



## 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 2014 fa rilevare un avanzo di esercizio pari a 11.459.969 euro, in deciso aumento rispetto all'anno precedente, per buona parte derivante da un miglioramento della esposizione potenziale nei confronti di Banca Akros per le opzioni put in essere, di cui si darà più puntualmente conto nel corso della relazione.

Sono stati effettuati gli accantonamenti come previsto dalla succitata normativa: alla riserva obbligatoria Euro 687.598, ai Fondi per l'attività istituzionale Euro 2.750.393.

L'avanzo residuo, Euro 8.021.978, è stato destinato prioritariamente alla copertura dei disavanzi progressi, considerate le esigenze sia di salvaguardare il patrimonio, sia di garantire continuità all'attività istituzionale.

Si evidenzia, inoltre, che l'importo complessivo riservato al "Fondo per il volontariato" è destinato alle Regioni Lazio e Calabria.

Le spese di funzionamento ammontano a circa 1,3 milioni di euro, di cui circa 240 mila per compensi e rimborsi spese ad Amministratori, Segretario Generale e Sindaci.

Le imposte dell'anno, Irap, Ires ed Imu, ammontano a circa 574 mila euro.

Si segnala, in particolare, la variazione in aumento, rispetto all'esercizio precedente, della voce Ires conseguente alla nuova tassazione sui dividendi introdotta dalla Legge di Stabilità 2014, come descritto più puntualmente nella nota integrativa.

Le imposte sui proventi finanziari, pari a circa 192 mila euro, 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

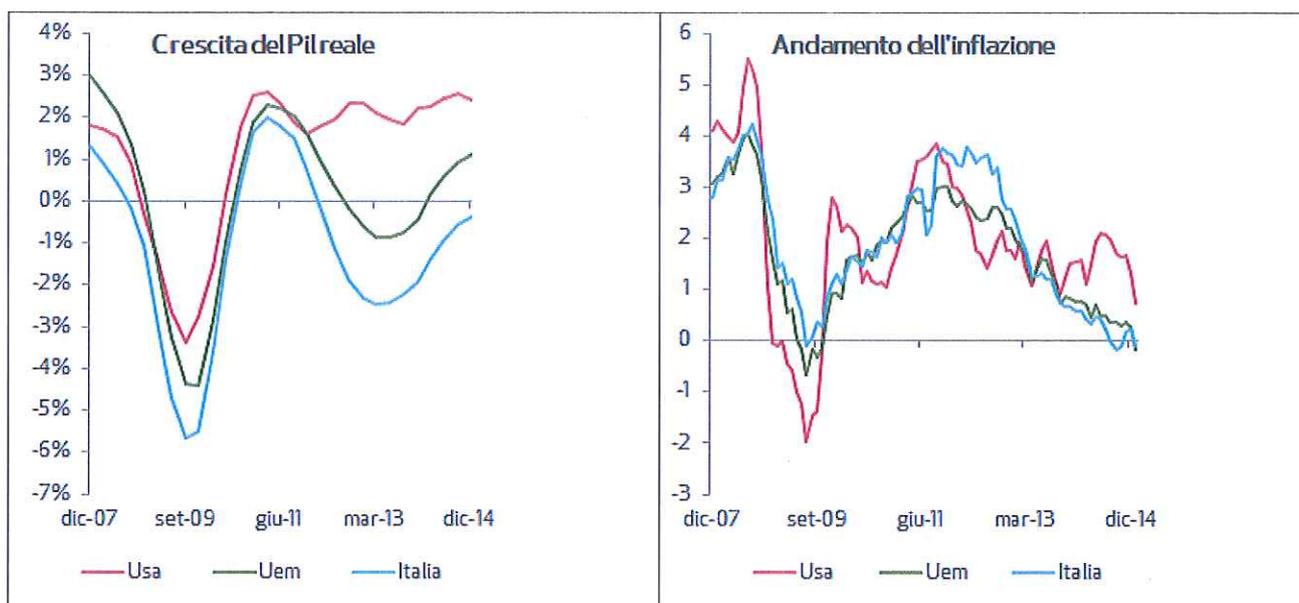
Nel 2014 l'economia internazionale ha registrato un ritmo di crescita sostanzialmente allineato a quello dell'anno precedente ma con una diversa contribuzione: i paesi industrializzati hanno registrato una dinamica dell'attività economica mediamente superiore a quella del 2013 mentre nei paesi emergenti si è osservata una fase di rallentamento. Tra i paesi industrializzati il miglioramento dell'attività economica è stato abbastanza uniforme ad eccezione del Giappone; occorre precisare che l'area Uem è uscita dalla fase recessiva nei dati medi anche se al suo interno permangono alcuni paesi ancora in recessione tra cui l'Italia. In ogni caso, i ritmi di crescita tra i vari paesi restano molto differenziati.

