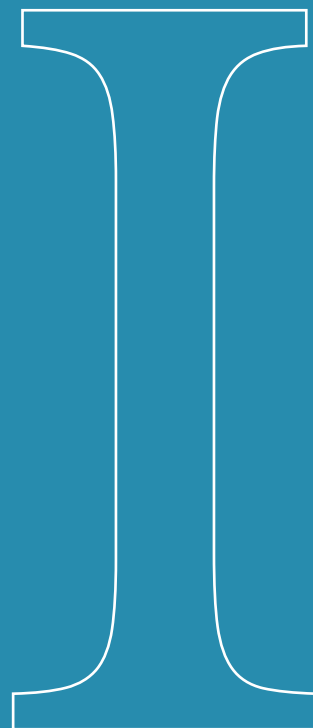


RELAZIONE
SULLA
GESTIONE



La **Relazione sulla Gestione**, che accompagna il bilancio dell'esercizio 2024 - come previsto dall'articolo 12 del provvedimento del 19 aprile 2001 emanato dal Ministro del Tesoro - si sviluppa nella **Relazione Economica e Finanziaria** e nel **Bilancio di Missione**.

PREMESSA

Nell'anno 2024 l'attività erogativa, fine istituzionale di Fondazione, si è svolta in modo regolare, consentendo di erogare, a sostegno ed a favore dei territori e delle comunità di riferimento l'importo complessivo di € 7,688 milioni, di cui € 5,494 milioni derivanti dalla destinazione all'attività erogativa dell'avanzo di gestione dell'esercizio 2023, € 1,953 milioni, rivenienti dall'utilizzo del fondo stabilizzazione erogazioni future, accantonato negli anni precedenti, € 0,035 milioni dal credito d'imposta connessi ai progetti riconducibili al *welfare* di comunità ed € 0,151 milioni dal credito d'imposta derivante dai versamenti effettuati a favore del *FUN*, oltre ad € 0,055 derivanti da altre risorse destinate e vincolate alle erogazioni.

Fondazione, nell'anno 2024, ha prestato particolare impegno per rafforzare il proprio ruolo di aggregatore delle istituzioni, degli enti e dei vari soggetti che operano nei territori di riferimento per sviluppare in modo sinergico progetti ad elevato contenuto e valore sociale e culturale. Nello svolgimento della propria attività istituzionale, Fondazione ha mantenuto il proprio ruolo sussidiario, rendendo in tal modo possibile sviluppare e realizzare progetti più significativi e con un utilizzo più efficiente delle risorse.

Le azioni di sostegno alle comunità che vivono nei territori di riferimento, come individuate nel *Documento Programmatico Previsionale*, riferibile all'esercizio in commento, sono state attuate nel corso dell'anno, sostenendo e realizzando i relativi progetti. L'attività progettuale, che Fondazione condivide con le istituzioni, gli enti e i soggetti privati che sono presenti e operano nei territori e con le comunità di riferimento, ha delineato un percorso orientato ad aree strategiche strettamente connesse e complementari l'una all'altra; su tali presupposti gli obiettivi che Fondazione ha perseguito, con il proprio supporto sussidiario, sono stati:

- sostegno alla rete del *welfare*, quale risposta al disagio sociale, sempre crescente e che si manifesta in tante nuove modalità;
- favorire lo sviluppo dei territori e delle comunità di riferimento, incentivando le attività di educazione e formazione a tutti i livelli ed a tutte le età, incentivando, altresì, le attività di ricerca scientifica e tecnologica;
- sostenere e promuovere l'offerta di attività culturali, in tutte le varie declinazioni;
- promuovere la sensibilizzazione verso i temi ambientali e climatici;
- contribuire al benessere e a migliorare la qualità della vita delle persone, anche mediante la promozione di buone pratiche alimentari e dell'attività sportiva.

Il 2024 è stato un anno positivo per i mercati finanziari e per gli investitori, i quali hanno potuto cogliere significativi risultati su molte delle principali categorie di investimenti e ciò non era scontato.

L'anno 2024 si è aperto nel segno dell'incertezza derivante dagli effetti ritardati del repentino e protratto rialzo del costo del denaro sperimentato da tutte le principali economie nei trimestri precedenti; sullo scacchiere geo-politico i conflitti in Ucraina e in Medio Oriente non hanno, purtroppo, trovato soluzione, generando nuove tensioni nel corridoio commerciale del mar Rosso, con inevitabili ripercussioni sui mercati delle materie prime energetiche.

I tassi di inflazione delle maggiori economie mondiali si sono ridotti, ma in misura inferiore rispetto alle attese, per cui le riduzioni dei tassi decise dalle banche centrali sono state attuate in modo più lento.

Il 2024 è stato anche l'anno di appuntamenti elettorali importanti e polarizzanti sia in Europa, sia negli Stati Uniti d'America. Il contesto macroeconomico globale, nonostante la presenza di diversi elementi che hanno generato problemi, tensioni e criticità, è rimasto moderatamente positivo, pur in modo differenziato fra le principali economie e con alcuni segni di rallentamento dell'economia emersi a partire dal terzo trimestre dell'anno 2024.

Il generalizzato andamento tendenzialmente positivo, evidenziato dai mercati finanziari nell'anno 2024, ha determinato l'incremento sia del *mark to market* degli investimenti, sia della loro redditività. Fondazione, come meglio di seguito dettagliato, ha beneficiato di questa situazione anche grazie ad alcuni nuovi investimenti effettuati per dare attuazione alle indicazioni riguardo l'*asset allocation* strategica del portafoglio finanziario fornite dall'Organo di Indirizzo.

L'attività erogativa di Fondazione, anche nell'anno 2024, è stata improntata a fornire il maggior sostegno possibile:

- alle fasce più deboli e fragili della popolazione;
- alla realizzazione del progetto proprio "bottega XNL";
- all'implementazione dell'offerta educativa e formativa;
- all'offerta di nuovi grandi eventi culturali;
- al rafforzamento del legame fra alta formazione e territori.

Il risultato economico dell'esercizio 2024, come peraltro si illustrerà più compiutamente in seguito, oltre a presentare un avanzo di gestione di importo simile a quello conseguito nell'esercizio 2023, è leggermente più elevato rispetto a quello previsto nel DPP 2025, qualificandosi come uno dei migliori avanzzi di gestione realizzati negli ultimi anni.

Nei paragrafi che seguono sono illustrati i principali accadimenti economici e finanziari che si sono verificati nel corso dell'esercizio 2024. Il risultato economico dell'esercizio 2024, come peraltro si illustrerà più compiutamente in seguito, oltre a presentare un avanzo di gestione di importo simile a quello conseguito nell'esercizio 2023, è leggermente più elevato rispetto a quello previsto nel DPP 2025, qualificandosi come uno dei migliori avanzzi di gestione realizzati negli ultimi anni.

Nei paragrafi che seguono sono illustrati i principali accadimenti economici e finanziari che si sono verificati nel corso dell'esercizio 2024.

1. Relazione Economica e Finanziaria

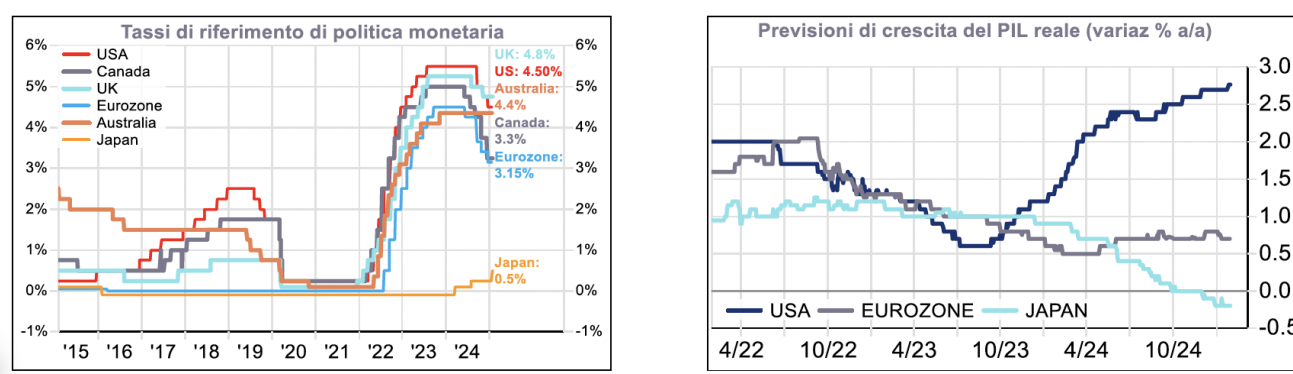


QUADRO DI RIFERIMENTO. BREVE SINTESI DELLA SITUAZIONE MACROECONOMICA

I principali mercati finanziari nell'anno 2024 hanno evidenziato un andamento positivo, anche grazie al buon andamento delle principali economie mondiali – soprattutto quella statunitense – sostenuta da una crescita economica globale, sostanzialmente, positiva. L'andamento della situazione macro economica dell'anno 2024, non è stato uniforme, per cui è opportuno considerare e analizzare gli accadimenti in modo più analitico.

Il punto di partenza non può che essere quello relativo agli Stati Uniti d'America: dopo un primo trimestre non brillante, la crescita del *PIL* reale ha accelerato, tornando su livelli non distanti da quelli registrati nel 2023, prossimi al 3% annuo, grazie al contributo sia dei consumi privati, sia della spesa pubblica, come riscontrabile nella figura 1, sotto riportata. Il mercato del lavoro, invece, si è progressivamente raffreddato, evidenziando dapprima una moderazione dei salari e poi una risalita, anche se modesta, del tasso di disoccupazione.

Figura 1 – Variazioni dei tassi monetari di riferimento per i principali paesi. Previsioni economiche di crescita del PIL per l'anno 2024, dati in percentuale. Fonte dati: Factset, elaborazioni Quaestio



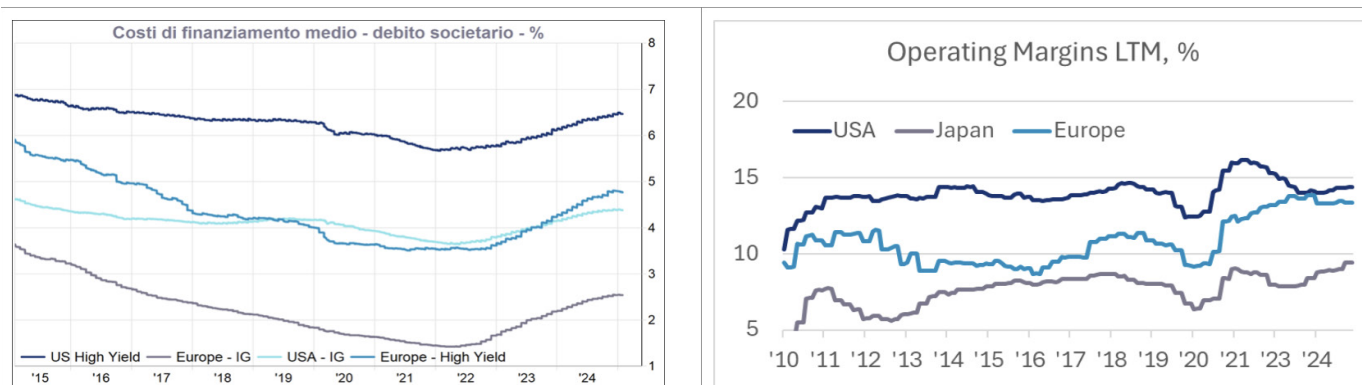
Nell'anno 2024 non si sono realizzate quelle previsioni, condivise dalla maggioranza degli analisti economici, che indicavano come evento molto probabile, seppur con entità e misure differenti, l'avvio di una fase di recessione economica. Tali previsioni ritenevano una fase di recessione economica o almeno una significativa contrazione della crescita economica, l'inevitabile conseguenza del ciclo di inasprimento della politica monetaria, che negli anni precedenti le principali banche centrali avevano attuato, senza precedenti recenti, quanto a intensità e rapidità.

Il mancato avveramento delle pessimistiche previsioni, accettate dalla maggioranza degli analisti economici, può essere ricondotto, principalmente, a tre fattori:

- la tenuta dei consumi privati,
- la svolta espansiva della politica monetaria,
- il poderoso ciclo di investimenti in infrastrutture tecnologiche legate al macrotema della "intelligenza artificiale".

