



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 2016 fa rilevare un disavanzo di esercizio pari a 10,5 milioni di euro, derivante in buona parte dal peggioramento dell'indice FTSE MIB che ha comportato l'adeguamento della esposizione nei confronti di Banca Akros per le opzioni put in essere, di cui si darà più puntualmente conto nel corso della relazione. Tale componente spiega anche il differenziale del risultato rispetto all'anno precedente, a fronte di proventi derivanti dalla gestione del portafoglio in netto miglioramento e che peraltro hanno dato un contributo superiore all'esercizio 2016. In linea con il precedente esercizio, le spese di funzionamento ammontano a circa 1,1 milioni di euro, di cui circa 256 mila euro per compensi agli organi statutari, ripetutamente convocati in ragione di impegni straordinari (riforma statutaria, rinnovo organi). Le imposte dell'anno ammontano a circa 611 mila euro, non ancora scontando gli effetti della premialità fiscale.

Nonostante il disavanzo, l'attività istituzionale nell'esercizio 2017 sarà finanziata con le risorse già accantonate negli esercizi precedenti non integralmente utilizzate, con ciò non rendendo necessario il ricorso al Fondo di Stabilità.

Le imposte sui proventi finanziari sono state pari a circa 114 mila euro, e non compaiono in bilancio in quanto sono state detratte dagli utili corrispondenti, come dalla citata direttiva ministeriale del 19.04.2001.

Riportiamo di seguito il rendiconto finanziario, elaborato secondo i criteri definiti dalla Commissione Bilancio e questioni fiscali dell'Acri, in accordo con gli interventi modificativi operati dal D.Lgs. 139/2015.

	31/12/2016	31/12/2015
Copertura disavanzi pregressi	-	4.083.586
Erogazioni in corso di esercizio	-	0
Accantonamento alla ROB	-	544.478
Accantonamento al volontariato	-	72.597
Accantonamento al Fondo per l'Attività dell'Istituto	-	2.105.315
Accantonamento alla Riserva per integrità del patrimonio		
Avanzo /(Disavanzo) d'esercizio	(10.510.908)	6.805.976
Al fondo imposte	-	-
Ammortamenti	16.157	13.361
Minus. /(Plus) da valutazione strum. finanziari non immobilizzati	(6.133.974)	(315.705)
Minus. /(Plus.) da valutazione strum. finanziari immobilizzati	3.326.220	1.991.670
Accantonamento al fondo rischi	(1.670.235)	26.038.750
Incremento (decremento) TFR	17.307	13.228
Decremento (incremento) ratei e risconti attivi (relativi alla gestione operativa)	82.136	(45.291)
Incremento (decremento) ratei e risconti passivi (relativi alla gestione operativa)	(38.304)	12.969
Decremento (incremento) credito di gestione	166.405	(145.972)
Incremento (decremento) debiti di gestione	(214.921)	(31.533.260)
A) Liquidità generata(assorbita) dalla gestione dell'esercizio	(14.960.118)	2.835.727
Erogazioni effettuate nell'esercizio	(1.149.906)	(1.146.922)
Erogazioni a valere sul Fondo Volontariato	(45.840)	(106.007)
B) Liquidità assorbita (generata) per interventi in materia di erogazioni	(1.195.746)	(1.252.928)
Decremento (incremento) immobilizzazioni materiali e immateriali	-	(35.412)
Decremento(incremento) immobilizzazioni finanziarie	2.842.787	10.436.012
Decremento(incremento) strumenti finanziari non immobilizzati	(85.239)	1.043.300
Decremento (incremento) crediti di finanziamento	-	-
Decremento (incremento) ratei e risconti attivi (relativi alla gestione finanziaria)	-	-
Incremento (decremento) debiti di finanziamento	-	-
Incremento (decremento) ratei e risconti passivi (relativi alla gestione finanziaria)	-	-
C) Liquidità assorbita (generata) dalla variazione di elementi patrimoniali	2.757.548	11.443.899
D) Liquidità assorbita (generata) dalla gestione (A+B+C)	(13.398.316)	13.026.698
E) Disponibilità liquide all'1/1	19.664.487	6.637.789
Disponibilità al 31/12/2016 (D+E)	6.266.171	19.664.487

Il decremento del saldo liquidità rispetto al dato iniziale deriva essenzialmente dalle dinamiche generate dalla gestione dell'esercizio, ed in particolare dai flussi netti relativi alla svalutazione degli strumenti

finanziari non immobilizzati, inclusi i derivati, per Euro/ML. 6,133, nonché dall'utilizzo del fondo rischi per Euro/ML 1,67 per la rivalutazione degli strumenti finanziari derivati passivi (put) di cui si descriverà approfonditamente nel prosieguo della presente relazione.

