

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 2013 fa rilevare un avanzo di esercizio pari a 5.584.036 euro. Pertanto 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 1.100.000 mila euro, di cui circa 267.000 mila per compensi e rimborsi spese ad Amministratori, Segretario Generale e Sindaci. Le imposte dell'anno, pari a euro 243.616 sono relative a Irap, Ires ed Imu. Le imposte sui proventi finanziari sono state pari a circa 125.000 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 2013 il Documento Programmatico per la Sicurezza ai sensi del Dlgs. n. 196/2003.

2. Quadro di riferimento

Il 2013 è stato caratterizzato da una sostanziale stabilità della crescita dell'attività economica e del commercio internazionale. Dal secondo trimestre dell'anno si è osservata una fase di graduale ripresa che ha consentito al ciclo economico mondiale di superare il punto di minimo; tale fase è proseguita anche negli ultimi mesi dello scorso anno, nonostante un modesto rallentamento dei ritmi di crescita. Sono in particolare le economie avanzate a presentare segni di rafforzamento, anche a riflesso degli impulsi forniti



dall'intonazione espansiva delle politiche monetarie. Il Pil mondiale nel 2013 dovrebbe essere cresciuto del 2,9% rispetto all'anno precedente, a un tasso in linea con quello del 2012 (3%).

L'andamento dei corsi delle materie prime ha contribuito a ridurre le spinte inflazionistiche nelle maggiori economie avanzate mentre in Giappone è proseguita la tendenza all'accelerazione, sospinta dagli effetti del deprezzamento dello yen, indotti dalla consistente azione espansiva della Banca Centrale. Inflazione elevata e pressioni al rialzo hanno invece caratterizzato alcune delle principali economie emergenti.

Analizzando nel dettaglio le principali aree geografiche, gli Stati Uniti si sono confermati il motore della crescita delle economie avanzate, sia pur con un rallentamento rispetto all'anno prima. Il Pil è cresciuto dell'1,9% nella media del 2013 anche se con andamenti non uniformi nel corso dell'anno; in particolare, nell'ultimo l'attività economica è risultata in rallentamento a causa del minor ritmo di ricostituzione delle scorte, dopo il forte accumulo dei mesi estivi, e per effetto della sospensione delle attività federali nella prima parte di ottobre, in un contesto in cui la domanda proveniente dal settore privato ha mantenuto un passo regolare.

Nell'Uem la seconda metà dell'anno ha segnato la fine della fase recessiva: il Pil nel quarto trimestre del 2013 è cresciuto dello 0,3% rispetto al periodo precedente, grazie all'attenuarsi delle restrizioni fiscali, a una politica monetaria accomodante e alla bassa inflazione in un contesto di minori incertezze sulle prospettive dell'euro. In media d'anno la dinamica del Pil si è mantenuta ancora in contrazione (-0,4%), ma in misura inferiore rispetto all'anno precedente (-0,6%). La ripresa economica appare, tuttavia, moderata ed eterogenea: rimane debole l'andamento delle esportazioni che stentano a tenere il passo della domanda estera potenziale; appare invece un po' meno debole la domanda interna.

Anche in Italia si è manifestata la fine della fase recessiva sia pur con un trimestre di ritardo rispetto alla media dell'area; il Pil è tornato in crescita nel quarto trimestre (+0,1% rispetto ai tre mesi precedenti) ma la media dell'anno resta comunque negativa: la contrazione del 2013 risulta infatti pari all'1,9%, in miglioramento comunque rispetto al -2,6% del 2012.

In Giappone il Pil nei tre mesi finali dello scorso anno è cresciuto dello 0,3% su base trimestrale, interrompendo la fase di rallentamento che ha caratterizzato i due trimestri precedenti. L'attività economica a fine anno ha beneficiato almeno in parte degli effetti dell'aumento dell'imposta sui consumi che avrà luogo in aprile, attraverso un anticipo della spesa, e del recupero delle esportazioni connesso al miglioramento del ciclo internazionale. In media d'anno il Pil reale nel 2013 è cresciuto dell'1,6%, in accelerazione rispetto all'1,4% del 2012.