In primo luogo deve essere considerato che l'impatto sul settore privato dell'aumento dei tassi d'interesse non ha portato ad una contrazione dei consumi, grazie alle riserve di liquidità che le persone avevano accumulato a partire dal periodo della pandemia *Sars – CoV2*, nonché al generoso contributo dalle politiche fiscali espansive adottate da parecchi stati, fra i quali spiccano gli Stati Uniti d'America e all'incidenza maggioritaria di indebitamento a tasso fisso; inoltre, le imprese sono riuscite meglio del previsto a difendere livelli di profittabilità media elevati, nonostante l'aumento dei costi finanziari e operativi, come rilevabile dalla figura 2, di seguito riportata.

Figura 2 – Costi di finanziamento medi per i principali segmenti obbligazionari societari di Europa e Stati Uniti (Par Weighted Coupon). Margini operativi medi per le società incluse nei principali indici azionari MSCI. Fonte: elaborazioni Quaestio su dati FactSet



Un ulteriore elemento positivo è stato l'evoluzione dell'inflazione, che ha proseguito la sua diffusa normalizzazione a livello globale, favorendo l'inizio del ciclo di riduzione dei tassi d'interesse nominali da parte delle principali banche centrali; dopo Svizzera, Svezia e Canada, nel mese di giugno 2024 è stata la volta della *Banca Centrale Europea*. Se la fase di restrizione monetaria avviata nel corso dell'anno 2022, non annoverava precedenti recenti né per intensità, né per rapidità, nella seconda metà del 2024 la svolta in senso espansivo ha avuto un andamento altrettanto poderoso: la *Federal Reserve* statunitense ha iniziato il percorso di normalizzazione della politica monetaria nella riunione del 18 settembre, cui è seguita una ulteriore riduzione dell'1% dei tassi base attuata entro la fine dell'anno 2024.

La *Banca Centrale Europea*, a partire dal mese di giugno 2024, ha effettuato quattro riduzioni dei tassi di riferimento; in complesso, nell'anno 2024, la riduzione dei tassi di riferimento attuata dalla *Banca Centrale Europea* è stata dell'1%.

Gli operatori si attendono che il percorso di riduzione dei tassi prosegua anche nel 2025, sebbene con una gradualità differenziata, più lenta negli Stati Uniti d'America, dove i segnali di debolezza del mercato del lavoro sembrano rientrati e i consumi privati restano vivaci, più rapida nell'Eurozona dove la crescita del *PIL* è ben inferiore all'1% e, soprattutto per i forti e prolungati segnali di debolezza provenienti dal settore manifatturiero.

La riduzione dei tassi di interesse attuata dalle banche centrali nel corso dell'anno 2024, ha ulteriormente allontanato o, quanto meno, smorzato le preoccupazioni per un rallentamento ciclico dell'economia globale, e ha agito come fattore di supporto per tutte le classi di attivi rischiosi quali il credito e l'azionario.

Contributi e sostegni significativi all'economia globale sono stati forniti dall'aumento esponenziale degli investimenti in strumenti *hardware* e *software* in grado di sup-

portare le crescenti capacità di calcolo richieste dall'adozione diffusa di strumenti di elaborazione delle informazioni connesse all'applicazione e all'utilizzo dell'*Intelligenza Artificiale (AI)*, ha spinto in modo eccezionale la redditività delle società attive nella catena del valore dei *chip* e semiconduttori, i cui leader sono concentrati nei listini delle borse statunitensi. Queste società, nell'anno 2024, hanno rappresentato il vero "traino" dei mercati azionari globali riuscendo a più che controbilanciare la debolezza di settori tradizionali quali l'energia o l'industria manifattura.

Per completare la sintetica evoluzione del quadro economico dell'anno 2024 tracciato per le principali aree geografiche, occorre considerare che non si è interrotto il significativo rallentamento dell'economia cinese. I dati ufficiali affermano che la crescita del *PIL* reale della Cina nel 2024 si attesterà poco al di sotto del 5%, sostenuta da una bilancia commerciale positiva e in continua espansione, ma è necessario considerare che l'eccesso di capacità produttiva accumulato sta portando a diversi trimestri consecutivi di deflazione; i consumi privati, inoltre, restano poco vivaci e nonostante nuovi interventi espansivi di politica monetaria, non si è ancora esaurita la crisi del mercato immobiliare. Le autorità cinesi sembrano, comunque, intenzionate a introdurre ulteriori stimoli, anche di natura fiscale.

In parziale controtendenza rispetto alle altre grandi aree economiche il Giappone, dove la banca centrale ha cercato di sostenere la crescita modesta e il tanto agognato ritorno ad un tasso d'inflazione positivo mantenendo una politica monetaria estremamente accomodante effettuando incrementi solo marginali ai tassi d'interesse; questo ha causato un significativo deprezzamento della valuta nipponica, che in una prima fase ha favorito il mercato azionario domestico, ma che, successivamente, ha rischiato di andare fuori controllo durante il mese di agosto, quando sono stati necessari massicci interventi sul mercato dei cambi per salvaguardare il valore dello *yen* giapponese.

Un elemento che non può essere tralasciato e che, certamente, caratterizza l'anno 2024, è quello che riguarda il cambio dell'amministrazione statunitense, in forza della vittoria del repubblicano Donald Trump nelle elezioni presidenziali che si sono svolte negli Stati Uniti d'America all'inizio del mese di novembre 2024. L'elezione del nuovo presidente repubblicano è stata accolta dai mercati finanziari con entusiasmo, poi parzialmente temperato verso fine anno da considerazioni più pragmatiche e da fisiologiche prese di profitto. Sul piano di politica economica, le linee d'azione principali dell'amministrazione Trump sono identificabili nelle seguenti strategie:

- pieno sfruttamento delle capacità estrattive di petrolio e gas naturale, con l'obiettivo di ridurre il costo dell'energia con conseguenti benefici per la competitività, i consumi e l'*export*;
- deregolamentazione in particolare dei settori energetico e finanziario per liberarli dai pesanti aggravii burocratici aggiunti negli anni recenti;
- riduzione del deficit commerciale tramite la rinegoziazione degli accordi bilaterali, l'utilizzo di dazi doganali e incentivi per il ritorno negli Stati Uniti d'America delle attività produttive di quelle imprese che in anni precedenti avevano deciso di dislocare in paesi terzi le loro attività;
- rifinanziamento di alcune aliquote di tassazione agevolata sugli utili delle imprese;
- riduzione della spesa pubblica con tagli a molte agenzie e corpi burocratici.

I primi obiettivi, se portati avanti con decisione, possono rappresentare dei forti volani di crescita e il mercato ha mostrato di interpretarli come elementi che spingono al rafforzamento del dollaro statunitense.

L'ultimo obiettivo della strategia del presidente Trump, ovvero quello della riduzione della spesa pubblica e del taglio di molte agenzie ed enti burocratici pubblici, è più

una necessità dettata dalla pressione di mercato che una libera scelta della nuova amministrazione statunitense, in quanto il nuovo governo eredita un bilancio seriamente appesantito da anni di spesa pubblica in continuo aumento e focalizzata sui sussidi, con un deficit complessivo, nell'anno 2024, di oltre il 6,3% del *PIL* statunitense; la sfida – certamente complessa – sarà quella di adottare politiche che riescano a contenere, in modo effettivo, il disavanzo primario senza sacrificare la crescita economica.

Il 2024 è stato quindi, un anno, caratterizzato da una crescita economica globale moderata e che ha sorpreso in positivo e sopra le attese, con politiche monetarie che hanno iniziato a spostarsi in senso espansivo, dopo un periodo di restrizione prolungata. Guardando alle principali economie occidentali, si sono registrati i primi segnali di rallentamento economico quali, ad esempio, la risalita del tasso di disoccupazione negli Stati Uniti d'America e l'acuirsi della contrazione nel settore manifatturiero europeo; sono però rimasti vivaci i consumi privati aggregati – e di conseguenza i settori dei servizi – e gli investimenti nelle infrastrutture tecnologiche. Si è cercato di bilanciare la lotta contro l'inflazione con la necessità di sostenere la crescita economica. L'economia statunitense ha giocato ancora una volta il ruolo di traino della crescita globale, grazie sia a politiche fiscali espansive, sia alle grandi aziende del settore tecnologico. Al riguardo si richiamano i dati esposti nella tabella 3, sotto riportata.

Tabella 3 - Dati economici per alcuni principali paesi: 2023-2025. Variazioni % anno / anno. Fonte: dati FactSet Economic Estimates, elaborazioni Quaestio; per 2024-2025 mostriamo il valore mediano delle stime di consenso.

	Pil reale			Prezzi			Tassi base			Rend. titolo 10 anni		
	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025	2023	2024	2025
United States	2.90	2.60	1.80	4.13	2.90	2.20	5.50	4.50	3.38	3.88	3.80	3.75
Eurozone	0.51	0.70	1.30	5.42	2.40	2.10	4.50	3.25	2.25	2.06	2.20	2.27
France	1.12	1.10	1.10	5.72	2.40	1.70				2.56	2.83	3.05
Germany	-0.07	0.00	0.90	6.03	2.40	2.00				2.06	2.20	2.27
Italy	0.79	0.80	1.00	5.90	1.10	1.70				3.64	3.65	3.88
Spain	2.68	2.80	2.10	3.40	2.85	2.00				2.88	2.95	3.35
Japan	1.67	0.00	1.20	3.27	2.50	2.00	-0.10	0.50	0.75	0.65	1.10	1.20
China	5.20	4.80	4.50	0.24	0.50	1.45	3.45	2.25	2.10	2.56	2.10	2.28

ANDAMENTO ECONOMICO DEL 2024

MERCATI FINANZIARI: IL COMPARTO AZIONARIO

Dopo le brillanti performance del 2023, i principali mercati azionari hanno chiuso anche l'anno 2024 in forte progresso, fatte salve alcune modeste correzioni che si sono riscontrate sia durante il periodo estivo, sia nel terzo trimestre dell'anno 2024. I mercati finanziari, senza ombra di dubbio, sono stati indirizzati e guidati dai listini statunitensi; hanno evidenziato performance particolarmente brillanti le società statunitensi a maggior capitalizzazione (le famose *magnificent seven stocks*), trainate dalla forza del settore tecnologico e dall'entusiasmo legato al tema dell'Intelligenza Artificiale (AI), il quale a differenza di episodi passati di esuberanza legata ad un cambiamento di paradigma tecnologico, sta già generando imponenti flussi di fatturato e di cassa per le principali aziende del settore.

I titoli delle aziende produttrici di *chip* hanno trainato il mercato e non hanno deluso nella generazione di utili. Anche il mercato giapponese è stato molto forte, ma il fattore decisivo della svalutazione dello *yen* ha invertito la rotta a partire dal periodo estivo, causando una decisa correzione e un rallentamento della corsa del listino. I mercati europei registrano ottimi rendimenti, che però, nel confronto con quelli statunitensi, escono perdenti a causa della minore esposizione ai settori tecnologici e dell'impatto negativo del calo della domanda cinese su settori di punta quali il lusso e l'automotive; si segnala in positivo il listino italiano, sostenuto dai titoli finanziari i quali sono stati capaci di mantenere un'ottima redditività nonostante la fine del ciclo di rialzo dei tassi. Passando a considerare l'andamento dei mercati finanziari dei paesi emergenti, nell'anno 2024, si riscontra dispersione e un cambio di leadership: negativo l'andamento del Brasile, l'India ha avuto un primo semestre brillante seguito da una fase di forti prese di profitto, mentre i mercati cinesi sono stati deboli e segnati da forte volatilità, recuperando solo parzialmente in autunno. In generale l'azionario continua ad essere sostenuto dalla forza dei margini operativi che, fatta salva una lieve flessione nel 2022, sono tornati a salire verso nuovi massimi storici, seppure su livelli differenziati fra le diverse aree; le aziende americane continuano, infatti, ad evidenziare redditività aggregata migliore dei competitor europei o giapponesi. Quanto sopra è riassunto nella tabella 4, di seguito riportata.