Le uscite effettive dell'anno per attività istituzionale ammontano ad Euro/ML 1,2 circa.

2. Quadro di riferimento

a) Il quadro macroeconomico

La debolezza del commercio internazionale ha continuato a pesare sulla crescita dell'economia globale che, in ulteriore decelerazione rispetto all'anno precedente, si è attestata intorno al 2,8%.

In particolare, sul rallentamento ha pesato la minore crescita fatta registrare dai paesi industrializzati (1,6% vs. 2% dell'anno prima) mentre quelli emergenti hanno confermato ritmi di crescita più elevati ed in linea con l'anno precedente (3,6% rispetto al precedente 3,7%).

Gli Stati Uniti, in primis, hanno rallentato il loro contributo alla crescita globale: il Pil è cresciuto dell'1,6%. Nonostante la tenuta della bilancia commerciale, si è affievolita la spinta dalla domanda interna: a fronte di una stabilizzazione dei consumi si è ridotto il contributo di investimenti e spesa pubblica. Su quest'ultima in particolare c'è forte attenzione all'evoluzione prospettica considerando il programma annunciato dal Presidente neo-eletto Trump.

Nell'area UEM, i dati finora diffusi evidenziano una crescita del Pil per l'intero anno dell'1,7%, in leggero peggioramento sull'anno precedente per il minor apporto dei consumi privati (legato anche alla riduzione del potere d'acquisto) non compensato dal consolidamento del ciclo degli investimenti. La crescita dell'attività economica, pur risentendo del debole andamento del commercio internazionale, continua ad essere trainata dalla domanda interna, favorita in generale da condizioni finanziarie favorevoli, dal miglioramento del mercato del lavoro e da un'inflazione ancora contenuta. La Banca Centrale Europea ha confermato il sostegno per riportare l'inflazione in linea con gli obiettivi mediante politiche non convenzionali, allungandone la scadenza fino al 2017. L'andamento si è confermato desincronizzato tra i vari paesi dell'area: l'Italia ha evidenziato ritmi di crescita ancora inferiori a quelli dei maggiori partner europei, pur in miglioramento negli ultimi mesi dell'anno.

Nonostante l'esito positivo alla "Brexit" del referendum del 23 giugno, nel Regno Unito la congiuntura economica non ha subito evidenti impatti come si temeva, ma ha per ora solo leggermente rallentato il ritmo di crescita del Pil (1,8% nel 2016) pur in un contesto di crescente incertezza su investimenti e crescita potenziale dei prossimi anni ricollegata alla effettiva strategia di uscita dall'UE.

Relativamente ai paesi emergenti, i timori che hanno caratterizzato la prima parte d'anno si sono progressivamente diradati: in Cina la crescita congiunturale dell'economia è risultata sostanzialmente regolare, favorita dal programma di sostegno ai consumi perseguito dal governo; l'impatto della forte caduta del prezzo del petrolio su diversi paesi produttori nella prima parte d'anno (il Brent ha toccato i 26 dollari al barile, i minimi degli ultimi 13 anni) si è poi affievolito a seguito dell'accordo raggiunto a fine settembre tra Paesi membri OPEC e successivamente anche con i principali non OPEC (tra cui la Russia) per tagliare la produzione e sostenere i prezzi (Brent in area 55 dollari a fine anno); la maggior parte di essi, comunque, sembra evidenziare un miglioramento delle condizioni finanziarie e una maggiore resilienza agli shock rispetto al passato, nonostante i potenziali effetti negativi legati all'annunciata politica protezionistica di Trump e all'avvio della fase restrittiva della Federal Reserve.

b) **I mercati finanziari**

L'andamento dei mercati nel 2016, caratterizzato da fasi di mercato diverse e contrastanti, ha visto quali principali driver le scelte delle principali banche centrali (FED e BCE in testa), l'andamento estremamente volatile del prezzo delle materie prime e le incertezze ricollegabili alla crescita economica.

