RELAZIONE SULLA GESTIONE

RELAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE SULLA GESTIONE

Signori Soci e Componenti dell'Organo di Indirizzo,

Come sapete l'anno 2015 è stato molto impegnativo per le Fondazioni di origine bancaria in quanto è stato sottoscritto il protocollo ACRI-MEF, i cui contenuti sono stati ampiamente illustrati nel congresso che si è tenuto a Lucca nel mese di giugno.

Questo passaggio rappresenta il punto di arrivo di un percorso iniziato dal precedente congresso di Palermo nel quale era stata sancita l'adozione della "Carta delle Fondazioni", i cui principi ispiratori erano la trasparenza, in particolare nelle procedure di assegnazione dei contributi, l'efficienza interna delle Fondazioni, l'oculato investimento del patrimonio.

Tutti questi principi, oggi ancora validi e attuali, erano stati enunciati con lo scopo preciso di poter governare dall'interno un processo di autoriforma evitando interventi normativi come invece successo per le banche popolari e, proprio recentemente, per la banche di credito cooperativo.

In particolare si ribadisce la necessità che gli organi della Fondazione siano indipendenti da ogni sorta di condizionamento esterno, in relazione all'assenza di vincolo di mandato verso gli enti/soggetti designanti e svincolati anche dalla banca conferitaria.

Era inoltre ribadito il principio dell'azione sussidiaria, mai sostitutiva dell'intervento pubblico, bensì complementare e utile come catalizzatore per la mobilitazione di risorse di terzi. Particolare attenzione è posta alla trasparenza, in particolare alle procedure per l'individuazione delle iniziative da sostenere che devono avvenire sulla base di criteri definiti, che consentano di perseguire al meglio gli obiettivi di missione, escludendo situazioni di conflitto di interessi e ingerenze esterne; in questo senso la Fondazione si è dotata di un regolamento per le erogazioni, visibile sul sito istituzionale, che precisa le modalità di selezione, dando ampio spazio all'ascolto del territorio che avviene di norma tramite incontri diretti del Presidente della Fondazione, che costituisce il primo filtro alle richieste dei terzi.

Centrale nell'impianto regolatorio rimane la gestione del patrimonio, dalla quale devono derivare le risorse per il funzionamento e l'attività della Fondazione; i principi ispiratori della riforma sono diversificazione e controllo del rischio, funzionali oltre che a salvaguardare l'integrità del patrimonio stesso - a "produrre una redditività in grado di consentire il perseguimento degli obiettivi di missione".

L'impiego del patrimonio richiede un'attenta pianificazione strategica "bilanciando opportunamente il flusso di proventi con riferimento a orizzonti di breve e di medio/lungo periodo, anche attraverso una diversificazione tra strumenti di investimento".

Proprio nell'ottica dell'attività pianificata a prescindere dalle inevitabili oscillazioni delle rendite patrimoniali, la Fondazione ha adottato dall'esercizio 2016 l'erogazione secondo il criterio del "maturato" ovvero utilizzando risorse certe presenti nei fondi liberi.

Proprio l'esigenza di un orizzonte pluriennale di intervento ha reso necessario rivedere la consistenza dei fondi liberi e vincolati anche alle luce dei recenti documenti di prassi, operazione che sarà completata nell'anno in corso.

Sempre un documento di prassi interna alle Fondazioni consentirà una lettura comparata dei bilanci delle varie FOB; dopo un attento lavoro dell'apposita commissione instituita presso l'ACRI nel luglio 2014 è stato diffuso un documento che riporta le linee guida per la redazioni dei documenti di bilancio che consente l'adozione di criteri contabili condivisi e conformi sia alle attuali normative di riferimento che ai principi contabili approntati dall'O.I.C (organismo italiano di contabilità) ove applicabili.

Questo virtuoso percorso ha trovato un completamento con la sottoscrizione del protocollo ACRI-MEF avvenuta il 22/04/2015, documento a cui la Fondazione come è noto ha aderito.

L'intervento di riforma interna si pone lo scopo di evitare nuove modifiche per atto di legge, dando nuovo slancio all'azione libera delle Fondazioni nello spirito della legge Ciampi ed in funzione del mutato contesto storico, economico e finanziario attuale. Evoluzione che ha fatto emergere l'esigenza di specificare la portata applicativa delle norme che disciplinano le Fondazioni, affinché possano esprimersi sempre più pienamente quali soggetti del terzo settore.

Il protocollo prevede in sintesi le seguenti aree di intervento:

- ✓ ***La gestione del patrimonio.*** Il protocollo richiede di ottimizzare la combinazione tra redditività e rischio del portafoglio nel suo complesso. Questo deve essere adeguatamente diversificato, in modo da contenere la concentrazione del rischio e la dipendenza del risultato della gestione da determinati emittenti, gruppi di imprese, settori di attività e aree geografiche. In ogni caso, il patrimonio non può essere impiegato, direttamente o indirettamente, in esposizioni verso un singolo soggetto per un ammontare complessivamente superiore a un terzo del totale dell'attivo dello stato patrimoniale della fondazione, valutando al fair value (valore reale) esposizioni e componenti dell'attivo patrimoniale; nel rischio complessivo verso un singolo soggetto si computano tutti gli strumenti finanziari.

La nostra Fondazione, essendo interessata solo per l'esposizione nella conferitaria, ha di fatto ancora quattro anni per rientrare nel parametro

Ovviamente le eventuali dismissione dovranno tenere nel dovuto conto l'esigenza di salvaguardare il valore del patrimonio, le condizioni di mercato e gli effetti delle cessioni sullo stesso.

- ✓ **L'indebitamento.** Nel rispetto del principio di conservazione del patrimonio, il ricorso all'indebitamento può aver luogo per fronteggiare temporanee e limitate esigenze di liquidità dovute allo sfasamento temporale tra uscite di cassa ed entrate certe per data ed ammontare. In ogni caso, l'esposizione debitoria complessiva non può superare il dieci per cento della consistenza patrimoniale. Le fondazioni che alla data della firma del protocollo hanno un'esposizione debitoria, predispongono un programma di rientro in un arco temporale massimo di cinque anni, che può essere prorogato dall'Autorità di Vigilanza solo per motivate esigenze.

La nostra Fondazione non ha mai avuto esposizione debitoria né ha mai operato "a leva" per investimenti di natura finanziaria.

- ✓ **Le operazioni in derivati.** L'utilizzo dei contratti e degli strumenti finanziari derivati è consentito per finalità di copertura o per operazioni in cui non siano presenti rischi di perdite patrimoniali; la nostra Fondazione non ha mai posto in essere tali operazioni.
- ✓ **Le imprese strumentali**. L'investimento nelle imprese e negli enti strumentali è realizzato utilizzando esclusivamente le risorse derivanti dal reddito, fatto salvo quanto previsto per i beni immobili dall'art. 7, comma 3-bis, del decreto legislativo n. 153/99, anche quando questi sono detenuti dalle imprese strumentali.

Al riguardo si evidenzia che le imprese strumentali della Fondazione operanti nel campo dell'istruzione sono finanziate in parte corrente solo con risorse reddituali.

- ✓ **La governance.** Riguardo alle partecipazioni, le Fondazioni trasmettono all'Autorità di Vigilanza, entro cinque giorni, gli eventuali patti parasociali, e le loro successive modifiche, aventi ad oggetto l'esercizio dei diritti connessi alle partecipazioni detenute nella società bancaria conferitaria. Nello stesso termine occorre comunicare all'Autorità di Vigilanza anche gli accordi, in qualunque forma conclusi relativi a società diverse dalla conferitaria, da cui possano derivare l'attribuzione alla Fondazione dei diritti e dei poteri derivanti da una posizione di controllo.

  Nell'ambito di tale disposizione la Fondazione ha dato formale disdetta ai patti parasociali riguardanti la conferitaria in precedenza in essere con la Fondazione Cassa di Risparmio di San Miniato e la Cassa di Risparmio di San Miniato SpA, che quindi hanno perso ogni efficacia.

  Particolare attenzione è dettata al regime delle incompatibilità; la Fondazione ha adeguato lo Statuto alle previsioni del protocollo ed al momento siamo in attesa della relativa approvazione da parte del MEF.

- ✓ **Trasparenza.** Sui siti internet delle Fondazioni devono essere resi pubblici almeno i seguenti documenti: statuto, regolamenti, bilanci, documenti programmatici previsionali, informazioni concernenti appalti affidati di importo superiore a 50mila euro, bandi per le erogazioni e curricula dei componenti degli organi. Le Fondazioni indicano altresì sui siti internet le procedure attraverso le quali i terzi possono avanzare richieste di sostegno finanziario indicando le condizioni di accesso, i criteri di selezione e il processo attraverso cui ha luogo la selezione delle iniziative proposte, nonché gli esiti delle stesse. Il bando costituisce la modalità operativa privilegiata e non esclusiva per selezionare le iniziative da sostenere.

Alcuni di questi adempimenti sono già stati resi operativi e con la nuova versione del sito, attualmente in fase di rilascio, saranno fornite anche tutte le informazioni richieste.

Un percorso a parte invece attiene alle modalità con cui si ritiene si possa a regime rientrare nel principio della diversificazione del patrimonio con riferimento alla partecipazione detenuta nella conferitaria, per le quali ad oggi sono in corso i doverosi necessari approfondimenti che porteranno poi alla comunicazione al MEF, nei termini previsti, delle azioni da intraprendere per il raggiungimento dell'obbiettivo.

In tale ottica ed al fine di non precludere nessuna possibilità, la Fondazione ha aderito alla manifestazione di interesse non vincolante relativa alla costituzione di un apposito fondo di investimento destinato ad accogliere partecipazioni o quote da dismettere; al momento si è in attesa dei successivi sviluppi.

In ogni caso l'obbligo di diversificazione non comporta necessariamente la perdita del controllo della conferitaria, ben potendo le due fattispecie coesistere stante la vigenza delle disposizioni di cui all'art. 7, comma 3-bis del D.Lgs. 153/99.

Occorre infine accennare al carico fiscale che oggi pesa sulle FOB e riduce la loro possibilità di operare sul territorio; infatti oltre all'incremento della tassazione locale sugli immobili posseduti e all'irragionevole esclusione dall'esenzione IMU di quelli direttamente utilizzati ai fini istituzionali prevista solo per le FOB (norma incostituzionale), la norma sicuramente più pesante in termini di aggravio fiscale è stata la modifica della percentuale di imponibilità dei dividendi ai fini IRES recata dall'art. 1, commi 655 e 656 della L.190/2014 che è stata elevata dalla precedente misura del 5% all'attuale 77,74%, con un aggravio pari a circa il 20% dei dividendi incassati a decorrere dall'1/1/2014 che quest'anno ha inciso pesantemente sul carico fiscale IRES.

Il quadro quindi della fiscalità, sia generale che specifica, risulta fortemente penalizzante, in netta controtendenza rispetto ai paesi europei e agli Usa dove il no-profit gode invece di ampie agevolazioni.

L'unica nota positiva è stata la conferma come norma a regime del credito di imposta per erogazioni alla cultura (c.d. ART-BONUS) e la sua apertura con documento di prassi dell'Agenzia delle Entrate anche alla possibilità per le Fondazioni di eseguire, dietro specifica convenzione, direttamente gli interventi, abbreviando i tempi e dando certezza di costi e risultato. Questa possibilità è già stata utilizzata per il restauro del Vaso dell'Ortino e per gli scavi preliminari dell'anfiteatro di Volterra.

Ciò premesso in termini numerici l'avanzo primario è risultato in aumento rispetto al 2014 di circa il 10%, il che ha consentito di far fronte alle erogazioni in prevalenza con risorse di parte corrente per euro 880.877 limitando l'utilizzo del fondo a euro 464.823.

I costi operativi, ormai vicini al livello minimo sono sostanzialmente stabili (+ 2%) mentre l'assorbimento della componente fiscale diretta risulta in aumento del 90% circa.

Molto penalizzante, per le motivazioni nel prosieguo analiticamente esaminate, è stata la gestione finanziaria che ha assorbito per l'80% il contributo positivo del dividendo erogato dalla CRV spa.

L'attività istituzionale si è attestata a complessivi euro 1.345.700 sostanzialmente in linea con il consuntivo 2014 di € 1.412.321., grazie all'utilizzo di parte dei fondi accantonati prudenzialmente nei precedenti esercizi; l'importo minimo per una efficace azione sul territorio è stato identificato quanto meno nella somma di euro 1.200.000, come da previsione del DPP 2016.

