RELAZIONE SULLA GESTIONE

RELAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE SULLA GESTIONE

Signori Soci e Componenti dell'Organo di Indirizzo,

l'anno 2016 è il primo anno completo per l'attuazione del protocollo ACRI-MEF, i cui contenuti sono ormai ampiamente noti; la nostra Fondazione ha dato attuazione a tuti i passaggi tecnici e propedeutici, culminati nell'approvazione del nuovo statuto avvenuta con provvedimento dell'autorità di vigilanza del 15/06/2016.

Rimane da affrontare e definire, nel restante periodo da qui al 2019, come addivenire al rispetto del parametro di diversificazione dell'attivo, contemperando tuttavia l'esigenza primaria di non penalizzare il patrimonio della Fondazione.

Il percorso non sarà semplice né rapido in quanto sono molteplici le opzioni aperte, suscettibili di variare a seconda del contesto esterno e del quadro macro-economico generale, che inducono quindi ad operare attente riflessioni al fine di poter definire le strategie da porre in essere e/o da predisporre in vista del predetto termine previsto dal citato protocollo.

Nelle more comunque la Fondazione procederà nel miglioramento delle procedure interne relative alla trasparenza, in particolare nell'assegnazione dei contributi, nonché a migliorare l'efficienza interna mediante un costante controllo dei costi operativi e l'ottimizzazione del rendimento del patrimonio.

In ragione delle strategiche prossime decisioni, assumerà sempre maggiore importanza il rispetto delle disposizioni statutarie ove si enuncia che gli organi della Fondazione siano indipendenti da ogni sorta di condizionamento esterno, osservando alla lettera le vigenti disposizioni che prevedono per i componenti degli organi assenza di vincolo di mandato verso gli enti/soggetti designanti, nonché verso altri soggetti, anche istituzionali, con cui gli stessi possono essere a contatto in ragione delle personali attività.

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.

Nel corso dell'anno è stato poi rivisto il regolamento per la gestione del patrimonio, i cui principi ispiratori 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; pertanto per la prima volta la voce 15 del Conto Economico "erogazioni deliberate in corso d'esercizio" assume valore

pari a zero e tutta la movimentazione delle delibere assunte nell'anno avviene mediante i fondi esistenti in bilancio all'inizio dell'esercizio.

La nuova modalità operativa combinata a chiarimenti di prassi operativa intervenuti anche in sede ACRI hanno consentito di portare a termine la prima fase di revisione sulla consistenza dei fondi liberi e vincolati anche alle luce dei recenti documenti di prassi, come emerge dalla nota integrativa.

Relativamente infine agli adempimenti del protocollo ACRI-MEF sono state completate tutte le attività operative previste per l'adeguamento; per informativa si riportano in sintesi i principi guida del protocollo:

- ✓ ***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 tre anni per rientrare nel parametro

  Ovviamente le eventuali dismissioni che si dovessero rendere necessarie 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. La nostra Fondazione non ha indebitamento finanziario e rispetta da subito il parametro.
- ✓ ***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. La fondazione non ha in essere contratti della specie.
- ✓ ***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 ultimi sono detenuti dalle imprese strumentali.

  Applicando tale linea guida nel corso dell'anno sono stati riparametrati i fondi rettificativi necessari per la partecipata Consorzio Formazione Volterra, utilizzando parte delle risorse libere per costituire un fondo rettificativo del valore in bilancio della partecipata Auxilium Vitae SpA, in parte poi utilizzato in corso d'anno.

- ✓ ***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. Al momento la Fondazione non ha in essere accordi che rientrino in tale previsione.
- ✓ ***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 gli 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. Tutte le informative richiamate sono presento sul nuovo sito della Fondazione.

Relativamente al carico fiscale non si segnalano novità tranne quella positiva (dal 2017) della riduzione dell'aliquota IRES dal 27,5% al 24% che porterà quindi un piccolo ristoro del quadro generale che risulta ancora 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 flessione rispetto al 2015 di circa 500.000 euro, principalmente per il venir meno del dividendo della CRV SpA; tuttavia l'adozione del nuovo criterio del "maturato" ha consentito di deliberare interventi nell'anno per €1.282.013, dato in linea con il 2015, consentendo un accantonamento a parziale ricostituzione dei fondi per l'attività istituzionale per euro 517.989.

I costi operativi, sono sostanzialmente stabili, essendo in leggero aumento imputabile al rientro dalla maternità di una unità di personale, a maggiori costi per riunioni organi e altri costi diversi di natura non ricorrente.

Ancora penalizzante, per le motivazioni nel prosieguo analiticamente esaminate, è stata la gestione finanziaria, anche per la definitiva uscita da posizioni a rischio.

Ai fini dell'ottimizzazione delle risorse nel corso dell'anno ed in quello in corso 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 hanno consentito un recupero di risorse per 774.827, contribuendo unitamente all'accantonamento di bilancio a portare il fondo per le

erogazioni nei settori rilevanti su livelli superiori al 2015 e quindi comprendo interamente gli utilizzi.

Relativamente alle procedure di accesso ai finanziamenti, largo spazio è ancora dato ai progetti diretti e/o partecipati, come meglio illustrato nel bilancio di missione, la cui istruttoria deriva in buona parte dall'attività dell'ufficio di presidenza.

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 anche alle ordinarie procedure di rendicontazione sempre in relazione alla natura dell'intervento ed alle valutazioni in itinere espresse dall'ufficio di presidenza.

Per una disamina completa si fa rinvio alla lettura del bilancio di missione.

Relativamente ai principi di redazione del bilancio, si ricorda che la formazione del documento annuale è disciplinata, come dispone l'art. 9, comma 2, del d.lgs. n. 153/1999, dagli articoli da 2421 a 2435 del codice civile e ad essi fa riferimento il provvedimento del Ministero del tesoro, del bilancio e della programmazione economica del 19 aprile 2001 (di seguito Provvedimento del MEF), che ne ha recepito le varie previsioni "in quanto applicabili" in relazione alle specificità operative e istituzionali degli Enti. Specificità che hanno modellato, nell'ambito del medesimo Provvedimento del MEF, anche i contenuti dei documenti di bilancio ex art. 2423 del codice civile.

Le predette norme del codice civile sono state oggetto di interventi modificativi ad opera del decreto legislativo 18 agosto 2015, n. 139 che, in applicazione della direttiva 2013/34/UE ha introdotto, con efficacia dal 1° gennaio 2016, talune innovazioni per le quali la Commissione bilancio e questioni fiscali di Acri ha svolto un approfondimento volto a verificarne l'applicabilità alle Fondazioni avendo presente, da un lato, il contenuto del richiamato provvedimento dell'Autorità di vigilanza, e, dall'altro, il principio secondo cui le citate norme civilistiche si "osservano in quanto applicabili", che ha portato alla revisione e diffusione alle associate del documento sulla formazione del bilancio stesso (principi comuni).

Le modifiche legislative hanno riguardato, per quanto di interesse delle Fondazioni, gli articoli del codice civile concernenti:

1. la redazione del bilancio, introducendo all'art. 2423 il "rendiconto finanziario", documento già redatto in forma derivata e semplificata dalla nostra fondazione, e il c.d. principio di rilevanza secondo cui "non occorre rispettare gli obblighi in tema di rilevazione, valutazione, presentazione e informativa quando la loro osservanza abbia effetti irrilevanti al fine di dare una rappresentazione veritiera e corretta";
2. i principi di redazione del bilancio, stabilendo all'art. 2423-bis il c.d. principio di prevalenza della sostanza in base al quale "la rilevazione e la presentazione delle voci è effettuata tenendo conto della sostanza dell'operazione o del contratto";
3. il contenuto dello stato patrimoniale, con l'introduzione di apposite voci all'art. 2424 riferite agli "strumenti finanziari derivati attivi e passivi", ai "crediti verso imprese controllate", alle "imposte anticipate", alle "imposte differite" fra i fondi per rischi e oneri, e l'eliminazione dell'obbligo di riportare i conti d'ordine;

4. il contenuto del conto economico, provvedendo all'art. 2425 ad introdurre voci specifiche volte a rilevare le rettifiche di valore degli strumenti finanziari derivati e a ricomprendere nell'unica voce imposte sul reddito le imposte correnti, differite e anticipate e ad eliminare l'area relativa ai "Proventi e Oneri straordinari";

5. il contenuto del rendiconto finanziario, con il nuovo art. 2425-ter;

6. i criteri di valutazione, con la previsione all'art. 2426 del criterio del costo ammortizzato: per la valutazione i) dei titoli immobilizzati e non, ove applicabile, ii) dei crediti e dei debiti; dell'iscrizione delle attività e delle passività monetarie e non monetarie in valuta al cambio storico; della valutazione degli strumenti finanziari derivati, anche se incorporati in altri strumenti finanziari, al fair value;

7. il contenuto della nota integrativa, con l'indicazione ex art. 2427 delle informazioni:

i) relative agli impegni, alle garanzie e alle passività potenziali non risultanti dallo stato patrimoniale, che recupera le informazioni previste dai conti d'ordine che il d.lgs. n. 139/2015 ha ora eliminati dall'art. 2424;

ii) alla natura e all'effetto patrimoniale, finanziario ed economico dei fatti di rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio (che prima del d.lgs. n. 139/2015 andavano richiamati nella relazione sulla gestione di cui all'art. 2428);

iii) (art. 2427-bis) delle informazioni relative al fair value degli strumenti finanziari.

Con riferimento alle predette novità legislative, la Commissione ACRI ha svolto il proprio esame tenendo conto non solo di quanto dispone il richiamato Provvedimento del MEF e il recente Protocollo d'intesa Acri/MEF dell'aprile 2015, ma anche dei principi contabili nazionali elaborati in proposito dall'Organismo Italiano di Contabilità (OIC), con l'obiettivo di verificarne l'applicabilità alle Fondazioni, in ossequio a quanto previsto dal richiamato art. 9, comma 2, del d.lgs. n. 153/99.

Il provvedimento del MEF, infatti, è ritenuto norma speciale, che declina positivamente il criterio del c.d. in quanto applicabile delle disposizioni civilistiche. Per cui l'esame è stato svolto trattando separatamente le novità recate dal d.lgs. n. 139/15 che si riferiscono a fattispecie, riscontrabili nell'attività delle Fondazioni, non previste nel Provvedimento del MEF ovvero e quelle che, invece, trovano nello stesso provvedimento una apposita regolamentazione.

In entrambi i casi la Commissione ha ritenuto che non si debba prescindere dal c.d. principio di rilevanza, ex art. 2423 cod. civ., per cui, indipendentemente dalla immediata applicabilità o meno delle disposizioni novellate le stesse possono essere trascurate ove, a giudizio degli organi di amministrazione, la loro applicazione produce effetti trascurabili ai fini della rappresentazione veritiera e corretta, fermo restando l'illustrazione in nota integrativa dei criteri adottati.

A tale proposito, può essere di ausilio interpretativo per individuare la portata della nozione di irrilevanza, fare riferimento al Principio OIC 11 (pag. 16), che al momento, in attesa di essere rivisto, collega la rilevanza dei fatti amministrativi ai fini della loro esplicitazione in bilancio a quelle informazioni che hanno un effetto significativo sulla rappresentazione della situazione economica, patrimoniale e finanziaria della Fondazione o sul processo decisionale dei destinatari del bilancio.

Al contempo la Commissione ha rilevato che non costituisce un elemento di novità il principio di prevalenza della sostanza economica, introdotto dalle modifiche apportate all'art. 2423-bis, dal momento che lo stesso è già contemplato dal paragrafo 2.2 del Provvedimento del MEF, che per le Fondazioni rappresenta un imprescindibile canone applicativo.