In chiave prospettica, le novità emerse negli ultimi mesi sembrano aver ridotto alcune delle incertezze che avrebbero potuto pesare sulla prosecuzione della ripresa. A fine ottobre sono state superate le difficoltà nella trattativa in tema di bilancio e debito pubblico negli Usa; la Federal Reserve ha, in parte, diradato le incertezze connesse alla riduzione del Quantitative Easing annunciando l'inizio della fase di riduzione dell'acquisto di titoli pubblici ("tapering"). Si sono confermati i segnali di ripresa in Europa e sta procedendo il processo di Unione bancaria nell'Eurozona. Nei mercati emergenti si sono in parte ridotte le tensioni che avevano caratterizzato i mesi estivi, anche se permangono segnali di un andamento ancora incerto che portano a confermare le attese per una moderazione del tasso di crescita dell'attività anche in prospettiva.

Nel 2014 il Pil mondiale dovrebbe crescere a un tasso medio annuo superiore al 3% grazie al maggiore slancio delle economie avanzate e portarsi intorno al 4% nel biennio successivo. Anche i mercati emergenti vedranno accelerare il ritmo di crescita (al 5% nel 2014 dal 4,6% dello scorso anno), che tuttavia anche negli anni successivi non riprenderà l'intensità degli anni pre-crisi.

Una domanda globale ancora poco brillante, il trend espansivo dell'offerta nordamericana e gli eventuali progressi sul fronte geopolitico potrebbero contribuire a stabilizzare i prezzi del petrolio su livelli coerenti con quelli medi di questi anni. I fattori che hanno guidato il calo dei prezzi dei metalli e dei prodotti agricoli dovrebbero contribuire a ulteriori riduzioni nel 2014, seppur a ritmi più contenuti.

La situazione dei mercati finanziari ha visto andamenti generalmente positivi nel corso del 2013, anche se la dinamica non è stata lineare. I driver principali che hanno guidato le performance dei mercati finanziari sono stati le attese sulla dinamica economica, la gestione delle politiche monetarie e, nell'area Uem, le minori tensioni inerenti la gestione dei debiti sovrano, indotta in buona parte dai progressi istituzionali inerenti il progetto di unione bancaria.

Le attese di miglioramento del quadro macroeconomico nelle economie avanzate hanno sostenuto i mercati azionari dei paesi più industrializzati che hanno realizzato performance a due cifre; hanno sofferto invece i mercati dei paesi emergenti condizionati dalla minore crescita economica e dall'evoluzione della politica monetaria statunitense.

L'annuncio del possibile tapering alle soglie dei mesi estivi, ha provocato un generalizzato ribasso dei corsi dei mercati finanziari (sia azionari che obbligazionari) con effetti più rilevanti, appunto, sui mercati dei paesi emergenti nei quali maggiori erano stati gli afflussi nel periodo più espansivo. La dinamica di questi mercati ha visto il consolidamento del trend negativo anche nell'ultima parte dell'anno in seguito



ai maggiori timori sulla tenuta della crescita di questi paesi e sulla relativa capacità di contrastare i propri squilibri strutturali.

Tornando ai mercati dei paesi più avanzati le aspettative negative sugli impatti del tapering si sono via via attenuate, non solo per un'apparente marcia indietro effettuata nei mesi autunnali dalla Fed, ma poi smentita nei fatti a inizio 2014, data di avvio formale del tapering, ma quanto perché comunque il mercato ha ritenuto coerente tale manovra con la dinamica economica corrente e attesa.

Sui mercati finanziari statunitensi, il mercato azionario ha consolidato il trend positivo degli anni precedenti realizzando una crescita delle quotazioni che ha sfiorato il 30%. Sui mercati obbligazionari governativi, dopo gli eccessi di domanda degli anni passati – alimentati dal flight to quality – nel 2013 si è manifestata un'inversione di tendenza che ha generato un progressivo rialzo dei rendimenti dei titoli decennali attorno al 3% a fine anno (erano all'1,75% a fine 2012) prima di registrare un parziale rientro a inizio 2014.

Sui mercati europei nel 2013 la dinamica dei mercati azionari è stata generalmente positiva recuperando una parte delle perdite realizzate da inizio della crisi. A livello aggregato la performance dell'indice generale è stata di circa il 20%; nei paesi core si è consolidato un trend positivo che ha portato l'indice tedesco ai massimi storici (al pari di quello statunitense), ma il trend è risultato in miglioramento anche nei paesi periferici che hanno quindi invertito la tendenza negativa degli anni precedenti. Sul mercato italiano l'indice generale ha realizzato una crescita di oltre il 16%, realizzata in particolar modo nella seconda parte dell'anno nel momento in cui i timori di crisi finanziaria sistemica si sono definitivamente allontanati, consentendo quindi una maggiore domanda.