Ai fini dell'ottimizzazione delle risorse nel corso dell'anno ed in quello in corso saranno portate a termine le operazioni di controllo delle erogazioni relative a precedenti annualità non rendicontate o non realizzate, ai fini della loro revoca e riallocazione su nuovi progetti.
Relativamente alle procedure di accesso ai finanziamenti, si conferma come la parte principale degli interventi deliberati nell'anno, come meglio illustrato nel bilancio di missione, deriva dall'attività dell'ufficio di presidenza che si è concentrato e si concentrerà sulla selezione e l'attuazione di progetti diretti di ampio respiro, ovviamente sempre nei ridotti limiti delle disponibilità di bilancio. Per tali iniziative, data la loro rilevanza, non si applicano le ordinarie regole in materia di co-finanziamento e le altre previsioni del bando, con la conseguenza che in alcuni casi l'intervento della Fondazione assume natura sostitutiva andando a coprire l'intero importo del progetto, così come può essere derogato alle ordinarie procedure di rendicontazione sempre in relazione alla natura dell'intervento ed alle valutazioni in itinere espresse dall'ufficio di presidenza.

La peculiarità poi delle iniziative comporta che la valutazione ex post è in alcuni casi esclusa dalle procedure ordinarie, affidandosi a verifiche dirette anche in situ effettate dall'ufficio di presidenza o da altri amministratori.
Per una disamina completa si fa rinvio alla lettura del bilancio di missione.

Relativamente alle fonti redazionali del bilancio, si conferma che lo stesso è redatto in conformità alle disposizioni del D. Lgs. 19 maggio 1999 n° 153, tenute presenti le indicazioni contenute nell'Atto di Indirizzo emanato dal Ministero del Tesoro in data 19 aprile 2001 e delle successive comunicazioni ed indicazioni. Si è inoltre tenuto conto dei lavori della Commissione Bilancio dell'ACRI finalizzati ad una più omogenea rappresentazione delle voci di bilancio, adottando il relativo glossario riportato in appendice al bilancio ed elaborando i nuovi indicatori gestionali finalizzati ad una migliore rappresentazione che tenga conto sia dei valori reali dei cespiti posseduti sia di un arco di tempo non limitato al singolo esercizio.

Ha trovato inoltre applicazione il manuale per la redazione del bilancio adottato a seguito dei lavori della Commissione Bilancio e Questioni Fiscali, a cui la Fondazione attualmente partecipa nella persona del Segretario Generale, che contiene regole e principi uniformi applicabili ai bilanci delle Fondazioni redatti tenendo conto delle normative di legge e regolamentari, dei principi contabili OIC e delle migliori prassi seguite dalla maggioranza delle associate.

Con riferimento alla normativa e alle indicazioni di prassi operativa sopra richiamate, il bilancio è corredato da una relazione sulla gestione che si suddivide in due parti: la Relazione Economica e Finanziaria ed il Bilancio di Missione.

Ricordiamo inoltre che la Fondazione partecipa attivamente al Comitato Piccole e Medie Fondazioni Acri, alla Consulta fra le Fondazioni della Regione Toscana, alla Commissione per i Beni e le Attività Culturali e alla Commissione Artigianato Artistico.

Relativamente alla struttura interna è proseguita l'attività di valorizzazione delle professionalità acquisite, con processo di crescita interno seguito direttamente dal Segretario Generale.

Per motivi di carichi di lavoro è slittata al 2016 l'adozione del modello 231 anche in relazione alle nuove previsioni dello statuto in corso di approvazione che comportano una revisione delle procedura di verifica dei rischi potenziali già attuate.

Ringraziamo fin da ora tutti coloro che a vario titolo, parteciperanno ai suddetti organismi ed in particolare i soci della Fondazione e i membri dei vari organi.
Come previsto inoltre dalle vigenti normative si informa che la Fondazione ha posto in essere nei termini di legge tutti gli adempimenti richiesti dal D. Lgs. 196/2003 (sicurezza dei dati personali), predisponendo anche il Documento Programmatico sulla Sicurezza, anche se lo stesso non è più obbligatorio; inoltre è stato aggiornato il Documento di Valutazione dei Rischi, e ricondotta alla presidenza la funzione di RSPP, prima affidata a professionista esterno.

E' inoltre in corso di rilascio la nuova versione del sito WEB istituzionale che oltre a nuove e moderne funzionalità di navigazione riporterà tutti i documenti e le informazioni di trasparenza richieste dal protocollo ACRI-MEF.

Per una maggiore completezza di informazioni al presente bilancio si allegano in bozza lo stato patrimoniale ed il conto economico delle società strumentali in corso di approvazione nonché la composizione degli strumenti finanziari al 31/12/2015 detenuti per il tramite di gestioni patrimoniali individuali.

Con riferimento poi agli orientamenti contabili uniformi adottati in sede ACRI già delineati in precedenza e finalizzati ad una armonizzazione del contenuto informativo dei bilanci delle Fondazioni, di seguito si riportano i nuovi indicatori gestionali concordati in sede di associazione, il cui glossario tecnico è riportato in calce alla nota integrativa e che rispetto a quelli calcolati internamente in precedenti esercizi, tengono conto sia di una base diversa (valori correnti e non contabili) sia di una serie storica più ampia al fine di definire indicatori avulsi per quanto possibile dai fenomeni di breve periodo:

	INDICATORI GESTIONALI	2015	2014
REDDITIVITA'	proventi totali netti / patrimonio	1,05%	0,87%
	proventi totali netti / Totale attivo	0,97%	0,81%
	avanzo dell'esercizio / patrimonio	0,54%	0,53%
EFFICIENZA	oneri di funzionamento / proventi totali netti	34,70%	30,79%
	oneri di funzionamento / Deliberato	55,50%	49,59%
	oneri di funzionamento / patrimonio	0,36%	0,35%
ATTIVITA' ISTITUZIONALE	deliberato / patrimonio	0,70%	0,80%
	F.do di stabilizz. Erogaz. / deliberato	167,86%	143,43%
COMPOSIZIONE INVESTIMENTI	partecipazione conferit. / totale attivo	57,42%	58,72%

Dai dati sopra riportati emerge una minima ripresa della redditività pur in presenza di significative svalutazioni su titoli, con tutti gli indicatori in leggero aumento.

Non significativo è il peggioramento degli indicatori di efficienza, imputabile al minor valore del denominatore a sostanziale invarianza del numeratore (costi di funzionamento).

Alla riduzione del deliberato dell'anno corrisponde l'incremento dell'indice di autonomia erogativa, che si attesta al 167% (pari a 1,7 anni di erogazioni medie).

Infine la riduzione del valore del patrimonio netto della conferitaria comporta una contrazione dell'indice di concentrazione riferito al solo valore della partecipazione.

In allegato si riporta infine l'annuale indagine comparativa sui bilanci delle Fondazioni relativa al bilancio 2014 redatta dall'ACRI dalla quale purtroppo emerge un posizionamento stabile rispetto al 2013 ma ancora lontano dalle aspettative, condizionato dalla bassa redditività e quindi di conseguenza dalla minore capacità erogativa. L'unico aspetto positivo è la conferma della minore incidenza dei costi operativi, nettamente inferiori sia alla media di sistema che di comparto.

RELAZIONE ECONOMICA E FINANZIARIA

RELAZIONE ECONOMICA E FINANZIARIA

Le prospettive macroeconomiche ed i mercati finanziari

In area Euro, l'esito della riunione di politica monetaria della BCE del 3 dicembre ha deluso il mercato, con una estensione del programma di Quantitative Easing più limitata rispetto alle attese. Il pacchetto di misure adottato a maggioranza dal Consiglio Direttivo comprende:

- il taglio del tasso sui depositi presso la BCE di 10 punti base, da -0,20% a -0,30%
- l'estensione della durata del programma di acquisto di attività finanziarie di sei mesi (da settembre 2016 a marzo 2017 e comunque fino a quando necessario)
- l'estensione dell'universo investibile, con l'inclusione dei titoli obbligazionari emessi da amministrazioni regionali e locali
- il reinvestimento delle cedole e del capitale dei titoli detenuti dalla Bce nell'ambito del programma di acquisti e venuti a scadenza, senza limiti temporali di implementazione
- la realizzazione delle operazioni di rifinanziamento principali e delle operazioni di rifinanziamento a tre mesi con il meccanismo delle aste a tasso fisso e del pieno accoglimento delle richieste.

A fronte della freddezza dimostrata dal mercato, in particolare per il mancato incremento degli acquisti mensili di attività finanziarie, che restava fissato a € 60 miliardi, nel mese di marzo la DBE ha deciso di potenziare gli interventi portando il massimale di acquisto a 80 miliardi mese, prevedendo nuove immissioni di liquidità con 4 nuove operazioni di rifinanziamento (Tltro) a 4 anni, a tasso zero, portando il tasso sui depositi in BCE a -0,40%. Il tutto con lo scopo di far arrivare la liquidità al sistema dell'economia reale.

Contestualmente sono state diffuse le nuove proiezioni di crescita e inflazione predisposte dallo Staff Macroeconomico della Bce. Rispetto a settembre non si rilevano variazioni sostanziali. Ciò, unitamente alla pubblicazione di dati economici relativamente buoni nelle settimane precedenti, potrebbe essere stato alla base della cautela della BCE nel definire un allentamento più marcato di quanto deciso.

Sul fronte della crescita, la BCE ribadisce che la ripresa prosegue e che l'economia, nella sua componente domestica, manifesta una apprezzabile resilienza rispetto alla volatilità della crescita globale. Sul fronte dell'inflazione, l'istituto centrale evidenzia che i rischi di ulteriore discesa permangono: le nuove misure introdotte mirano, secondo il Presidente Draghi, ad evitare di spostare ulteriormente in avanti il raggiungimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi.

Nel corso di un intervento all'Economic Club di New York del 4 dicembre, Draghi ha cercato di fornire al mercato un criterio di valutazione completo del pacchetto di misure affermando che l'estensione temporale e il reinvestimento di cedole e capitale forniranno al sistema € 680 mld in più rispetto a quanto precedentemente contemplato entro il 2019 (circa il 6,5% del PIL). La decisione sul reinvestimento dovrebbe inoltre controbilanciare l'effetto di fattori autonomi che dreneranno liquidità nei prossimi anni (ad esempio, il rimborso dei prestiti erogati alle banche tramite il programma Targeted Longer Term Refinancing

Operations - TLTRO; la scadenza dei titoli acquistati nell'ambito del Securities Markets Program – SMP).

Ciò, secondo Draghi, dovrebbe rafforzare la «forward guidance» sui tassi di mercato e assicurare liquidità e condizioni accomodanti nel lungo termine. Egli ha altresì ribadito l'apertura della BCE verso nuove misure, se e quando necessario, nel pieno rispetto del proprio mandato

In USA, la riunione di politica monetaria della Fed del 15-16 dicembre ha decretato la fine della politica di tassi prossimi a zero adottata per fronteggiare gli effetti della crisi finanziaria scaturita dai mutui subprime. Il tasso di riferimento è stato incrementato dall'intervallo 0-0,25% allo 0,25% -0,50%. La decisione è stata adottata all'unanimità. Come affermato dal Presidente Yellen nel corso della conferenza stampa, l'avvio del processo di normalizzazione del tasso ufficiale è necessario per procedere nell'aggiustamento in modo prudente e graduale, evitando effetti negativi sulla crescita. Dalle analisi delle proiezioni del Comitato di Politica Monetaria (cosiddetto FOMC) emerge che i banchieri centrali prevedono un tasso ufficiale al livello mediano dell'1,375% a fine 2016 (stesso livello di settembre), al 2,375% a fine 2017 (in calo dal 2,625% previsto a settembre) e al 3,25% a fine 2018 (in calo dal 3,375%). L'avvio della normalizzazione è una conferma della fiducia della FED che graduali aggiustamenti nell'orientamento di politica monetaria possano consentire la prosecuzione della crescita, l'ulteriore miglioramento del mercato del lavoro e l'avvicinamento dell'inflazione all'obiettivo del 2%. Ciò è evidente anche dalle proiezioni sulle variabili economiche dei banchieri centrali. Essi prevedono una crescita del 2,4% nel 2016 e un successivo movimento verso il 2% - crescita di lungo termine- entro il 2018. Il tasso di disoccupazione dovrebbe stabilizzarsi al 4,7% nei prossimi 3 anni. Il tasso di inflazione, nella declinazione preferita dalla FED, ovvero il deflatore delle spese personali, è previsto aumentare dallo 0,4% del 2015 all'1,6% del 2016 per poi portarsi al 2% nel 2018. Il Comunicato di politica monetaria evidenzia tuttavia che il persistente basso livello dell'inflazione rispetto all'obiettivo richiede un attento monitoraggio dei progressi realizzati e attesi al fine di calibrare al meglio il processo di normalizzazione. In generale, il Presidente Yellen ha ribadito il carattere "data dependent" della politica monetaria.