Dall'approfondito esame della Commissione è emerso il seguente quadro di riferimento:

Disposizioni del d.lgs. n. 153/99 che afferiscono a fattispecie già disciplinate nel Provvedimento del MEF in tema di bilancio

Ciò posto, in relazione alle disposizioni relative a situazioni che trovano nel Provvedimento del MEF una disciplina e che questa non si pone in contrasto con la norma legislativa, la Commissione ha ritenuto che possa seguitare ad applicarsi il provvedimento ministeriale.

In considerazione delle esigenze di trasparenza e di più puntuale rendicontazione dell'attività istituzionale e della complementarietà delle disposizioni del Provvedimento del MEF rispetto a quelle civilistiche, la Commissione è dell'avviso che le Fondazioni:

- mantengano nello stato patrimoniale i conti d'ordine, ancorché le informazioni relative agli impegni, alle garanzie e alle passività potenziali non risultanti dallo stato patrimoniale siano poi illustrate in nota integrativa (come richiesto dal paragrafo 8 del Provvedimento del MEF);
- seguitino a dare evidenza nel conto economico ai Proventi straordinari e agli Oneri straordinari di cui alle voci 11 e 12 del prospetto di conto economico e non di darne conto solo in nota integrativa in quanto voci espressamente previste nello schema obbligatorio;
- esplicitino nella relazione sulla gestione, di cui al paragrafo 12.2 del Provvedimento del MEF, la natura e l'effetto patrimoniale, finanziario ed economico dei fatti di rilevo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio, in luogo della nota integrativa, avendo presente quanto previsto dall'OIC 29, ai paragrafi 59 – 67;
- in relazione all'iscrizione dei titoli immobilizzati, possano continuare ad applicare i paragrafi da 10.4 a 10.6 del Provvedimento del MEF in luogo del criterio del costo ammortizzato e, in relazione all'iscrizione dei titoli non immobilizzati, possano continuare ad applicare i paragrafi 10.7 e 10.8 del Provvedimento del MEF in luogo del criterio del costo ammortizzato.

Disposizioni del d.lgs. n. 153/99 che afferiscono a fattispecie non previste nel provvedimento del MEF in tema di bilancio

Con riferimento alle disposizioni relative a situazioni non disciplinate in precedenza, la Commissione pur ritenendo riferibili ai bilanci delle Fondazioni le nuove previsioni relative al contenuto dello stato patrimoniale e del conto economico e al rendiconto finanziario, ha rilevato come talune di esse non siano immediatamente applicabili.

In proposito, la Commissione ha ravvisato la necessità di dare evidenza nello stato patrimoniale agli strumenti finanziari derivati attivi e passivi, alle imposte anticipate e alle imposte differite fra i fondi per rischi e oneri, e nel conto economico alla inclusione nella voce imposte sul reddito, delle imposte correnti, differite e anticipate non relative a proventi per cui il Provvedimento del MEF prevede l'indicazione in conto economico al netto della tassazione.

Di fatto quindi gli accantonamento ai fondi rischi ed oneri o ai debiti tributari delle imposte differite passive relative per esempio a polizze di capitalizzazione o OICr ad accumulazione trovano evidenza bei detti conto del passivo ma non nel conto economico in quanto voci in compensazione.

Tuttavia le relative informazioni sono inserite nelle singole sezioni della nota integrativa e nell'appendice che riassume tutto il carico fiscale ancorché non esplicitato in chiaro nel conto economico.

Per quanto riguarda le nuove disposizioni in tema di rendiconto finanziario, di strumenti finanziari derivati, di criterio di valutazione dei debiti e dei crediti e dei titoli obbligazionari secondo il criterio del costo ammortizzato, la Commissione ritiene che le stesse debbano essere applicate alle Fondazioni tenendo conto delle loro specificità istituzionali e operative e a tale proposito ha definito gli orientamenti comune di seguito riportati.

Orientamenti maturati

Rendiconto finanziario.

La Commissione ritiene che per le Fondazioni il rendiconto finanziario debba avere un contenuto diverso da quello indicato dall'art. 2425-ter cod. civ. e dall'OIC 10, in quanto non pongono in evidenza, per le loro varie aree di attività, il contributo - in termini di generazione o assorbimento di liquidità -che le stesse danno alla formazione del fabbisogno o del surplus netto di liquidità del periodo.

A tale fine, la proposta di contenuto del rendiconto finanziario è stata elaborata con l'intento di fornire una modalità semplice di lettura dei fenomeni economico finanziari e degli effetti da essi derivanti in termini di liquidità e di indebitamento della Fondazione, attraverso la ricostruzione dei flussi di produzione e assorbimento di liquidità basata sui movimenti intervenuti nell'esercizio sulle poste di bilancio, tenendo anche conto dei risultati economici, al fine di porre in evidenza il contributo fornito dalle aree tipiche di attività delle Fondazioni: A) risultato della gestione dell'esercizio; B) attività istituzionale; C) attività di investimento e gestione patrimoniale.

Il fabbisogno o l'aumento di liquidità di periodo viene quindi determinato sommando, al flusso derivante dalla gestione degli investimenti, il risultato finanziario dell'attività istituzionale e il risultato economico quale fonte di finanziamento (se positivo) o ulteriore fattore di assorbimento di liquidità (se negativo).

In applicazione di quanto sopra nel presente bilancio è stato adottato lo schema comune concordato in sede ACRI che differisce in parte dal prospetto interno adottato fino allo scorso esercizio.

Strumenti finanziari derivati

L'articolo 2426 cod.civ. al punto 11-bis, così come innovato dal decreto 139, stabilisce che "gli strumenti finanziari derivati, anche se incorporati in altri strumenti finanziari, sono iscritti al fair value. Le variazioni del fair value sono imputate al conto economico oppure, se lo strumento copre il rischio di variazione dei flussi finanziari attesi di un altro strumento finanziario o di un'operazione programmata, direttamente ad una riserva positiva o negativa di patrimonio netto; tale riserva è imputata al conto economico nella misura e nei tempi corrispondenti al verificarsi o al modificarsi dei flussi di cassa dello strumento coperto o al verificarsi dell'operazione oggetto di copertura. Gli elementi oggetto di copertura contro il rischio di variazioni dei tassi di interesse o dei tassi di cambio o dei prezzi di mercato o contro il rischio di credito sono valutati simmetricamente allo strumento derivato di copertura; si considera sussistente la copertura in presenza, fin dall'inizio, di stretta e documentata correlazione tra le caratteristiche dello strumento o dell'operazione coperti e quelle dello strumento di copertura. Non sono distribuibili

gli utili che derivano dalla valutazione al fair value degli strumenti finanziari derivati non utilizzati o non necessari per la copertura. Le riserve di patrimonio che derivano dalla valutazione al fair value di derivati utilizzati a copertura dei flussi finanziari attesi di un altro strumento finanziario o di un'operazione programmata non sono considerate nel computo del patrimonio netto per le finalità di cui agli articoli 2412, 2433, 2442, 2446 e 2447 e, se positive, non sono disponibili e non sono utilizzabili a copertura delle perdite."

In merito alla rilevazione e alla valutazione degli strumenti finanziari derivati, il cui utilizzo è appositamente disciplinato dal Protocollo d'intesa Acri/MEF del 22 aprile 2015 , la Commissione ritiene, in linea generale, che le nuove disposizioni civilistiche e relativo principio contabile OIC 32 dovrebbero trovare applicazione anche nei loro confronti delle Fondazioni associate, con alcuni adattamenti, per tenere conto del Provvedimento del MEF e delle specificità presenti.

In assenza di apposite previsioni del Provvedimento del MEF e alla luce delle innovazioni introdotte dai paragrafi da 26 a 27 dell'OIC 32, la Commissione ha indicato che gli strumenti finanziari derivati dovrebbero ora essere rilevati in bilancio nell'attivo alla nuova sottovoce "2 f) Immobilizzazioni Finanziarie – Strumenti Finanziari Derivati Attivi" ovvero oppure alla voce "3) Strumenti Finanziari non immobilizzati" come nuovo "di cui" delle sottovoci "b) Strumenti Finanziari quotati" e "c) Strumenti Finanziari non quotati" ovvero nel passivo alla voce "3) Fondo per rischi e oneri" in una nuova sottovoce di dettaglio denominata "Strumenti Finanziari Derivati Passivi" e nel conto economico come nuovo "di cui" della sottovoce "4 "Rivalutazione (Svalutazione) di Strumenti Finanziari non Immobilizzati ".

Per le operazioni in derivati poste in essere dagli intermediari autorizzati nell'ambito delle gestioni individuali di portafoglio, la Commissione ritiene che la loro potrebbero, invece, essere rilevazione contabilmente possa aver luogo con scritture riepilogative secondo quanto previsto dal paragrafo 4 del predetto Provvedimento del MEF per le gestioni patrimoniali, ferma restando la necessità di fornire in nota integrativa le informazioni richieste dall'art. 4, comma 4, del Protocollo d'intesa Acri/MEF.

Per quanto concerne infine le informazioni relative ai derivati da riportare in nota integrativa, la Commissione ha esaminato quanto richiesto dall'OIC 32 nei paragrafi da 119 a 129 con l'intento di verificarne l'applicabilità alle Fondazioni. Al riguardo, tenendo conto di quanto dispone in merito l'art. 4 del Protocollo Acri/MEF del 22 aprile 2015, i prospetti informativi già predisposti per il Protocollo e comunicati alle Associate con lettera Acri prot. n. 396 del 2 dicembre 2016 sono ritenuti idonei a fornire anche le informazioni quantitative richieste dal paragrafo 122.

Ciò premesso come doverosa informativa, si evidenzia che la Fondazione non possiede al momento strumenti derivati di nessun tipo e pertanto nel presente bilancio non vi saranno rilevazioni.

Criterio di valutazione al costo ammortizzato

Il novellato art. 2426, comma 1, numero 1), del cod. civ. ha introdotto fra i criteri di valutazione il c.d. criterio del costo ammortizzato , che sostituisce quello del costo di acquisto, per la valutazione, fra l'altro, i) dei titoli , ove applicabile , e ii) dei crediti e dei debiti.

I n proposito, tenuto conto che il nuovo criterio di valutazione si applica alle operazioni sorte successivamente al 1° gennaio 2016, potendo mantenere il vecchio criterio per la valutazione delle

operazioni che non hanno ancora esaurito i loro effetti in bilancio, la Commissione ha ritenuto che il nuovo criterio possa non essere applicato qualora gli effetti siano irrilevanti, ai sensi dell'art. 2423 comma 4, del cod. civ.

Pertanto, in coerenza con quanto previsto dall'OIC per:

- i titoli di debito detenuti in portafoglio presumibilmente per un periodo inferiore ai 12 mesi, fra i quali vi possono essere quelli per negoziazione, e i titoli di debito detenuti durevolmente con costi di transazione o premi/scarti di sottoscrizione o negoziazione non significativi, il nuovo criterio può non essere applicato e quindi può essere mantenuta la prassi precedente, principio OIC 20 (paragrafi 39 e 40);
- il criterio del costo ammortizzato può non essere applicato ai crediti se gli effetti sono irrilevanti. Generalmente gli effetti sono irrilevanti se i crediti sono a breve termine (ossia con scadenza inferiore ai 12 mesi), principio OIC 15 (paragrafo 33);
- il criterio del costo ammortizzato e della connessa attualizzazione può non essere applicato: ai debiti con scadenza inferiore ai 12 mesi; nel caso di debiti con scadenza superiore ai 12 mesi quando i costi di transazione, le commissioni pagate tra le parti e ogni differenza tra valore iniziale e valore a scadenza sono di scarso rilievo. Coloro che decidono di fare uso di queste semplificazioni devono darne notizia in nota integrativa, principio OIC 19 (paragrafo 42).