In particolare, a partire dalla seconda metà del 2014, si è accentuata la frammentazione con cui si sta sviluppando il ciclo economico internazionale. Alla forte accelerazione dell'economia statunitense si contrappone la persistenza della debolezza dell'area Uem e un andamento altalenante in Giappone. Anche nelle economie emergenti si registra una dinamica disomogenea: l'India ha mantenuto una buona dinamica della crescita mentre la Cina ha rallentato marginalmente il passo; il Brasile evidenzia una sostanziale stagnazione e la Russia sta sprofondando in una grave crisi economica. In tale ambito anche il segno delle politiche economiche assume connotazioni contrapposte. In Usa e UK la politica monetaria ha verosimilmente concluso la fase espansiva; i tempi e le modalità di un possibile inizio di fase restrittiva dipendono da diversi fattori. L'inflazione si mantiene inferiore all'obiettivo delle banche centrali e il recupero di occupazione si accompagna a una bassa crescita dei salari che contribuisce a un profilo moderato del reddito disponibile delle famiglie. Considerando anche l'apprezzamento delle rispettive valute, la Fed e la Boe manterranno comunque un atteggiamento di cautela nella gestione della politica monetaria per non inasprire più del desiderato le condizioni monetarie. Al contrario, Giappone e Uem hanno intensificato l'espansione monetaria che, unita all'indebolimento delle proprie valute, dovrebbe generare rispettivamente un mantenimento dei livelli di inflazione e un allontanamento dell'ipotesi di deflazione. Al contrario, nei paesi emergenti vi sono rischi di surriscaldamento dei prezzi, generando in diversi casi dell'America Latina e Asia un aumento dei casi di policy. Peraltro, l'evoluzione dei prezzi del petrolio ha intensificato le divergenze tra paesi esportatori e importatori netti di materie prime.

Più in particolare, l'area Uem è tornata ad avere un tasso di crescita medio positivo nel 2014, pari all'1,1% nell'ambito però di un quadro estremamente disomogeneo tra di diversi paesi. L'attività economica tedesca è cresciuta dell'1,7%, in ripresa anche la Spagna con una crescita del Pil dell'1,3%. Si riscontra invece un ritmo di crescita molto più contenuto in Francia (0,4%) e l'Italia ha sperimentato ancora un anno di contrazione dell'attività economica, manifestando quindi il maggior ritardo nel processo di ripresa.

In generale, le problematiche economiche presenti ancora nell'area Uem rendono la situazione ancora piuttosto fragile; si registra un'inflazione negativa, un'elevata disoccupazione e un clima di fiducia che resta relativamente contenuto. A questi elementi si aggiunge la crisi della Russia che potrebbe esercitare effetti piuttosto rilevanti per la crescita dell'area, tenendo conto dei rapporti commerciali diretti tra Uem e Russia ma anche dei rapporti indiretti tra l'Uem e i principali partner commerciali della Russia che verrebbero a loro volta penalizzati dalla crisi. Il deprezzamento dell'euro, il basso prezzo del petrolio e l'espansione monetaria potrebbero generare un miglioramento del clima di fiducia e porre le basi per un processo di ripresa più strutturato e omogeneo, condizionato tuttavia ad una minore rigidità dal punto di vista fiscale. L'evoluzione delle discussioni in atto alla Commissione Europea, sembrano andare in questa direzione. Lo sforzo strutturale per portare il saldo di bilancio verso la parità, dovrebbe essere meno incisivo per i paesi più vulnerabili in termini di finanza pubblica, come l'Italia. In quest'ambito la politica fiscale potrebbe tornare ad essere uno strumento di stabilizzazione macroeconomica, con una intonazione meno restrittiva che in passato.