In Giappone, la riunione di politica monetaria della BoJ del 16-17 dicembre si è conclusa con aggiustamenti tecnici al programma di allentamento quantitativo che, secondo il Governatore Kuroda, non vanno interpretati come ulteriori misure di politica monetaria espansiva. La BoJ ha confermato acquisti di titoli governativi al ritmo di 80 trilioni di yen all'anno. Ha tuttavia allungato la scadenza media dei titoli di Stato oggetto di acquisto portandola dall'intervallo 7-10 anni all'intervallo 7-12 anni. Ciò mira a ridimensionare i tassi a più lunga scadenza. E' stato incrementato l'acquisto annuo di ETF di 300 miliardi di yen a favore di indici composti da società che portano avanti programmi di investimento in capitale fisico e umano. Tali società sono state inserite anche nel bacino di riferimento per l'erogazione di prestiti nell'ambito dei programmi di sostegno alla crescita. Tali interventi evidenziano la comunione di intenti tra Governo e autorità monetaria nella conduzione della politica economica a sostegno della crescita. Sono stati inoltre allentati i criteri di investimento in J-REITs. E' stato infine confermato l'obiettivo del 2% di inflazione entro marzo 2017.

La dinamica mensile dei mercati finanziari è stata influenzata anche dal calo del prezzo del petrolio sui livelli più bassi dal 2009, in reazione alla decisione di lasciare invariata la produzione adottata dall'Opec il 4 dicembre, alle attese di aumento delle esportazioni di greggio iraniano e ai dati al rialzo del scorte USA.

La debolezza si è estesa a tutto il mercato delle materie prime, alimentando preoccupazioni sulla dinamica della crescita mondiale e su eventuali ricadute su investimenti e lavoro nel settore energetico.

L'incremento dell'avversione al rischio ha avuto impatto sui mercati azionari internazionali.

I mercati azionari europei sono stati appesantiti anche dalla delusione per l'azione inferiore alle attese della BCE. A livello di settori (S&P EU 350), tutti in calo, i più deboli sono risultati il settore energy (-10,79%), materiali di base (-8,29%) e telecomunicazioni (-7,12%).

Principali Indici di Mercato	Dicembre	Da Inizio Anno
Eonia	-0,02%	-0,11%
Bond		
JPM EMU Government Bond	-0,98%	1,73%
JPM Global Government Bond	-0,35%	1,22%
ML EMU Corporate Large Cap	-0,85%	-0,49%
ML High Yield & EM	-2,04%	-1,26%
Equity		
S&P 500 TR (USD)	-0,64%	1,29%
MSCI Europe TR LC	-3,41%	5,58%
MSCI World TR LC	-1,49%	2,22%
Nikkei	-3,48%	11,00%
MSCI Emerging Markets TR LC	-1,28%	-5,68%
Currency (rate vs Euro)		
USD	-3,22%	11,46%
JPY	-1,19%	10,36%
GPB	-4,55%	6,20%
Commodity		
Dow Jones UBS Commodity Index TR	-3,67%	-26,36%
Gold ($/OZ)	-0,36%	-11,90%
Crude Oil, WTI (future)	-12,12%	-32,37%

Fonte: Bloomberg, 30 dicembre 2015

Gli indici azionari statunitensi hanno ridimensionato l'impatto dei fattori negativi citati grazie a dati economici positivi e ai toni molto accomodanti utilizzanti dalla FED in merito alla velocità del processo di normalizzazione della politica monetaria. Tra i settori, maggiore debolezza è stata evidenziata da quelli legati all'energia.

Tra i mercati emergenti, i cali maggiori sono stati registrati dagli indici più sensibili al prezzo delle materie prime.

Con riferimento al mercato obbligazionario governativo europeo, la delusione per l'ampiezza delle nuove misure di politica monetaria espansiva adottate dalla BCE ha determinato un movimento verso l'alto soprattutto della parte a lungo della struttura a termine. I titoli obbligazionari sovrani hanno risentito delle aspettative di supporto più contenuto dagli acquisti BCE, in futuro distribuiti anche su titoli di enti regionali e locali. Il tasso a due anni tedesco ha evidenziato un rialzo da -0,41% a -0,34%. Il tasso a dieci anni è salito dallo 0,47% allo 0,63%, in scia anche al movimento al rialzo dell'omologo USA. Un andamento simile è stato registrato dai titoli di Stato italiani: lo spread decennale è passato da 95 punti base circa a 97 punti base circa. Quello spagnolo è passato da 102 punti base a 114 punti base. Il risultato delle elezioni spagnole del 20 dicembre, con il partito del premier Rajoy che ha ottenuto un numero di seggi non sufficiente a formare un governo di maggioranza, ha penalizzato solo temporaneamente il mercato obbligazionario spagnolo: lo spread tra il rendimento decennale spagnolo e quello tedesco è salito da 114 punti base del 18 dicembre a 122 punti base del 21 dicembre per poi chiudere il mese a 114 punti base.

In Usa, la struttura a termine dei tassi di rendimento ha chiuso il mese al rialzo soprattutto sulla parte a medio termine. I dati economici positivi e la conferma dell'approccio di normalizzazione della politica monetaria graduale hanno sostenuto le aspettative di crescita e inflazione. Il rendimento a cinque anni ha evidenziato un movimento al rialzo dall'1,65% all'1,79%. Il rendimento a dieci anni è salito dal 2,20% al 2,29% mentre il rendimento a 30 anni è passato dal 2,97% al 3,03%.

I titoli obbligazionari societari europei, soprattutto quelli a più basso merito di credito che sono più sensibili al livello di avversione al rischio degli investitori, hanno registrato l'ampliamento dello spread e un aumento dei rendimenti. In Usa il movimento al rialzo del tasso di riferimento è stato accompagnato da un ampliamento degli spread ampio per i rating più bassi, più esposti al settore dell'energy.

Le misure di politica monetaria espansiva della BCE inferiori alle attese hanno supportato l'euro.

In questo quadro generale le prospettive per il 2016 si possono così riassumere:

Mercato obbligazionario

Le aspettative per il 2016 prevedono un altro anno di espansione del ciclo economico globale, con una crescita del GDP mondiale che difficilmente scenderà sotto il 3% con il contributo dell'Europa in recupero vs US e Economie Emergenti..

L'inflazione si stabilizzerà dopo un ulteriore minimo nella prima parte dell'anno e le banche centrali, manterranno comunque un atteggiamento decisamente "espansivo" molto più orientato a prevenire eventuali spirali deflazionistiche che a contrastare eventuali inaspettati surriscaldamenti dei prezzi.

La Fed difficilmente rispetterà il ritmo di rialzi annunciato, ma dovrà piuttosto "tararlo" anche in base a shock esogeni che riteniamo possibili sia dal lato delle notizie sul "ribilanciamento" della crescita Cinese, sia dal lato della situazione geopolitica e mantenendosi comunque ben "dietro alla curva".

BCE ,BOJ e PBC continueranno la loro espansione di bilancio a ritmo sostenuto compensando le condizioni finanziarie meno espansive degli US.

Crescita economica comunque positiva, inflazione che si stabilizza, Banche Centrali ancora proattive nella gestione del ciclo economico e tassi reali negativi o prossimi allo zero non rappresenteranno però nel 2016 una garanzia di performance positive per le asset class rischiose e di assenza di volatilità in un contesto di premi al rischio sempre più compressi.

Per quanto riguarda gli investimenti obbligazionari, in particolare, sebbene sembri tuttora improbabile una veloce accelerazione al rialzo dei rendimenti sulla parte lunga delle curve in un contesto di tassi monetari ancora ancorati da politiche monetarie espansive, crescita ancora modesta e liquidità abbondante dove i bond continueranno a trovare naturali compratori (in ultima istanza le Banche centrali stesse), gli attuali livelli dei tassi nominali, spesso negativi sulla parte breve ed intermedia delle curve, non incorporano tuttavia alcun tipo di "term premium" e sono artificialmente compressi da squilibri tra flussi di domanda e offerta.

Riteniamo per tanto appropriato mantenere un approccio prudente in termini di duration. Continueremo inoltre a mantenere un atteggiamento di prudenza sulle emissioni Governative dei Paesi che dimostreranno di faticare a perseguire le riforme necessarie per stabilizzare la propria situazione finanziaria, mentre confermiamo l'atteggiamento molto costruttivo nei confronti delle emissioni italiane anche in considerazione dei benefici del protrarsi del QE in termini di riduzione del costo del servizio del debito per i paesi più indebitati dell'Eurozona.

Obbligazionario alto rendimento

La correzione della seconda metà del 2015 ha evidenziato la vulnerabilità di un mercato comunque illiquido e senza un compratore di ultima istanza quale quello dei Corporate Bond IG e High Yield.

I bassi prezzi e gli alti rendimenti potrebbero portare a cogliere eventuali occasioni sia per quanto riguarda i Financial che gli Industrials, non ritenendo comunque probabile una esplosione dei tassi di default nei prossimi mesi in un contesto macro comunque non negativo. La massima diversificazione degli emittenti rimane un punto chiave dato che permangono situazioni di rischio idiosincratico. L'analisi fondamentale e dei flussi di cassa in particolare rimane il fattore principale di analisi, ricordando comunque sempre che in presenza di fasi anche temporanee di ricrudescenza della negatività del ciclo si potrebbe assistere ad una nuova fase di allargamento degli spread con conseguente perdita di liquidita' del mercato secondario.

Azionario

Considerando, come sempre, i tre pilastri dell'investimento nei mercati azionari (prospettive economiche, valutazioni di mercato, sentiment degli investitori) quali driver del posizionamento nel 2016 si prevede che, anche alla luce della pesante correzione dei prezzi delle prime due settimane dell'anno, l'anno stesso appare caratterizzato da una combinazione piuttosto complessa:

mentre quadro macro e ora anche sentiment e posizionamento degli investitori potrebbero configurare un buon punto di ingresso sul mercato, le valutazioni rimangono piuttosto tirate in particolare sui settori "duration sensitive" e ad alta distribuzione di dividendi, in un contesto di utili aziendali in calo negli US e attesi in crescita modesta in Europa.

Sempre più' premiante risulterà l'attività di stock picking e la capacità di individuare investimenti caratterizzati da modelli di business in grado di garantire una sostenibilità dei ritorni sul capitale nel medio periodo piuttosto che la scelta di cavalcare volatili trend e anticipare flussi di mercato.

Valute

La svalutazione competitiva continua a rimanere uno degli obiettivi perseguiti dai Governi e dalle Banche centrali per stimolare la anemica crescita economica attraverso un miglioramento dell'export. In questo contesto la BCE nel 2016 continuerà a sostituire la FED al fianco della BOJ quale maggior contributore a quell'"easing monetario globale" che al domani dello scoppio della bolla finanziaria nel 2008 ha sostenuto la fragile ripresa economica globale.

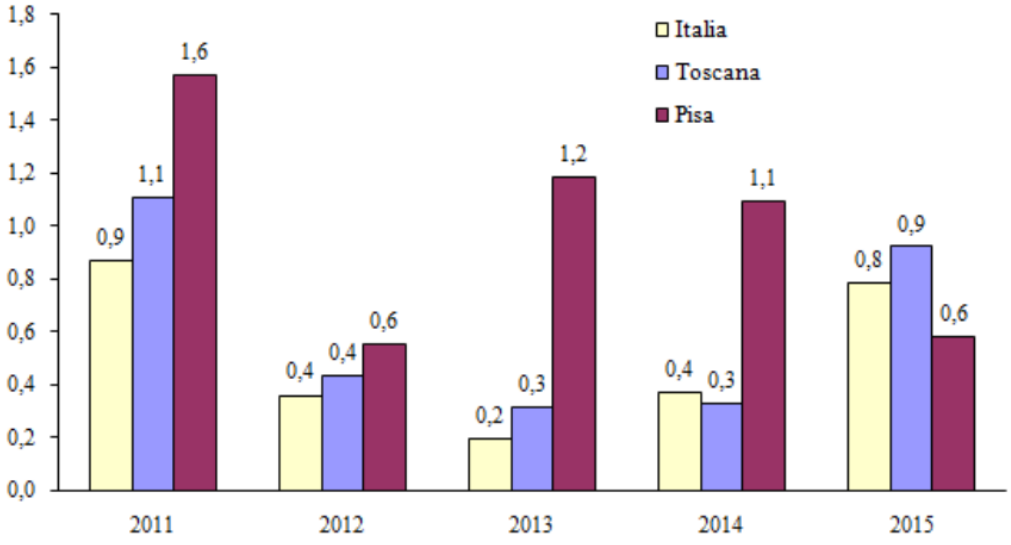
Sebbene a causa dell'accumularsi di un surplus di partite correnti sempre più' rilevante l'EURO appaia già sopravvalutato rispetto a GBP e USD non ci aspettiamo pertanto un violento reversal del trend di indebolimento della divisa unica Europea nel 2016.

La dinamica delle imprese della provincia di Pisa nel 2015 (elaborazione su dati CCIAA Pisa)

Continua a rafforzarsi, seppur ad un ritmo più lento rispetto all'ultimo biennio, il sistema imprenditoriale pisano. Il tasso di variazione delle imprese registrate segna infatti nel 2015 un +0,6% posizionandosi alle spalle della media toscana (+0,9%) e nazionale (+0,8%).