Inoltre, in linea con la richiamata previsione dell'art. 9, comma 2 del d.lgs. n. 153/99, la Commissione ritiene di suggerire l'applicazione del criterio del costo ammortizzato solo nel caso di una diminuzione dei flussi di provento, rinviando la contabilizzazione della componente economica aggiuntiva al momento dell'effettivo conseguimento (cioè alla scadenza o alla vendita dell'attività finanziaria), fornendo nella nota integrativa e nella relazione sulla gestione la misura della potenziale plusvalenza incorporata derivante dall'applicazione del costo ammortizzato.

Aderendo all'impostazione di semplificazione di cui sopra e dopo attenta verifica della situazione formatasi nell'anno 2016, è emerso che per la Fondazione non è necessaria alcuna rilevazione.

Iscrizione delle attività e delle passività monetarie e non monetarie in valuta.

L'art. 2426, numero 8-bis, cod. civ. prevede che "le attività e le passività monetarie in valuta, sono iscritte al cambio a pronti alla data di chiusura dell'esercizio; i conseguenti utili o perdite su cambi devono essere imputati al conto economico e l'eventuale utile netto è accantonato in apposita riserva non distribuibile fino al realizzo. Le attività e passività in valuta non monetarie devono essere iscritte al cambio vigente al momento del loro acquisto."

Ne deriva, in applicazione dell'OIC n. 26, paragrafi da 26 a 29, che le poste monetarie in valuta vanno convertite in bilancio al tasso di cambio a pronti alla data di chiusura dell'esercizio. I relativi utili e perdite su cambi sono imputati al conto economico dell'esercizio. In sede di redazione del bilancio si applica prima il criterio valutativo della posta espressa in valuta previsto dal principio contabile di riferimento e poi si effettua la conversione in euro del risultato ottenuto, dando separata evidenza della componente valutativa da quella di conversione con imputazione dell'adeguamento del tasso di cambio in una sottovoce ad una nuova voce di conto economico denominata "Utili e perdite su cambi" della voce 4 del Conto economico "Rivalutazione (svalutazione) netta di strumenti finanziari non immobilizzati" illustrata in nota integrativa.

Ove, invece, le attività e le passività in valuta siano presenti nell'ambito delle gestioni individuali di portafoglio, la rilevazione degli utili e perdite su cambi seguirà la modalità prescelta per il trattamento contabile delle attività presenti nella gestione secondo quanto previsto dal paragrafo 4 del Provvedimento del MEF.

Ove il saldo netto sia positivo, in relazione alla previsione dell'accantonamento dell'utile netto su cambi previsto dal primo periodo dell'art. 2426, numero 8-bis, cod. civ., la Commissione ritiene, in considerazione delle specificità delle Fondazioni, che tale accantonamento debba essere effettuato in una sottovoce dei Fondi per rischi e oneri e non in una riserva patrimoniale e sempreché non si riferisca a strumenti finanziari per cui la Fondazione abbia deciso di applicare. il criterio valutativo previsto al 10.8 del Provvedimento del MEF; in tale ultimo caso gli utili su cambi saranno imputati a Conto economico come è avvenuto per la nostra fondazione avendo adottato, dall'esercizio 2016, tale criterio facoltativo (cfr. Nota integrativa, parte A) criteri di valutazione).

Per quanto riguarda, infine, il trattamento delle attività e passività in valuta non monetarie, fra cui "le immobilizzazioni materiali e immateriali, le partecipazioni e altri titoli che conferiscono il diritto a partecipare al capitale di rischio dell'emittente" (paragrafo 7 OIC 26), il criterio di iscrizione è quello del cambio vigente al momento dell'acquisto, mentre in sede di bilancio l'andamento del cambio costituirà un elemento di cui tenere conto ai fini della determinazione del valore recuperabile (paragrafo 31 OIC 26). Tale Fattispecie non è presente per la Fondazione.

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, alla Commissione Artigianato Artistico, alla Commissione Bilancio e questioni fiscali, recependo nella propria attività gli orientamenti comuni e le buone pratiche emerse nell'ambito dell'attività di scambio informativo in sede ACRI.

Relativamente alla struttura interna la formazione è stata finalizzata alla partecipazione a corsi specifici organizzati presso ACRI o altre strutture non profit. Cercando di applicare il criterio della rotazione del personale.

Rimane ancora da definire l'adozione del modello 231 che dovrà tener conto anche delle previsioni dello statuto modificato che comportano una revisione delle procedure di verifica dei rischi potenziali già attuate.

Ringraziamo fin da ora tutti coloro che a vario titolo, partecipano 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' stato inoltre aggiornato per renderlo più moderno e funzionale il sito WEB istituzionale che riporta 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 31/12/2016 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	2016	2015
REDDITIVITA'		
proventi totali netti	0,95%	1,05%
patrimonio		
proventi totali netti	0,88%	0,97%
Totale attivo		
avanzo dell'esercizio	0,37%	0,54%
patrimonio		
EFFICIENZA		
oneri di funzionamento	34,63%	34,70%
proventi totali netti		
oneri di funzionamento	49,15%	55,50%
Deliberato		
oneri di funzionamento	0,41%	0,36%
patrimonio		
ATTIVITA' ISTITUZIONALE		
deliberato	0,91%	0,70%
patrimonio		
F.do di stabilizz. Erogaz.	105,10%	167,86%
deliberato		
COMPOSIZIONE INVESTIMENTI		
partecipazione conferit.	56,66%	58,72%
totale attivo		

Dai dati sopra riportati emerge una lieve riduzione della redditività determinata da un lato dall'assenza del dividendo della conferitaria dall'altro da una minore incidenza delle componenti valutative.

Vi è invece un miglioramento anche sensibile degli indicatori di efficienza, imputabile al maggior valore del denominatore a sostanziale invarianza del numeratore (costi di funzionamento).

Conseguente alla riclassificazione parziale tra i fondi per l'attività erogativa è la riduzione dell'indice di autonomia erogativa, che si attesta al 105% (pari a 1,05 anni di erogazioni medie); si evidenzia tuttavia che la fonte primaria per le erogazioni sarebbe il fondo per attività istituzionali lett. b) e c) del passivo. Sommando la consistenza dei tre fondi, pari ad euro 5.113.646 e rapportando il deliberato medio futuro di euro 1.300.000 su tale valore si ottiene un indice di autonomia di circa 4 anni in assenza di futuri ripristini degli utilizzi.

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 2015 redatta dall'ACRI dalla quale emerge un posizionamento stabile rispetto al 2014, ancorché leggermente migliore, 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, PIL del terzo trimestre in crescita dello 0,3% t/t e dell'1,7% a/a; dai dati emergono marginale accelerazione dei consumi personali (da 0,2% t/t del secondo trimestre a 0,3% t/t) e della spesa pubblica (da 0,4% a 0,5%) e una minore crescita degli investimenti fissi (da 1,2 a 0,2%). Si segnala inoltre la frenata delle esportazioni (da 1,2% a 0,1%) e delle importazioni (da 1,2% a 0,2%). Il contributo alla crescita delle scorte è invece passato da -0,2% a 0,1%. La dinamica dei prezzi al consumo ha evidenziato un apprezzabile recupero nel corso del trimestre (1,1% a/a a dicembre, da 0,4% a/a di settembre), sostenuta soprattutto dal rimbalzo della componente energetica. Positivi gli indicatori anticipatori: l'indice di fiducia composito è passato da 52,6 di settembre a 54,4 di dicembre, livello superiore a 50. Sul fronte della politica monetaria, la BCE, nella riunione dell'8 dicembre, ha lasciato invariati i tassi di politica monetaria e deciso contemporaneamente di estendere fino a dicembre 2017 il programma di acquisti mensili di attività finanziarie; l'ammontare mensile, pari a 80 mld fino a marzo 2017, diventerà di 60 mld da aprile a dicembre 2017. La BCE ha inoltre deciso che la vita residua minima dei titoli oggetto di acquisti è ridotta da 2 anni a un anno e che, se necessario, il rendimento degli stessi può essere inferiore al tasso sui depositi presso l'istituto (oggi -0,40%).

Negli Stati Uniti, PIL del terzo trimestre in crescita trimestrale annualizzata pari al 3,5%, da 1,4% del trimestre precedente, sostenuta soprattutto dalla forza dei consumi personali e dal recupero degli investimenti, sia residenziali che produttivi. La variazione annua dei prezzi al consumo risulta pari all'1,7% nel mese di novembre, in miglioramento dall'1,5% di settembre per effetto del recupero della componente energetica; l'inflazione di fondo, al netto di energia e alimentari, è marginalmente scesa al 2,1% dal 2,2% di settembre. Coerentemente con lo scenario di crescita e di aumento dell'inflazione, ulteriormente supportato dalla vittoria di Trump che dovrebbe favorire politiche reflative, la Fed ha aumentato il tasso ufficiale di 25 pb nella riunione del 16 dicembre, portandolo nel range 0,50%-0,75%.

In Giappone, i dati pubblicati confermano la debolezza della crescita (PIL del terzo trimestre 0,3% t/t da 0,5% precedente) e dell'inflazione (0,5% dato di dicembre) che pur ha evidenziato un recupero da settembre.

Con riferimento alle economie emergenti, i dati cinesi pubblicati nel corso del trimestre hanno contribuito a ridimensionare le preoccupazioni sulla crescita del paese. L'indice di fiducia del settore manifatturiero è migliorato da 50,4 di settembre a 51,4 di dicembre; l'indice di fiducia del settore non manifatturiero da 53,7 a 54,5. In ultimo si segnala un dato di crescita del PIL del terzo trimestre al 6,7% su base annua (stesso dato dei due trimestri precedenti).

Le conseguenze sui mercati sono state:

Obbligazioni: rendimenti in rialzo a livello globale, con l'esclusione della parte a breve termine della curva europea. Quest'ultima è stata maggiormente influenzata dall'orientamento estremamente accomodante della BCE che ha introdotto nuove misure di QE. Il tasso a due anni

tedesco si è pertanto portato da -0,12% di fine settembre a -0,77% di fine dicembre. Il tasso a dieci anni tedesco si è mosso in linea con i rendimenti a lungo termine globali, che hanno subito le pressioni al rialzo generate dal miglioramento delle attese di crescita e inflazione, passando da -0,12% a 0,21% di fine dicembre. Il movimento della parte a lungo termine USA è stato più ampio, essendo influenzato anche dai timori di aumento del debito pubblico del paese: il tasso a dieci anni è passato da 1,59% a 2,44% di fine dicembre; stesso movimento per la parte a breve termine, con il tasso a due anni passato da 0,76% a 1,19%, sostenuto dalla decisione della Fed di aumentare il tasso ufficiale di 25 pb a dicembre. Andamento differenziato per i titoli obbligazionari societari, sia europei che USA: il segmento investment grade ha subìto il rialzo dei rendimenti dei governativi mentre il segmento high yield ha beneficiato del forte restringimento degli spread lungo tutta la scala di rating. Perdite per il debito emergente, sotto pressione per l'aumento dei rendimenti dei Treasury, per il dollaro forte e timori legati al programma protezionistico di Trump.
Azioni: Trimestre positivo per le borse dei paesi sviluppati, in scia a buone prospettive di crescita e utili. A livello settoriale si è assistito ad una violenta rotazione a favore dei comparti più ciclici con in testa i finanziari (beneficiari dell'irripidimento delle curve), gli energetici (grazie al rally del petrolio) e le risorse di base (attese di maggiore spesa pubblica per infrastrutture); per contro, in sofferenza i titoli meno sensibili alla dinamica del ciclo come i beni di consumo primario e quelli più vulnerabili al rialzo dei rendimenti come i servizi di pubblica utilità. Deboli i mercati emergenti, effetto dei timori di una deriva protezionistica della politica estera Usa, dell'apprezzamento del dollaro USA e dell'aumento dei rendimenti statunitensi.
Materie prime: indice generale in rialzo nel trimestre, trainato dal petrolio che, dopo un forte calo iniziale, ha avviato un movimento rialzista alimentato dalla decisione dell'OPEC di tagliare la produzione. In guadagno i metalli industriali su aspettative di maggiore domanda di investimenti per infrastrutture alla luce del programma fiscale espansivo di Trump. Oro in deciso ribasso in un contesto maggiormente risk-on e aumento dei tassi che rende meno appetibile il metallo giallo.
Valute: il dollaro USA si è rafforzato verso l'Euro, in un contesto di ampliamento del differenziale di interesse a favore della valuta statunitense. Netto calo dello yen verso dollaro ed Euro.