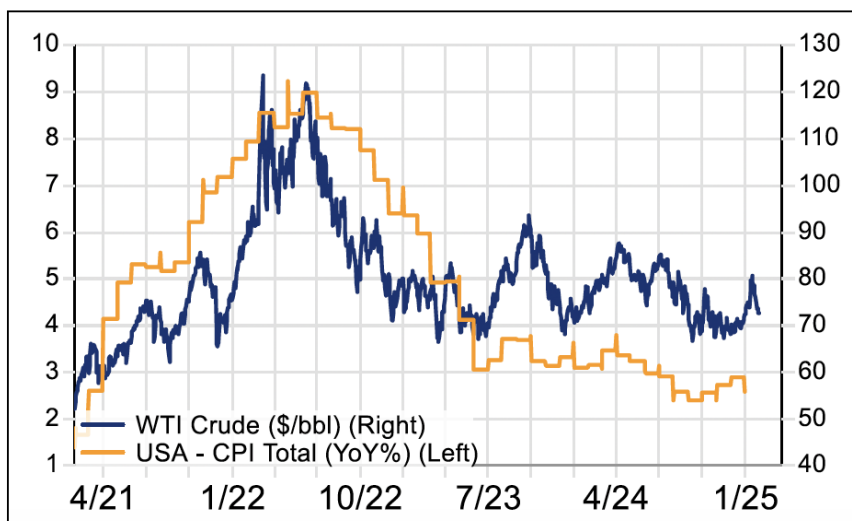
AZIONARIO & COMMODITIES %	
S&P500-USD	24.5
Nasdaq-USD	29.3
Russell 2000-USD	11.3
S&P500 Equal weight-USD	11.3
Equity Europe-EUR	8.6
DAX-EUR	18.8
Italy FTSE MIB-EUR	18.4
Equity Japan-JPY	20.7
Equity EM (lc)	13.1
Hang Seng (lc)	17.7
India Sensex (lc)	8.2
Brasil Bvsp (lc)	-10.4
Commodities Basket-USD	4.9
Gold-USD	26.6

Tabella 4 - Andamento dei principali mercati azionari e delle materie prime nel 2024. Variazioni percentuali.

MERCATI FINANZIARI: LE COMMODITIES

I mercati delle materie prime hanno evidenziato dinamiche duali; il primo semestre è stato all'insegna della forza, con il prezzo del petrolio e di altre materie prime sostenuto dalle tensioni in Medio Oriente e da speranze positive sull'economia cinese, che ne è il principale consumatore. A partire dalla tarda primavera è prevalsa una diffusa debolezza che si è accentuata al termine dell'estate. Il petrolio è tornato ai minimi degli ultimi tre anni, vicino alla soglia dei US\$ 65 al barile: buone notizie per l'ulteriore moderazione dell'inflazione, ma anche segnali di debolezza della domanda industriale. Al riguardo si rimanda al grafico della figura 5, di seguito riportata. Ha fatto notevole eccezione il prezzo dell'oro, che è rimasto su un sentiero di apprezzamento sostanzialmente ininterrotto per tutto l'anno nonostante la forza della valuta statunitense e tassi di interesse reali ancora elevati; il fattore principale di sostegno sono stati i continui flussi di acquisto da parte delle banche centrali asiatiche, insieme ad una quota di domanda speculativa.

Figura 5 – Andamento del prezzo del petrolio WTI e indice dei prezzi al consumo USA.



MERCATI FINANZIARI: IL COMPARTO OBBLIGAZIONARIO

I livelli elevati raggiunti dai tassi di interesse nel recente ciclo di restrizione monetaria hanno generato un ritrovato apporto di flusso cedolare che ha fornito supporto a tutti i segmenti del mercato obbligazionario, assorbendo la volatilità dei rendimenti di mercato che si è mantenuta comunque elevata.

Nel primo semestre dell'anno 2024, sono state riscontrate tensioni al rialzo sui rendimenti, a causa di alcuni dati sull'inflazione che hanno ritardato la svolta definitiva in senso espansivo da parte sia della *Federal Reserve* statunitense, sia della *Banca Centrale Europea*; questa è giunta nel corso dell'estate e i rendimenti di mercato, anticipando le prossime riduzioni dei tassi base, hanno imboccato un sentiero discendente, con un movimento particolarmente pronunciato sulle brevi scadenze; sulle scadenze più lunghe si sono invece avute nuove pressioni al rialzo dopo le elezioni presidenziali statunitensi del mese di novembre 2024.

Se osserviamo le variazioni a consuntivo dei rendimenti, la combinazione della riduzione dei tassi base da parte delle banche centrali e del rinnovato ottimismo sulle prospettive di crescita ci consegna tassi sui titoli governativi più bassi, rispetto a fine

2023, sul segmento monetario e a breve termine, e più elevati sui titoli a medio – lungo termine.

Lo *spread* sui titoli governativi italiani ha proseguito il proprio percorso di riduzione, attestandosi, con riferimento alla scadenza decennale dell'omologo titolo tedesco, sulla soglia dei 100 punti base, il valore minimo a far tempo dal 2021.

Grazie alla stabilità del contesto politico e alla buona performance dell'economia interna, le obbligazioni italiane sono, quindi, riuscite a superare bene la fase di volatilità iniziata con le elezioni europee, le quali hanno impattato in proporzione maggiore i titoli di stato francesi, i cui *spread* sembrano avere imboccato una fase ascendente. Le performance realizzate dai principali segmenti obbligazionari sono state quindi positive, ad eccezione dei titoli statunitensi a lungo termine. Anche i titoli obbligazionari *corporate* hanno beneficiato del significativo flusso cedolare di partenza; la ricerca di rendimento ha portato gli *spread* a comprimersi ulteriormente, generando rendimenti totali positivi in particolare sui segmenti con *rating* inferiore, come ad esempio i titoli *high – yield*; al riguardo si rimanda alla tabella 6 e alla tabella 7.

Tabella 6 - Variazione dei rendimenti sui principali titoli obbligazionari e tassi del mercato monetario. Dati in percentuale. Fonte Factset

Titolo di riferimento	Variazione rendimento a scadenza - %
SOFR 3M	-1.03
EURIBOR 3M	-1.35
Titolo USA 2 anni	-0.01
Titolo USA 10 anni	0.69
Titolo Germania 2 anni	-0.31
Titolo Germania 10 anni	0.36
BTP spread 2 anni	-0.23
BTP spread 10 anni	-0.58

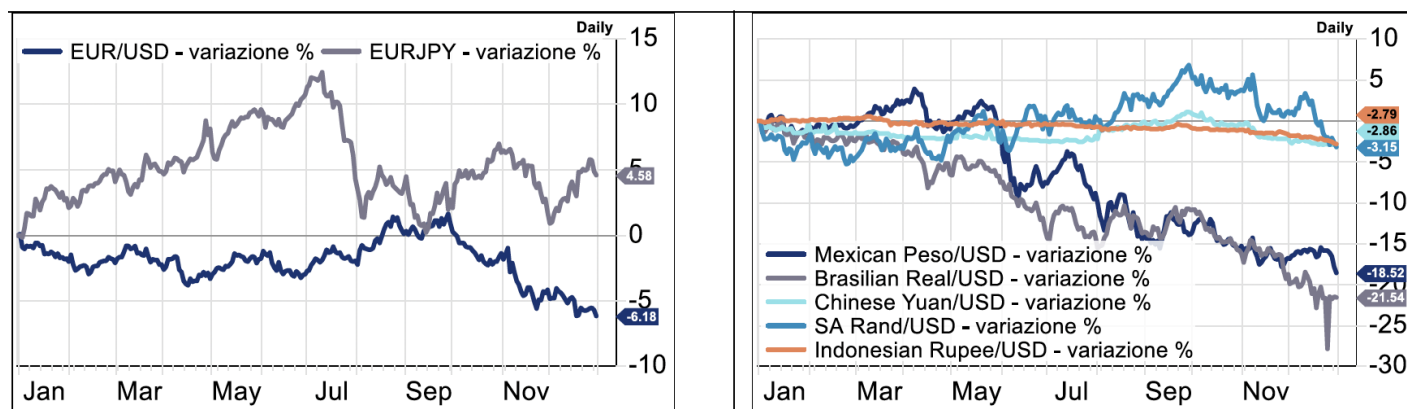
Tabella 7 - Performance da inizio anno dei principali segmenti obbligazionari. Dati in percentuale. Fonte Factset

Titolo o segmento di mercato di riferimento	Performance %
Monetario Euro	3.59
Titoli EMU 7-10 anni	1.62
BTP 10 anni	5.80
Titoli USA 1-3 anni (USD)	4.10
Titoli USA 7-10 anni (USD)	-0.50
Governativi EM (USD)	4.40
Corporate Europei (EUR)	4.62
Corporate HY Europei (EUR)	8.63

MERCATI FINANZIARI: LA COMPONENTE VALUTARIA E IL CAMBIO EURO / DOLLARO STATUNITENSE

Sui mercati valutari, l'Euro si è indebolito nei confronti del dollaro statunitense, mentre si è rafforzato nei confronti dello *yen* giapponese. La valuta nipponica ha però interrotto il forte trend di deprezzamento che aveva caratterizzato la prima metà dell'anno 2024, quando la banca centrale giapponese ha mostrato di essere pronta a muovere in aumento i tassi di interesse, andando in controtendenza rispetto alla maggior parte degli altri paesi sviluppati. La forza del dollaro statunitense è stata uno dei macro-temi che hanno dominato la seconda parte dell'anno 2024, con movimenti anche molto pronunciati nei confronti delle valute dei paesi emergenti; si segnalano per il forte deprezzamento le divise di Brasile e Messico, mentre più controllata è stata la valutazione dei cambi delle valute dei paesi asiatici quali Cina, India e Indonesia; al riguardo si rimanda ai dati e ai valori riportati nella tabella 8 che segue.

Tabella 8 - Variazione % dei principali tassi di cambio. Principali valute. Fonte Factset



I RISCHI DEI MERCATI FINANZIARI E LA LORO GESTIONE

L'obiettivo prioritario perseguito da Fondazione è quello di amministrare, conservare e accrescere il proprio patrimonio, per perseguire esclusivamente scopi di utilità sociale e di promozione dello sviluppo socioeconomico dei territori e delle comunità di riferimento.

Il patrimonio di Fondazione, totalmente vincolato al perseguimento degli scopi statutari, gestito in modo coerente con la natura di Fondazione quale ente senza scopo di lucro, è attuato attraverso un'adeguata pianificazione strategica che persegue sia l'obiettivo di conservare il valore del patrimonio nel tempo, sia di ottenere una adeguata redditività. In tal senso un'adeguata diversificazione del portafoglio consente di contenere il rischio connesso agli investimenti finanziari; la conoscenza dei fattori di rischio e la loro gestione è un elemento essenziale dell'attività di Fondazione.

In questa ottica un apporto fondamentale è stato fornito dalla revisione dell'*asset allocation* strategica attraverso la quale è stato ridotto il rischio del portafoglio finanziario (misurato in termini di *expected shortfall*, rispetto alla più tradizionale *VaR*) e ciò senza limitare la capacità di generare quei rendimenti positivi necessari per lo svolgimento dell'attività erogativa istituzionale.

RIFLESSI SUL PATRIMONIO DELLA FONDAZIONE

PREMESSA

Lo statuto di Fondazione stabilisce che, nel rispetto della normativa vigente, questa ha l'obiettivo di amministrare, conservare e accrescere il proprio patrimonio, al fine di perseguire esclusivamente scopi di utilità sociale e di promozione dello sviluppo socio economico dei propri territori di riferimento. È, altresì, espressamente previsto che il patrimonio di Fondazione sia totalmente vincolato al perseguimento dei propri scopi istituzionali; pertanto, il patrimonio deve essere gestito con l'obiettivo sia di conservarne nel tempo il suo valore reale, sia di ottenere una redditività adeguata che consenta lo svolgimento dell'attività erogativa istituzionale, propria di Fondazione.