Tasso di variazione delle registrate in Italia, Toscana e provincia di Pisa

(valori %, al netto delle cessate d'ufficio)

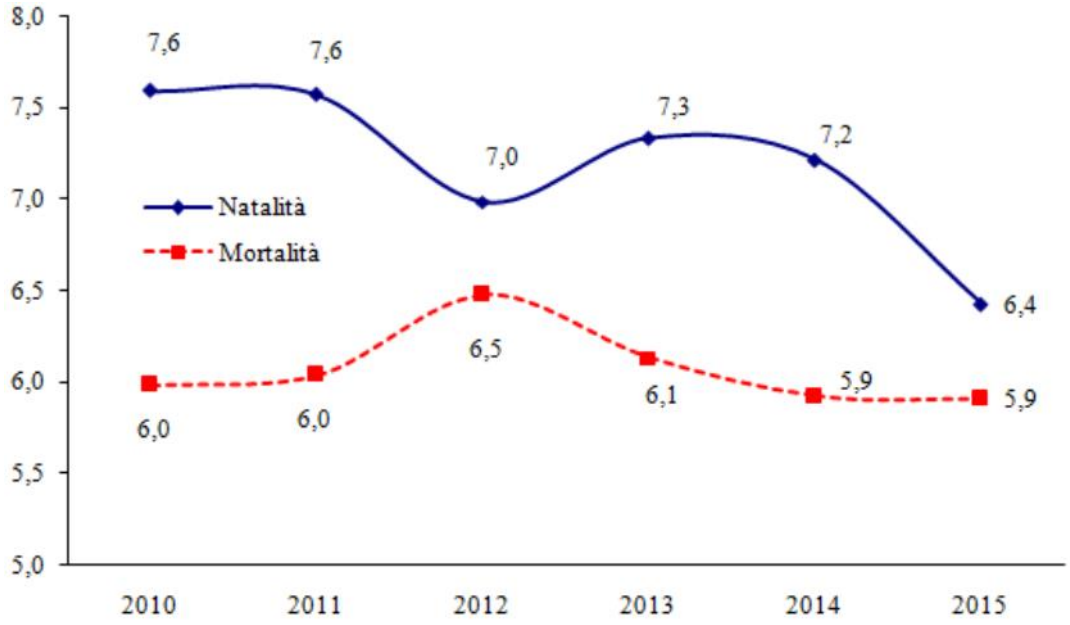


Il saldo iscritte-cessate nel corso del 2015, pur soffrendo della diminuzione delle iscrizioni, rimane ampiamente positivo (+227 unità) riportandosi sui valori del 2012. Se le iscrizioni rallentano, dalle oltre tremila del 2014 alle 2.811 del 2015, le cancellazioni (2.584) rimangono tutto sommato in linea rispetto a quelle dello scorso anno. Volendo valutare la movimentazione settimanale, nel 2015 a fronte di 54 iscrizioni settimanali ci sono state 50 cancellazioni.

Se il bilancio delle imprese per il 2015 è risultato positivo, lo si deve in particolar modo ad alcuni specifici segmenti come quello delle imprese giovanili mentre tra le forme giuridiche crescono molto le Srl. A livello settoriale spicca invece la crescita delle imprese legate al turismo mentre sui territori più dinamici risultano quelli a maggior densità imprenditoriale come Pisa e Pontedera.

A seguito di queste evoluzioni, i tassi di natalità e mortalità tornano ad avvicinarsi: a fronte di un **tasso di mortalità** che rimane tutto sommato costante (5,9%) scende invece molto quello di **natalità** che si assesta al 6,4%: quasi un punto meno rispetto a dodici mesi fa.

Tasso di natalità e mortalità in provincia di Pisa (valori%)



A fine 2015, il numero di imprese iscritte al Registro Imprese della Camera di Commercio di Pisa tocca quota 43.949 arrivando a 53.038 unità prendendo in considerazione anche le unità locali, ponendo Pisa al secondo posto, dopo Firenze, tra le province con il più alto numero di imprese e unità locali.

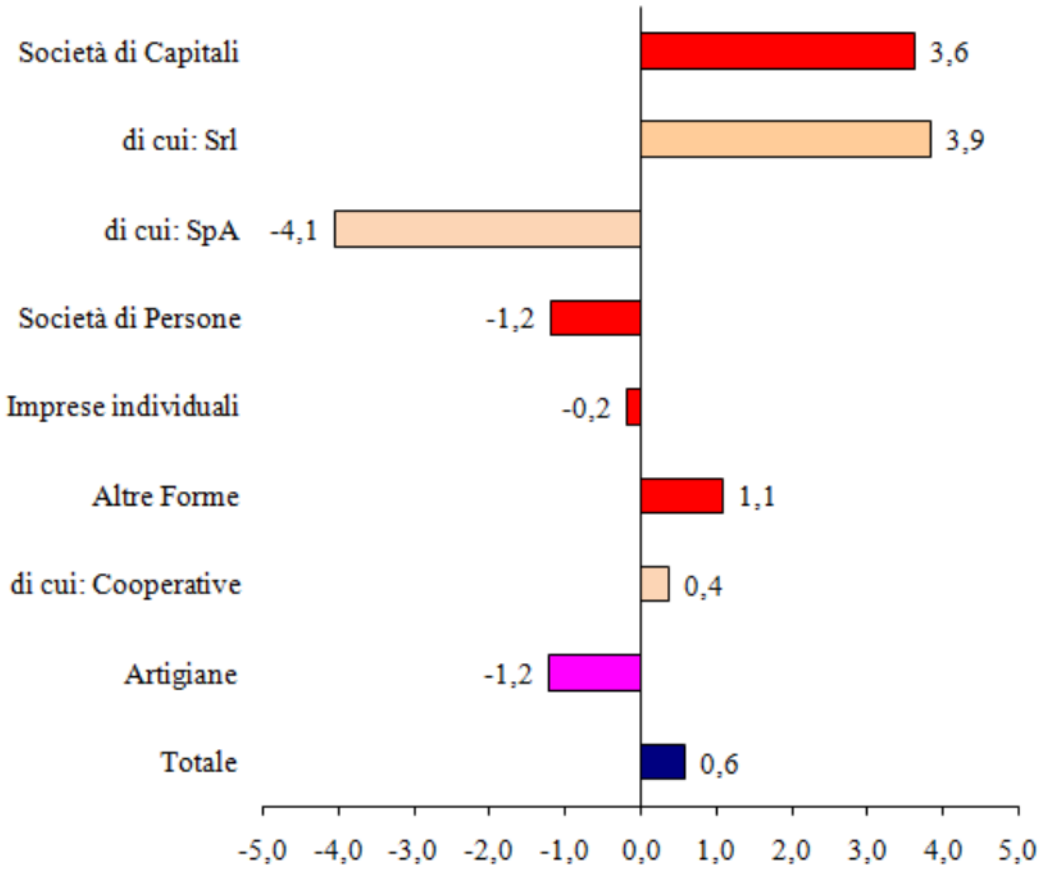
Considerando la veste giuridica data dagli imprenditori alle loro attività, la crescita del 2015, confermando i risultati degli ultimi anni, è trainata dalle **società di capitale**: +3,6% rispetto al 2014 (+348 il saldo iscritte-cessate al netto delle cessazioni d'ufficio). All'interno delle società di capitali, anche quest'anno, sono le **Srl** a tirare (+3,9%, +348) mentre le **SpA**,

meno "maneggevoli" rispetto alle prime, perdono il 4,1% che tradotto in valori assoluti si trasforma però in un misero -1.

Rispetto al 2014 perdono invece terreno le **società di persone** (-1,2%, -80 aziende) ma anche le **ditte individuali** che, nel 2015, segnano un -0,2% pari ad un saldo di 49 unità in meno. Si riducono, nel 2015, anche le aziende **artigiane** (-1,2%, -128).

Tra le altre forme avanzano, seppur di pochissimo, le cosiddette **altre forme giuridiche** (+1,1%, +8 unità) all'interno della quale si trovano le **cooperative** che crescono dello +0,4%, pari ad una sola unità aggiuntiva.

Tasso di variazione delle registrate in provincia di Pisa per forma giuridica –



(valori %, al netto delle cessate d'ufficio)

I dati positivi del 2015 sono frutto della voglia di fare impresa dei giovani, degli stranieri e delle donne: il saldo delle aziende create da under 35 (+381 unità) supera infatti in modo netto l'intero saldo annuale (+227) ed anche il contributo delle imprese femminili7 (+90) e di quelle condotte da stranieri (+80 unità) risulta essere piuttosto rilevante.

Questi risultati mantengono elevata l'incidenza di queste tipologie di impresa sul complesso dell'economia pisana: il 22% delle aziende è in rosa, il 12,3% è guidata da stranieri mentre una su dieci è under 35.

Come avvenuto lo scorso anno, sono i **servizi** a trainare la crescita imprenditoriale pisana (+1,0%, +254 la variazione delle imprese registrate al netto delle cessate d'ufficio). A notevole distanza, ma pur sempre in terreno positivo, troviamo invece l'**agricoltura,** che torna dopo molti anni in positivo grazie all'olivicultura (+0,5%, +19), e le **utilities** (+3,8%, +9).

Continua invece ad assottigliarsi il numero di imprese afferenti all'**industria in senso stretto** (1,0%, -53) così come quello delle **costruzioni** che arretrano dello 0,6% (-39).

Scendendo nel dettaglio settoriale, le attività più dinamiche del 2015 sono quelle legate al turismo come i **servizi di ristorazione** (+4,8%, +71 imprese), dei **servizi di alloggio** (+9%, +36) e dei **pubblici esercizi** (+1,4%, +16). Passo in avanti anche per le attività **artistiche, sportive e di intrattenimento** (+3,6%, +20) e per quelle dedicate ai **servizi alla persona** (+3,4%, +50). Cresce, sempre tra i servizi, il **commercio e riparazione di autoveicoli** (+3,3%, +33).

I settori maggiormente in difficoltà sono, ancora una volta, quelli afferenti alla filiera edile e alla manifattura. Nelle costruzioni arretra molto il numero di imprese che si occupano di **costruzione di edifici** (-1,8%, -45) così come quello delle **agenzie immobiliari** (-0,6%, -15). Nel manifatturiero (-0,9%, -51) cala il numero di imprese che producono **calzature** (-4,1%, -27) e, in maniera più contenuta, le **concerie** (-1,1%, -10) ed i **mobilifici** (-1,3%, -7) mentre crescono leggermente le aziende **meccaniche** (+1%, +2 unità).

Difficile, nonostante la forte crescita della componente **ambulante** (+1,2%, +28), la situazione del **commercio al dettaglio** che nel complesso perde, rispetto allo scorso anno lo 0,2% pari a -17 unità.

L'area territoriale più dinamica della provincia di Pisa è quella del capoluogo che con un saldo iscrizioni-cessazioni di 214 imprese (+1,3%) spiega quasi tutta la crescita complessiva provinciale. Minore, ma sempre positivo, il sostegno della **Val d'Era** (saldo +62, +0,6%) mentre il **Valdarno Inferiore** e la **Val di Cecina** registrano una contrazione: -47 e -2 imprese rispettivamente.

Nel 2015, considerando il livello comunale, **Pisa** risulta il comune più dinamico (+150 il saldo iscritte-cessate) seguito da **Pontedera** (+75) e **Cascina** (+54). Tra i grandi comuni della provincia, arretrano invece **SanMiniato** (-16) e **Santa Croce sull'Arno** (-2). Tra le medie realtà comunali (in termini di imprese) la situazione appare invece più frastagliata con **Calcinaia** (+16), **San Giuliano Terme** (+12), **Ponsacco** (+10) in leggera crescita ed altre in lieve calo: **Casciana Terme Lari** (-24), **Volterra** (-21), **Santa Maria a Monte** (-16), **Castelfranco di Sotto** (-10).

L'economia della Provincia di Pisa nel 2015 per artigianato e PMI (rielaborazione su dati CNA PISA Rapporto congiunturale 2015)

Nel primo semestre 2015 la provincia di Pisa presenta una situazione congiunturale dell'artigianato e della micro/piccola impresa in miglioramento: l'andamento tendenziale dei ricavi è complessivamente positivo, ma per il momento è possibile solo parlare di "rimbalzo". Si rilevano, inoltre, dati contraddittori con riferimento ai costi e persistenti flessioni dal lato della spesa per investimenti.

Nella cd. "semestrale" di giugno il monte-fatturato della provincia di Pisa registra una variazione tendenziale del +0,7% (vs. 2014-I semestre): si tratta di una performance positiva che interrompe la contrazione del 2014 e che mostra una tendenza dei ricavi migliore (seppur di poco) rispetto al dato medio regionale (+0,3%).