A questi fattori si sono aggiunte alcune importanti scadenze elettorali (Brexit, elezioni US, referendum costituzionale italiano) che non hanno creato, a posteriori, effetti tangibili sull'andamento dei mercati, al di là di prevedibili (ma temporanee) turbolenze legate ad esiti non scontati ma che certamente non hanno corroborato il clima di fiducia prospettica.

I timori circa la maggiore fragilità del contesto mondiale e il mancato accordo tra Paesi OPEC sul livello di produzione di petrolio hanno contribuito a deteriorare l'andamento dei mercati finanziari nei primi mesi dell'anno producendo repentini aumenti dell'avversione al rischio che hanno penalizzato le attività più rischiose e generato nuovi fenomeni di *flight to quality*.

Fenomeni simili si sono registrati anche nei dintorni del referendum sulla "Brexit" e, successivamente, in prossimità delle elezioni americane di novembre, ma con effetti complessivamente limitati dal punto di vista temporale.

Nel contesto di crescita relativamente moderata, le politiche monetarie delle banche centrali hanno pertanto assunto ancora maggior rilievo. A seguito del primo rialzo dei tassi dalla fine del QE avvenuto nel dicembre 2015, la FED ha adottato una visione attendista sul ciclo di restringimento della politica monetaria, rallentando il passo dei rialzi previsti per il 2016 e legandolo a progressi stabili e consolidati del quadro macroeconomico: l'unico rialzo di 25 bps è così avvenuto solo nella riunione di dicembre 2016.

La BCE ha invece ulteriormente potenziato le misure espansive attraverso il QE, portando il tasso dei depositi al minimo storico di -0,4% ed estendendo gli interventi anche al mercato dei corporate bonds. Inoltre, a dicembre 2016, è stata annunciata l'estensione della durata del programma di QE (la cui scadenza originaria era prevista a marzo 17) fino a tutto il 2017 ma riducendo gli acquisti da 80 a 60 miliardi di euro al mese a partire da aprile, con effetto netto complessivamente espansivo, iniziando quindi ad introdurre la possibilità di un graduale "tapering" senza però fornire dettagli al riguardo. Anche la Bank of England è intervenuta in modo sensibile accentuando l'intonazione espansiva per contrastare gli effetti attesi dalla "Brexit" sull'economia britannica.

Le misure monetarie, la graduale ripresa del prezzo delle commodities, i segnali di progressiva stabilizzazione di crescita globale hanno riportato nella seconda parte d'anno un clima di maggior fiducia sui mercati dei *risky assets*. Da ottobre in avanti sono tornati ad aumentare i rendimenti obbligazionari delle principali aree avanzate, influenzate dalla ripresa delle attese inflazionistiche a livello globale (in parte ricollegate ai prezzi energetici) ed all'annuncio delle nuove politiche fiscali statunitensi che potrebbero condizionare gli orientamenti e le scelte della Fed.

In tale contesto, in Italia si è acuita la preoccupazione per il settore bancario dovuta all'elevato livello dei "non performing loans" (NPL), all'eccessiva frammentazione del settore, alla necessità di aumentare la dotazione di capitali ed alla scarsa redditività legata ai bassi tassi di interesse. Nel corso dell'anno si sono dovuti adottare interventi straordinari volti ad evitare interventi di risoluzione delle banche maggiormente in crisi; in tal senso, la costituzione del Fondo Atlante, istituito per intervenire anche sul mercato del NPL, ha dovuto innanzitutto svolgere la funzione di ricapitalizzare le due banche venete in maggiore difficoltà. A fine anno, oltre all'annuncio dell'aumento di capitale di Unicredit, un decreto del Governo ha permesso di creare un fondo da 20 miliardi di euro per sostenere le banche in difficoltà, finalizzato in particolare a permettere la statalizzazione di MPS, oltre ad intervenire su altri istituti di credito in difficoltà. Si è trattato di un passo importante nella risoluzione della crisi bancaria, comunque alle prese con la necessità di adottare in generale interventi strutturali di miglioramento della qualità dell'attivo per poter risultare competitivi nel nuovo contesto economico e regolamentare europeo.

