesche, che rappresentano il 58% dell'intero comparto obbligazionario, e per la restante parte da emissioni societarie *high yield*. Il portafoglio obbligazionario si caratterizza per avere una struttura cedolare prevalentemente a tasso fisso. La **redditività cedolare netta** delle emissioni presenti in

portafoglio nel 2015 è stata del 3% circa. Sul conto economico ha inoltre impattato positivamente la rivalutazione degli strumenti presenti in portafoglio valorizzati a mercato.

La **componente azionaria** ai valori di bilancio del 31 dicembre 2015 risulta composta da titoli del settore finanziario, energia e utilities, che hanno generato un **flusso annuo di proventi pari al 4% circa, corrispondenti a circa 2,3 milioni di euro**. La riduzione dell'esposizione del portafoglio in titoli azionari, di cui si è dato conto in precedenza, è avvenuta sia tramite la cessione diretta di alcune posizioni per prendere beneficio delle plusvalenze in essere che tramite la dismissione di alcune delle partecipazioni per effetto delle call andate in esercizio. I titoli interessati da dismissione totale sono stati Terna, Snam, Mediobanca e Telecom Italia, per un controvalore totale di 15,2 milioni di euro. La liquidità ottenuta dalla suddette dismissioni è stata solo in parte reinvestita sul comparto, tramite gli acquisti di Eni e Poste Italiane per 3,2 milioni di euro. Si è ritenuto invece di non allocare la restante liquidità alla luce delle incertezze sulle prospettive di crescita dell'attività economica a livello globale ed in vista di una riduzione dell'esposizione potenziale derivante dalle opzioni put in essere con Banca Akros.

La **redditività degli investimenti azionari** ha beneficiato sia del **flusso dei dividendi** incassati nell'anno, corrispondenti ad una redditività del 3,2% sulla giacenza media del portafoglio azionario che dei **premi generati dalla vendita di opzioni call** sulla maggior parte delle posizioni in portafoglio, corrispondenti ad una **redditività del 5% circa** sul controvalore di carico di dette posizioni. Tale strategia è stata favorita in parte dalla dinamica rialzista dei titoli azionari che ha permesso quindi di vendere opzioni call a prezzi di esercizio più elevati (beneficiando quindi di premi più elevati) e superiori ai prezzi di carico. Il contributo della strategia di vendita di opzioni call sul conto economico è quantificabile in circa 1,2 milioni di euro, a cui si aggiunge il contributo della negoziazione titoli per 2,0 milioni di euro.

La componente immobilizzata rappresenta oltre 85% del portafoglio azionario ai valori contabili, con minusvalenze latenti per circa 3,2 milioni di euro (corrispondente ad una differenza del 10% circa sui valori di carico).

Sulla componente in derivati resta invece problematica la posizione sull'operazione di vendita opzioni put sull'indice italiano a suo tempo attivata (2008) che presenta una esposizione potenziale ancora sostenuta, difficilmente recuperabile nel breve termine. Coerentemente per le previsioni del piano triennale, l'operatività nell'esercizio corrente è stata orientata verso una progressiva riduzione dell'esposizione. Il rialzo dell'indice Ftsemib avvenuto nel 2015 ha comportato una riduzione della potenziale esposizione potenziale nei confronti di Banca Akros relativamente alle opzioni put in



portafoglio, generando a conto economico un effetto positivo pari a circa 5,4 milioni di euro. Coerentemente con le previsioni del piano 2015 – 2017, nel corso dell'esercizio è stata chiusa completamente l'esposizione relativa ai 100 lotti in essere con strike 25.000 punti. Nell'ambito dell'accordo quadro in essere con Banca Akros, è stata inoltre posticipata all'esercizio 2016 la scadenza delle restanti opzioni in essere e, con l'obiettivo di ridurre lo strike medio delle posizioni, nel corso dei primi 2 mesi del 2016 è stato complessivamente ridotto lo strike medio delle opzioni, diminuendo così in misura significativa, a parità di altre condizioni, l'esposizione potenziale nei confronti di Banca Akros. Per tale operatività è stata utilizzata parte della liquidità disponibile. L'impatto sul conto economico della gestione 2015 delle succitate opzioni, compresa la diminuzione dell'esposizione potenziale per la suddetta riduzione dello strike, è quantificabile in 1,65 milioni di euro, largamente compensato dai premi incassati tramite la vendita call sulle partecipazioni azionarie in portafoglio.

Per riduzione dello strike medio del portafoglio, rolling delle posizioni in scadenza e azzeramento di ulteriori 100 lotti, nei primi mesi del 2016 è stato sostenuto un costo complessivo di 8,54 milioni di euro, pagati interamente con le disponibilità di cassa.

Sullo storno dei mercati azionari osservato nel mese di gennaio 2016, la Fondazione ha destinato parte della restante liquidità disponibile ad acquistare alcune partecipazioni, su cui sono state contestualmente **vendute opzioni call** a breve termine - sempre fissando prezzi di esercizio uguali o superiori al prezzo medio di carico della Fondazione - che hanno generato una **redditività del 3,7%**. La redditività dell'investimento salirebbe a 9,5% in caso di esercizio totale delle opzioni vendute.

Per il 2016, il quadro economico e finanziario complessivo appare influenzato da molti fattori che ne condizioneranno fortemente gli andamenti. Nel prossimo anno la gestione del portafoglio risulterà pertanto particolarmente complessa e condizionata dal livello eccezionalmente basso dei tassi di interesse. Ciò indurrà ad impostare politiche di investimento caratterizzate da un profilo di rischio adeguato all'ottenimento di rendimenti coerenti con i propri target istituzionali. Presumibilmente la strategia di investimento andrà modulata per tener conto delle evoluzioni in atto sui mercati che impongono, da un lato, un monitoraggio continuo dei fattori di rischio presenti in portafoglio e, dall'altro, di impostare in maniera più mirata e tempestiva soluzioni di gestione tattica che possano fronteggiare il persistere di fasi di forte variabilità dei mercati. Priorità dei prossimi esercizi, coerentemente con le previsioni del piano 2015 – 2017, rimarrà comunque sempre la riduzione e, compatibilmente con le condizioni di mercato, l'estinzione delle opzioni put in essere.

IL SEGRETARIO GENERALE
(Dott. Giuseppe Esposito)

Fondazione
Banca Nazionale delle Comunicazioni
Il Presidente