Sui mercati obbligazionari governativi invece la situazione è risultata più variegata; i paesi core hanno seguito da vicino la dinamica dei tassi statunitensi, sia pur con minore intensità; il rendimento dei titoli decennali tedeschi si è portato vicino al 2% (era poco sopra l'1% a fine 2012); nei paesi periferici invece è proseguita la fase di riduzione dei rendimenti comportando contestualmente anche un calo più o meno sensibile degli spread; il differenziale BTP – Bund si è portato sotto quota 200 p.b. a conferma della maggiore fiducia dei mercati sulla gestione dei debiti sovrani e, di riflesso, sulle possibilità di stabilizzazione del sistema bancario europeo.

Anche sui mercati delle obbligazioni private si è registrato un ulteriore calo degli spread che ha portato i livelli dei rendimenti sui valori pre-crisi. In generale in questo momento il livello dei rendimenti dei mercati obbligazionari appare molto compresso, in parte giustificato dalle scarse aspettative inflazionistiche ma in parte ancora influenzato dal grado ancora relativamente espansivo delle politiche monetarie.



Le attenzioni degli operatori saranno anche quest'anno concentrate sull'evoluzione delle politiche monetarie in generale e, nell'area Uem, sul percorso di riforme istituzionali che dovrebbero consentire il progressivo decumulo delle criticità ancora presenti. E' implicito che le attese correnti dei mercati sono orientate verso la prosecuzione dei progressi finora osservati e sulla capacità delle politiche monetarie di gestire la fase di progressivo rientro delle manovre non convenzionali senza impattare sulla dinamica della crescita. Se il percorso sarà questo, i mercati finanziari più rischiosi hanno ancora margini di miglioramento, mentre i mercati obbligazionari potrebbero sperimentare la tanto attesa fase di rialzo dei rendimenti in maniera relativamente "ordinata". E' altrettanto implicito però che la strada da percorrere non è né semplice né scontata, per cui qualsiasi intoppo in questo percorso potrebbe generare impatti più o meno rilevanti sui mercati finanziari, soprattutto su quelli caratterizzati ancora da una relativa fragilità strutturale.

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

La strategia gestionale seguita dalla Fondazione nel corso dell'anno è stata improntata a garantire una redditività del portafoglio congrua con gli obiettivi. Nell'assetto degli investimenti, approfittando delle buone performance dei mercati finanziari, sono state effettuate prese di beneficio sul comparto azionario cercando di migliorarne la qualità, riducendo gli strumenti con un basso grado di liquidabilità, che hanno contribuito in passato a rendere il portafoglio poco movimentabile nelle fasi di "crisi"; c'è stato invece un generale aumento dell'esposizione verso i titoli obbligazionari. In tale comparto sono state in particolare privilegiate le emissioni governative indicizzate all'inflazione rispetto ai rispettivi titoli nominali, per beneficiare dei rendimenti attesi più elevati. In linea generale, sono state inoltre gestite dinamicamente le posizioni in plusvalenza rispetto al prezzo di bilancio, con l'obiettivo di sfruttare le opportunità offerte dai mercati finanziari nel corso dell'anno.

La Fondazione in questo contesto ha conseguito un risultato di conto economico nel 2013, prima degli accantonamenti di legge e delle erogazioni istituzionali, pari a circa 5,6 milioni di euro. Tale risultato è stato in larga parte conseguito grazie alla componente di risultato della negoziazione di strumenti finanziari non immobilizzati che ha generato un contributo positivo per 3,5 milioni di euro, determinato per 3,7 milioni di euro dall'operatività in opzioni e dal miglioramento della situazione debitoria relativamente alle opzioni put sul Ftsemib presenti in portafoglio e per circa 200 mila euro dalle movimentazioni effettuate sui titoli di debito mentre le movimentazioni sui titoli di capitale hanno generato un risultato negativo per quasi 400 mila euro. La rivalutazione netta di strumenti finanziari non immobilizzati ha contribuito positivamente per 210 mila euro. Positivo anche il contributo della componente interessi e dividendi che hanno generato un risultato di 3,0 milioni di euro. Non si rilevano



svalutazioni sui titoli azionari su cui in passato si era utilizzata la facoltà prevista dal D. Lgs. 185/2008 (c.d. decreto anticrisi), poiché la Fondazione ha deliberato di immobilizzarli in bilancio.