Prospettive per il 2017
(elaborazione di Ambrosetti Sim)

Il 2017 parte con una impostazione sugli azionari generalmente positiva, fatto salvo per l'incertezza e la volatilità che dovrebbero accompagnare i mercati soprattutto nei primi mesi dell'anno, offrendo tuttavia, proprio in fase di flessione, una interessante opportunità di posizionamento con le principali borse chiamate a ricreare le condizioni a supporto di un quadro dinamico atteso chiaramente più positivo. Secondo Ambrosetti Asset Management Sim, vengono privilegiati gli investimenti sui mercati sviluppati ed in area Euro, soprattutto su Germania, Olanda e Francia.

I mercati Emergenti presentano invece in generale una configurazione più impegnativa, evidenziando come, tra essi, Turchia, Sud Africa ed India necessitino di una valutazione iniziale più prudenziale. Riteniamo che nel corso dell'anno rimarrà alta la selettività all'interno dei mercati dove i titoli legati maggiormente al ciclo economico, come Finanziari ed Energetici, seppur con una volatilità maggiore, offriranno i ritorni più interessanti, mentre sui comparti più "difensivi", veri

leader negli ultimi anni, avremo bisogno di tempi di sviluppo più allungati per osservare i potenziali benefici dell'effetto atteso di crescita economica.

Decisamente più preoccupante la condizione dei mercati obbligazionari che, anche sotto il punto di vista ciclico, hanno iniziato ad indicare i primi segnali di arresto della crescita incondizionata degli ultimi 15 anni. La fine della storica tendenza ribassista dei tassi di interesse è iniziata ed il 2017 si candida a registrare la prima fase del cammino di inversione rialzista dei rendimenti. Il percorso atteso non sarà semplice ed accompagnerà i mercati presumibilmente per lungo tempo. Resta fondamentale nel contesto nascente gestire l'esposizione al rischio tasso, privilegiando gli attivi meno sensibili ad esso come le componenti a breve scadenza e credit spread.

Sulle materie prime le attese sono positive ma, all'interno dell'indice (Crb), rimane preponderante la forte divergenza di condizione fra Petrolio ed Oro. Nel primo caso gli importanti recuperi di forza degli ultimi dodici mesi ristabiliscono un maggior equilibrio dopo il pesante crollo delle quotazioni degli anni scorsi, e sostengono una fase di crescita ancora tutta da sviluppare. Nel caso dell'Oro resta preponderante la maggiore fragilità delle quotazioni proprio in fase di inizio d'anno dove, tuttavia, l'avvicinamento dell'area di importanza ciclica a quota 1000 offrirebbe un'opportunità di investimento alternativa.

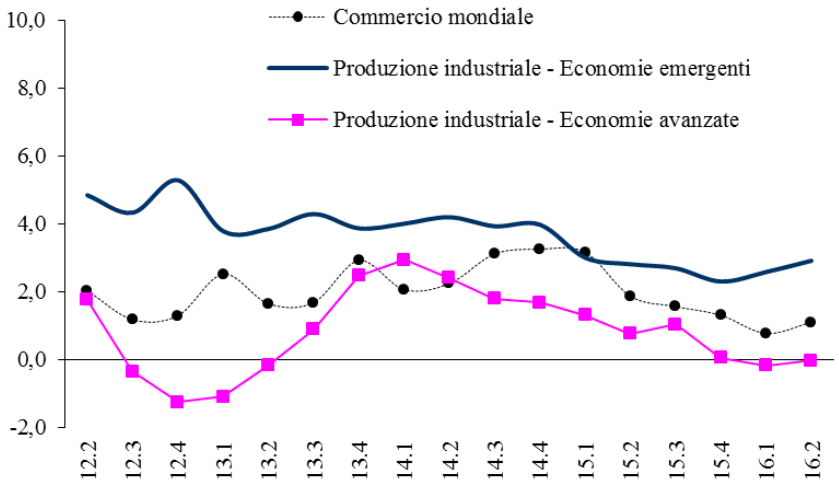
Chiudono il quadro le divise, il cui impatto in termini di oscillazioni rimane potenzialmente dirompente soprattutto sugli investimenti obbligazionari a volatilità più contenuta. Ai nastri di partenza la divisa più debole tra i paesi principali risulta ancora l'Euro seguita dallo Yen. Tuttavia dobbiamo ricordare la vicinanza anche in questo caso a soglie fondamentali per gli equilibri di ampio respiro: quota 1,00 per Eur/Usd e 130 Usd/Jpy condizionano il giudizio di prosecuzione della forza del Dollaro.

Si riparte per il 2017 quindi con temi per certi versi non dissimili a quelli visti nell'anno appena concluso ma con una percezione delle aspettative decisamente mutata: obbligazioni a rischio, azionari in salute, tensioni valutarie da non sottovalutare e materie prime da considerare come valide tematiche di investimento solo a determinate condizioni.

La congiuntura manifatturiera in provincia di Pisa

La prima metà del 2016 è connotata da un nuovo rallentamento della crescita del commercio mondiale, che secondo le stime del CPB Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, si è attestata su modesti incrementi sia nel primo (+0,8%) che nel secondo trimestre dell'anno (+1,1%). Nel dettaglio, viene a mancare il traino della domanda statunitense, in brusca frenata (+0,1% nel primo trimestre e +0,3% nel secondo) e le importazioni dell'euro zona crescono, nel secondo trimestre dell'anno, di un modesto +1,7%. Resta invece in territorio negativo la domanda delle economie emergenti (-0,1%), la cui dinamica aveva cambiato segno già nel 2015, anche a causa del crollo in America Latina (-3,6%).

Commercio internazionale e produzione industriale *Var. % tendenziali*

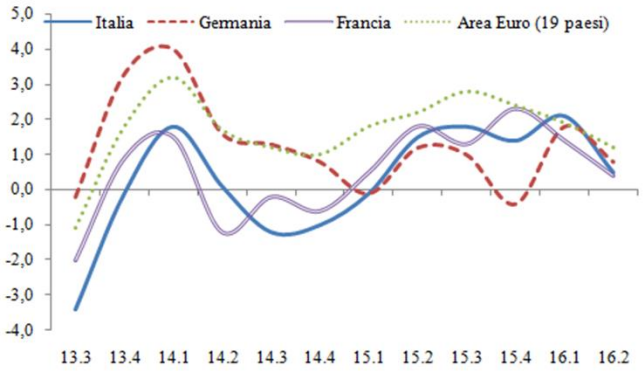


Il quadro generale

Le economie asiatiche continuano a crescere a ritmi più contenuti rispetto ad alcuni anni fa (+4,9% la produzione industriale), con un ruolo più forte della domanda interna a scapito della domanda di importazioni (+2,3%). Anche la crescita della produzione nei Paesi emergenti risulta nel complesso modesta (+2,9%) e solo di poco migliore del risultato conseguito dalle economie avanzate nel secondo trimestre dell'anno.

La produzione manifatturiera dell'Eurozona, nel secondo trimestre dell'anno, vede la propria crescita ridursi al +1,2%, con Italia, Germania e Francia che arrancano al di sotto del punto percentuale (rispettivamente +0,5%, +0,8% e +0,4%). In Italia si indebolisce la spinta propulsiva del settore automotive, la cui crescita nel secondo trimestre dell'anno si dimezza rispetto al primo trimestre: +3,0%. Attorno ai 3 punti percentuali si piazza la chimica, mentre la produzione di computer e elettronica raggiunge il +3,8%. Arretrano, invece, tessile e abbigliamento (-2,8%), legno e carta (-1,6%), farmaceutica (-1,1%) e meccanica (-0,4%).

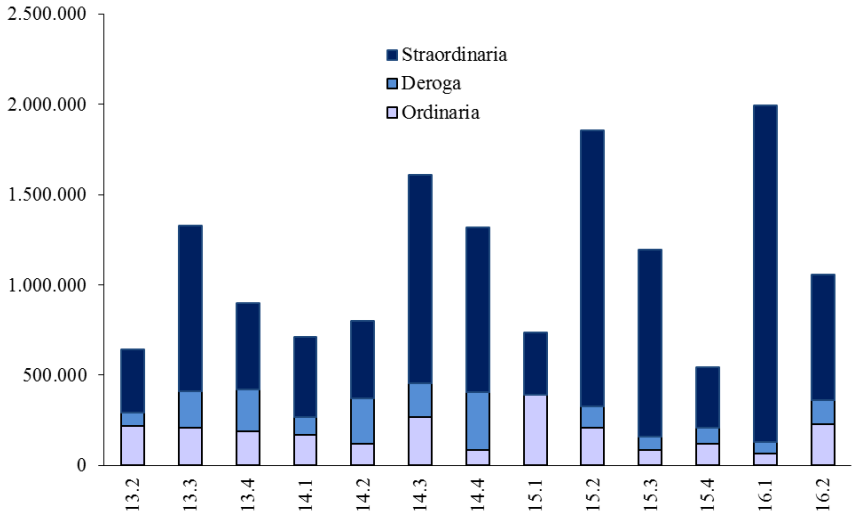
Andamento trimestrale della produzione manifatturiera



La dinamica della produzione manifatturiera pisana è in controtendenza rispetto al contesto internazionale. La ripresa avviatasi nell'ultimo scorcio del 2015, dopo quattro trimestri di contrazioni, mostra un'accelerazione nel primo trimestre del 2016 (+2,6%) e, soprattutto, nei tre mesi successivi, quando raggiunge il +4,5%. Per ritrovare una crescita di analoga intensità si deve infatti risalire alle rilevazioni pre-crisi anche se le perdite subìte sono tutt'altro che recuperate. A trainare la ripresa sono stati soprattutto le imprese della metalmeccanica e dei mezzi di trasporto.