Le attese di miglioramento del ciclo economico dovrebbero interessare anche l'Italia nonostante il quadro congiunturale resti ancora piuttosto debole. La produzione industriale si mantiene ancora mediamente negativa e gli effetti del deprezzamento del tasso di cambio non ancora pienamente visibili. Anche la manovra fiscale appare mediamente depotenziata rispetto alle attese, focalizzando maggiormente l'attenzione al sostegno del reddito disponibile più che alla spesa diretta, ponendo comunque dei margini di incertezza sulla possibilità di aumento effettivo della domanda interna. In tale quadro tuttavia gli impulsi espansivi dovrebbero risultare maggiormente incisivi nei prossimi trimestri. Il calo del prezzo del petrolio dovrebbe favorire il potere di acquisto delle famiglie; il deprezzamento della moneta, più forte delle attese, potrebbe realmente sostenere le esportazioni, mentre il *Quantitative Easing*, QE, della Bce manterrà contenuti i tassi di interesse con riflessi positivi sulle posizioni debitorie e sui tassi praticati a famiglie e imprese. In tale quadro è da ritenere che i segnali di ripresa, sia pur lenta e comunque relativamente fragile, saranno visibili nel 2015, sostenuti da consumi e esportazioni, mentre gli investimenti manterranno una dinamica più lenta anche in funzione del permanere di un quadro relativamente difficile sul fronte immobiliare.



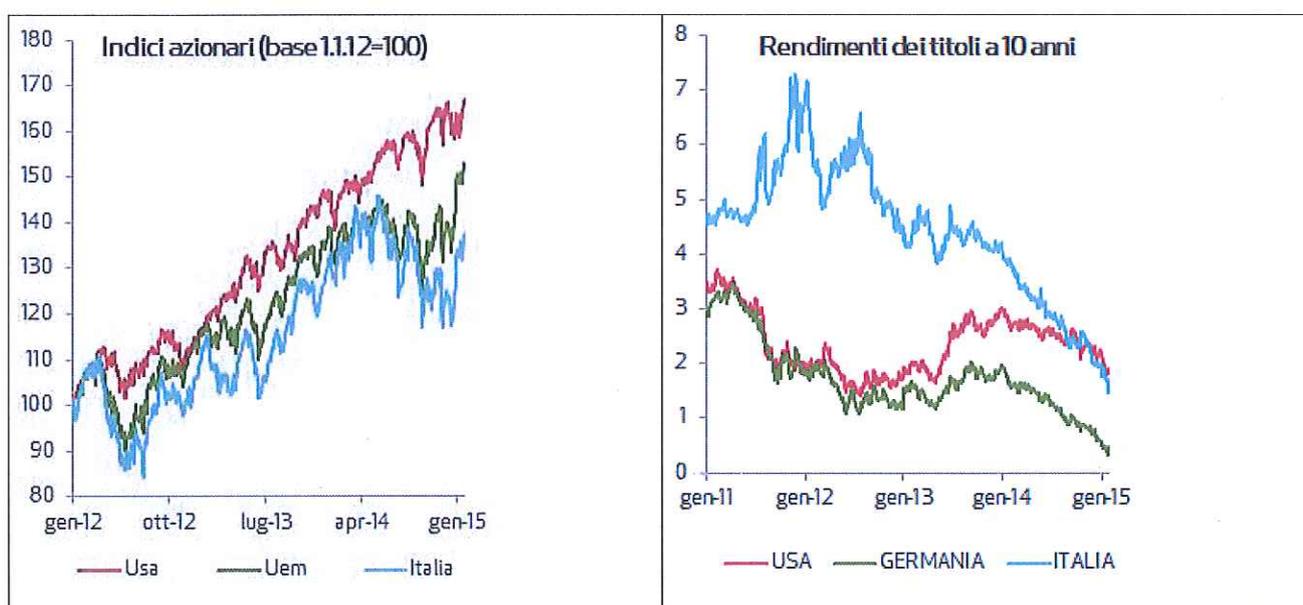
I mercati finanziari hanno manifestato una volatilità crescente per tutta la seconda parte dell'anno, soprattutto in Europa in funzione delle aspettative di politica monetaria, incertezze sulla dinamica economica, crisi politica greca. In realtà, in media, la dinamica dei mercati finanziari è stata generalmente positiva nel 2014; gli indici azionari statunitense e britannico si trovano ai massimi storici e, in generale, si sono registrati rendimenti elevati su tutti i mercati obbligazionari. Nell'area Uem la dinamica dei mercati azionari è stata più frammentata e a fronte del proseguimento della crescita delle quotazioni in Germania i paesi periferici hanno sofferto maggiormente sia per i fattori sopra richiamati, sia per il quadro che ha interessato il sistema bancario dopo gli appuntamenti con *Asset Quality Review, AQR*, e *stress test*.