Elemento indispensabile per perseguire i propri scopi istituzionali è il mantenimento di uno stretto contatto e rapporto con le comunità di riferimento, per raccogliergliene le necessità e le richieste. L'attività di Fondazione deve orientarsi al miglior soddisfacimento possibile delle esigenze, rendendo disponibili quelle risorse erogative effettivamente necessarie per il sostegno dei territori di riferimento. Per attuare questo obiettivo è necessario che Fondazione ottenga, dall'impiego del proprio patrimonio, risorse adeguate, limitando il più possibile che i rendimenti ottenuti dagli investimenti presentino, nei singoli periodi annuali, una variabilità eccessiva, che potrebbe incidere in modo negativo, soprattutto nei casi di andamento avverso dei mercati finanziari, sull'attività erogativa di Fondazione. L'attività erogativa di Fondazione, infatti, non deve essere determinata, influenzata o limitata dalla variabilità dei mercati finanziari, che di anno in anno potrebbero determinare oscillazioni, anche sensibili, dei redditi conseguiti, poiché questa deve essere coerente con le esigenze manifestate dai propri *stakeholder*. L'approccio seguito da Fondazione è che le erogazioni devono riflettere le esigenze delle comunità che vivono nei territori di riferimento, evitando che gli andamenti avversi dei mercati finanziari possano riflettersi sulle stesse, fatto che determinerebbe una riduzione delle erogazioni nei momenti di maggiore crisi e tensione sociale, con il probabile e quasi inevitabile, rischio di aggravare, anziché mitigare, i problemi manifestati dal territorio.

In tale contesto, nel rispetto delle previsioni statutarie e per perseguire l'obiettivo di conservare nel tempo il valore reale del proprio patrimonio, Fondazione ha orientato e orienta le proprie scelte gestionali in materia di investimenti finanziari nella prospettiva di:

1. preservare e, con l'adozione di un'adeguata politica di controllo e contenimento del rischio, incrementare nel tempo il valore reale del proprio patrimonio, attuando e rispettando, in tal modo, le previsioni statutarie;
2. perseguire un'adeguata diversificazione del portafoglio adottando una duration compatibile con gli obiettivi di Fondazione, adeguata rispetto alle opportunità offerte dall'andamento dei mercati finanziari e dei tassi di interesse e con il contenimento del rischio, la semplicità dei titoli e degli strumenti finanziari, in coerenza sia con i fini statutari e con la ricerca di una remunerazione congrua che consenta il corretto ed adeguato perseguimento delle finalità istituzionali

di Fondazione, sia con le previsioni del protocollo di intesa ACRI – MEF del 22 aprile 2015;

3. privilegiare, compatibilmente con l'ottimizzazione del profilo rischio / rendimento, gli investimenti che generano, tramite i proventi periodici realizzati e distribuiti, flussi di cassa per ottenere le disponibilità finanziarie necessarie per svolgere l'attività erogativa istituzionale propria di Fondazione;
4. prestare particolare attenzione agli investimenti nell'economia reale e allo sviluppo di quelli che possono attivare percorsi in grado di generare *social impact* positivi;
5. valutare gli investimenti orientati alla realizzazione di infrastrutture, incluse quelle relative alla transizione climatica e all'attuazione del PNRR, in quanto pur caratterizzandosi per la loro illiquidità, sono in grado di offrire rendimenti interessanti e possono contribuire alla salvaguardia del valore reale del patrimonio di Fondazione;
6. stabilizzare nel tempo il livello delle risorse da destinare all'attività istituzionale, adottando, ove possibile, opportune politiche di accantonamento;
7. mantenere un collegamento funzionale con le finalità istituzionali proprie di Fondazione.

In questo ambito, il Consiglio di Amministrazione, nel rispetto delle previsioni recate dal D.Lgs. n. 153/1999 e successive modificazioni ed integrazioni nonché dai paragrafi 5.1 e 5.3 del provvedimento del Ministero del Tesoro del 19 aprile 2001, ha perseguito il costante monitoraggio e la verifica:

- del livello di rischio – elemento indispensabile in quanto fornisce quell'insieme di informazioni necessarie per orientare al meglio la valutazione degli investimenti – sia dei singoli investimenti finanziari, sia dell'intero portafoglio, per mantenere il rischio complessivo entro limiti congrui con il principio della prudenza che deve caratterizzare gli investimenti finanziari di Fondazione e, nel caso in cui il rischio risultasse eccedente, individuare le necessarie azioni per ricondurre lo stesso entro i limiti ordinari;
- della miglior allocazione possibile fra le varie *asset class*, nelle quali è possibile ripartire gli investimenti finanziari. La scelta degli investimenti, infatti, deve essere coerente con gli obiettivi di rendimento (e, quindi, implicitamente con il livello di rischio) e la politica di investimento perseguiti da Fondazione, entrambi elementi essenziali per consentire lo svolgimento della propria attività istituzionale. L'attenzione all'*asset allocation* del portafoglio finanziario rappresenta un aspetto strategico di particolare importanza per il raggiungimento degli scopi istituzionali propri di Fondazione, per cui devono essere valutate tutte le opportunità offerte dal mercato, per evitare di perdere occasioni favorevoli, purché compatibili sia con il livello di rischio che può essere assunto, sia con la necessità di salvaguardare l'integrità del valore reale del patrimonio, al conseguimento degli obiettivi perseguiti da Fondazione;

- di una accurata diversificazione degli investimenti del portafoglio finanziario di Fondazione per poter fronteggiare al meglio l'evoluzione dell'andamento dei mercati finanziari e dei possibili scenari macro economici e geopolitici che di tempo in tempo si prospettano.

L'attuazione dei principi e degli obiettivi sopra indicati richiede un percorso articolato che impegna il Consiglio di Amministrazione in una prospettiva pluriennale, in quanto è necessario coordinare e integrare la struttura della composizione del portafoglio finanziario di Fondazione con le scelte strategiche di tempo in tempo adottate, considerando sia la necessità di salvaguardare il valore reale del patrimonio, sia l'andamento dei mercati finanziari, evidenziando che tale ultimo aspetto è una variabile esogena e non direttamente influenzabile e controllabile da Fondazione.

Il processo di gestione del portafoglio finanziario è in continuo divenire poiché, in modo costante nel tempo, è necessario monitorare sia i rischi, sia l'andamento dei mercati finanziari, per mantenere la coerenza con gli obiettivi prescelti da Fondazione, nel rispetto di un livello di rischio compatibile con la salvaguardia del valore reale del patrimonio di Fondazione.

La composizione e la struttura assunta dal portafoglio finanziario di Fondazione nell'esercizio 2024 è, quindi, il risultato di un percorso evolutivo graduale, tuttora in essere; la comprensione e la valutazione del portafoglio finanziario, pertanto, deve considerare anche gli accadimenti degli anni precedenti i quali dipendevano dalle situazioni contingenti dei mercati finanziari e dai dati a disposizione al momento, ovviamente non riscontrabili che *ex post*.

La gestione del processo di investimento si avvale dei dati e delle analisi che emergono dalla specifica banca dati *Navigator*, realizzata dall'advisor *XY EOS Ticino SA* e dedicata al portafoglio Fondazione, predisposta da una società specializzata in analisi finanziarie. La predetta banca dati, la quale garantisce il “*look through*” dei sottostanti di ogni singolo investimento finanziario di Fondazione fornisce gli elementi utili e necessari per comprendere l'effettiva struttura degli investimenti e le performance delle singole posizioni. Le informazioni fornite dalla banca dati *Navigator* consentono di effettuare il confronto degli investimenti presenti nel portafoglio di Fondazione sia con l'andamento dei mercati finanziari, sia con prodotti e investimenti finanziari con caratteristiche analoghe e, quindi, di facilitare la valutazione delle varie opportunità e di orientare le scelte dei nuovi investimenti finanziari. Questo strumento di analisi si è rivelato particolarmente utile per gli investimenti effettuati utilizzando lo strumento dei mandati di gestione. L'analisi dei singoli sottostanti consente di comprendere le strategie adottate dai gestori e di valutare le performance realizzate, scomponendole nelle diverse componenti che le costituiscono; conoscendo i dati elementari, rappresentati dai dettagli dei singoli sottostanti, si dispone di dati omogenei che consentono di effettuare comparazioni, che forniscono elementi importanti nella valutazione della qualità dell'investimento. La comparazione è altresì utile per analizzare le capacità dei singoli gestori e quindi valutare quelli che sono in possesso delle migliori qualità e competenze per supportare Fondazione nel processo di ottimizzazione dell'allocazione degli investimenti finanziari.

In funzione dei dati e delle informazioni desunte dalla banca dati *Navigator*, Fondazione ha avviato e completato il processo di definizione della nuova *asset allocation*

strategica del portafoglio finanziario. Tale processo è stato avviato con l'indicazione, da parte del Consiglio Generale, delle linee generali riguardo la gestione del patrimonio finanziario e della politica degli investimenti. Tali indicazioni, con il supporto della società *XY ERS Deutschland GmbH*, *advisor* specializzato nella consulenza in materia di *asset allocation* strategica, sono state elaborate dall'organo amministrativo, il quale ha presentato la proposta di *asset allocation* strategica del portafoglio finanziario al Consiglio Generale, il quale ha approvato la medesima.

Sulla base dell'*asset allocation* strategica approvata dal Consiglio Generale, il Consiglio di Amministrazione ha avviato le azioni necessarie per l'attuazione della medesima. In tale prospettiva, grazie ai dati di dettaglio resi disponibili dalla base dati *Navigator*, le azioni principali hanno riguardato l'adeguamento degli investimenti attuati mediante lo strumento dei mandati di gestione. Grazie al confronto preliminare ed ai conseguenti necessari approfondimenti con i singoli gestori, nel corso dell'anno 2024, sono state modificate le linee guida (*investment guidelines*) dei diversi mandati di gestione in essere per adattarli, anche in un'ottica di medio periodo alla nuova *asset allocation* strategica, la quale considera i mutati contesti dei mercati finanziari. Oltre alla definizione delle linee guida degli investimenti finanziari relative ad ogni mandato di gestione, l'*asset allocation* strategica consente di stabilire anche precisi, obiettivi ed omogenei *benchmark* di riferimento, rendendo in tal modo possibile la misurazione delle performance effettive dei singoli gestori e la loro comparazione e ciò anche nella prospettiva di selezionare e mantenere attivi i rapporti solo con i gestori che dimostrano le migliori capacità e competenze di gestione.

Attuando gli indirizzi in materia di investimenti finanziari elaborati nel corso dell'anno 2024, dal Consiglio Generale di Fondazione, sono stati attuati alcuni interventi sul portafoglio finanziario per sfruttare al meglio le varie opportunità offerte dai mercati, nella prospettiva e allo scopo di finalizzare un miglioramento del posizionamento strategico dello stesso. Nello specifico, nel corso dell'anno 2024, è stato conferito un nuovo mandato di gestione, oltre alla sottoscrizione di nuove quote di fondi di *private debt*. In attuazione della nuova *asset allocation* strategica è stata dismessa la gestione patrimoniale mobiliare in essere con *Banca Generali*, impiegando la liquidità ottenuta in una polizza vita i cui dettagli sono forniti nella nota integrativa.

Il portafoglio obbligazionario, pur mantenendo la prospettiva della gestione in ottica *buy & hold*, è stato oggetto di limitati interventi che sono stati attuati mediante la dismissione di alcuni titoli a breve scadenza e la contestuale sottoscrizione di obbligazioni in grado di generare un rendimento più elevato. I rendimenti del portafoglio obbligazionario, ottenuti grazie agli attuali tassi di interesse, hanno offerto un contributo significativo all'avanzo di gestione dell'esercizio, supportando in tal modo l'attività erogativa istituzione di Fondazione. L'insieme delle operazioni che, nell'esercizio 2024, hanno interessato il portafoglio finanziario sono meglio dettagliate ed esplicitate nei paragrafi che seguono.

I nuovi investimenti finanziari attuati nell'anno 2024 rimangono, comunque, orientati verso strumenti semplici e trasparenti, coerenti sia con l'*asset allocation* strategica adottata, sia con un profilo di rischio contenuto ed in linea con gli obiettivi di rendimento necessari a garantire il flusso di erogazioni, grazie alla possibilità di distribuire, periodicamente, cedole e dividendi, commisurati ai risultati economici conseguiti e realizzati.