Analizzando in dettaglio la composizione del portafoglio titoli della Fondazione, senza considerare quindi le opzioni put vendute sull'indice azionario italiano, esso risulta composto da azioni per il 57,0%, obbligazioni per il 16,5% e fondi chiusi (fondi immobiliari e private equity) pari a circa l'8,7%. Sussistono inoltre posizioni di liquidità in conto corrente pari al 6,3%. La Fondazione detiene inoltre partecipazioni strategiche legate alla propria missione istituzionale pari all' 11,5% del patrimonio.

A seguito delle movimentazioni intervenute nel corso dell'anno, rispetto a quello precedente, si segnala in generale una minore esposizione al mercato azionario, in favore principalmente del comparto obbligazionario e della liquidità di conto corrente.

Il portafoglio obbligazionario è composto per il 56,9% da obbligazioni bancarie, per il 40,9% da obbligazioni governative italiane legate all'inflazione e per e per il restante 2,2% da obbligazioni del settore industriale. In seguito al deciso calo dei rendimenti dei titoli di stato italiani, dovuto al restringimento dello spread creditizio, la Fondazione nel corso del 2013 ha via via ridotto l'esposizione sui btp nominali in portafoglio; ciò ha permesso di ottenere discrete plusvalenze, in quanto tali titoli erano stati acquistati nel corso del 2012, quando si presentavano rendimenti ben più elevati a seguito del clima di incertezza che pesava sul debito sovrano dei paesi periferici. I btp venduti sono stati sostituiti dai due btp legati all'inflazione italiana (c.d. btp italia) emessi ad aprile e novembre 2013, con il duplice scopo di coprire una componente di patrimonio dal rischio di inflazione e di beneficiare della convenienza in termini di redditività che tale classe di attività offriva rispetto ai titoli nominali. La generale riduzione dei rendimenti, che ha interessato anche i titoli societari (in diversi casi la redditività è tornata su livelli pre-crisi), ha reso più difficoltosa la ricerca di strumenti che presentassero una redditività congrua con l'obiettivo posto dalla Fondazione. Per tale ragione la Fondazione ha incrementato l'esposizione verso obbligazioni con un profilo di rischio più elevato come quelle bancarie e high yield, in grado di offrire rendimenti al di sopra del target. Il portafoglio a fine anno risulta quindi sostanzialmente bilanciato tra obbligazioni governative e societarie e si caratterizza per avere una struttura cedolare prevalentemente a tasso fisso. Salvo qualche specifica emissione, il rischio tasso si presenta come un fattore di rischio al momento non particolarmente incisivo considerando la duration non elevata della componente obbligazionaria (circa l'83% dei titoli presenta una scadenza entro i 5 anni). La redditività cedolare delle emissioni presenti in portafoglio nel 2013 è stata pari a circa il 2,9%. Sul conto economico ha inoltre impattato positivamente sia la plusvalenza ottenuta dalla già citata vendita dei Btp e di Cassa Depositi e Prestiti, pari a circa il 2,4% netto, che la rivalutazione degli strumenti presenti in portafoglio valorizzati a mercato, il cui rendimento medio è pari all'1,4% netto.

La componente azionaria ai valori di bilancio del 31 dicembre 2013 risulta composta da titoli del settore finanziario per il 41,7%, energia per il 32,6%, utilities per il 13,1%, telecomunicazioni per il 10,8% e industria per l'1,8%. I dividendi distribuiti nel 2013 sono pari a circa 2 milioni di euro, che corrispondono ad una redditività pari al 3,6% circa, in aumento rispetto all'anno precedente. Rispetto allo scorso esercizio è stata lievemente ridotta l'esposizione al settore finanziario a favore del settore energia, il cui dividend yield medio atteso risulta più remunerativo anche delle emissioni corporate investment grade. Complessivamente nel corso dell'anno è stato ridotto il peso degli strumenti poco liquidi e dalla redditività nulla. In tal senso sono proseguite le vendite parziali della partecipazione in Dea Capital, iniziate nel 2012, il cui peso è passato al 3,8% del portafoglio azionario rispetto all'8% del 2012, ed è stata dismessa completamente la posizione in Seat Pagine Gialle. La strategia adottata dalla Fondazione nel 2013 è stata quella di incrementare la redditività complessiva degli investimenti attraverso la vendita di opzioni call su diverse posizioni in portafoglio. 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 rispettivi prezzi di carico. Sul conto economico la strategia di vendita di opzioni ha dato un importante contributo al risultato complessivo, generando un flusso di cassa pari a circa 900 mila euro. Viceversa la negoziazione titoli ha contribuito negativamente per -389 mila euro (-2,3%), principalmente per effetto della minusvalenza realizzata sul titolo Seat Pagine Gialle.