Sul fronte dei rendimenti obbligazionari vi è una generale situazione di rendimenti al minimo storico. L'azione espansiva delle politiche monetarie, presente pur con cicli diversi in tutte le aree geografiche, l'inflazione molto contenuta o in alcuni casi negativa, le difficoltà con cui evolve la crescita e una crescente instabilità sul fronte dei cambi hanno determinato ovunque una situazione di rendimenti non riscontrata in nessuno dei cicli passati.

In Europa si sperimentano rendimenti negativi fino a scadenze di medio o anche lungo termine nei paesi core euro e nei paesi Uem non euro, così come in Svizzera. Nei paesi periferici dell'area Uem i rendimenti sono comunque al minimo storico e gli spread rispetto al Bund hanno raggiunto livelli che non si vedevano da alcuni anni. La recrudescenza della crisi greca potrà certamente riportare incertezza e volatilità sui mercati ma l'effetto contagio sembra essersi definitivamente allontanato. L'azione espansiva della Bce dovrebbe contribuire a mantenere i rendimenti obbligazionari compressi nell'area Uem con riflessi anche sugli altri mercati

Anche i mercati corporate registrano rendimenti relativamente contenuti anche se, nella seconda metà del 2014, si è osservato un generalizzato incremento degli spread, relativamente contenuto nell'area Uem, più incisivo negli Stati Uniti, soprattutto nel segmento *high yield*, anche in funzione dei riflessi che il calo dei prezzi del petrolio ha avuto sulle società ad esso legate.

I mercati azionari hanno avuto una intonazione generalmente positiva ma con andamenti comunque differenziati: mentre negli Stati Uniti l'indice azionario è cresciuto di oltre l'11%, nell'area Uem il rendimento del mercato è risultato inferiore al 2%; praticamente nulla la variazione dell'indice azionario italiano. Tale dinamica riflette le diverse situazioni economiche finanziarie e il diverso grado di evoluzione del ciclo economico.



Alcune delle incertezze che hanno condizionato i mercati finanziari nella seconda metà del 2014 sembrano ora diradate. In particolare, il *Quantitative Easing* della Bce annunciato il 22 gennaio è stato complessivamente più incisivo rispetto alle attese e dovrebbe avere, tra gli altri obiettivi, quello di poter ripristinare il ciclo del credito. Tuttavia, sia in Europa che in Italia, la riattivazione del credito all'economia reale passa attraverso il completamento del percorso di aggiustamento dei bilanci delle banche e il ripristino di condizioni che consentano di conseguire redditività su livelli sostenibili nel medio periodo e compatibili con il costo del capitale richiesto agli azionisti. Sul fronte del sistema bancario italiano in particolare, anche nel 2014 i risultati sono stati condizionati dalle politiche di accantonamento sui crediti dopo i risultati dell'*Asset Quality Review*, AQR. Il ciclo economico e di politica monetaria dovrebbe consentire un miglioramento della redditività a partire dal 2015 che potrebbe riflettersi in un contestuale miglioramento delle quotazioni.