Dal punto di vista dei risultati dei mercati sull'anno 2016, i mercati azionari hanno registrato rendimenti generalmente positivi, sostenuti in particolare dal forte recupero del IV trimestre, soprattutto negli Stati Uniti e il Regno Unito, mentre c'è stata una maggiore sofferenza nell'area Uem, soprattutto in Italia riflettendo le maggiori criticità riscontrate dal settore bancario.

I mercati obbligazionari governativi hanno conseguito redditività complessivamente positive nell'anno (+0,9% Italia, +3,3% UEM, +1,1% USA), anche se più contenute rispetto a quelli degli scorsi anni e

soggette a contrazione nell'ultima parte dell'anno in cui sono tornati a crescere sia i tassi di riferimento Euro e USA, sia gli spread tra paesi core e periferici, anche per l'intensificarsi di rischi di tipo politico.

Anche sul segmento corporate i rendimenti sono risultati positivi sia sul comparto investment grade che su quello high yield, grazie alla riduzione degli spread creditizi ricollegabili principalmente nell'area Uem agli interventi espansivi della BCE e negli Stati Uniti alla ripresa dei prezzi del settore energetico.

Il tasso di cambio Euro-Dollaro si è infine mantenuto all'interno della fascia compresa tra 1,08 e 1,15 durante gran parte del 2016, per poi scendere al di sotto del livello di 1,05 sul finire d'anno a seguito dell'ampliarsi del divario delle politiche monetarie tra le due Banche Centrali e alle aspettative divergenti sulle politiche fiscali connesse con l'elezione del nuovo presidente statunitense.

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 2016, 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.

A tal fine, nel corso dell'anno sono state fatte diverse movimentazioni volte sia alla presa di beneficio di plusvalenze in essere su alcune operazioni tattiche che ad incrementare la diversificazione del portafoglio.

Coerentemente con gli obiettivi del documento programmatico, nel corso dell'anno si è però lavorato soprattutto per ridurre l'esposizione derivante dalle opzioni put in essere. Più precisamente, ad inizio anno erano in essere 1200 lotti ad uno strike medio di 30.750. Nel corso dell'esercizio si è proceduto, tramite l'utilizzo di cassa, alla chiusura totale di 100 lotti e alla riduzione dello strike su 800 lotti. A seguito di dette operazioni, la posizione complessiva a fine 2016 risultava pari a 1100 lotti con uno strike medio di 27.727. Nonostante quest'operatività, a fine 2016, la Fondazione disponeva ancora di una quota significativa di liquidità, pari a circa 7% del portafoglio complessivo, derivante dalle vendite dei titoli azionari effettuate negli ultimi mesi dell'anno e non immediatamente riallocata, tenuto conto dello scenario di estrema incertezza presente sui mercati finanziari.

Nonostante la riduzione dell'esposizione, avvenuta sia tramite la riduzione dei lotti che del prezzo medio di esercizio, il peggioramento dell'indice FTSE MIB ha determinato, per l'esposizione in opzioni put ancora in essere a fine anno, un impatto a conto economico tale da portare il risultato dell'esercizio in territorio negativo. Seppure in misura minore, al risultato dell'esercizio ha contribuito negativamente anche il parziale adeguamento di valore di alcuni strumenti immobilizzati che ha interamente annullato

il contributo positivo derivante dalla redditività generata dal portafoglio titoli, sia azionari che obbligazionari, ottenuta sia in forma di interessi e dividendi che tramite la gestione attiva di tali partecipazioni.

L'adeguamento di alcuni strumenti immobilizzati, oltreché "*best practice*" anche suggerite dalla consulente KPMG, consentono una gestione attiva più dinamica degli strumenti, rendendoli peraltro più sensibili ad intercettare un possibile miglioramento dei corsi.

Inoltre ed ove il mercato dovesse andare nella direzione opposta, i valori delle immobilizzazioni sarebbero più realistici.

Tenuto conto di tutte le suddette componenti, l'avanzo dell'esercizio, al netto di oneri ed imposte, si attesta a -10,5 milioni di euro.