L'inversione positiva del dato Trend dei ricavi è imputabile a una ritrovata vivacità del fatturato dei Servizi e delle Costruzioni; permangono invece numerose criticità per il Manifatturiero, su cui pesa (soprattutto) la contrazione del settore della Pelletteria. Si tratta, quindi, di un quadro generale coerente con la disamina congiunturale effettuata su base regionale.

Gli indicatori relativi ai costi diretti di produzione presentano valori discordanti: infatti, al persistente calo dei consumi (-0,9% vs. 2014-I semestre) si contrappone il rimbalzo della spesa per retribuzioni (+13,8%).

Il quadro congiunturale complessivo presenta quindi dei segnali concreti di miglioramento (ricavi e retribuzioni) cui però si accompagnano ancora numerose fragilità tanto guardando ai consumi aziendali quanto al clima di fiducia, come dimostra la flessione della spesa per investimenti (-15,4% vs. 2014-I semestre).

Considerando nel dettaglio la situazione dei tre macro-settori, si registra un rimbalzo dei ricavi delle Costruzioni (+3% vs. 2014-I semestre). In realtà, la dinamica congiunturale del 2015 è determinata dall'inversione positiva della scorsa primavera. Ma anche in questo caso non mancano elementi d'incertezza, legati tanto a una lieve flessione dei consumi quanto al calo degli investimenti (-9,1%), a testimonianza di un sentiment imprenditoriale ancora deteriorato all'interno dell'Edilizia. A far sperare su un consolidamento di questa congiuntura favorevole c'è invece il netto rimbalzo del costo del lavoro (+19,5% vs. 2014-I semestre).

Nella prima parte del 2015 il Manifatturiero è il macro-settore più in difficoltà: il dato tendenziale dei ricavi è negativo (-6,1% vs. 2014-I semestre) così come la variazione degli indicatori relativi alla produzione (consumi -4%; retribuzioni -17,4%). Presenta invece un rimbalzo la spesa per investimenti (+23,5%), anche se i gap accumulati nel medio periodo sono molto consistenti. A livello di settori, mentre la Pelletteria Calzaturiero resta ancora all'interno del tunnel della crisi (ricavi: -11,5% vs. 2014-I semestre), la Metalmeccanica riesce ad arginare la contrazione delle vendite (-0,5%) e il comparto Alimentare presenta invece un "pareggio" in termini di variazione del fatturato rispetto al 2014.

I Servizi mostrano invece una situazione in miglioramento, dove ai rimbalzi del giro d'affari (+6,4% vs. 2014-I semestre) e della spesa per retribuzioni (+37,1%) si accompagnano l'assestamento (negativo) dei consumi aziendali (-0,1%) e la contrazione della spesa per investimenti (-47,7%). Anche con riferimento ai singoli comparti la situazione non è univoca: infatti, alle variazioni positive dei ricavi relative ai Trasporti (+5,4%) e ai Servizi alle Imprese (+13,7%) si contrappongono le difficoltà incontrate da quei settori maggiormente rivolti al domanda del consumatore finale (-4,2% e -7,3%, rispettivamente le flessioni del fatturato per Servizi alle famiglie e Riparazioni).

In generale, l'andamento dell'artigianato e della micro/piccola impresa a Pisa è simile a quello regionale, con un incremento tendenziale dei ricavi accompagnato da una discordanza per gli indicatori di costo (consumi in calo e retribuzioni in aumento) cui si somma la flessione

a "doppia cifra" degli investimenti, a conferma di una confidence degli imprenditori ancora debole.

Il quadro congiunturale, pertanto, non consente un'interpretazione "lineare" e univoca che lasci pensare a un irrobustimento stabile e duraturo del ciclo economico provinciale. In effetti, se in questa prima parte del 2015 si sono manifestati alcuni segnali incoraggianti, al contempo, la flessione registrata con riferimento ai consumi, il perdurare di tensioni all'interno del sistema Manifatturiero e (soprattutto) la contrazione della componente strategica degli investimenti sollevano incertezze sulle prospettive a breve termine.

Le prospettive

L'analisi congiunturale della spesa per investimenti sostenuta dall'artigianato e dalla piccola impresa in provincia di Pisa registra, complessivamente, un calo tendenziale pari al -15,4% (vs. 2014-I semestre), che si somma alle contrazioni del biennio 2013-2014. Si rilevano flessioni degli investimenti nei Servizi (-47,7%) e all'interno della filiera delle Costruzioni (-9,1%), mentre il rimbalzo del sistema Manifatturiero (+23,5%) tende ad attenuare la negativa diagnosi congiunturale di settore offerta per questo primo semestre.

Sulla performance negativa degli investimenti pesa la flessione relativamente più ampia registrata nel periodo gennaio-marzo (-20,7% vs. 2014-I trimestre). Su questo piano di analisi, le minori "tensioni" evidenziate dai tre macro-settori nella tendenza del secondo trimestre (con il rimbalzo del Manifatturiero) sono un segnale positivo, ma che s'inserisce in un quadro complessivo di medio-termine assai critico. In effetti, il livello della spesa per investimenti nella provincia di Pisa (n.indice 2015-II trimestre) è indicativo di una situazione ancora molto difficile: in particolare, il Manifatturiero mostra il peggior andamento nel complesso della serie storica Trend, evidenziando una profonda diminuzione rispetto ai livelli del 2012. Del resto anche l'Edilizia presenta una tendenza assai negativa. La dinamica di medio-termine è migliore per i Servizi, almeno fino alla fine del 2014, quando poi iniziano ad accusare sensibili contrazioni che portano l'indice ad attestarsi su valori piuttosto risicati (n. indice 2015-II trimestre).

In sintesi, la congiuntura del primo semestre del 2015 è "positiva", ma permangono comunque diversi elementi d'incertezza, come dimostrano i segnali contrastanti degli indicatori.

IL QUADRO GENERALE DEGLI INVESTIMENTI DELLA FONDAZIONE

Anche se nel 2015 si è arrestata la spirale recessiva, con il PIL finalmente in crescita dello 0,8%, la situazione sul mercato degli investimenti appare ancora difficile e contrastata.

La volatilità appare padrone del campo, con oscillazioni violente ed imprevedibili di tutte le classi di investimento, con punte di carattere speculativo sugli emittenti più deboli ed in difficoltà.

In questo contesto si è avvantaggiato il debito italiano con un forte restringimento dello spread rispetto al Bund tedesco che è sceso nel 2015 anche sotto la soglia dei 100 punti base.

E' proseguito il crollo dei tassi di interesse dovuto all'eccesso di liquidità sui mercati, con tassi a breve e medio termine ormai negativi.

In questo contesto difficile nella fine dell'anno si è manifestata una forte crisi del debito bancario, scatenata prima dall'entrata in vigore della normativa europea sulle crisi bancarie (BAIL IN), ma che ha trovato dirompenza con la nota questione della procedura di "risoluzione" adottata dal governo e dalla Banca d'Italia per la crisi della Banca Marche, Banca Etruria, Cariferrara e Carichieti.

Questo intervento ha comportato gravissime ripercussioni sia indirette che dirette per la Fondazione, che era titolare sia di obbligazioni Banca Marche per nominali 1.000.000 euro sia di altri titoli bancari subordinati LT2.

Occorre premettere che la situazione di Banca Marche era nota ma fino al mese di novembre 2015 il problema sembrava in via di soluzione in quanto era stato deliberato un salvataggio senza oneri da parte del Fondo Interbancario di Tutela dei Depositi; in tale quadro il valore dell'obbligazione era risalito fino ai massimi dell'anno lasciando intendere il rimborso regolare a scadenza (2017).

In relazione invece alla posizione assunta dall'Unione Europea che ha dichiarato tale intervento non compatibile in quanto "aiuto di Stato ", il governo, con un decreto legge varato sabato il 22/11/2015 ha separato la parte operativa della 4 banche in nuove banche (newco), cancellando per legge il valore di tutte le azioni e delle obbligazioni subordinate, senza che sia intervenuta prima la fase di dichiarazione di insolvenza e la procedura di liquidazione coatta amministrativa.

L'obbligazione della Fondazione non è compresa tra quelle annullate ma è rimasta in carico alla "bad bank", con immediato azzeramento della quotazione; anche se quindi in teoria potrebbe ancora sussistere un diritto di credito, l'eventuale parziale rimborso è subordinato all'esito della procedura di liquidazione e pertanto in bilancio si è dovuto procedere al sostanziale azzeramento del valore di carico per euro 552.550.

Tale intervento, a nostro avviso poco attento alle esigenze dei mercati e della tutela dei risparmiatori, ha poi innescato una crisi di fiducia immediata nei tioli analoghi che prima di tali eventi erano considerati a basso rischio, che ha alimentato la gestione speculativa della paura provocando violente correzioni al ribasso.

Per ridurre il rischio insito nel restante portafoglio quindi fu passato l'ordine alla banca depositaria di vendere tutti gli altri titoli similari posseduti (nominali 1.000.000 MPS 2020,

500.000 Intesa S.Paolo 2020, 2.400.000 Carige 7,321% 2020), ordine eseguito solamente per nominali 150.000 su obbligazioni Carige e per l'intera posizione Intesa, realizzando plusvalenze sui valori di carico.

La parziale esecuzione delle disposizioni impartite ha comportato che, a seguito del crollo delle quotazioni verificatosi a fine anno, i valori di mercato sono scesi sotto i pezzi di carico con la necessità di apportare minusvalenze come riportato nella nota integrativa a cui si fa rinvio per i dettagli.

Nel corso dell'anno si è poi attuata una politica di diversificazione con strumenti di risparmio gestito, anche parzialmente in valuta con rischio di cambio aperto, per cercare maggiori rendimenti su comparti alternativi; la flessione generalizzata del mercato non ha portato i risultati attesi con il portafoglio che è rimasto sostanzialmente sui valori di carico.

Il quadro generale e le vicende particolari sopra riportate hanno quindi condizionato negativamente il ritorno economico del portafoglio a gestione diretta sia in termini di redditività che di tenuta dei prezzi, andando di fatto ad assorbire il contributo positivo costituito dal dividendo erogato dalla CRV spa per euro 1.102.500 (rendimento 1,14% su valore carico).

Hanno invece contribuito positivamente confermando il loro ruolo di investimenti anticiclici le polizza si capitalizzazione, con rendimenti intorno al 3%.

Al momento gli investimenti della Fondazione diversi dagli strumenti di tesoreria, dalle società strumentali e dalla conferitaria, meglio descritti in nota integrativa, sono così composti:

STRUMENTI FINANZIARI IMMOBILIZZATI

- € 20.000.000 in obbligazioni subordinate, tutte a tasso fisso, emesse dalla conferitaria Cassa di Risparmio di Volterra S.p.A, di cui € 10.000.000 al tasso del 4,25% con scadenza 2018 e € 10.000.000 al tasso 3,5% scadenza nel 2019; trattandosi di titoli illiquidi sono stati classificati come immobilizzazioni e come tali destinati ad essere detenuti fino a scadenza, in ragione della sostanziale assenza di rischio; tali strumenti, essendo finalizzati a raccolta per investimenti sul territorio, possono rientrare nella previsione dell'art. 7, comma 1, del D.Lgs. 153/99.
- € 326.304 corrispondenti a n. 148.320 azioni Banca Carige Spa, ottenute dalla conversione di un precedente prestito obbligazionario e della successiva adesione all'aumento di capitale emesso a sconto, valore ridotto per effetto di svalutazioni operate nel corso dell'anno; il titolo sarà dismesso quando le condizioni del mercato consentiranno il recupero parziale dell'investimento.
- € 1.002.549,00 corrispondenti a n. 30 azioni di categoria C della CDP Reti SpA. L'investimento ha dimostrato una buona redditività (3,5%), superiore a quella ritraibile sul mercato monetario, senza oscillazioni di valore essendo la società non quotata.
- € 1.949.156,89 corrispondenti a n. 194.924 azioni della Auxilium Vitae SpA e pari al 32.93% del capitale sociale. La partecipazione è detenuta ai fini dello sviluppo

economico e sociale del territorio ed è soggetta ad attenta valutazione in relazione ai risultati negativi degli ultimi esercizi che se confermati dovranno portare necessariamente ad una svalutazione, fermo restando che appare ormai necessaria una riclassificazione tra gli investimenti privi di adeguata redditività ai sensi delle disposizioni del protocollo ACRI-MEF;

- € 7.527.761,71 corrispondenti al valore capitalizzato al 31/12/15, al lordo delle imposte differite oggetto di specifico accantonamento, delle polizze stipulate con Generali Spa e Reale Mutua. Il valore conseguito nel 2015 al lordo delle commissioni ed imposte è stato certificato nella misura del 3,88% per le Generali e 3,96% per Reale Mutua.