### 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 2014, 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. Nell'assetto degli investimenti, approfittando delle buone performance dei mercati finanziari, è stata ridotta l'esposizione al comparto azionario, *dismettendo completamente le partecipazioni azionarie con un basso grado di liquidabilità e redditività, a fronte di un generale aumento dell'esposizione verso il comparto obbligazionario con il fine di incrementare e stabilizzare una componente di redditività riveniente dai flussi cedolari.* In linea generale, sono state effettuate diverse movimentazioni finalizzate principalmente a prendere beneficio delle plusvalenze latenti e con l'obiettivo di cogliere le opportunità offerte dai mercati finanziari nel corso dell'anno.

La Fondazione in questo contesto ha conseguito un risultato di conto economico nel 2014, prima degli accantonamenti di legge e delle erogazioni istituzionali, di 11,5 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 10,0 milioni di euro, determinato per 9,5 milioni di euro dall'operatività in opzioni e dal miglioramento della esposizione debitoria potenziale relativamente alle opzioni put sull'indice Ftse Mib presenti in portafoglio e per circa 485 mila euro dalle movimentazioni effettuate. La rivalutazione( svalutazione) netta di strumenti finanziari non immobilizzati ha registrato un importo negativo di 160 mila euro, risultato netto generato dalla svalutazione dei titoli di capitale per circa 415 mila euro e dal fondo immobiliare per 112 euro e dalla rivalutazione di titoli di debito per 367 mila euro. La rivalutazione( svalutazione) netta di strumenti finanziari immobilizzati ha registrato un importo negativo di 77 mila euro relativo all'adeguamento del valore dei titoli immobilizzati Seat PG e Telegate al prezzo di mercato risultante alla chiusura dell'esercizio. Positivo il contributo dei dividendi incassati nell'esercizio e degli interessi maturati nel periodo che hanno generato un risultato di 3,1 milioni di euro.

Analizzando in dettaglio la composizione del portafoglio titoli della Fondazione, senza considerare quindi le opzioni put vendute sull'indice azionario italiano, esso risulta composta da azioni per il 50,3%, obbligazioni per il 16,6% e fondi chiusi (fondi immobiliari e *private equity*) pari a circa l'8%. Sussistono inoltre posizioni di liquidità in conto corrente pari al 7,3% e immobilizzazioni materiali e immateriali pari al 5%. La Fondazione detiene inoltre partecipazioni strategiche legate alla propria missione istituzionale pari all' 12,8% del patrimonio.

Sul **portafoglio obbligazionario**, nel corso dell'anno, sono state effettuate diverse movimentazioni sulle emissioni governative volte a prendere beneficio delle plusvalenze latenti ed, allo stesso tempo, *allungare la duration media degli investimenti e diversificare gli investimenti in emissioni in valuta diversa dall'euro*. Più in particolare, tra le emissioni governative italiane sono state privilegiate quelle *indicizzate all'inflazione*, per beneficiare dei rendimenti attesi più elevati rispetto ai rispettivi titoli nominali. *La generale riduzione dei rendimenti*, che ha interessato anche i titoli societari, ha reso più difficoltosa la ricerca di strumenti che presentassero una redditività congrua con l'obiettivo di redditività. *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 più elevati. Il portafoglio, a fine anno, risulta quindi composto prevalentemente da obbligazioni societarie e si caratterizza per avere una struttura cedolare prevalentemente a tasso fisso. *La redditività cedolare netta* delle emissioni presenti in portafoglio nel 2014 è stata del 3% circa. Sul conto economico hanno inoltre impattato positivamente sia le plusvalenze consolidate dalle movimentazioni fatte nel corso dell'anno, che la rivalutazione degli strumenti presenti in portafoglio valorizzati a mercato.