STRATEGIE DI INVESTIMENTO ADOTTATE

In applicazione di quanto esposto in precedenza, la procedura per la selezione e la valutazione degli investimenti finanziari adottata da Fondazione si sviluppa, in coerenza con l'asset allocation strategica adottata, mediante:

1. l'individuazione degli obiettivi e delle aspettative di ritorno degli investimenti finanziari; la predetta attività considera i titoli e gli strumenti finanziari presenti nel portafoglio finanziario di Fondazione, per garantire la necessaria integrazione fra le varie componenti, per evitare possibili fenomeni di concentrazione dei rischi, in specifici settori e/o attività;
2. il coinvolgimento di primari operatori del settore finanziario nella formulazione di proposte di investimento che devono essere effettivamente e realmente personalizzate, per rispondere, nel modo più adeguato e coerente possibile, alle esigenze di Fondazione. L'obiettivo di Fondazione è quello della conservazione nel tempo del valore reale del proprio patrimonio, ricercando ed ottenendo una redditività adeguata che consenta lo svolgimento della propria attività istituzionale a sostegno delle esigenze dei territori e delle comunità di riferimento;
3. il confronto sistematico fra le varie opportunità offerte dal mercato; la comparazione fra le diverse possibili forme di investimento permette, infatti, sia di comprendere l'effettivo grado di rischio, sia di valutare l'entità dei costi, espliciti ed impliciti, di ogni forma di investimento finanziario;
4. la verifica del grado di rispondenza ai principi sopra indicati ed alle effettive esigenze di Fondazione. La verifica si articola attraverso fasi successive di selezione, sviluppate ricorrendo ad approfondimenti tecnici, che si concludono con la formazione di *short list* che, di norma, comprendono i tre o quattro istituti e / o operatori dei mercati finanziari che hanno formulato le proposte meglio rispondenti alle richieste ed alle esigenze di, tempo in tempo, avanzate da Fondazione;
5. l'esame da parte del Consiglio di Amministrazione della *short list* delle proposte di investimento, corredata del parere dell'*advisor* per il *risk management* e dal parere consultivo, adeguatamente motivato, predisposto dalla Commissione Investimenti, per l'assunzione delle deliberazioni più opportune.

Il ricorso alla procedura di selezione sopra sintetizzata, permette a Fondazione di individuare, nel rispetto di quanto previsto dall'*asset allocation* strategica, ed in chiave tattica, in funzione dell'andamento dei mercati finanziari, dei propri obiettivi e delle proprie necessità, le tipologie di investimenti finanziari più adeguate alle effettive esigenze.

Nell'esercizio 2024, le attività di gestione del portafoglio sono state orientate a:

- mantenere e perseguire la semplicità dei titoli e degli strumenti finanziari presenti nel portafoglio finanziario;
- monitorare e mantenere un livello complessivo di rischio del portafoglio finanziario compatibile ed adeguato alla natura di investitore istituzionale di Fonda-

zione; ciò è attuato privilegiando titoli e strumenti finanziari, emessi da primari istituti di credito e/o operatori finanziari, con una *duration* adeguata alle caratteristiche espresse dai mercati finanziari, e ricercando un'adeguata diversificazione per quanto riguarda sia gli emittenti, sia la tipologia di titolo e/o strumento finanziario;

- aumentare la diversificazione del portafoglio finanziario e ridurre la concentrazione dei singoli titoli e strumenti finanziari, nella prospettiva della diminuzione del rischio, ricercando, al contempo, il miglior rapporto rischio / rendimento;
- bilanciare l'allocazione strategica fra le varie *asset class* presenti nel portafoglio di Fondazione, per adeguare lo stesso all'obiettivo di allocazione strategica di medio – lungo periodo adottata;
- privilegiare investimenti che prevedano la distribuzione periodica di cedole e/o dividendi;
- valutare e selezionare investimenti e strumenti finanziari che possano essere in grado di approcciare in modo efficiente gli scenari geopolitici e macro economici e le loro variazioni;
- valutare, selezionare ed orientare una parte dei nuovi investimenti finanziari di Fondazione verso strumenti che sostengono l'economia reale e che possono attivare percorsi in grado di generare social impact positivi;
- valutare con particolare attenzione gli investimenti orientati alla realizzazione di infrastrutture, incluse quelle relative alla transizione climatica ed energetica e per l'attuazione del PNRR;
- scegliere investimenti che possano favorire, nel medio – lungo periodo, la crescita reale del capitale investito.

Nell'ambito delle attività connesse alla gestione del portafoglio finanziario, il Consiglio di Amministrazione ha mantenuto una costante attenzione sullo stesso, mediante l'effettuazione di analisi di dettaglio, finalizzate alla verifica sia della rispondenza degli investimenti presenti nel portafoglio alle esigenze di Fondazione, sia al rispetto dei principi di "gestione del patrimonio" indicati nell'articolo 2 del protocollo di intesa ACRI – MEF del 22 aprile 2015.

Il Consiglio d'Amministrazione, in tale ambito, oltre ad acquisire il parere consultivo della Commissione Investimenti, si è avvalso, per i vari aspetti connessi agli investimenti finanziari, degli *advisor* incaricati del *risk management* e del monitoraggio del portafoglio finanziario.

SINTESI PATRIMONIALE ED ECONOMICA

ATTIVITÀ FINANZIARIA SVOLTA

Le attività più rilevanti che hanno interessato il portafoglio finanziario, nell'esercizio 2024 sono state:

1. dismissione integrale della gestione patrimoniale mobiliare in essere con *Banca Generali*; la predetta operazione ha permesso di realizzare un provento netto di oltre € 466 mila;
2. sottoscrizione delle quote del fondo di *private debt Generali real estate debt investment fund II (GREDIF II)*, con un impegno di € 2 milioni: al 31 dicembre 2024 il predetto fondo ha già richiamato l'importo di € 890 mila.
3. sottoscrizione di ulteriori quote del fondo *Eurizon Institutional Solutions Fund – Diversified Allocation 4*, per l'importo complessivo di € 20 milioni, con conferimento ad Indosuez della sub delega di gestione;
4. acquisto diretto, al prezzo di circa € 4,906 milioni di un portafoglio obbligazionario; il valore nominale dei titoli acquistati è di € 5,050 milioni e gli stessi sono stati inseriti in dossier in regime di risparmio amministrato. Si precisa che tali obbligazioni sono state acquistate a seguito sia del rimborso di titoli giunti a scadenza, sia della dismissione di alcuni titoli, prossimi alla loro scadenza;
5. sottoscrizione, per l'importo di € 14.999.550 della polizza "*Lux protection life – Generali Luxembourg*";
6. rimborso integrale dell'obbligazione *Trade Finance*, collocata da Banca Generali. Tale rimborso è avvenuto a seguito dell'adesione di Fondazione all'offerta di acquisto formulata all'emittente del titolo. Il rimborso dell'obbligazione *Trade Finance* è avvenuto al prezzo unitario pari al 63,5% del loro valore nominale.

Nel corso dell'anno 2024, sia i fondi di *private equity*, sia quelli di *private debt* sottoscritti da Fondazione, hanno effettuato ulteriori richiami degli impegni assunti. Con riferimento ai fondi di *private equity*, si precisa che nell'esercizio 2024, sono intervenuti, anche, rimborsi parziali del capitale da parte dei fondi *IPO Club Azimut* e *Arcadia*; il fondo di *private equity Alto Capital IV*, ha effettuato una ulteriore distribuzione dei proventi realizzati dallo stesso. Nell'esercizio esercizio 2024, i fondi di *private debt Anthilia BiT IV Co-Investment fund*, *Muzinich Diversified Enterprises Credit II* e *Generali direct private debt fund* hanno rimborsato parte del capitale in precedenza richiamato.

Le movimentazioni intervenute nei fondi di *private equity* e in quelli di *private debt* sono di seguito riassunte:

- *private equity Alto Capital IV* (40 quote di classe A sottoscritte con un impegno complessivo di € 2.000.000): nell'anno 2024 il predetto fondo non ha effettuato alcun richiamo, mentre ha proseguito con la distribuzione dei proventi realizzati;
- *private equity IPO Club Azimut* (40 quote sottoscritte con l'impegno complessivo di € 2.000.000): il predetto fondo, nell'anno 2024, non ha effettuato alcun richiamo a fronte sugli impegni assunti, mentre ha rimborsato, a valere sul capitale inve-

stato, l'importo di € 284 mila;

- *private equity Arcadia Small Cap II* (40 quote di classe A sottoscritte con un impegno di € 2.000.000): l'importo richiamato dal predetto fondo nell'anno 2024, per commissioni di gestione ed altri costi, è stato di € 75.834, importo da intendersi al lordo di una successiva restituzione dell'importo di € 7.072 (relativi a costi in precedenza sostenuti dal fondo);
- *private equity Itago IV* (1.000.000 quote di classe A sottoscritte con un impegno di € 1.000.000): Fondazione ha sottoscritto le quote del fondo di *private equity Itago IV* nel corso del terzo *closing*; in relazione agli impegni assunti, il fondo, nell'esercizio 2024, ha richiamato l'importo di € 141.280;
- *private equity Alternative Capital Partners – Sustainable Securities fund* (2.000.000 quote di classe A sottoscritte con un impegno di € 2.000.000): l'importo richiamato dal predetto fondo nell'anno 2024, sia per il perfezionamento di nuove operazioni, sia per commissioni di gestione ed altri costi, è stato di € 474.095.
- *private debt Clessidra private debt fund* (4.000.000 quote di classe A1, con impegno di sottoscrizione di € 4 milioni): l'importo richiamato dal predetto fondo nell'anno 2024, sia per il perfezionamento di nuove operazioni, sia per commissioni di gestione ed altri costi, è stato di € 829.221;
- *private debt Anthilia BiT IV Co – Investment fund* (3.000 quote di classe D, con impegno di sottoscrizione di € 3 milioni): l'importo richiamato dal predetto fondo nell'anno 2024, sia per il perfezionamento di nuove operazioni, sia per commissioni di gestione ed altri costi, è stato di € 1.638.622; nell'esercizio 2024 il predetto fondo ha rimborsato, a titolo di capitale, l'importo di € 46.319;
- *private debt Muzinich diversified enterprises credit II* (3.000.000 quote, con impegno di sottoscrizione di € 3 milioni): l'importo richiamato dal predetto fondo nell'anno 2024, sia per il perfezionamento di nuove operazioni, sia per commissioni di gestione ed altri costi, è stato di € 962.253; nell'esercizio 2024 il predetto fondo ha rimborsato, a titolo di capitale, l'importo di € 1.510.993;
- *private debt Generali direct private debt fund* (420,0913 quote di classe “*external shares*”, con impegno di sottoscrizione di € 1 milione): l'importo richiamato dal predetto fondo nell'anno 2024, sia per il perfezionamento di nuove operazioni, sia per commissioni di gestione ed altri costi, è stato di € 283.530; nell'esercizio 2024 il predetto fondo ha rimborsato, a titolo di capitale, l'importo di € 56.579;
- *private debt Generali real estate debt investment fund II* (8.897,82 quote di classe A, con impegno di sottoscrizione di € 2 milioni): l'importo richiamato dal predetto fondo nell'anno 2024, sia per il perfezionamento di nuove operazioni, sia per commissioni di gestione ed altri costi, è stato di € 889.782.

Fondo Atlante, nel corso dell'anno 2024, ha effettuato, mediante parziale annullamento di quote, il rimborso di € 136.503. Alla fine dell'esercizio 2024, per effetto dell'annullamento delle quote, conseguente ai rimborsi disposti da fondo Atlante, Fondazione è titolare di 5,753386 quote del predetto fondo.

ELEMENTI PATRIMONIALI

IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI

Di seguito sono sintetizzate le principali azioni poste in essere dall'organo amministrativo in relazione al patrimonio immobiliare di Fondazione.

Complesso immobiliare via I maggio

Il complesso immobiliare sito in Piacenza, via I maggio è riconducibile ai “*mission connected investments*”, poiché lo stesso è destinato al progetto dello “emporio solidale” e delle attività a questo connesse e collegate.

Con il recupero del complesso di via I maggio sono stati realizzati spazi idonei destinati ad ospitare l'emporio solidale ed i relativi locali accessori, fra i quali rivestono particolare importanza quelli destinati all'orientamento delle persone ammesse ai servizi resi dall'emporio solidale. Si precisa ed evidenzia che l'emporio solidale non ha finalità assistenziali, quanto piuttosto di sostegno e stimolo a favore di persone e famiglie che si trovino in una temporanea situazione di difficoltà; l'accesso ai servizi dell'emporio solidale, infatti, è di norma previsto per un periodo di sei mesi, rinnovabile, in casi particolari, per un'uguale durata. Nell'anno 2024 sono state oltre 250 le famiglie che hanno fruito dei servizi dell'emporio solidale.