STRUMENTI FINANZIARI NON IMMOBILIZZATI

- € 2.250.000 di nominali obbligazioni subordinate emesse da Banca Carige con scadenza al 12/2020 a tasso fisso (7,321%);
- € 100.000 in valore nominale di obbligazioni ordinarie a tasso fisso (5,625%) emesse dalla Atlantia SpA con scadenza nell'esercizio 2016;
- € 1.000.000 in valore nominale di obbligazioni subordinate a tasso fisso (5,00%) emesse da Monte dei Paschi SpA con scadenza nell'esercizio 2020;
- € 1.000.000 in valore nominale di obbligazioni Banca Marche a tasso con scadenza nell'esercizio 2017, controvalore al 31/12/2015 € 11.100;
- € 500.000 corrispondenti a n. 51.440,329 quote del Fondo Pimco Income Diversified Income Fund;
- € 225.000 corrispondenti a n. 20.143,241 quote del Fondo Euro Income Bond;
- € 99.987 corrispondenti a n. 7.417,470 quote del Fondo Fib Emerging Markets Debt Eur;
- € 99.988 corrispondenti a n. 7.334,55 quote del Fondo Invesco Global Return Bond Fund;
- € 124.987 corrispondenti a n. 13.156,58 quote del Fondo Agi Us High Yield Dis.;
- € 99.988 corrispondenti a n. 9.056,839 quote del Fondo H 1167T Global Tot. Return A EH1;
- € 174.987 corrispondenti a n. 11.977,24 quote del Fondo Invesco Pan Europ.High Income Fund dis.;
- € 74.987 corrispondenti a n. 7.688,349 quote del Fondo Agi Flex Asia Bond;
- € 100.000 corrispondenti a n. 8.643,042 quote del Fondo Dividend and Income Builder;
- € 100.000 corrispondenti a n. 9.478,673 quote del Fondo Global Adv Real Return Hdg;
- € 100.000 corrispondenti a n. 8.635,579 quote del Fondo Emerg loc Bond Fund Hdg;
- € 49.988 corrispondenti a n. 1.148,19 quote del Fondo Invesco Greater China Equity Fund $;
- € 495.745 corrispondenti a n. 53.910,432 quote del Fondo Incom Fund $;
- € 100.000 in valore nominale di obbligazioni Generali F. 4,596 RF Perp.;
- € 150.000 in valore nominale di obbligazioni Intesa Sp 8,375%.

Si deve rilevare inoltre come sia fortemente ridotto il contributo positivo della liquidità mantenuta sui conti di servizio in ragione della flessione del tasso riconosciuto dalla banca CRV SpA.

Relativamente alle gestioni patrimoniali nel corso del 2015 il mandato dei gestori è rimasto invariato salvo la concessione, a chi ne ha fatto motivata richiesta, dell'incremento fino al 20% per le classi di investimento più rischiose.

Il risultato in termini di rendimento, confrontato con la bassa volatilità del portafoglio rispetto al mercato, è comunque da ritenere soddisfacente anche in relazione agli attuali vincoli di operatività in essere; detti limiti sono stati oggetto di una revisione in quanto appariva necessario ridurre il peso dell'area Euro in ragione del fatto che i rendimenti a breve/medio termine son ormai negativi o prossimi allo zero e si attestano all'1,5% solo su scadenze molto lunghe con assunzione di elevato rischio di tasso.

Tra le partecipazioni non strumentali detenute il dividendo è imputabile alla piccola quota di azioni Enel Green Power, azioni cedute in quanto la società ha annunciato la fusione con ENEL Spa.

Per quanto attiene alla Cassa di Risparmio di Volterra SpA, si rinvia a quanto esposto in precedenza.

La redditività media dell'attivo fruttifero investito in strumenti finanziari, al netto delle imposte sostitutive e delle ritenute alla fonte e senza considerare le partite straordinarie e le svalutazioni si è attestata al 1,89%, in aumento rispetto al 2014 a motivo del dividendo della CRV Spa.

Tale rendimento se comprensivo di svalutazioni e rivalutazioni scende all' 1,25%

Nel dettaglio la redditività media (netta da imposte sostitutive e ritenute) e senza calcolare le svalutazioni calcolata sui valori di carico in bilancio si attesta a:

- 1,14% per le partecipazioni;
- 3,60% per il comparto obbligazioni/liquidità e polizze di capitalizzazione;
- 1,5% per le gestioni patrimoniali.

Nel corso dell'anno il Consiglio di Amministrazione, in conformità agli obblighi imposti dal regolamento, ha effettuato il controllo sugli andamenti dei risultati delle gestioni, provvedendo a dare informativa all'Organo di Indirizzo.

Il monitoraggio degli investimenti è stato seguiti anche dall'apposito comitato istituito ad inizio anno per coadiuvare le scelte gestionali e strategiche degli Organi della Fondazione, come anche previsto dalla Carta della Fondazioni ACRI.

Per quanto riguarda invece gli investimenti delegati al Consiglio di Amministrazione come illustrato in precedenza si è data preminenza ad investimenti in strumenti di risparmio gestito e di polizze di capitalizzazione, per le motivazioni già esposte in precedenza e fermo restando quando evidenziato pe gli eventi eccezionali subiti nell'anno.

In generale quindi, con riferimento al profilo di rischio estremamente prudenziale adottato dalla Fondazione, i risultati sarebbero stati nel complesso soddisfacenti se non vi fosse stato il repentino colpo di mano operato su Banca Marche, con i pesanti riflessi sopra evidenziati.

Di seguito si evidenziano brevi commenti sull'operatività delle gestioni patrimoniali, rimandando alla lettura della nota integrativa per i dati quantitativi e reddituali e agli allegati per la composizione dei portafogli.

LE GESTIONI PATRIMONIALI

I mandati gestionali della Fondazione sono sempre stati caratterizzati da estrema prudenza, con un limite massimo all'investimento azionario fissato al 20% e in obbligazioni non governative del 25%, con facoltà per i gestori di eliminare tutta l'esposizione a rischio riposizionandosi su titoli di stato dell'area euro anche a breve termine.

Nel corso del 2015 tutti i gestori hanno sfruttato tutta la flessibilità dei mandati al fine di dare maggior spessore a rendimenti altrimenti molto bassi (il tasso euribor è ormai ampiamente in zona negativa (-0.30%)

Nel corso dell'anno il Consiglio di Amministrazione ha proseguito l'attività di monitoraggio su base mensile, non rilevando tuttavia situazioni che comportassero nuovi interventi di modifica dei criteri di mandato ad eccezione della necessità di cui sopra di aumentare il profilo di rischio in ottica di un maggior rendimento futuro.

Tuttavia in relazione ai bassi rendimenti è stata avviata una procedura di valutazione delle gestioni ai fini di un parziale avvicendamento ai sensi anche del regolamento sugli investimenti.

Di seguito si riportano le sintesi dell'attività di gestione dell'anno.

GESTIONE PIONEER SGR

Il portafoglio ha registrato nell'ultimo periodo dell'anno performance lievemente negative. In particolar modo hanno partecipato contribuendo negativamente le strategie Satellite, di Selezione e Macro. Positive invece le strategie di copertura in questo contesto volatile.

Strategie Macro (rappresentano la view macro di medio termine): positive le strategie azionarie long term tematiche («Robotics», Real Estate, dividend yield, longevity); negative le scelte valutarie (tra cui il trade lungo rand Sud Africa / contro lira turca), l'esposizione a materie prime e oro.

Strategie Satellite: tra le strategie relative value (RV) negative quelle azionarie, in particolare i basket su Europa («domestic recovery», banche europee) e Giappone («Japan buy-back»), il trade lungo Italia / corto Germania e la posizione corta sul settore materie prime in Europa; positivi i basket «cheap growth», «cheap value», «yield co.». Negative le scelte valutarie (posizioni corte su divise paesi Emergenti). Lievemente negative le strategie sui tassi, in particolare su curve scandinave, «dollar block» e Euro. Positive le strategie a spread grazie soprattutto alle strutture di protezione, in particolare sul segmento high yield.

Strategie di Selezione: contributo negativo del paniere di emissioni finanziarie subordinate e del debito high yield europeo. Positivo l'apporto della selezione corporate dei paesi Emergenti.

L'impostazione del portafoglio è rimasta improntata alla prudenza, anche se nella parte finale dell'anno è stata avviata una graduale, seppur limitata accumulazione di rischio, in particolare sui mercati azionari. Ampio spazio alle scelte non direzionali ai fini della generazione di valore. La view di medio termine sullo scenario macroeconomico rimane costruttiva.

Tassi: duration gestita dinamicamente. In particolare si segnala a novembre l'esposizione al rischio tassi che è stata aumentata attraverso l'acquisto di emissioni investment grade europee e USA e ulteriore incremento della posizione lunga sull'inflazione attraverso un basket globale (10 anni Canada I/L, 10 anni Australia I/L, 5anni TIPS Usa, 3 anni inflation swap Europa, 10 anni breakeven Giappone). A dicembre duration leggermente ridotta attraverso strutture opzionali (acquisto put spread e vendita call spread) su Treasury e Bund e incrementata l'esposizione all'inflazione sia europea che globale (Usa, Messico, Svezia, Giappone).

Presenti posizione lunga in Usa sul tasso 5y5y forward (via inflation swap) e posizione lunga sul TIPS 2 anni; posizioni lunghe sulle curve svedese e australiana e posizione corta sui tassi UK derivante dalle strategie relative value.
Strategie relative value: lungo break-even inflation 10 anni in Usa (lungo TIPS / corto future) alla luce del crollo delle aspettative inflazionistiche occorso durante l'estate; lungo tassi Euro / corto tassi Usa e UK; lungo inflation swap a 25 anni Usa vs Uk; aperto steepener sulla curva Euro tra i tassi 3y (lungo) e 10y (corto), su attese di successo dell'azione della BCE; asset swap spread widening USA sulla parte più lunga della curva (10-30y); lungo Australia / corto Nuova Zelanda su tasso 5y10y forward (attese di politiche monetarie divergenti); swap lungo Svezia / corto Norvegia sul tasso 5y10y forward (attese politiche monetarie divergenti); lungo Svezia / corto UK su tasso 30y; lungo Giappone / corto UK su parte lunga curva forward; lungo Svezia / corto Francia su tasso 5y; lungo Danimarca / corto tassi Euro 2y2y forward; flattener 5-30y sulla curva svedese vs steepener 5-30y sulla curva norvegese.

Spread sovrani periferici area Euro: viene confermata durante l'anno la posizione sul segmento a breve della curva italiana, mentre sul tratto medio-lungo è stata neutralizzata tramite future. Presente la strategia lungo Bund / corto Btp.

Corporate: spread duration ancora contenuta. E' proseguita l'attività sul mercato primario sfruttando il premio che le nuove emissioni offrono rispetto agli indici. Presente basket di obbligazioni convertibili di emittenti diversificati a livello globale. Si mantiene la preferenza per il segmento investment grade rispetto a quello high yield.

Obbligazioni emergenti: incrementata lievemente la spread duration acquistando emissioni corporate sul mercato primario in Africa (Angola, Ghana) e Asia (Indonesia). Aperta contenuta posizione sul Brasile. Comprata protezione su Sud Africa (budget peggiore attese, eccessiva

dipendenza da materie prime, rischio downgrade), aperta posizione lunga su Messico 1y1y forward.
Strategie relative value: asset swap tightening su governativo Ungheria a 7 anni (cambio coperto); corto Repubblica Ceca / lungo tassi europei tramite swap 5y5y; lungo 5 anni Cina / corto 5 anni Malesia.
Strategie direzionali: lungo 1y1y forward Sud Africa, lungo 5 anni India e Cina, lungo 3 anni Messico; corto sui tassi indiani via swap a 2 anni (non sono attesi ulteriori tagli dei tassi). Presente esposizione a corporate e a debito sovrano dell'Egitto.

Azioni: lieve incremento dell'esposizione assoluta, sebbene si attesti su valori ancora contenuti. A ottobre sono state acquistate opzioni call sul mercato Usa ed è stata incrementata la posizione corta sul Sud Africa via opzioni. A novembre sono state acquistate opzioni call, sfruttando la bassa volatilità, in Usa (indici S&P 500, Russell 2000 e Nasdaq) e UK.
A livello geografico, preferenza per Europa (domanda interna in ripresa), Giappone (buona qualità degli utili aziendali) e, selettivamente su Emergenti (Cina sia con azioni A che soprattutto H, India), posizione marginale lunga su Usa e corta su UK (economie più avanzate nel ciclo e con ciclo dei profitti al picco, vulnerabile a shock esterni).