Il totale delle attività che compongono lo stato patrimoniale della Fondazione, al netto dei crediti e dei ratei e risconti attivi, si attesta a fine anno a circa 90 milioni di euro. Analizzandone in dettaglio la composizione, senza considerare le opzioni put vendute sull'indice azionario italiano, essa risulta composta da azioni per il 45%, strumenti monetari ed obbligazioni per il 26% (di cui 7% rappresentato da liquidità) e fondi immobiliari pari a circa 8%. A fine 2016, le immobilizzazioni materiali e immateriali si attestano al 6% circa. La Fondazione detiene inoltre partecipazioni strategiche e/o legate alla propria missione istituzionale pari al 15% del patrimonio.

Sul **portafoglio obbligazionario**, nel corso dell'anno, è stato effettuato l'acquisto di un'emissione governativa statunitense per circa 900 mila euro con scadenza 2018 al fine di prendere beneficio dall'aspettativa di apprezzamento del dollaro, poi effettivamente consolidata in corso d'anno. E' inoltre stata richiamata l'emissione perpetua emessa da Intesa Sanpaolo con cedola del 9,5% poi sostituita con un'emissione analoga con cedola del 7%. Sono inoltre stati fatti alcuni investimenti in emissioni corporate a breve termine (scadenza entro il 2018) con l'obiettivo di diversificare le giacenze di liquidità. Nel 2016, la redditività complessiva del portafoglio obbligazionario calcolato sulla giacenza media stimata è stimato pari al 1,6%. Il portafoglio a fine anno risulta composto per circa metà da obbligazioni governative, sia italiane che tedesche, e per la restante parte da emissioni societarie *high yield*. Due terzi del portafoglio obbligazionario ha una scadenza compresa tra i 3 ed i 5 anni. La vita residua media del portafoglio obbligazionario si attesta a 4,4 anni e la duration media del portafoglio a 4 anni. Il portafoglio obbligazionario si caratterizza per avere una struttura cedolare prevalentemente a tasso fisso (nominale o reale). Data la composizione del portafoglio a fine anno, la cedola media al lordo della fiscalità (senza considerare la componente di rivalutazione dei BTP-i per l'inflazione) è pari a 3,6%, a fronte di un rendimento effettivo a scadenza del 3% circa.

I titoli **azionari in portafoglio** a fine anno appartengono al settore finanziario, energia e utilities, che hanno generato, tra plusvalenze realizzate, dividendi incassati e operatività in opzioni, un flusso annuo pari a 3,1 milioni di euro pari al 6,7% sulla giacenza media investita nel 2016. Tale strategia è stata favorita in parte dalla dinamica dei titoli azionari che ha permesso in corso d'anno una gestione attiva sia delle partecipazioni che delle opzioni, tramite vendite più opzioni call, con prezzi d'esercizio sempre superiori ai prezzi di carico. Ai valori contabili di bilancio al 31 dicembre 2016, la componente immobilizzata rappresenta il 73% del portafoglio azionario, con minusvalenze latenti per circa 2,5 milioni di euro (corrispondente ad una differenza del 8,4% circa sui valori di carico).

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 esposizione ancora sostenuta, difficilmente recuperabile nel breve termine. Coerentemente per le previsioni del piano triennale, come già anticipato, l'operatività nell'esercizio corrente è stata orientata verso una progressiva riduzione dell'esposizione. Nonostante sia intervenuta una sostanziale riduzione della posizione (passata da 1200 lotti a 30.750 a 1100 lotti ad uno strike medio di 27.727) che avrebbe comportato – a parità di altre condizioni – una riduzione di pari importo dell'esposizione verso Banca Akros, il ribasso dell'indice Ftsemib intervenuto nel 2016 ha comportato sull'esercizio corrente la necessità di effettuare una ulteriore svalutazione della potenziale esposizione relativamente alle opzioni put ancora in essere a fine anno, la cui scadenza, nell'ambito dell'accordo quadro in essere, è stata posticipata all'esercizio 2017. Ciò, ai fini patrimoniali, ha pressoché annullato gli effetti delle operazioni di riduzione messe in atto nel corso dell'anno, portando le passività da 26 a 24,3 milioni di euro. L'impatto sul conto economico della gestione 2016 delle suddette opzioni, compresa la riduzione dell'esposizione debitoria potenziale per la suddetta riduzione dello strike, è quantificabile complessivamente in -9,3 milioni di euro. Per la riduzione dello strike medio del portafoglio ed il rolling delle posizioni in scadenza nei primi mesi del 2016 è stato sostenuto un esborso di circa 11 milioni di euro, pagati interamente con le disponibilità di cassa.