Presso il complesso immobiliare di via I maggio, è stato attivato anche il servizio mobilio ed il laboratorio di falegnameria per il recupero ed il riattamento di mobili usati; il servizio mobilio sovviene alle esigenze fondamentali di arredamento di famiglie e persone in stato di difficoltà.

I locali del complesso immobiliare di via I maggio sono stati locati, ad un canone che considera le rilevanti finalità sociali delle attività che vi sono svolte, alle associazioni che gestiscono l'emporio solidale ed il servizio mobilio e laboratorio di falegnameria. Si evidenzia che all'associazione *Emporio Solidale Piacenza Onlus*, che gestisce l'emporio solidale, partecipano oltre ad alcune associazioni di volontariato, il comune di Piacenza e la Caritas della Diocesi di Piacenza – Bobbio.

All'interno del complesso immobiliare di via I maggio, il primo piano di una palazzina separata dagli altri immobili, è stato locato ad un'associazione che accoglie minori allontanati dalle famiglie. Il piano terreno della medesima palazzina è locato a CSV Emilia, che vi ha trasferito la propria sede. Sempre al piano terreno della predetta palazzina è stato ristrutturato un piccolo appartamento dedicato all'accoglienza di persone che vivono temporanee situazioni di difficoltà; tale ultimo immobile è stato concesso in comodato d'uso gratuito a Caritas diocesana Piacenza Bobbio, la quale individua i soggetti destinatari dell'accoglienza.

Palazzo ex Enel – via Santa Franca

Palazzo ex Enel è un immobile in stile liberty costruito nei primi anni del '900. Fondazione ha eseguito i lavori di restauro che sono stati realizzati sotto il controllo, preventivo ed in corso d'opera, da parte della competente soprintendenza.

Il recupero ed il restauro integrale di palazzo ex Enel, ha costituito e costituisce per Fondazione un'adeguata modalità per la valorizzazione e la salvaguardia del proprio investimento immobiliare, considerando che si tratta di un edificio con una superficie complessiva di quasi 3.000 metri quadrati, situato in pieno centro città.

Per la valorizzazione e l'utilizzo di palazzo ex Enel, il Consiglio di Amministrazione di Fondazione ha elaborato il progetto denominato “*bottega XNL*” (suddiviso in “cinema e teatro” e “musica”) finalizzato alla promozione di tutte le arti contempo-

ranee nell'ottica di un impiego integrato che coniughi la formazione e la fruizione di prodotti culturali nella prospettiva di dare impulso al rinnovamento del tessuto sociale del territorio e alla riqualificazione culturale e professionale dello stesso, in un percorso per rafforzare l'eccellenza e l'identità artistica e culturale del territorio di riferimento.

Ex Convento di Santa Chiara

Per dare concreto impulso al recupero e alla valorizzazione del complesso dell'ex convento di Santa Chiara nel corso dell'anno 2024 è stato completato il progetto per la realizzazione dello studentato e del CSRR dedicato alle persone con fragilità. Il predetto progetto dopo l'approvazione della competente soprintendenza ha visto l'avvio, subito dopo il periodo estivo dell'anno 2024, del procedimento unico ex articolo 53, legge regionale n. 24 / 2017; tale procedimento è stato attivato per poter ottenere tutti i titoli abilitativi occorrenti per effettuare l'intervento edilizio relativo alla realizzazione del CSRR – dopo di noi. Il richiamato procedimento unico ex articolo 53, legge regionale n. 24 / 2017, dovrebbe concludere il proprio iter entro il primo semestre dell'anno 2025. Il progetto di recupero dell'ex convento di Santa Chiara, con la realizzazione dello studentato – per complessivi 250 posti letto circa – e il CSRR per persone con fragilità sarà attuato tramite un apposito fondo immobiliare di cui Fondazione sottoscriverà un adeguato numero di quote.

Complesso ex convento Gesuiti – via Melchiorre Gioia

Il completamento dei lavori di adeguamento sismico su una porzione dell'immobile sito in via Melchiorre Gioia, ha evidenziato la possibilità di sviluppare, in collaborazione con l'istituto scolastico che utilizza l'immobile, progetti di ricerca archeologica; in tal modo gli studenti potranno sperimentare direttamente sul campo, quanto stanno apprendendo dal punto vista teorico. Fondazione, altresì, sta valutando il progetto per la riqualificazione dell'area antistante la porzione dell'immobile utilizzato a fini scolastici per renderlo maggiormente fruibile dagli studenti, anche come possibile spazio aggregativo.

IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE E STRUMENTI FINANZIARI NON IMMOBILIZZATI

Il portafoglio finanziario nell'esercizio 2024, rispetto alle consistenze iniziali rilevate al 1 gennaio 2024, è stato interessato dalle operazioni di sottoscrizione, richiami, dismissione e rimborso (sono esclusi ripristini di valore, capitalizzazioni e svalutazioni) di seguito riassunte, suddivise per *asset class*:

	decrementi	incrementi
<i>Obbligazioni</i>	8.250.553	4.906.083
<i>Fondi</i>	409.820	20.000.000
<i>Polizze</i>	0	14.999.550
<i>private equity</i>	309.832	709.969
<i>private debt</i>	1.613.891	4.603.407
<i>gestione patrimoniali mobiliari</i>	15.204.324	0
<i>Liquidità</i>	14.165.143	0
Totale	39.953.563	45.219.009

Al 31 dicembre 2024, il portafoglio finanziario di Fondazione è così costituito:

Immobilizzazioni finanziarie	383.674.553
<i>obbligazioni strutturate</i>	4.975.000
<i>obbligazioni</i>	35.402.716
<i>fondi immobilizzati</i>	151.363.581
<i>polizze</i>	18.808.778
<i>partecipazioni</i>	159.260.542
<i>partecipazioni società strumentali</i>	1.707.271
<i>private equity</i>	3.234.786
<i>private debt</i>	8.921.879
Strumenti finanziari non immobilizzati	16.400.543
<i>fondo Emilia Romagna Social Housing</i>	207.147
<i>liquidità di conto corrente</i>	16.193.396
Totale	400.075.096

Per garantire una maggiore e migliore informazione, nella tabella sottostante, sono riportati i valori contabili ed il fair value dei titoli e degli strumenti finanziari presenti, al 31 dicembre 2024, nel portafoglio di Fondazione.

	<i>valore contabile</i>	<i>fair value</i>
Immobilizzazioni finanziarie	383.674.553	402.745.740
<i>obbligazioni strutturate</i>	<i>4.975.000</i>	<i>4.971.000</i>
<i>obbligazioni</i>	<i>35.402.716</i>	<i>37.065.198</i>
<i>fondi immobilizzati</i>	<i>151.363.581</i>	<i>152.437.528</i>
<i>polizze</i>	<i>18.808.778</i>	<i>18.981.493</i>
<i>partecipazioni</i>	<i>159.260.542</i>	<i>174.564.756</i>
<i>partecipazioni società strumentali</i>	<i>1.707.271</i>	<i>NA</i>
<i>private equity</i>	<i>3.234.786</i>	<i>5.451.208</i>
<i>private debt</i>	<i>8.921.879</i>	<i>9.274.558</i>
Strumenti finanziari non immobilizzati	16.400.543	16.408.820
<i>Fondo Emilia Romagna Social Housing</i>	<i>207.147</i>	<i>215.424</i>
<i>liquidità di conto corrente</i>	<i>16.193.396</i>	<i>16.193.396</i>
Totale	400.075.096	419.154.560

Alla data di redazione del bilancio 2024, la società di gestione del fondo di *private equity Itago IV* non ha ancora reso disponibile il *Net Asset Value (NAV)* della singola quota, per cui quale *fair value* al 31 dicembre 2024 di tale investimento è stato assunto il costo sostenuto, che corrisponde al valore contabile.

La determinazione del *fair value* della partecipazione posseduta in *Cassa Depositi e Prestiti spa* è avvenuta assumendo, in via prudenziale e considerando l'illiquidità del titolo, il prezzo corrispondente a quello applicato all'operazione di cessione posta in essere da Fondazione, relativamente alle predette azioni. Si precisa che il *fair value*, determinato assumendo il prezzo di vendita applicato nella cessione effettuata da Fondazione, è inferiore rispetto al *fair value* di *Cassa Depositi e Prestiti spa*, determinato sulla base della frazione di patrimonio netto di competenza di Fondazione, risultante dal bilancio dell'esercizio sociale chiuso il 31 dicembre 2023, ultimo bilancio approvato dall'assemblea degli azionisti; tali dettagli sono meglio esplicitati nella nota integrativa.

Si sottolinea, come più ampiamente esposto in *nota integrativa*, che nell'ambito delle valutazioni dei titoli iscritti nelle immobilizzazioni finanziarie, nel rispetto dei principi di redazione di bilancio, si è proceduto, con il supporto anche degli *advisors*, all'analisi del valore delle singole posizioni, per verificare, come stabilito dal principio *OIC 21*, la sussistenza di eventuali perdite durevoli di valore e/o della eventuale necessità di ripristino di valori. Si precisa che nell'esercizio 2024 è stata effettuata la svalutazione sia della partecipazione detenuta in *Banca Illimity*, sia delle quote del fondo *Atlante*. Il dettaglio delle svalutazioni operate è illustrato nella *nota integrativa*.

In merito alle “*partecipazioni in società strumentali*”, iscritte in bilancio, al valore di € 1.707.271, si precisa che le stesse sono costituite da:

- “*Fondazione con il Sud*”;
- “*Fondazione Valtidone Musica*”;
- “*Fondazione Teatri di Piacenza*”;
- “*Associazione PoliPiacenza*”;
- “*Leap srl*”.

La partecipazione detenuta in “*Fondazione con il Sud*” deriva dall’applicazione del protocollo d’intesa dell’anno 2006 sottoscritto dalle fondazioni bancarie italiane e dagli organismi che gestiscono i fondi speciali per il volontariato di cui alla legge n. 266 / 1991.

Le partecipazioni in “*Fondazione Valtidone Musica*”, in “*Fondazione Teatri di Piacenza*” e in “*Associazione PoliPiacenza*” sono riconducibili al perseguimento dei fini statuari propri di Fondazione.

Si precisa che tutte le posizioni incluse nella voce “*partecipazioni in società strumentali*” iscritte nella voce “2) *Immobilizzazioni finanziarie*”, dell’attivo di stato patrimoniale devono essere considerate, non tanto quali società strumentali secondo quanto previsto dall’articolo 1, comma 1, lettera h., del D.Lgs. 17 maggio 1999, n. 153 e successive modificazioni ed integrazioni, quanto piuttosto, quali partecipazioni istituzionali non di controllo in enti e società operanti nei settori di riferimento.

Oltre alle partecipazioni iscritte alla voce “*immobilizzazioni finanziarie – partecipazioni in società strumentali*”, di cui si è detto sopra, per le quali Fondazione è intervenuta con propri fondi, nelle misure e negli importi sopra indicati, alla costituzione del patrimonio e/o del fondo di dotazione, Fondazione, ha aderito anche ad altre associazioni, fondazioni, enti consortili, tutte senza scopo di lucro e aventi ad oggetto attività ricomprese fra le finalità istituzionali della Fondazione; nel corso dell’esercizio 2024 le suddette partecipazioni non hanno richiesto o determinato alcun esborso finanziario relativo alla sottoscrizione e/o al versamento di quote di patrimonio, di dotazioni patrimoniali, di fondo consortile o simili. Per ogni maggior dettaglio si rimanda alla descrizione contenuta nella nota integrativa.

DISPONIBILITÀ LIQUIDE

Alla fine dell’esercizio 2024, sui conti correnti bancari intestati a Fondazione e presso la cassa contanti, sono depositati e disponibili circa € 16,197 milioni, con un decremento di circa € 13,815 milioni rispetto all’analoga voce esistente alla fine dell’esercizio precedente.

Il decremento della liquidità è dovuto, essenzialmente, alla sottoscrizione di ulteriori quote del fondo *Eurizon Institutional Solutions Fund – diversified allocation fund 4*; la liquidità apportata al predetto fondo ammonta, infatti, ad € 20 milioni. Il dettaglio delle movimentazioni intervenute è esplicitato nella nota integrativa.