Valute: gestione dinamica dell'esposizione al dollaro, ridotta a ottobre e poi progressivamente riaumentata tra novembre e dicembre. L'esposizione lunga è realizzata prevalentemente via trade lungo dollaro Usa (USD) / corto valute Emergenti (Corea, Singapore, Taiwan, Turchia), lungo dollaro Usa / corto «commodity currency» (Australia, Canada), corto yuan contro dollaro Usa (via forward e opzioni). Marginale la posizione lungo dollaro / corto Euro.
Presente posizione lungo Euro / corto valute asiatiche (Corea, Singapore, Malesia, Tailandia, Taiwan).
Yen: posizione lunga come hedge contro la volatilità dei mercati.
Presente corto sterlina contro USD dato il ritardo della BoE rispetto all'atteso percorso normalizzatore della Fed.
Altre strategie valutarie presenti: lungo USD / corto Dollaro Singapore; corto yuan vs dollaro; lungo USD / corto Won Corea; lungo Dollaro Usa / corto Shekel Israele; lungo USD / corto paniere "bassa inflazione" di divise di paesi con profili economici da paesi sviluppati, ma con necessità di politiche monetarie più accomodanti per favorire un deprezzamento della moneta: Israele, Ungheria, Polonia, Corea.

Materie prime (investimento tramite ETF e ETC): esposizione all'oro (valutazioni più interessanti) e alle derrate agricole

Strategia del gestore e prospettive
In questa prima fase del 2016 si sono acuiti alcuni fattori di rischio (crescita dei paesi emergenti, nello specifico della Cina; capacità delle autorità cinesi di gestire la transizione e garantire la stabilità del renminbi; debolezza del prezzo del petrolio; volatilità dei mercati finanziari legata anche a carenza di liquidità in alcuni segmenti; tensioni sul settore bancario),

con potenziali implicazioni sulla crescita globale e sulle azioni di politica monetaria delle principali banche centrali.
Le azioni e/o le dichiarazioni delle principali banche centrali mondiali manifestano a nostro avviso un orientamento più accomodante rispetto a quanto previsto in precedenza, espressione di un certo grado di preoccupazione sullo scenario economico. La Bank of Japan ha sorpreso i mercati a gennaio, portando il tasso di riferimento in negativo attraverso un approccio modulare. La BCE si è dichiarata pronta a nuove misure espansive nella riunione di marzo. In Usa, il restringimento delle condizioni finanziarie di inizio 2016 ha indotto la FED a manifestare un approccio più cauto nel comunicato della riunione di gennaio. Una rivalutazione dei rischi di crescita e inflazione in occasione della riunione di marzo potrebbe ridimensionare ulteriormente la velocità di normalizzazione della politica monetaria statunitense.
Questi fattori potrebbero mantenere su livelli bassi i rendimenti dei titoli sovrani core, comprimendone le oscillazioni in bande ristrette nella prima parte dell'anno.
Successivamente, coerentemente con la previsione moderatamente positiva sullo scenario economico globale di medio termine, è prevedibile un movimento verso l'alto dei tassi di rendimento core, a fronte di una stabilizzazione delle attese sulla crescita e inflazione. Gli elementi di incertezza sono però tali da richiedere un atteggiamento cauto nella definizione di nuove strategie di investimento di natura fondamentale sulla duration.
Con riferimento all'Europa esistono fattori specifici che potrebbero aumentare la volatilità dei relativi mercati obbligazionari. In particolare, si enfatizzano le incertezze politiche (in particolare in Spagna e Portogallo ma anche in Italia), la gestione dei crediti deteriorati (soprattutto in Italia), la situazione Grecia ancora aperta, la gestione della crisi dei migranti con le connesse discussioni sulle limitazioni al trattato di Schengen, l'indebolimento politico del Cancelliere Merkel, l'incertezza sull'esito del referendum sulla Brexit.
A livello di governance, va aggiunta la questione dell'Unione Bancaria ancora incompiuta: l'assenza della garanzia europea sui depositi bancari è connessa alla tematica del rischio di "ridenominazione" mai del tutto annullato. La lettura meno rigida del Fiscal Compact, altro pilastro della governance europea costruito in risposta alla crisi del debito sovrano del 2011, è un ulteriore elemento di attenzione, tenuto conto del fatto che il livello del debito pubblico a livello aggregato e per la pluralità dei singoli paesi dell'area Euro è più alto del 2011.
Il contesto descritto potrebbe determinare tensioni sui titoli di Stato periferici europei, benché in parte attenuate dall'attivismo della BCE.
Tali considerazioni supportano la decisione di mantenere la posizione corta BTP/lungo Bund, sebbene il rischio sia stato ridotto nel corso del mese.
L'attesa volatilità del mercato, a fronte di incertezze sul settore bancario, tassi di rendimento totali potenzialmente negativi con implicazioni in termini di ridimensionamento delle posizioni degli investitori e limitata liquidità sono i fattori alla base della decisione di chiudere la posizione di lungo spread duration.

GESTIONE SANTANDER SGR

Il risultato della linea di gestione è stato positivo sia in termini assoluti (+2,60% lordo) sia rispetto al parametro di riferimento/obiettivo di rendimento (+1,477% contro l'obiettivo di rendimento del +1,123%, pari ad Euribor 12m+0.80%).

Il portafoglio della linea di gestione ha visto la componente azionaria ben modulata durante il corso del 2015: nella prima parte dell'anno è stata toccata un'esposizione massima di circa il 17%, mentre durante la seconda parte del 2015 l'esposizione è stata progressivamente ridotta (fino al minimo dell'8,5% in settembre), a favore di un incremento della duration del portafoglio stesso.

Anche dopo l'ampliamento dei limiti operativi (massima esposizione valutaria, massima esposizione azionaria) e degli elementi di rischio (esposizione comparto corporate High Yield, esposizione Debito Emergente) del mandato di gestione, recepiti con le modifiche del Regolamento degli Investimenti del cliente nel mese di dicembre, l'approccio di costruzione del portafoglio si è mantenuto molto prudente a causa dell'elevata volatilità dei mercati finanziari e della scarsa visibilità sull'evoluzione dell'economia globale.

Al fine di salvaguardare l'obiettivo primario di conservazione del patrimonio, l'implementazione nel 2016 di un portafoglio che assuma più rischio sia in termini di importo che di tipologia di fonte di rischio avverrà in maniera molto graduale e solo con l'aumento della visibilità sul percorso di crescita economica globale e di politica monetaria.

GESTIONE DUEMME SGR

Nel corso del 2015 il patrimonio della Fondazione in gestione presso Duemme Sgr è stato investito, coerentemente con le indicazioni fornite dalla Fondazione stessa, con l'obiettivo di generare un ritorno superiore a quello di investimenti privi di rischio, contenendo allo stesso tempo le possibilità di realizzare un risultato negativo sull'orizzonte temporale annuale.

L'investimento effettivo sui mercati azionari è rimasto costantemente nell'intorno del 10% degli AUM.

Mentre i primi mesi dell'anno sono stati caratterizzati dal proseguimento dei trend rialzisti in atto da anni sui mercati azionari globali, supportato dai nuovi stimoli monetari nell'Eurozona e dall'accellerazione del ciclo economico globale, con l'inizio dell'estate i mercati azionari hanno iniziato a diventare sempre piu' volatili e a segnare battute di arresto a causa del susseguirsi di timori legati al progressivo divergere delle politiche monetarie tra US e resto del mondo, ad una situazione geopolitica sempre piu' complessa e surriscaldata a livello globale, al ribilanciamento e conseguente rallentamento dell'economia Cinese ed all'inevitabile crollo del prezzo di petrolio e commodities, alle conseguenze per le economie dei paesi emergenti esportatori, a cui si sono aggiunte le incertezze legate alle diverse consultazioni elettorali in Europa, al prossimo referendum sulla possibile uscita del Regno Unito dalla UE e il disappunto per "scandali aziendali" quali le vicende di Banco Espirito Santo e Volkswagen.

Nel rispetto di una rigorosa diversificazione del rischio, la componente azionaria del portafoglio è stata impostata selezionando Fondi ed ETF's con focus geografico globale.

Il contributo alla performance annuale determinato infine dalla diversificazione valutaria della componente azionaria , è risultato estremamente positivo in un anno che ha visto, sulle attese di una prossima divergenza delle politiche monetarie, un significativo apprezzamento vs Euro di USD e GBP.
Il portafoglio obbligazionario è stato investito in titoli di Stato prevalentemente Italiani e Bond emessi da Agencies e Organismi Sovrannazionali denominati in Euro cui duration è rimasta molto breve durante l'anno. Nonostante la continua discesa dei tassi nominali, spinti al ribasso dalle politiche monetarie espansive e dagli acquisti di Bond da parte delle Banche Centrali costringa gli investitori ad allungare le scadenze dei propri investimenti alla ricerca di rendimenti accettabili (o anche solo positivi), continuiamo a ritenere infatti che tale operazione risulti particolarmente poco opportuna in presenza di premi per il rischio decisamente negativi per investimenti sul tratto medio/lungo della curva.
L'andamento del mercato obbligazionario nel corso del 2015 ha evidenziato tali rischi in modo evidente: i primi mesi dell'anno sono infatti stati caratterizzati dal proseguimento del rally di tutti gli investimenti fixed income globali supportati dalle aspettative sul lancio del programma di QE nell'Area dell'Euro, dalla assenza di pressioni inflative per via del calo dei prezzi di petrolio e materie prime, e dal rafforzamento da parte degli operatori delle attese di Banche Centrali volte a mantenere i tassi "piu' bassi e piu' a lungo"; allo stesso tempo, gli investitori alla ricerca di rendimenti accettabili hanno continuato a ruotare i propri portafogli dagli investimenti in Governativi Core verso Periferici, Crediti IG e High Yields determinando una ulteriore compressione degli spreads in un contesto di rendimenti degli investimenti privi di rischio prossimi allo zero se non addirittura negativi. Il secondo trimestre dell'anno ha improvvisamente segnato una risalita violenta dei tassi reali, un generalizzato irripidimento delle curve e una risalita delle aspettative di inflazione che ha determinato una violenta correzione dei prezzi dei bond che, partendo da valutazioni troppo compresse hanno iniziato a scontare l'imminente inversione della politica monetaria della Fed in un contesto di crescita economica in accellerazione. Durante l'estate infine, con il crescere dei rischi e dei timori sul ciclo economico globale di cui trattato in precedenza, i tassi sono di nuovo scesi e Bunds e Treasury hanno recuperato buona parte delle perdite subite in primavera, mentre è iniziata una fase di profonda debolezza per titoli corporate e specialmente per i bond High Yield.

La componente di portafoglio investita in titoli indicizzati all'inflazione è rimasta stabilmente intorno al 25% della componente obbligazionaria complessiva: le aspettative di inflazione sono oggi particolarmente compresse e l'acquisto di titoli indicizzati alla crescita dei prezzi equivale in molti casi ai prezzi attuali ad una opzione "gratuita" sull'efficacia dell'azione delle Banche Centrali.

La componente di portafoglio investita in obbligazioni societarie è rimasta marginale anche durante il 2015 e limitata a bond a breve termine emessi da primarie banche e istituzioni finanziarie, confermando l'atteggiamento prudente su una asset class i cui rendimenti aggiuntivi rispetto ai tassi free risk si erano, prima della correzione in atto, progressivamente compressi in misura tale da non giustificare il maggior rischio dell'investimento.

Il rendimento del mandato nel 2015 è stato determinato da contributi marginalmente positivi provenienti sia dalla componente azionaria che da quella obbligazionaria del portafoglio che, pur in un contesto di volatilità crescente, hanno continuato a beneficiare della abbondante liquidità iniettata nel sistema dalle Banche Centrali che ha determinato una progressiva compressione dei premi al rischio richiesti dagli investitori.
La volatilità sperimentata nel 2015 evidenzia la perdurante divergenza tra i prezzi di alcune asset class finanziarie di investimento e l'andamento delle economie sottostanti: tassi nominali nulli o negativi spingono infatti gli investitori, in cerca di rendimenti in grado di coprire le proprie "passività'" di lungo periodo, a estendere la scadenza dei propri investimenti, a diversificare su emittenti di qualità sempre inferiore e ad aumentare la quota di investimenti azionari; i prezzi di tali asset class salgono quindi in modo non sempre allineato a quello degli utili aziendali o alle aspettative di inflazione/crescita rendendo il ritorno atteso di tali investimenti sempre meno attraente qualora ponderato per il rischio.
La scelta prudenziale, coerente con l'approccio "fondamentale" agli investimenti di Duemme, di sottopesare sistematicamente quegli investimenti i cui prezzi non appaiono piu' in linea con valutazioni fondamentali e rischi impliciti costituisce un presupposto per una efficace protezione del valore reale degli investimenti in una futura fase di normalizzazione delle condizioni di mercato, evitando di rimanere coinvolti in quei posizionamenti, oggi ancora particolarmente "affollati" e che si riveleranno sempre piu' pericolosi.
Il risultato di gestione complessivo per il 2015 appare positivo in termini assoluti soprattutto se misurato in termini reali ossia al netto di una inflazione che rimane vicina allo zero in Europa, superiore al parametro monetario di riferimento, in linea con quanto indicato come obiettivo ad inizio anno e tale da mantenere il risultato complessivo degli ultimi cinque anni in linea con gli obiettivi di medio termine indicati dalla Fondazione, nonostante le successive crisi che hanno colpito i mercati finanziari in tale periodo

Rendim. Lordo 2015 + 1.57%
Benchmark 2015 + 0.18%

Tale rendimento sarà difficilmente replicabile nel corso del 2016.
La componente obbligazionaria del portafoglio esprime, in linea con il mercato, tassi di rendimento reali (al netto dell'inflazione) inferiori allo zero; tassi nominali e credit spreads rimangono talmente compressi da non giustificare, se non con molta selettività, l'assunzione di maggiori rischi allungando le scadenze o peggiorando la qualità degli emittenti in portafoglio.
La performance pesantemente negativa dei mercati azionari nelle prime settimane del 2016 rende meno probabile, nonostante prospettive non del tutto negative, un significativo contributo positivo della ridotta componente di investimenti azionari alla performance complessiva nel 2016.