La **componente azionaria** ai valori di bilancio del 31 dicembre 2014 risulta composta da titoli del settore finanziario, energia, utilities e telecomunicazioni, che hanno generato un flusso annuo di dividendi pari al 4% circa, corrispondenti a circa 2 milioni di euro. La riduzione dell'esposizione del portafoglio in titoli azionari, di cui si è dato conto in precedenza, è avvenuta tramite la dismissione di partecipazioni poco liquide e/o dalla redditività nulla. In tal senso, sono proseguite le vendite parziali della partecipazione in Dea Capital, iniziate nel 2012, interamente dismessa nel corso dell'esercizio. Approfittando del significativo recupero delle quotazioni, che hanno portato il valore del titolo sopra quello di bilancio, è stata dismessa anche la partecipazione in Fiat.

*Prosegue, inoltre, la strategia di incrementare la redditività complessiva degli investimenti attraverso la vendita di opzioni call* sulla maggior parte delle 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 prezzi di carico. Il contributo della strategia di vendita di opzioni call sul conto economico è quantificabile in circa 414 mila euro mentre il contributo della negoziazione titoli ha contribuito per 485 mila euro.

La componente immobilizzata rappresenta circa 85% del portafoglio azionario ai valori contabili, con minusvalenze latenti per circa 8 milioni di euro (corrispondente ad una differenza del 15% circa sui valori di carico).

Si segnala al riguardo che al 30 gennaio 2015 le minus valenze latenti erano diminuite a 3,7 milioni di euro, per azzerarsi del tutto al 31 marzo 2015.

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. *Coerentemente per le previsioni del piano triennale*, l'operatività nell'esercizio corrente è stata orientata verso una *progressiva riduzione dell'esposizione*, attraverso la diminuzione graduale del prezzo di esercizio delle opzioni durante la fase di rinnovo delle stesse. Il rialzo dell'indice Ftse mib realizzato nel 2014 ha migliorato la situazione potenziale debitoria nei confronti di Banca Akros relativamente alle opzioni put in portafoglio, generando a conto economico un effetto positivo pari a circa 11,4 milioni di euro. Nel corso dell'esercizio, approfittando dell'andamento dell'indice, si è ritenuto di portare la scadenza di parte delle opzioni in essere all'esercizio 2015 e, coerentemente con le previsioni del piano 2012 – 2014 di riduzione dello strike medio delle posizioni, su parte della posizione (100 lotti) lo strike delle opzioni è stato portato a 25.000 con l'obiettivo di *intercettare la volatilità* e, auspicabilmente, chiudere la posizione nel breve termine. L'impatto sul conto economico della gestione delle suddette opzioni, compresa la riduzione dell'esposizione debitoria potenziale per la suddetta riduzione dello strike, è quantificabile in 2,3 milioni di euro.

Nei primi mesi del 2015, la Fondazione ha fatto il rolling dei 900 lotti di opzioni put sull'indice FTSE MIB in scadenza tra febbraio e marzo. Ciò ha determinato un impatto positivo sul conto economico dell'esercizio 2015 *diminuendo l'esposizione debitoria potenziale* verso Banca Akros per circa 2,7 milioni di euro, a fronte di un costo complessivo di 600 mila euro. A seguito della suddetta operatività, le posizioni in essere, il cui strike medio è attualmente pari a 30.307 punti, scadono tra dicembre 2015 e marzo 2016.

Ad inizio anno, sono state inoltre rinnovate le opzioni call sulla maggior parte delle partecipazioni beneficiando così di *premi per oltre 1,1 milioni di euro* che, unitamente alla componenti di dividendi ed interessi che si stima di incassare nel corso dell'esercizio corrente, dovrebbero consentire alla Fondazione di beneficiare di una *redditività dagli investimenti finanziari in essere superiore a 4 milioni di euro*.

La redditività netta si conferma superiore al servizio di sostituzione del derivato, mentre, con le operazioni di inizio anno, il saldo netto tra premi incassati e premi pagati risulta positivo per 0,502 milioni di euro.