La liquidità a disposizione di Fondazione, considerato quanto rappresentato nel capoverso che precede, è funzionale alle proprie esigenze operative, nella prospettiva dell’ottimizzazione della gestione di tesoreria, considerate le opportunità offerte dai tassi di interesse applicati nel corso dell’anno 2024.

PATRIMONIO NETTO E FONDI PER L’ATTIVITÀ DI ISTITUTO

Riguardo il consolidamento del patrimonio di Fondazione è importante soffermare l’attenzione sulle variazioni intervenute nelle varie componenti del patrimonio

netto. Il dettaglio delle predette variazioni di patrimonio netto è riepilogato nella tabella di seguito riportata.

Patrimonio Netto	2024	2023	Delta
<i>Fondo di dotazione</i>	118.943.574	118.943.574	0
<i>Riserva rivalutazioni e plusvalenze</i>	173.910.545	172.318.352	1.592.193
<i>Riserva obbligatoria</i>	54.800.655	52.677.731	2.122.924
<i>Riserva integrità economica</i>	38.886.373	38.886.373	0
Totale Patrimonio Netto	386.541.147	382.826.030	3.715.117

Ampliando l'osservazione delle variazioni che hanno interessato il patrimonio netto, a partire dalla consistenza rilevata al 31 dicembre 2016, si evidenzia che, il patrimonio netto di Fondazione si è incrementato, in termini assoluti di € 29,962 milioni, mentre in termini percentuali l'incremento è stato del 8,40%; rispetto all'esercizio 2023, il patrimonio netto si incrementa di € 3,715 milioni, in relazione agli accantonamenti alla riserva obbligatoria ed alla riserva rivalutazioni e plusvalenze. Focalizzando l'attenzione sull'ultimo quadriennio, le variazioni intervenute nel patrimonio netto sono evidenziate nella tabella riportata di seguito:

	2021	2022	2023	2024
<i>patrimonio netto</i>	374.608.514	378.774.215	382.826.030	386.541.147
<i>incremento su anno precedente</i>	5.106.200	4.165.701	4.051.815	3.715.117

Per quanto riguarda il *fondo stabilizzazione erogazioni* future si osserva che, nell'esercizio 2024, l'incremento è stato di € 0,317 milioni, come meglio dettagliato nella sottostante tabella:

	2024	2023	delta 2024 - 2023
<i>fondo stabilizzazioni erogazioni future</i>	16.837.175	16.519.797	317.378

La variazione netta del *fondo stabilizzazione erogazioni future* intervenuta nell'anno 2024, sopra evidenziata, è il risultato di inglobamenti di contributi deliberati in precedenti esercizi e non utilizzati, per l'importo complessivo di € 5.000, del risparmio erogativo dell'anno 2024, pari ad € 6.936, dell'utilizzo per € 1.953.259 milioni avvenuto nell'esercizio, nonché dell'accantonamento effettuato a valere sull'avanzo dell'esercizio in commento per € 2.258.701. Considerando le variazioni che hanno interessato la voce *fondo stabilizzazione erogazioni future* a partire dalla consistenza rilevata al 31 dicembre 2016 si osserva che l'incremento, nel periodo compreso fra gli esercizi 2016 – 2024, è stato complessivamente pari ad € 3,892 milioni che, in termini percentuali, rappresenta un aumento di oltre il 30%. Focalizzando l'attenzione sull'ultimo quadriennio, le variazioni intervenute nel *fondo stabilizzazione erogazioni future* sono evidenziate nella tabella riportata di seguito.

	2021	2022	2023	2024
<i>fondo stabilizzazioni erogazioni</i>	15.349.147	15.183.747	16.519.797	16.837.175
<i>variazione rispetto all'anno precedente</i>	-40.907	-165.400	1.336.050	317.378

Il *fondo stabilizzazione erogazioni future* svolge un ruolo molto importante in quanto lo stesso costituisce una sorta di riserva che potrà essere utilizzata in quegli anni in cui il risultato di gestione non fosse sufficiente per destinare all'attività istituzionale un ammontare di risorse adeguato ad effettuare le necessarie erogazioni a sostegno ed a favore delle comunità che risiedono nei territori di riferimento.

FONDI PER RISCHI ED ONERI

Rinviando per maggiori dettagli a quanto esposto in *nota integrativa*, si evidenzia che, alla fine dell'esercizio 2024, il fondo in esame ammonta a complessivi € 522 mila. Nell'anno 2024, il fondo rischi ed oneri non è stato interessato da nuovi accantonamenti, poiché la consistenza dello stesso è adeguata a dare copertura ai rischi connessi alla fideiussione rilasciata, nell'interesse di Fondazione, da un istituto di credito a favore di *Vei Log spa* in liquidazione. La predetta fideiussione è conseguente alla distribuzione effettuata a Fondazione, da parte del liquidatore della predetta società, del secondo acconto di liquidazione.

ELEMENTI ECONOMICI

Nell'anno 2024 il legislatore non ha emanato il regolamento in materia di bilancio previsto dall'articolo 9, D.Lgs. n. 153 / 1999; pertanto il bilancio dell'esercizio 2024, nel rispetto dell'articolo 1, comma 1, del decreto emanato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze – Direttore Generale dell'Economia del 13 marzo 2025, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 63 del 17 marzo 2025, è redatto sulla base delle indicazioni fornite dall'Autorità di Vigilanza, le quali dispongono che: *“Nella redazione del bilancio d'esercizio 2024, le fondazioni bancarie osservano le disposizioni di cui al provvedimento del Ministro del tesoro, del bilancio e della programmazione economica del 19 aprile 2001, tenuto conto di quanto disposto dall'art. 45, comma 3-octies, del decreto-legge 21 giugno 2022, n. 73, convertito, con modificazioni, dalla legge 4 agosto 2022, n. 122 e dall'art. 1, comma 1, del decreto ministeriale 23 settembre 2024...”*.

Finché non sarà istituita, nell'ambito di una riforma organica, una nuova autorità di controllo e vigilanza sulle persone giuridiche private disciplinate dal Titolo II del Libro Primo del Codice Civile, la vigilanza sulle fondazioni di origine bancaria resta attribuita al Ministero dell'Economia e delle Finanze.

Le principali voci del conto economico dell'esercizio 2024 possono essere così, sinteticamente, rappresentate:

1. Nell'esercizio 2024 il **risultato delle gestioni patrimoniali individuali [voce 1) dello schema di conto economico]** ha contribuito in modo positivo al risultato di gestione per l'importo netto di € 467 mila; nel precedente esercizio 2023, il contributo economico di questa tipologia di investimento era stato pari ad € 835 mila. La riduzione dei proventi generati dalla gestione patrimoniale mobiliare è dovuta al fatto che il predetto investimento, nel corso del mese di agosto 2024 è stato integralmente dismesso.

Risultato gestioni patrimoniali mobiliari	2024	2023
<i>gestione patrimoniale mobiliare Banca Generali Top Client</i>	529.571	867.555
<i>ritenute fiscali su proventi gestioni patrimoniali mobiliari</i>	-62.838	-32.053
Totale	466.733	835.502

2. I dividendi e proventi assimilati [voce 2) dello schema di conto economico] conseguiti nell'esercizio 2024 sono stati complessivamente pari a € 14,206 milioni, mostrando un incremento di circa € 4,913 milioni, rispetto all'analoga voce dell'anno 2023. Nell'anno 2024, Fondazione ha incassato i dividendi distribuiti da *Cassa Depositi e Prestiti SpA*, *Crédit Agricole Italia SpA*, *Banca Illimity SpA* e *Banca d'Italia*, per complessivi € 10,154 milioni; tale ammontare evidenzia un incremento di € 1,515 milioni, rispetto all'analoga voce dell'esercizio precedente. L'incremento dei dividendi percepiti è dovuto, in modo prevalente, al maggior dividendo distribuito nell'anno 2024 da *Crédit Agricole Italia spa*; nell'esercizio in commento il dividendo percepito da Fondazione è stato di € 4,173 milioni, rispetto ad € 3,480 milioni dell'esercizio precedente, per cui l'incremento percentuale è stato di circa il 20%. Il dividendo che *Cassa Depositi e Prestiti spa* ha distribuito nell'anno 2024 è risultato maggiore di circa il 18% rispetto a quello dell'anno precedente; nello specifico il dividendo distribuito da *CDP spa* è stato di € 5,274 milioni, rispetto ad € 4,459 milioni dell'esercizio precedente. In questa voce del *conto economico* sono stati contabilizzati anche i dividendi lordi distribuiti, dai fondi *Quaestio global diversified III*, per complessivi € 1,552 milioni, *Quaestio Alternative Funds – fund four*, per complessivi € 1,321 milioni, *Eurizon Institutional Solutions Fund – diversified allocation 4* per complessivi € 1,304 milioni e *Blackrock sustainable global bond income fund*, per complessivi € 0,587 milioni. Nella voce 2) *dividendi e proventi assimilati*, sono inoltre iscritti e contabilizzati i proventi distribuiti dai fondi di *private debt* e di *private equity*, per l'importo complessivo, rispettivamente di € 288 mila ed € 109 mila. Il dettaglio dei proventi contabilizzati in questa voce è riassunto nella tabella di seguito riportata:

	2024	2023
<i>dividendo CDP spa</i>	5.273.790	4.459.050
<i>dividendo Crédit Agricole Italia spa</i>	4.173.316	3.480.321
<i>dividendo Banca Illimity spa</i>	26.870	19.451
<i>dividendo Banca d'Italia</i>	680.000	680.000
<i>dividendo Quaestio global diversified III</i>	1.551.999	160.000
<i>dividendo Quaestio alternative funds fund four</i>	1.321.366	160.166
<i>dividendo Eurizon institutional solutions fund</i>	1.303.760	0
<i>dividendo Blackrock sustainable global bond income fund</i>	587.319	539.488
<i>proventi da private equity</i>	109.418	0
<i>proventi da private debt</i>	287.770	0
<i>ritenute su dividendi fondi</i>	-1.058.704	-206.062
<i>ritenute su dividendi da fondi di private equity e private debt</i>	-50.785	0
<i>arrotondamenti</i>	1	0
TOTALE	14.206.121	9.292.413

3. Gli **interessi e proventi assimilati [voce 3) dello schema di conto economico]** contabilizzati in questa voce sono pari ad € 2,070 milioni ed evidenziano un incremento di € 0,554 milioni rispetto all'analoga voce del precedente esercizio, quando era risultata pari ad € 1,516 milioni. L'aumento dei proventi iscritti in questa voce è dovuto al rendimento prodotto dagli investimenti diretti in titoli obbligazionari, che nell'esercizio in commento ha esplicitato tutta la propria capacità di remunerazione del capitale impiegato. L'investimento diretto in obbligazioni, infatti, consente a Fondazione di beneficiare delle cedole corrisposte da tali titoli, le quali considerano i più elevati tassi di interesse rispetto a quelli degli anni precedenti, quando i rendimenti dei titoli obbligazionari erano nulli ovvero, in alcuni casi, negativi. In questa voce sono contabilizzate le cedole relative alle obbligazioni strutturate, alle obbligazioni, alle polizze di capitalizzazione e gli interessi di conto corrente bancario. Si precisa che l'ammontare della voce *interessi e proventi assimilati* è esposto in bilancio al netto delle ritenute alla fonte applicate sui proventi realizzati, in forza delle disposizioni di legge in materia. Il dettaglio dei proventi contabilizzati in questa voce è riassunto nella tabella di seguito riportata:

	2024	2023
<i>cedole obbligazionarie</i>	1.798.952	1.291.969
<i>interessi e altri proventi</i>	966.284	712.277
<i>ritenute su cedole obbligazionarie</i>	-453.884	-317.256
<i>ritenute su interessi e altri proventi</i>	-241.403	-170.543
<i>arrotondamenti</i>	-1	1
Totale	2.069.948	1.516.448

4. Nella voce **rivalutazione (svalutazione) netta di immobilizzazioni finanziarie [voce 6) dello schema di conto economico]** è iscritto l'importo di € 882.564, ammontare che corrisponde alla svalutazione della partecipazione detenuta in *Illimity Bank* e delle quote di fondo *Atlante*. La svalutazione delle azioni *Illimity Bank*, pari ad € 616.680, operata a fini prudenziali e nell'osservanza delle previsioni recate dal principio *OIC 21*, è stata determinata considerando sia il persistere, da diverso tempo, di una quotazione depressa del titolo, sia l'offerta pubblica di acquisto e scambio volontaria sulla totalità delle azioni di *Illimity Bank* presentata da Banca *Ifis*. La svalutazione delle quote di fondo *Atlante*, pari a complessivi € 265.884, è stata operata anch'essa in via prudenziale, considerando sia il fatto che diversamente dagli anni precedenti il *NAV* al 31 dicembre 2024 risulta inferiore rispetto al valore contabile dell'investimento, sia il prolungarsi dei tempi di incasso dei crediti che costituiscono l'attivo del predetto fondo nonché della comunicazione con cui *DeA Capital*, quale gestore del fondo, all'inizio del mese di dicembre 2024 informava i quotisti di aver ricevuto da institori istituzionali di primario *standing*, due *Non Binding Offers (NBOs)*, fornendo generiche informazioni riguardo i contenuti economici riguardanti il possibile acquisto delle quote di fondo *Atlante*.
5. nella voce **altri proventi [voce 9) dello schema di conto economico]** sono contabilizzati i proventi residuali realizzati da Fondazione che, nell'anno 2024,

ammontano ad € 473 mila, ammontare leggermente superiore rispetto al precedente esercizio 2023, quando erano pari ad € 380 mila. In questa voce è contabilizzato sia l'importo di € 250 mila, che si riferisce ai canoni di locazione attivi percepiti a seguito della concessione in locazione di immobili di proprietà, sia i crediti d'imposta riconosciuti a Fondazione in applicazione delle vigenti previsioni normative (art bonus, risparmio energetico, rifacimento facciate, ...).