Fatti rilevanti avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio

A seguito della caduta dei corsi dei titoli subordinati nel mese di febbraio è stato di nuovo ritrasmesso alla banca depositaria l'ordine di vendita dei titoli obbligazionari banca Carige e MPS solo parzialmente eseguito nel mesi di dicembre; questa volta l'ordine è stato eseguito ma a quotazioni estremamente compresse con emersione di una minusvalenza di circa 600.000 euro a cui si aggiungerà il mancato incasso cedolare sui titoli ceduti per altri circa 100.000 euro che impatteranno molto pesantemente sul bilancio dell'anno in corso.

Nel corso dei periodici incontri con la CRV Spa e la Fondazione sono stati anticipati i risultati reddituali della conferitaria al 31/12/2015 che a fronte di un allineamento alle normative europee ed a circa 5 milioni imputabili ad oneri straordinari conseguenti all'intervento del sistema bancario nel Fondo di Risoluzione, costituito per consentire la ripresa dell'attività di Banca Marche, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Cassa di Risparmio di Ferrara e Cassa di Risparmio di Chieti evidenziano una perdita di bilancio che non richiede alcun intervento di ricapitalizzazione, rimanendo comunque elevati i coefficienti patrimoniali e pertanto la Fondazione si auspica fin dall'esercizio 2016 un pronto ritorno alla redditività e la conseguente erogazione di dividendi agli azionisti.

***

A conclusione della presente relazione è doveroso ricordare il socio Raffaello Viti che ci la lasciato dopo tanti anni spesi sempre a portare il suo contributo all'assemblea dei soci in tutte la varie vicende che hanno interessato la fondazione.

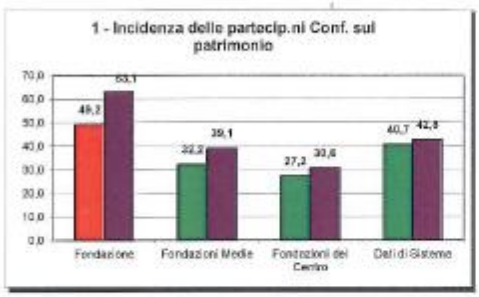
Saluto invece il nuovo socio Avv. Alessandro Caprai, fiducioso che saprà apportare negli anni del suo mandato una positiva energia ed un fattivo apporto di esperienza per le sfide intense che la fondazione dovrà affrontare nel prossimo futuro.

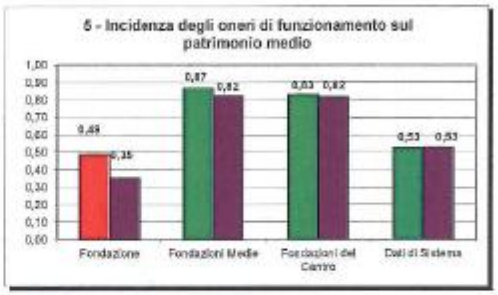
TABELLE ACRI RELATIVE ALL'ESERCIZIO 2014

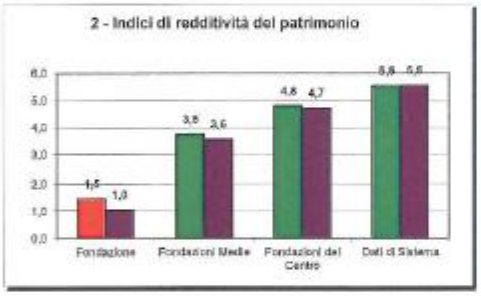
A.C.R.I.

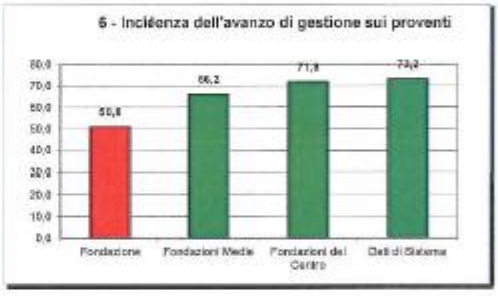
Grafici relativi agli indicatori patrimoniali e gestionali
(Esercizio 2014)

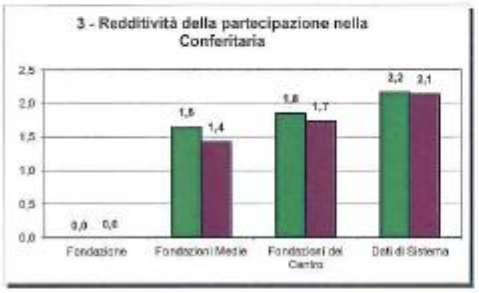
Fondazione C.R. Volterra

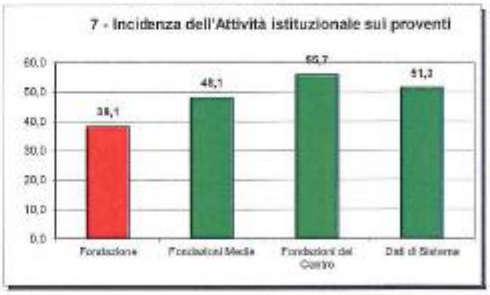




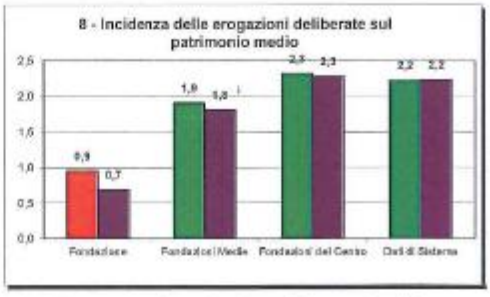




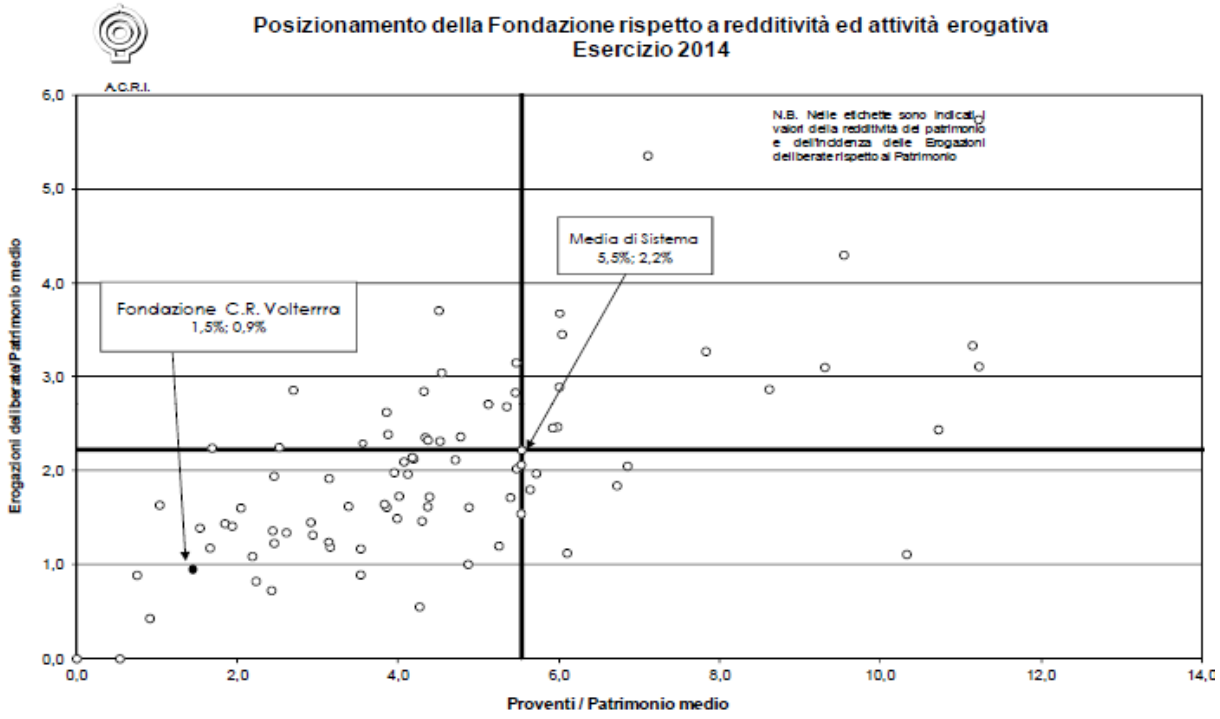


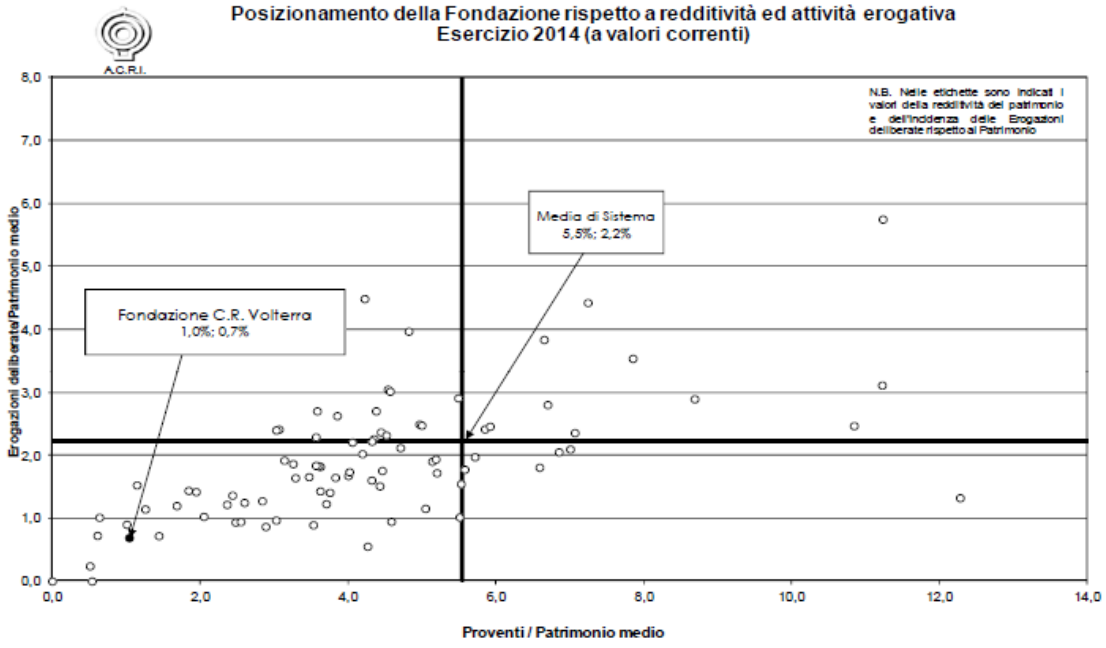






Nota: gli istogrammi ▬ si riferiscono agli indici calcolati sul valore reale del patrimonio e delle partecipazioni.


Posizionamento della Fondazione rispetto a redditività ed attività erogativa
Esercizio 2014
A.C.R.I.
N.B. Nelle etichette sono indicati i valori della redditività del patrimonio e dell'incidenza delle Erogazioni deliberate rispetto al Patrimonio
Media di Sistema
5,5%; 2,2%
Fondazione C.R. Volterrra
1,5%; 0,9%
Erogazioni deliberate/Patrimonio medio
Proventi / Patrimonio medio
0,0
1,0
2,0
3,0
4,0
5,0
6,0
2,0
4,0
6,0
8,0
10,0
12,0
14,0


Posizionamento della Fondazione rispetto a redditività ed attività erogativa
Esercizio 2014 (a valori correnti)
A.C.R.I.
N.B. Nelle etichette sono indicati i valori della redditività del patrimonio e dell'incidenza delle Erogazioni deliberate rispetto al Patrimonio
Media di Sistema
5,5%; 2,2%
Fondazione C.R. Volterra
1,0%; 0,7%
Erogazioni deliberate/Patrimonio medio
Proventi / Patrimonio medio
0,0
1,0
2,0
3,0
4,0
5,0
6,0
7,0
8,0
2,0
4,0
6,0
8,0
10,0
12,0
14,0