Le partecipazioni, su cui la Fondazione si era avvalsa in passato del D.Lgs. 185/2008 e che sono state immobilizzare nel 2013, rappresentano circa l'80% del portafoglio azionario ai valori contabili, con minusvalenze latenti per circa 8,3 milioni di euro (corrispondente ad una performance del -18,3%).

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 sostenuta, difficilmente recuperabile nel breve termine. Anche in questo caso, l'operatività è stata orientata verso una diminuzione dell'esposizione, attraverso la riduzione graduale del prezzo di esercizio delle opzioni durante la fase di rinnovo delle stesse. Il rialzo dell'indice Ftsemib realizzato nel 2013 (la performance è stata superiore al 16%) ha migliorato la situazione debitoria nei confronti di Banca Akros relativamente alle opzioni put in portafoglio, generando a conto economico un effetto positivo pari a circa 4,5 milioni di euro. Tale effetto è stato mitigato in parte dal costo del rolling sostenuto dalla Fondazione sui lotti in scadenza nel 2013, pari a -1,7 milioni di euro.

L'analisi sin qui esposta, redatta sulla base delle indicazioni fornite dall'Advisor Prometeia Sim, merita qualche implementazione ed alcune considerazioni di natura strategica.



In realtà, nei primi mesi del 2014, si è determinato un fatto di sicuro rilievo: tra gennaio e marzo, la Fondazione ha per intero rollato i 1300 lotti dell'opzione put sull'indice FTSE MIB. Ciò ha determinato un impatto positivo sul conto economico dell'esercizio 2014, per circa 10 milioni di euro. Contestualmente il costo di sostituzione del derivato si è ridotto di circa il 50% rispetto al precedente esercizio. Costo per altro ulteriormente mitigato, per circa un ulteriore 30%, dalla vendita di una call sul titolo Telecom Italia Risparmio, opzione aggiuntiva a quelle vendute nel dicembre 2013.

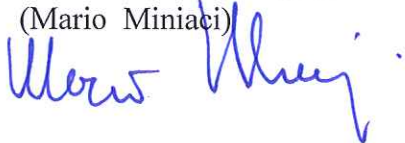
L'impatto positivo dei fatti di rilievo descritti sull'esercizio 2014 è di tutta evidenza. La strategia di collocare la vendita delle opzioni call con scadenze sul finire dell'esercizio e la sostituzione del derivato nei primi mesi dell'anno si è dimostrata efficiente. Per quanto riguarda le call, infatti si ha modo di valutare 'aggressività degli strike di esercizio in base alla contingente situazione economica e finanziaria della Fondazione, mentre per quel che riguarda la sostituzione del derivato la si colloca a ridosso di più alti valori del dividend yield. L'Advisor, inoltre, mostra di comprendere le ragioni per le quali la Fondazione ha dovuto incrementare "l'esposizione verso obbligazioni con un profilo di rischio più elevato come quelli bancari e quelli high yield". C'è solo da precisare, a tale proposito, che la scelta non è stata, in realtà, determinata dal perseguimento di rendimenti al di sopra del target, ma proprio dalla necessità di avvicinarsi al target del risultato di gestione dallo stesso Advisor individuato. Non si può, a tale proposito, non ricordare che il portafoglio, con particolare riferimento al comparto azionario, e per una percentuale del 31,49%, è composto da titoli o del tutto infruttiferi (Dea Capital) o a bassa redditività (Generali Assicurazioni, Intesa Sanpaolo, Fiat, e Mediobanca).

La dinamica dei costi, infine, merita qualche precisazione.

Gli oneri connessi al funzionamento della Fondazione ammontano a 902.222,00 euro, poiché quelli per i servizi di gestione del patrimonio e le commissioni di negoziazione e gestione sono costi da intendere come "direttamente connessi alla produzione". Per l'anno 2014 sia con riferimento ai primi che ai secondi, si ipotizza una riduzione pari al 5%. L'obiettivo cui tendere è che i richiamati costi di gestione in senso stretto, al netto, quindi, di quelli delle imposte e della gestione del patrimonio, rappresentino meno di un terzo dei ricavi, così realizzando un equilibrato rapporto con l'attività erogativa.

IL SEGRETARIO GENERALE

(Mario Miniaci)



IL PRESIDENTE

(Aleramo Ceva Grimaldi)