Ad inizio 2017, la Fondazione ha destinato parte della restante liquidità disponibile ad investimenti sia obbligazionari che azionari. Su alcune partecipazioni azionarie sono state contestualmente vendute opzioni call a breve termine che hanno generato una redditività del 2,8%.

Le prime indicazioni del 2017 circa l'andamento dell'attività economica mondiale, sono nel complesso positive e sembrano confermare una possibile prosecuzione della ripresa a un ritmo relativamente regolare. Tuttavia, le incertezze, anche di natura politica, che riguardano le maggiori economie avanzate, potrebbero avere impatti più o meno rilevanti: misure di politica economica e commerciale degli Stati Uniti, conseguenze economiche della "Brexit" nel medio periodo, scadenze elettorali che

interessarono diversi paesi dell'UEM, debolezze del sistema bancario europeo (in primis italiano), evoluzione della politica monetaria europea e statunitense. 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 maggiore per ottenere rendimenti attesi coerenti con gli obiettivi 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 del prossimo esercizio, 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 con l'obiettivo di ridurre il rischio che un'ulteriore riduzione dell'indice, o comunque il persistere di volatilità sui mercati azionari, possano impattare ulteriormente sui prossimi esercizi della Fondazione.

4. Fatti di rilievo intervenuti dopo la chiusura dell'esercizio

Il 29 marzo u.s. sono stati sottoscritti con Banca Akros accordi per dare luogo alle operazioni di copertura della maggior parte delle put in essere.

In particolare per 800 lotti il rischio massimo in capo alla Fondazione è stato chiuso ad un livello di circa 20 mila punti dell'indice FTSEMIB, differendo flussi finanziari in un arco temporale di 6 anni.

Per quanto invece attiene ai residui 300 lotti con strike di esercizio 24 mila punti, ne è stata estesa la scadenza a dicembre 2018, con l'intenzione entro quella data di procedere al totale superamento, auspicabilmente aiutati dall'evoluzione della Borsa che ad oggi quota attorno 20.100 p.i. e comunque procedendo gradualmente alla riduzione dello strike di esercizio e/o alla possibile chiusura di alcuni lotti.

La sostenibilità dell'operazione che per sommi capi era stata prevista già nel DPP 2017, è stata oggetto di ripetute analisi della Fondazione e dello stesso Advisor Prometeia.

Le condizioni pattizie intervenute garantiscono comunque la sostenibilità dell'operazione, anche in presenza di violente correzioni dei corsi azionari.

Con riferimento all'evoluzione prevedibile della gestione economica e finanziaria, si ribadisce quanto anticipato nel richiamato DPP: pur nell'ambito del profilo rischio rendimento fin qui scrupolosamente osservato e comunque entro limiti di relativa sicurezza, occorrerà una gestione del patrimonio ancor più attenta e dinamica, anche allentando qualche vincolo posto dalle stesse linee guida.

Riteniamo utile segnalare la circostanza che, con riferimento alla prima scadenza dell'operazione di copertura posta in essere con Banca Akros (luglio 2017), allo stato la gestione corrente appare in grado di generare la necessaria provvista senza alcun ricorso ad assorbimenti patrimoniali.

D'altronde, un adeguamento della gestione patrimoniale al cambiamento, intervenuto e di prospettiva, delle condizioni di contesto, appare comunque necessario.

Il prevedibile aumento dei tassi di interesse, l'esaurirsi o il ridursi degli stimoli delle Banche centrali, il manifestarsi dei primi sintomi di ripresa dell'inflazione, rappresentano elementi che certo non potranno essere ignorati.

IL SEGRETARIO GENERALE

(Giuseppe Esposito)



IL PRESIDENTE

(Aldamo Ceva Grimaldi)