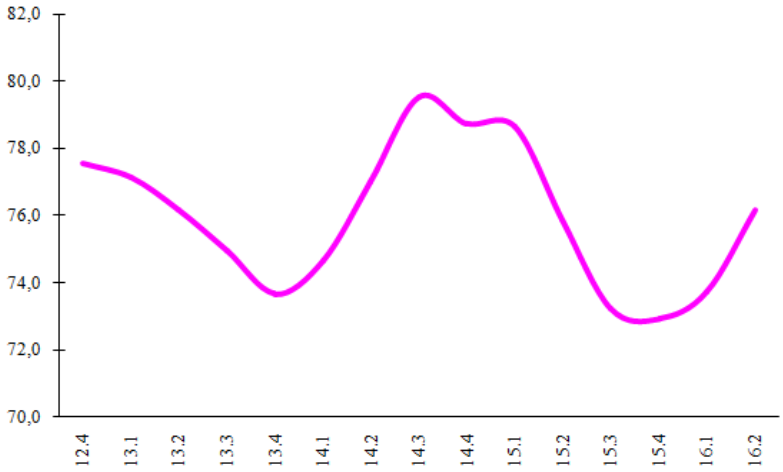
Il fatturato presenta una dinamica analoga a quella della produzione, con una crescita del 2,0% nel primo trimestre, che sale al +4,1% nel periodo successivo. Il dato del fatturato estero (+8,6% nel periodo aprile-giugno) rivela il fondamentale contributo dei mercati mondiali e la persistente debolezza della domanda interna. La crescita degli ordinativi del secondo trimestre (+3,3%) è meno brillante per il venire meno del contributo della domanda estera (+2,8%), in particolare nel settore dei mezzi di trasporto. Resta al di sopra dei 70 giorni (73) la durata della produzione assicurata dal portafoglio ordini in mano alle impese. Il persistente rallentamento del prezzo delle materie prime raffredda la dinamica dei prezzi alla produzione, che si assestano su una crescita del +1,3%.

Passando al fronte occupazionale, gli organici aziendali rimangono sostanzialmente stabili e la crescita occupazionale si assesta ad un +1,1%. L'utilizzo degli ammortizzatori sociali risulta fortemente altalenante, complessivamente le ore di Cassa Integrazione autorizzate per il secondo trimestre hanno superato di poco il milione, con uno zoccolo duro di oltre 690 mila ore nell'ambito della Gestione Straordinaria.



Coerentemente con la ripresa della produzione, torna ad aumentare il grado di utilizzo degli impianti, pari in termini di media degli ultimi 4 trimestri-al 76,2% del totale della capacità produttiva istallata.

Grado di utilizzo degli impianti in provincia di Pisa

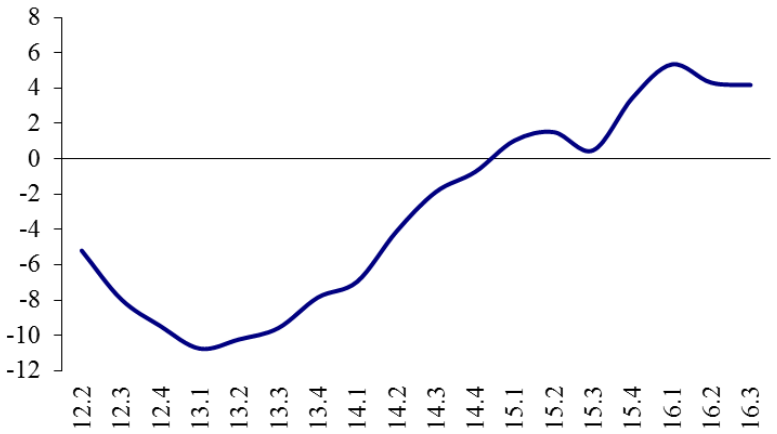


Nella prima metà dell'anno anche le piccole imprese manifatturiere pisane (da 10 a 49 addetti) riescono finalmente ad arrestare la caduta produttiva. Nel primo trimestre del 2016 mettono infatti a segno il primo risultato positivo (+1,1%) dal terzo trimestre del 2011 ed anche nel periodo successivo riescono a mantenere la produzione in prossimità della linea di galleggiamento (-0,1%). Anche il fatturato si mantiene stazionario (+0,2% nel secondo trimestre) grazie al contributo della domanda estera (+1,1%), che non riesce invece ad arrestare la caduta degli ordinativi (-0,3%). E' positiva la dinamica occupazionale (+1,5%). Le unità produttive medio-grandi (oltre 49 addetti) mettono a segno ottimi risultati sia in termini di produzione (+8,0%) che di fatturato (+6,9%), trainato dall'accelerazione delle vendite oltreconfine (+14,0%). Bene anche la dinamica degli ordinativi (+6,1%). Tra gli indicatori analizzati solo la dinamica occupazionale è poco soddisfacente, con una crescita tutto sommato piuttosto contenuta (+0,5%): si renderanno probabilmente necessari ulteriori incrementi produttivi per riaprire le porte degli stabilimenti a nuovi ingressi di forza invece ad arrestare la caduta degli ordinativi (-0,3%). E' positiva la dinamica occupazionale (+1,5%). Le unità produttive medio-grandi (oltre 49 addetti) mettono a segno ottimi risultati sia in termini di produzione (+8,0%) che di fatturato (+6,9%), trainato dall'accelerazione delle vendite oltreconfine (+14,0%). Bene anche la dinamica degli ordinativi (+6,1%). Tra gli indicatori analizzati solo la dinamica occupazionale è poco soddisfacente, con una crescita tutto sommato piuttosto contenuta (+0,5%): si renderanno probabilmente necessari ulteriori incrementi produttivi per riaprire le porte degli stabilimenti a nuovi ingressi di forza lavoro.

Tra i settori analizzati nel secondo trimestre spicca la performance degli stabilimenti di metalmeccanica, mezzi di trasporto ed elettronica, che registrano decisi incrementi sia di produzione (+9,7%) che di fatturato (+7,8%). Le unità locali del calzaturiero tornano in territorio positivo (+0,7% la produzione e +2,0% il fatturato) ed anche il conciario riesce a contenere le perdite di produzione (-0,4%) e fatturato (-0,2%). In positivo il comparto residuale delle altre manifatture (a Pisa soprattutto vetro, chimica-farmaceutica-gomma-plastica) che accrescono la produzione del +0,8% e il fatturato del +1,5%.

Andamenti settoriali:

Le aspettative degli imprenditori per il periodo successivo si mantengono moderatamente positive. Il clima di fiducia, misurato come media mobile di quattro sotto-indicatori relativi alle evoluzioni attese di occupazione, produzione, domanda interna ed estera, si attesta su un saldo di 4 punti percentuali tra "ottimisti" e "pessimisti". Tale dato è tuttavia il risultato di orientamenti differenziati: le positive aspettative relative alla domanda estera si riflettono anche sull'indicatore relativo alla produzione, ma rimangono negative le attese per la domanda interna e l'occupazione.



Le prospettive per il settore artigianato toscano (fonte Ebret)

Il secondo Rapporto economico sul settore artigiano, promosso dall'Ente Bilaterale dell'Artigianato Toscano (EBRET) conferma le persistenti difficoltà del comparto artigiano della nostra regione.

Continua a calare il numero delle imprese: nell'ultimo anno (dal I semestre 2015 al I semestre 2016) in Toscana si sono perse 1.399 aziende artigiane (-1,3%), dopo che già nel triennio 2013/2015 la riduzione era stata del 2,8%. Il calo avviene in tutte le province.

A soffrire, in mancanza di una programmazione nazionale sul rilancio del settore, è l'intero artigianato italiano, che nei due anni tra il I semestre 2014 ed il I semestre 2016 ha visto sparire quasi 41.000 imprese (di cui 2.590 toscane). Il tutto in controtendenza rispetto agli altri comparti per i quali nello stesso periodo si è registrato un incremento del tessuto produttivo generale, anche se molto contenuto, a livello sia nazionale (+0,3%) che regionale (+0,2%).

Sul piano del mercato del lavoro, i dati dell'intera economia toscana parlano di un tasso di disoccupazione in calo (dal 10,1% del 2013 al 9,2% del 2015%) mentre l'occupazione cresce di un punto percentuale nel I semestre 2016 ed il tasso di attività passa dal 71,5% del 2015 al 72,6% del I semestre 2016. Restano critici i dati sull'occupazione giovanile, ferma al 19,2% (dato 2015).

Quanto al "chi è" del lavoratore artigiano toscano nel 2016, i circa 80mila dipendenti aderenti all'EBRET (è escluso il settore dell'edilizia) sono per il 56,8% uomini e per il 43,2% donne. Il 73,9% sono operai, il 13,6% impiegati, il 10,3% apprendisti. La gran parte hanno contratti a tempo indeterminato (91,8%, di cui il 66,5% full time ed il 25,3% part time). Tra i settori,

prevalgono la metalmeccanica (37,6% delle imprese, 36,3% degli addetti), i servizi (17,2% delle imprese, 10,7% degli addetti) e il tessile abbigliamento calzature (15,1% delle imprese, 22,5% degli addetti).

L'analisi del mercato creditizio conferma il calo dei finanziamenti di credito al settore artigiano. Quelli a medio e lungo termine sono diminuiti nell'ultimo anno (dati III trimestre 2016/2015) dello 0,3% in Toscana (-1,8% nel 2015) e dell'1,2% su base nazionale.

In calo anche i prestiti concessi al settore artigiano, soprattutto per le imprese più grandi (-13,4%), mentre le sofferenze tendono a ridursi tranne che per le imprese artigiane di medie dimensioni per le quali l'incremento è del 3,4%. Le province più penalizzate su prestiti e sofferenze sono Firenze, Massa Carrara, Pistoia e Siena. Anche i dati di Artigiancassa su finanziamenti, garanzie e fondi rotativi confermano un quadro regionale di forte criticità nel rapporto banca/impresa artigiana.

L'indagine congiunturale condotta su un campione di 505 aziende con 3.600 addetti fa emergere un comparto focalizzato soprattutto sul mercato locale-regionale (59,7%) con aspettative di stabilità del fatturato per il 48% degli intervistati e di incremento del 3,4% dei lavoratori dipendenti.

IL QUADRO GENERALE DEGLI INVESTIMENTI DELLA FONDAZIONE

Nel 2016 si è manifestata una debole ripresa economica, che a livello dei paesi euro si presenta frammentata, con economie che salgono del 2-3% (Germania, Olanda ma anche Spagna), mentre l'Italia rimane fanalino di coda superata solo dalla Grecia ancora in recessione.

La politica della BCE rimane accomodante con ampie immissioni di liquidità che mantengono i tassi sui depositi negativi e nel complesso riducono tutti i rendimenti a reddito fisso, mentre sull'altro lato dell'oceano la Federal Reserve ha iniziato un percorso di graduale incremento dei tassi di interesse a fronte di una economia USA in buona crescita.

La volatilità rimane elevata su tutte le classi di investimento, con oscillazioni rapide ed imprevedibili, anche se la protezione della BCE impedisce attacchi generalizzati, con la speculazione che colpisce in via selettiva gli emittenti più deboli ed in difficoltà.

Le difficoltà dell'economia italiana e anche l'incertezza politica hanno comportato un rialzo del *credit spread* sul debito italiano con un allargamento rispetto al Bund tedesco e conseguentemente una riduzione dei costi dei titolo a reddito fisso.

In questo contesto ancora debole non si è ancora posta una soluzione definitiva alla crisi del comparto bancario, che ancora vede aperti i dossier a livello nazionale di Banca MPS, Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza mentre a livello locale ancora non trova definizione la ricapitalizzazione di CARISMI, socia con la fondazione nella conferitaria CRV.

Ai fini quindi della riduzione del rischio di concentrazione settoriale negli ultimi mesi del 2015 fu deciso di vendere le obbligazioni bancarie ancora in portafoglio (nominali 1.000.000 MPS

2020, 500.000 Intesa S. Paolo 2020, 2.400.000 Carige 7,321% 2020); purtroppo l'ordine di vendita fu eseguito solo parzialmente dall'intermediario nel 2015 e lo slittamento al 2016 ha determinato, a seguito della flessione delle quotazioni verificatosi a fine anno, l'emersione di perdite da realizzo come meglio indicato in nota integrativa.

Peraltro le successive vicende che hanno riguardato i titoli MPS (con la conversione in azioni) e l'ulteriore crollo delle quotazioni hanno confermato la bontà della scelta intrapresa; al momento quindi il portafoglio risulta privo di titoli di emittenti a bassa solidità.

Nel contempo la ricerca di una maggiore diversificazione sia per aree geografiche che per tipologie di investimento ha portato a scelte allocative, realizzate con il supporto di un consulente esterno, con acquisto diretto di strumenti finanziari di risparmio gestito, anche parzialmente in valuta con rischio di cambio aperto, per cercare maggiori rendimenti su comparti alternativi. La scelta si è rivelata positiva con un rendimento medio sul comparto di circa il 5,5% lordo realizzato nell'anno.

Un altro elemento negativo è l'assenza del dividendo della conferitaria a seguito della sensibile perdita di esercizio subita nell'anno 2015 a cui quest'anno ha fatto seguito un notevole miglioramento, anche se l'anno 2016 si è chiuso in terreno negativo a motivo di oneri straordinari per esodo incentivato del personale.

Hanno invece mantenuto il contribuito positivo, confermando il loro ruolo di investimenti anticiclici, le polizza si capitalizzazione, con rendimenti netto intorno al 2,6%.

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.
- € 177.984 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 in precedenza e 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 ottima redditività (6,6%), superiore a quella ritraibile sul mercato monetario, senza oscillazioni di valore essendo la società non quotata.
- € 1.123.802,76 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 stata svalutata alla frazione di patrimonio netto per tener conto delle

perdite pregresse accumulate, ritenute non recuperabili nonostante i positivi, ma ridotti, risultati degli ultimi due esercizi. Costituendo inoltre tale partecipazione un investimento, ancorché correlato allo sviluppo del territorio, privo di adeguata redditività, ai sensi delle disposizioni del protocollo ACRI-MEF si è proceduto alla sua integrale copertura con risorse reddituali, mediante apposita riclassificazione di fondi per le erogazioni disponibili al fondo lettera d) come indicato nella nota integrativa a cui si fa integrale rinvio.

- € 7.756.712,41 corrispondenti al valore capitalizzato al 31/12/16, al lordo delle imposte differite oggetto di specifico accantonamento, delle polizze stipulate con Generali Spa e Reale Mutua. Il valore conseguito nel 2016 al lordo delle commissioni ed imposte è stato certificato nella misura del 3,63% per le Generali e 3,46% per Reale Mutua.

STRUMENTI FINANZIARI NON IMMOBILIZZATI

Come indicato in premessa nel corso dell'anno la Fondazione ha dato continuità alle politiche di diversificazione dell'attivo non immobilizzato, utilizzando strumenti di risparmio gestito.

Per il dettaglio delle singole posizioni pertanto si fa rinvio alle analitiche tabelle riportate in nota integrativa.

Con riferimento alle singole macro categorie in cui sono suddivisi gli investimenti non immobilizzati in sintesi i risultati si possono così riassumere:

Le gestioni patrimoniali nel corso del 2016, a fronte di un mandato maggiormente flessibile, non hanno mostrato particolare dinamicità, concentrandosi in prevalenza sul controllo della volatilità a discapito del rendimento complessivo; Il risultato, confrontato con la bassa volatilità effettiva, è in linea con i rendimenti del mercato monetario ed obbligazionario a breve, ma sicuramente non è da ritenersi soddisfacente con un rendimento medio lordo che si attesta intorno all'1,3%,

Tra le partecipazioni non strumentali detenute il dividendo è imputabile interamente alla partecipazione in CDP Reti, che nel corso dell'anno ha espresso tutto il suo potenziale con un ritorno lordo del 6,6%.

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 considerando le partite straordinarie e le svalutazioni si è attestata allo 0,98%, in flessione rispetto al 2015 a motivo della mancanza di dividendo della CRV Spa.

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 in corso d'anno è stato seguito dal comitato investimenti che opera per coadiuvare le scelte gestionali e strategiche degli Organi della Fondazione, come anche previsto dalla Carta delle 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 per gli eventi eccezionali subiti nell'anno.

In generale quindi, con riferimento al profilo di rischio estremamente prudenziale adottato dalla Fondazione, i risultati riflettono i bassi rendimenti di mercato, con l'eccezione della componente investita fuori dall'area euro, che ha mostrato maggiori performance.

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 2016 l'elevata volatilità ha portato i gestori ad assumere strategie conservative, che si sono riflesse quindi in rendimenti modesti, senza tuttavia generare perdite neppure durante il periodo di maggiore turbolenza dei primi mesi dell'anno.

Nel corso dell'anno il Consiglio di Amministrazione ha proseguito l'attività di monitoraggio su base mensile, che ha rilevato come il gestore DUEMME sgr presentasse rendimenti inferiori rispetto alle case concorrenti; pertanto, come anche previsto nel regolamento per gli investimenti, nel corso del mese di novembre la posizione è stata chiusa sui massimi da inizio anno e la maggior parte della liquidità temporaneamente allocata in conto corrente in attesa di nuove allocazioni stabili.

Di seguito si riportano i commenti dei gestori relativi all'attività dell'anno e le linee strategiche per il periodo in corso.

GESTIONE PIONEER SGR

La gestione ha chiuso il 2016 con un risultato positivo di 1,62%, in particolare ha registrato nell'ultimo trimestre una performance positiva grazie al contributo delle strategie Satellite e di quelle di selezione. Negativo l'apporto della Macro-Strategy e delle protezioni in un contesto di maggiore propensione al rischio.

Strategie Macro: sfavorevole il contributo del posizionamento di duration sulle diverse curve (Euro e non Euro) e l'apporto del lungo oro. Positivi i contributi delle strategie sulle principali

divise (lungo dollaro USA), della componente azionaria (in particolare l'esposizione ai mercati di Europa e USA e, tra i temi di lungo termine, i basket Fiscal Spending, robotica ed Energy Revolution), delle strategie a spread (high yield) e del lungo inflazione.

Strategie di protezione: deboli le strategie di volatilità sull'azionario e, in misura più contenuta, le protezioni sulle strategie di curva.

Strategie Satellite: positivo l'apporto delle strategie azionarie (in particolare quelle europee specializzate sulle banche, sulla ripresa domestica – settore auto e sul basket cheap value), di quelle sui mercati a spread (high yield, ibridi finanziari e non), valutarie (sulle divise emergenti), del lungo inflazione e delle strategie di relative value sui tassi.

Strategie di Selezione: positive le scelte sui senior finanziari e sugli emergenti in valuta forte.

Abbiamo aumentato, la rischiosità del portafoglio per sfruttare l'atteso scenario reflazionistico con posizioni favorevoli all'irripidimento (steepening) delle curve e lunghe inflazione, lato tassi, e un'impostazione maggiormente ciclica, lato azionario, a riflettere l'atteso impatto di politiche fiscali più espansive. Si confermano le strutture di protezione sulle diverse asset class presenti e le posizioni lunghe di volatilità per temperare l'effetto negativo di eventuali fasi di turbolenza. Il focus rimane su strategie non direzionali a bassa correlazione.

Tassi: nel trimestre è stata incrementata la duration di portafoglio (da 1,8 anni di fine settembre a 2,4 di fine dicembre - riferimento per la 250), prendendo profitto sulle posizioni nette corte presenti tra le strategie Satellite. Confermate le strategie di steepening (su aspettative di rialzo dei tassi a lungo termine motivato da attese di stimoli fiscali che dovrebbero spingere al rialzo le aspettative inflazionistiche) in Usa, Eurozona, UK e Giappone, le posizioni sull'inflazione (posizioni lunghe sull'inflazione europea 5y5y forward) e la posizione corta sulla parte lunga della curva forward UK. Confermate le protezioni (put spread finanziate da vendita call) sul Bund e le strategie lunghe di volatilità su Bobl, Bund e Treasury Usa.

Strategie di Relative Value: confermati posizione lunga sul Treasury vs. Bund (per attese di un impatto negativo maggiore su quest'ultimo nell'eventualità di un tapering o di un cambio nei criteri utilizzati dalla BCE per gli acquisti di titoli), lungo tassi reali USA vs UK (tassi reali inglesi ai minimi storici per aspettative di inflazione cresciute più dei tassi nominali). Confermati steepening sulla curva USA (5-30 anni 2y forward, curva più piatta di quella cash), posizione sul 30 anni asset swap spread widening sulla curva USA e la strategia sull'inflazione steepening 10-40 anni in UK (via inflation swap).

Spread sovrani periferici area Euro: aperta a dicembre una posizione lungo inflazione italiana a 5 anni (con BTP Italia vs. future e Inflation Swap); chiuso nel trimestre il corto BTP a 10 anni.

Strategie RV: aperto a dicembre lungo Spagna vs. basket metà Italia, metà Francia a 10 anni. Chiuso nel trimestre il corto BTP/lungo Bund a 10 anni e aperto lungo BTP/corto Bund a 30 anni; trasformato lo steepening 3-10 anni sulla curva italiana in flattening corto 3-10/ lungo 30 anni (via future).

Corporate: incrementata nel periodo l'esposizione a titoli meno sensibili ai movimenti dei tassi (titoli a tasso variabile, high yield – su cui è stato preso profitto a dicembre, e subordinati) e ridotte le emissioni a lungo termine. A fronte di un aumento del rischio spread sono state implementate strutture di hedging su indici investment grade e high yield. Incrementate nel trimestre le protezioni via CDS su iTraxx Main e Crossover rinnovando quelle esistenti con strike più elevati. Confermato il basket globale di obbligazioni convertibili.

Confermate le strategie di RV: lungo iTraxx Giappone vs. iTraxx Europe (aziende giapponesi con cash-flow e bassa leva, diversamente dalle europee); lungo CDX IG Usa 10 anni vs. iTraxx Senior Financial.

Obbligazioni emergenti: acquistata a dicembre esposizione (2 mesi di duration) a diversi paesi: Israele (scadenze 5 e 10 anni), Messico (3 e 5 anni), Singapore, Polonia e Sud Africa (5 anni) e Colombia 2y2y forward; sul credito, acquistati titoli a breve (2/3 anni) di banche turche. Continua nel trimestre la partecipazione al debito sovrano argentino con l'aggiunta in portafoglio (a ottobre) di emissioni in Euro (che offrono rendimenti superiori alle emissioni in Usd in quanto non presenti negli indici globali). Diminuita l'esposizione a emissioni argentine in dollari USA (ridotte quelle con scadenze a 20 anni, chiuse quelle a 30 anni). Acquistate a inizio trimestre e poi mantenute emissioni russe dei settori real estate, banche e trasporti. Confermato il basket di emittenti sovrani (Medio Oriente e Africa) e societari (Medio Oriente, repubbliche ex sovietiche) esportatori di materie prime. Chiuse in profitto a dicembre le protezioni sulla Turchia. Mantenute quelle sul Cile.

Altre strategie direzionali: lungo 5 anni Cina; corto sui tassi indiani via swap a 2 anni; corto sui tassi 5y1y forward dell'Arabia Saudita (attesa politica restrittiva in vista della rimozione del peg del riyal con il dollaro).

Strategie RV: presenti flattening 5-10 anni sull'Ungheria, lungo 5y Cina / corto 5y Malesia; lungo Cina / corto Usa tasso swap 5y.

Azioni: gestione dinamica dell'esposizione azionaria, in aumento nel trimestre. A dicembre, sono state acquistate call su USA (volatilità bassa) e, sul finire d'anno, comprate call su Europa e future su USA per compensare il calo del peso determinato dalla scadenza a fine anno delle call in portafoglio.

A livello geografico, nel trimestre, è stata tatticamente incrementata l'Europa (principalmente paesi core, cauti su periferici), che tipicamente sovraperforma nelle fasi di revisione al rialzo delle stime degli utili, e ridotti gli Usa (su cui si mantiene view positiva); posizioni lunghe, pur in misura inferiore, su Giappone ed Emergenti; posizione corta su UK.

In termini settoriali, la preferenza va ai settori più ciclici (industriali, risorse di base, energetici, banche) sia in Europa che USA; ridotta nel periodo l'esposizione al settore immobiliare (per ridurre la sensitività ai tassi) e ai consumi primari. Tra i difensivi, preferenza per i farmaceutici. A novembre, è stato preso profitto sul lungo finanziari USA, che hanno beneficiato dello steepening delle curve, e il ricavato reinvestito sul settore energetico in Europa e USA via future e tramite il basket tematico Energy Revolution al cui interno è stato inserito un ETF esposto alle infrastrutture energetiche statunitensi mediante MLP - Master Limited Partnership (società che

possiedono e gestiscono gasdotti/oleodotti, impianti di stoccaggio, sistemi di raccolta e impianti di raffinazione). A dicembre, preso profitto sul settore energia e reinvestito il ricavato per aprire posizioni lunghe su DAX e EuroStoxx.

Strategia del gestore e prospettive

Temi di lungo termine: diminuito nel trimestre il peso dei basket immobiliari (globale e tedesco). Confermati i basket Energy Revolution (titoli energetici, delle ferrovie USA e ETF esposto alle infrastrutture energetiche USA mediante MLP), Fiscal Spending (per sfruttare l'attesa politica fiscale espansiva in Usa e in Giappone con ETF sulla difesa americana, titoli sulla difesa europea future su industriali europei e USA), Japan reflation trade (mercato immobiliare), Asian Gaming (turismo cinese), robotica (settore industriale), Longevity (società biotech Usa), società aurifere e Internet of Things (temi legati a cloud e macchine autonome). Inserito a novembre un nuovo basket tematico, Risk Premia, per catturare l'alpha generato da fattori di rischio come dividendi (inglobando il basket Dividend Yield), value, momentum.

Strategie di relative value: aperto a dicembre il basket US Reflation Winner focalizzato su società europee potenziali beneficiarie del contesto reflativo Usa (assicurativi, industriali, petroliferi) e in Europa lungo Small cap vs. Large cap; aperto e incrementato nel trimestre lungo Russell 2000 vs. SP 500 (small cap favorite dall'attesa riduzione della tassazione rispetto alle large cap, già ottimizzate fiscalmente) e il lungo Russell 2000 vs. indice Emergenti (l'economia domestica USA dovrebbe sovraperformare quella degli emergenti).

Valute: incrementata nel periodo l'esposizione al dollaro USA (principale esposizione) e confermato il lungo sulla sterlina inglese; aperto a ottobre e poi confermato nel periodo un basket lungo divise emergenti alto rendimento (Brasile, Turchia, India, Indonesia e Russia) vs. divise EM a basso rendimento (Israele, Romania, Singapore, Corea e Taiwan). Dopo la vittoria di Trump sono state incrementate le posizioni corte sulle divise asiatiche (Taiwan, Corea), che potrebbero soffrire le politiche protezionistiche della nuova amministrazione Usa contro lungo divise di paesi EM che invece dovrebbero beneficiarne o, al margine, non esserne impattate (India, Russia) ed è stato trasformato il corto sul peso messicano in posizione lunga. Confermata posizione lunga dollaro USA vs dollaro di Taiwan e Won coreano (vittoria di Trump negativa per la Cina) e lungo dollaro USA vs dollaro di HK (a protezione di uno scenario di rallentamento in Cina). Mantenuto il corto sul rand sudafricano vs. yen, dollaro e peso messicano. A dicembre è stato incrementato il corto sul renminbi on-shore (CNY), più caro, e mantenuto quello sull'offshore (CNH).

Materie prime (investimento tramite ETF e ETC). Esposizione sostanzialmente invariata ma con riduzione dei metalli preziosi (oro) a favore di metalli industriali e petrolio per beneficiare di uno scenario di reflazione. Presenti investimenti sulle derrate agricole.

GESTIONE UBS SGR (ex SANTANDER SGR)

Il 2016 è stato caratterizzato da due eventi politici principali: il referendum sulla permanenza del Regno Unito nell'Unione Europea a giugno e le elezioni presidenziali americane a novembre. I risultati del tutto inattesi di tali eventi hanno generato, nell'immediato, un incremento della volatilità su tutti i principali mercati. Nel complesso gli investitori hanno, però, mostrato una certa capacità di reazione e i conseguenti flussi di riallocazione dei capitali hanno permesso di assorbire i potenziali shock negativi.

In aggiunta le principali banche centrali mondiali hanno mantenuto politiche monetarie accomodanti o palesemente espansive.

Nella prima parte dell'anno, i mercati sono stati caratterizzati da forte volatilità e da curve dei tassi in territorio negativo su molte delle principali piazze finanziarie, mentre nel secondo semestre:

In Europa la BCE ha esteso il programma di acquisto fino a dicembre 2017, pur riducendo il flusso da 80 a 60 miliardi di euro al mese.

In Italia, la legge sulla riforma costituzionale è stata bocciata dagli elettori e il Primo Ministro è stato costretto a rassegnare le proprie dimissioni. A distanza di pochi giorni e dopo l'approvazione della Legge di Bilancio è stato formato il nuovo Governo.

Negli Stati Uniti il mercato del lavoro ha continuato a sorprendere positivamente. In linea con le aspettative degli investitori, a dicembre la Fed ha alzato i tassi di interesse di 25 bps. Tale decisione è stata supportata dall'aumento di fiducia sulla ripresa economica del Paese.

Tra i mercati azionari quello americano ha evidenziato la migliore performance nel corso del 2016. In Europa l'andamento è stato divergente: buono l'andamento di Gran Bretagna, Francia e Germania, negativi, al contrario, i mercati azionari italiano, spagnolo e svizzero.

I mercati obbligazionari hanno visto tassi al rialzo a partire da fine settembre principalmente a causa di dati di inflazione superiori alle attese negli Stati Uniti e nell'Area Euro. Gli spread delle emissioni corporate rispetto ai titoli di stato si sono mantenuti stabili mentre sono aumentati gli spread sui titoli di stato italiani rispetto a quelli tedeschi.

Sui mercati valutari la svalutazione della sterlina è stata pesante e generalizzata. L'euro si è indebolito contro dollaro americano e yen giapponese.

Previsioni 2017

Nel nostro scenario di riferimento, crediamo che le banche centrali di Stati Uniti ed Europa continueranno a portare avanti politiche monetarie complessivamente espansive, anche se il prezzo da pagare sarà un aumento dell'inflazione.

Rimaniamo vigili per cogliere eventuali cambiamenti, tuttavia, crediamo che questo contesto possa continuare a sostenere i mercati azionari, in particolare quelli statunitensi e che la domanda di strumenti in grado di offrire rendimenti discreti rimarrà elevata. Gli investitori dovranno anche valutare la possibilità di coprire i portafogli contro un aumento dell'inflazione.

Nel frattempo, per il governo cinese è essenziale mantenere livelli elevati di occupazione e stabilità sociale e Pechino ha dimostrato di potere e volere intervenire a favore della stabilità di

breve termine, a spese delle riforme di più lungo periodo. Non c'è motivo di pensare che il 2017 sarà diverso. I rischi di medio termine e il rapporto debito/PIL continueranno a salire, ma la domanda dovrebbe rimanere relativamente stabile, favorendo gli investimenti esposti alla crescita interna.

Come nel 2016, gli sviluppi sul piano politico sono forse il fattore di maggiore incertezza per il 2017. La Brexit e l'elezione di Donald Trump hanno dimostrato che il baricentro politico non è fisso e gli investitori devono ricordare che i politici sono motivati in primis dal successo elettorale e, quindi, dalla popolarità, e non dalla crescita del PIL e degli utili aziendali. In questo contesto, dobbiamo monitorare le implicazioni della presidenza Trump per i mercati, il processo sempre più complesso dell'uscita del Regno Unito dalla UE, le elezioni in Francia e Germania e l'aumento del protezionismo su scala globale.

Asset allocation: Il contesto di crescita e inflazione, in particolare negli Stati Uniti, continua inoltre a favorire gli asset più rischiosi. I costi di rifinanziamento delle imprese, espressi in termini di rendimenti dei corporate bond americani, sono ancora inferiori di 100 pb rispetto ai valori medi a 10 anni. Le politiche monetarie delle banche centrali, incluse la Federal Reserve (Fed) e la Banca centrale europea (BCE), rimangono accomodanti

Manteniamo un certa propensione al rischio, con un sovrappeso nelle azioni americane e nelle obbligazioni high yield rispetto ai titoli di Stato con rating elevato.

Azioni: Confermiamo il sovrappeso nell'azionario statunitense rispetto ai titoli di Stato con rating elevato; il recupero dei profitti aziendali in corso, sostenuto dai robusti consumi privati americani e dall'espansione dei margini, giustifica la posizione di sovrappeso nelle azioni statunitensi rispetto ai titoli di Stato con rating elevato.

Obbligazioni: Nei prossimi mesi i rendimenti dei titoli di Stato globali dovrebbero mantenersi per lo più stabili. I Treasury legati all'inflazione (TIPS) dovrebbero continuare a sovraperformare i titoli di Stato nominali a fronte del graduale aumento dell'inflazione; manteniamo pertanto la posizione di sovrappeso. Sovrappesiamo l'high yield rispetto ai titoli di Stato con rating elevato. Le attuali valutazioni ci sembrano interessanti, poiché la qualità del credito appare robusta e i tassi d'insolvenza dovrebbero rimanere contenuti.

Valute: Sovrappesiamo l'euro, che nei prossimi sei mesi dovrebbe salire a 1.15 contro il dollaro. La moneta unica è notevolmente sottovalutata a parità di potere d'acquisto. La ripresa economica dell'eurozona prosegue a buon passo e per il momento la BCE non dovrebbe attuare nuove misure espansive, un quadro che favorisce un rafforzamento dell'euro.

Performance del mandato di Gestione: L'approccio di costruzione del portafoglio si è mantenuto molto prudente a causa dell'elevata volatilità e dell'incertezza politica.

Al fine di salvaguardare l'obiettivo primario di conservazione del patrimonio, abbiamo implementato le decisioni di allocazione tattica sul comparto azionario tramite strumenti ben diversificati.

Per quanto riguarda la componente obbligazionaria, a fronte di un posizionamento tattico molto efficiente, abbiamo preferito avere un atteggiamento attendista e , ove possibile, portare a scadenza i titoli detenuti in portafoglio al fine di non venire penalizzati da spread denaro/lettera elevati in un contesto di tassi prossimi allo zero.

GESTIONE DUEMME SGR

Nel corso del mese di novembre la Fondazione ha deciso di interrompere il rapporto in essere, principalmente per la staticità del portafoglio e per il rarefarsi del flusso informativo spontaneo proveniente dal gestore.

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.

I primi mesi dell'anno hanno determinato una contrazione del valore del portafoglio, a cui ha seguito un recupero nei successivi mesi che ha portato ad un risultato finale lordo dell'1,14%, risultato ritenuto non soddisfacente.

Nonostante ripetuti solleciti il gestore ad oggi non ha inviato la relazione di gestione finale, non consentendo quindi un analitico esame dell'operatività svolta nel 2016.

Fatti rilevanti avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio

Nel mese di febbraio 2017 la conferitaria CRV spa ha presentato ai soci il piano strategico 2017-2019 approvato dal CdA della banca, dal quale emerge un ritorno all'utile fin dall'anno in corso, con una progressione nei successivi esercizi ed un prevedibile ritorno alla remunerazione per gli azionisti dall'esercizio 2018, il tutto senza necessità di manovre sul capitale.

Tale piano sarà soggetto a valutazione "in itinere" e la sua concreta realizzazione costituirà un importante elemento a supporto delle decisioni che la Fondazione dovrà assumere con riferimento alle attività da porre in essere per addivenire al rispetto del parametro di diversificazione dell'attivo previsto dal protocollo ACRI-MEF.

***

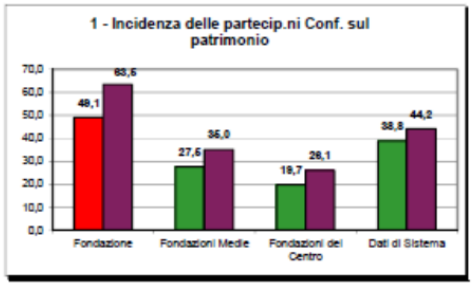
A conclusione della presente relazione è doveroso come sempre ricordare i soci che nel corso dell'anno ci hanno lasciato a cominciare dai Soci Giorgio Bruci, membro della Fondazione dal 1990 e dal Cav. Giuseppe Bessi, membro decano della Fondazione dal lontano 1967. La Fondazione ricorda con gratitudine l'impegno profuso da entrambi nei lunghi anni di servizio ed in tutte le varie vicende che hanno interessato la Fondazione.

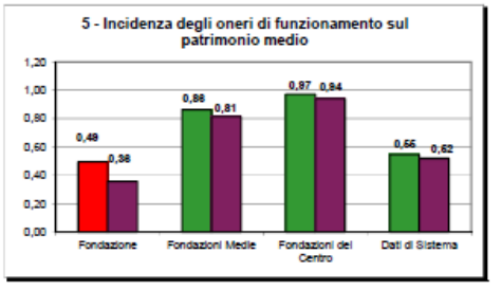
TABELLE ACRI RELATIVE ALL'ESERCIZIO 2015

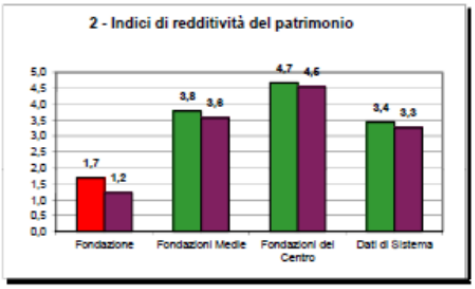
A.C.R.I.

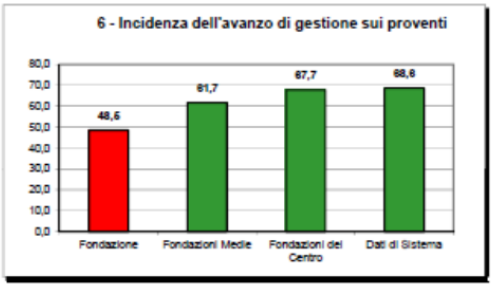
Grafici relativi agli indicatori patrimoniali e gestionali
(Esercizio 2015)

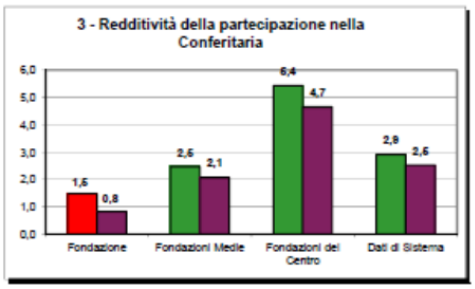
Fondazione C.R. Volterra



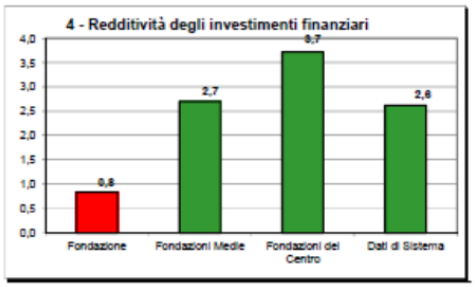


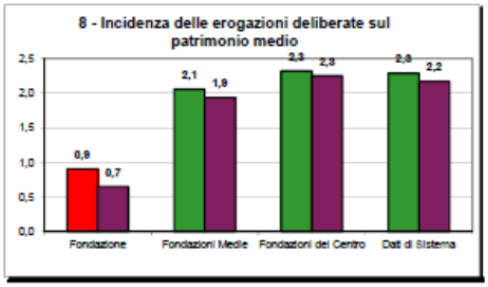




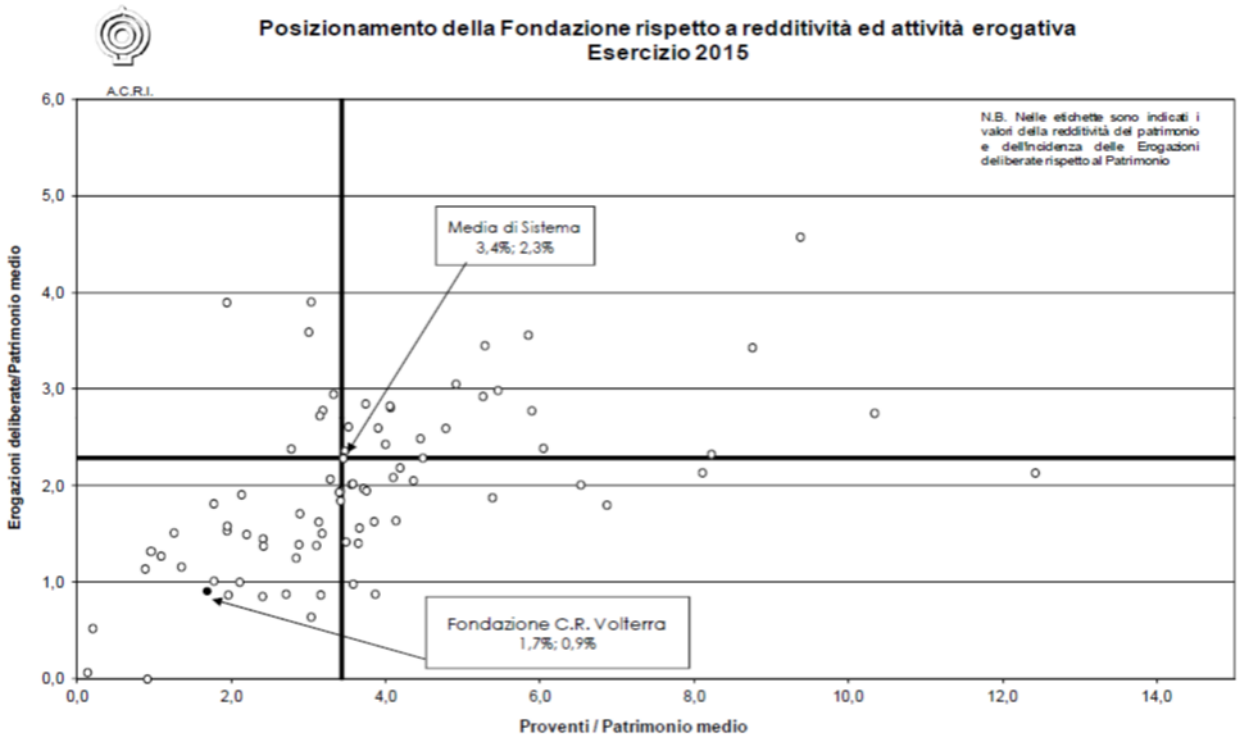


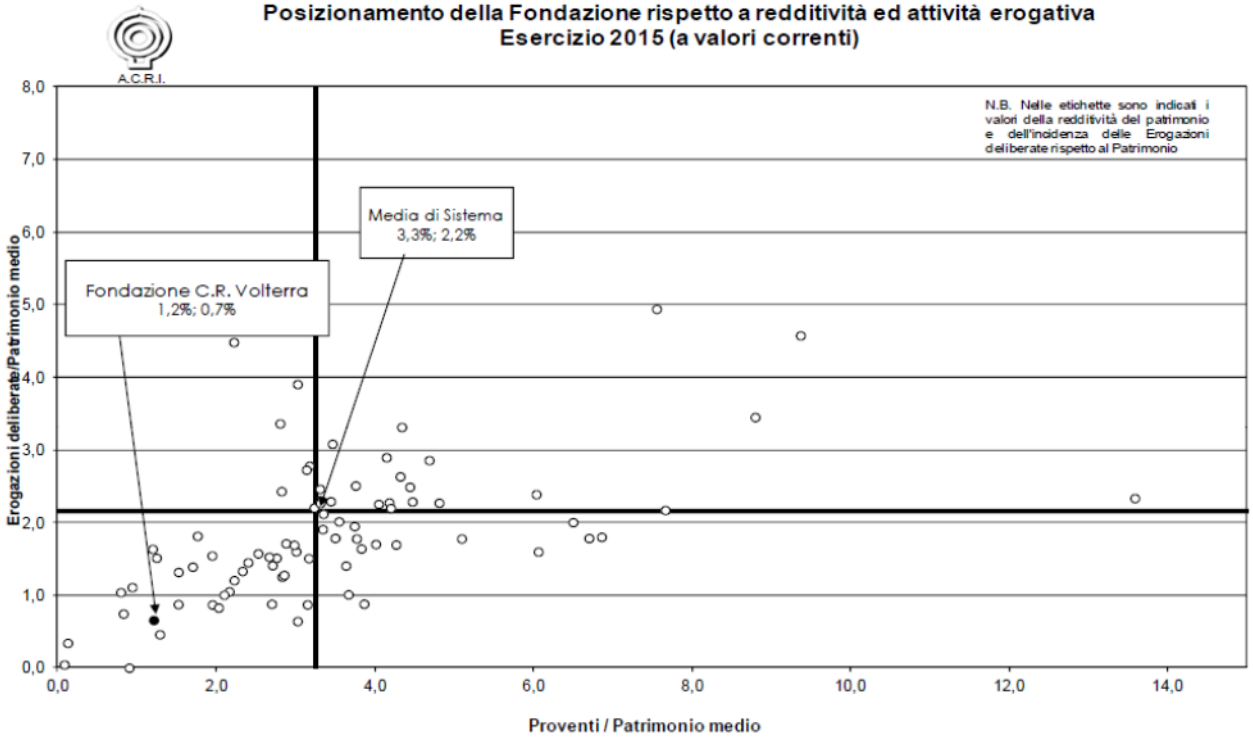






Nota: gli istogrammi ▬ si riferiscono agli indici calcolati sul valore reale del patrimonio e delle partecipazioni.


Posizionamento della Fondazione rispetto a redditività ed attività erogativa
Esercizio 2015
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
3,4%; 2,3%
Fondazione C.R. Volterra
1,7%; 0,9%
Erogazioni deliberate/Patrimonio medio
Proventi / Patrimonio medio
6,0
5,0
4,0
3,0
2,0
1,0
0,0
0,0
2,0
4,0
6,0
8,0
10,0
12,0
14,0


Posizionamento della Fondazione rispetto a redditività ed attività erogativa
Esercizio 2015 (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
3,3%; 2,2%
Fondazione C.R. Volterra
1,2%; 0,7%
Erogazioni deliberate/Patrimonio medio
Proventi / Patrimonio medio
8,0
7,0
6,0
5,0
4,0
3,0
2,0
1,0
0,0
0,0
2,0
4,0
6,0
8,0
10,0
12,0
14,0