6. nella voce **oneri [voce 10) oneri dello schema di conto economico]** è contabilizzato l'importo complessivo di € 2,480 milioni, il quale si esplicita e dettaglia nelle seguenti sotto categorie:

	2024	2023	delta 2024 - 2023
<i>compensi e rimborsi organi statutari</i>	221.834	213.695	8.139
<i>personale</i>	655.922	602.665	53.257
<i>consulenti e collaboratori esterni</i>	194.817	86.425	108.392
<i>servizi gestione patrimonio</i>	87.619	87.487	132
<i>interessi passivi e altri oneri</i>	117.212	295.172	-177.960
<i>commissioni di negoziazione</i>	11.140	23.403	-12.263
<i>ammortamenti</i>	541.384	540.238	1.146
<i>accantonamenti</i>	0	260.000	-260.000
<i>altri oneri</i>	649.679	637.020	12.659
Totale	2.479.607	2.746.105	-266.498

L'importo complessivo della voce degli oneri sostenuti da Fondazione nell'anno 2024 è inferiore di € 266 mila rispetto all'analogo voce del precedente esercizio 2023. Tale decremento è ascrivibile, in via principale e praticamente esclusivo, al fatto che nell'esercizio 2024 non è stato effettuato alcun accantonamento al *fondo rischi ed oneri*, mentre nell'anno 2023, era stata effettuato un accantonamento di € 260 mila. Di seguito si esplicitano i dettagli delle voci di costo iscritte nel bilancio dell'esercizio 2024.

- Nella sottovoce "*compensi e rimborsi spese organi statutari*" è contabilizzato l'importo di € 222 mila, che evidenzia un modesto incremento di circa € 8 mila rispetto all'analogo costo dell'esercizio 2023. Tale incremento è motivato dal fatto che nell'anno 2024, si sono svolte un maggior numero di riunioni degli organi, rispetto a quelle del precedente esercizio 2023. Al riguardo si precisa che nell'anno 2024 i compensi riconosciuti ai membri degli organi statutari di Fondazione non hanno subito alcuna variazione. Per quanto concerne la politica di remunerazione degli organi statutari, si osserva che Fondazione, anche nell'anno 2024, rispetta le previsioni dell'articolo 9 del Protocollo d'Intesa ACRI – MEF del 22 aprile 2015, che fissa i criteri per la determinazione della somma complessiva da corrispondere a qualunque titolo ai membri dei vari organi. Al riguardo si precisa che i compensi effettivamente corrisposti nell'esercizio 2024 da Fondazione ai membri di tutti gli organi statutari, nonché ai componenti delle varie commis-

sioni consultive costituite, sono nettamente inferiori rispetto al limite massimo di compensi che potrebbero essere corrisposti, nel rispetto delle previsioni di cui al protocollo d'intesa ACRI – MEF;

- la sottovoce “*personale*” ammonta ad € 656 mila ed include tutti i costi relativi al personale dipendente di Fondazione; il costo di competenza dell'anno 2024 è risultato superiore di circa € 53 mila rispetto all'analoga voce del precedente esercizio; ciò è essenzialmente dovuto all'incremento dei compensi dei dipendenti derivante dalla delibera assunta dall'organo amministrativo nella prospettiva di consentire il recupero dal valore reale delle remunerazioni che nel tempo è stato eroso dall'inflazione;
- la sottovoce “*consulenti e collaboratori esterni*” ammonta ad € 194 mila, importo superiore di circa € 108 mila rispetto all'analoga voce del precedente esercizio 2023; la stessa, fra l'altro, comprende i costi sostenuti per le prestazioni di professionisti, il compenso corrisposto alla società di revisione ed ai membri dell'organismo di vigilanza. L'incremento di questa voce di costo è dovuto ai costi sostenuti per consulenze straordinarie in materia legale, nonché per prestazioni professionali riguardanti alcuni immobili di cui Fondazione è proprietaria;
- la sottovoce “*servizi di gestione del patrimonio*” evidenzia l'importo complessivo di € 87 mila e la stessa si riferisce ai costi sostenuti per le prestazioni degli advisor incaricati di assistere il Consiglio di Amministrazione nelle verifiche e nella gestione del portafoglio finanziario. I costi sostenuti per i servizi di gestione del patrimonio evidenziano una sostanziale stabilità rispetto all'onere sostenuto per l'anno 2023;
- la sottovoce “*interessi passivi e altri oneri finanziari*” si riferisce alle commissioni ed alle spese bancarie, nonché alle commissioni corrisposte ai gestori con i quali Fondazione ha in essere mandati di gestione patrimoniale mobiliare. I costi sostenuti nell'esercizio 2024 a titolo di “interessi passivi e altri oneri finanziari” sono stati pari ad € 117 mila, con un decremento di circa € 178 mila rispetto all'analoga voce del bilancio dell'esercizio 2023, il cui dettaglio è di seguito riportato:

	2024	2023	delta 2024 - 2023
<i>commissioni di gestione</i>	66.045	103.632	-37.587
<i>commissioni e oneri bancari</i>	49.615	48.282	1.333
<i>interessi passivi – anche per equalizzazione</i>	1.552	143.258	-141.706
Totale	117.212	295.172	-177.960

Si evidenzia che il minor importo contabilizzato in questa sottovoce è dovuto, principalmente, agli interessi passivi per equalizzazione, che Fondazione nell'anno 2024 ha corrisposto in misura nettamente inferiore rispetto a quella dell'anno precedente. Si precisa che gli interessi passivi per equalizzazione sono dovuti per le sottoscrizioni di quote dei fondi di *private debt* in un *closing* successivo al primo. Considerato che tutti gli investitori partecipano ai proventi in misura proporzionale alle quote possedute, è necessario ristorare gli investitori che hanno sottoscritto le quote in *closing* precedenti; tale ristoro avviene mediante il meccanismo degli interessi di equalizzazione.

- La sottovoce “*ammortamenti*” evidenzia l’importo complessivo di € 541 mila, ammontare che corrisponde allo stanziamento di competenza dell’esercizio 2024 delle quote di ammortamento relative alle immobilizzazioni materiali ed immateriali di proprietà di Fondazione. Al riguardo si precisa che, per la voce “*immobili*”, solo gli immobili strumentali e quelli da reddito sono oggetto di ammortamento. L’ammontare degli ammortamenti imputati al conto economico dell’esercizio 2024 evidenzia una sostanziale stabilità rispetto all’esercizio 2023;
 - la sottovoce “*altri oneri*” ammonta complessivamente ad € 650 mila; in questa voce, che ha carattere residuale, sono contabilizzati tutti i restanti costi di competenza sostenuti nell’esercizio 2024 da Fondazione per il proprio regolare funzionamento;
- 7 i **proventi straordinari [voce 11) proventi straordinari dello schema di conto economico]** realizzati nell’esercizio 2024 sono pari ad € 12.750. In questa voce sono state contabilizzate le plusvalenze derivanti dall’alienazione dell’autovettura, dall’importo incassato con riferimento al *default* dell’obbligazione *Cirio Holding*, per € 6.500, nonché alcune sopravvenienze attive derivanti dal venir meno di alcuni costi;
 8. gli **oneri straordinari [voce 12) oneri straordinari dello schema di conto economico]** ammontano a € 717 mila. Nella predetta voce sono imputati i componenti negativi di reddito di competenza del precedente esercizio 2023, pari ad € 16 mila, oltre alla minusvalenza conseguita a seguito della dismissione del titolo obbligazionario *Trade Finance*, pari ad € 701 mila;
 9. la voce **imposte [voce 13) dello schema di conto economico]** iscritta nel bilancio 2024 presenta un incremento di circa € 44 mila, rispetto al precedente periodo. L’ammontare delle imposte iscritte nel bilancio dell’esercizio 2024 è pari ad € 1,314 milioni, rispetto ad € 1,270 milioni del precedente esercizio. È opportuno precisare che gli oneri fiscali a carico di Fondazione non sono rappresentati solamente da quelli iscritti nella voce *imposte*; per determinare il carico fiscale gravante su Fondazione, infatti, devono essere considerate anche le ritenute alla fonte applicate a titolo d’imposta sui redditi di capitale (interessi, cedole obbligatorie, ...) percepiti da Fondazione, imputate a decremento diretto del provento cui si riferiscono, nonché l’IVA, addebitata sugli acquisti che Fondazione, quale ente non commerciale, non può detrarre, andando in tal modo ad incrementare i relativi costi sostenuti.

Le “*imposte dirette*”, imputate in questa voce del conto economico dell’esercizio 2024, si riferiscono ad *IRES* ed *IRAP*, ed ammontano complessivamente a € 1,151 milioni. Si precisa che Fondazione, in via prudenziale, ha determinato l’ammontare dell’*IRES* dovuta sul proprio reddito imponibile applicando l’aliquota piena e non quella ridotta al cinquanta per cento, come previsto dall’articolo 6, DPR n. 601 / 1973. Fondazione ritiene, nonostante il differente orientamento espresso dall’Agenzia delle Entrate nella propria circolare n. 35/E del 28 dicembre 2023, di poter legittimamente applicare l’agevolazione prevista dall’articolo 6, DPR n. 601 / 1973. A tutela delle proprie ragioni, mantenendo in ogni caso un approccio prudenziale, Fondazione ha presentato alla competente Agenzia delle Entrate, apposite istanze di rimborso, ai sensi dell’articolo 38, DPR n. 602 / 1973, per l’imposta *IRES* pagata in eccesso rispetto alle previsioni di cui al già citato articolo 6,

DPR n. 601 / 1973. Le istanze di rimborso presentate riguardano i periodi d'imposta dal 2015 al 2021. L'importo complessivamente richiesto a rimborso, quale *IRES* versata senza applicare la riduzione dell'aliquota *IRES*, è pari ad oltre € 4 milioni.

Le “*imposte indirette*” sono contabilizzate per € 0,163 milioni e gli importi di maggior rilievo sono quelli relativi alla imposta di bollo, pari a € 0,076 milioni e all'*I-MU – IMIS*, che ammonta ad € 0,075 milioni;

10. la voce **accantonamento ex articolo 1, comma 44, legge n. 178 / 2020 [voce 13bis) dello schema di conto economico]** è stata inserita nello schema del conto economico per evidenziare l'applicazione di quanto previsto dall'articolo 1, comma 44 e seguenti legge n. 178 / 2020. Tale disposizione prevede che gli utili percepiti dagli enti non commerciali, fra cui è ricompresa Fondazione, a decorrere dall'esercizio in corso al 1° gennaio 2021, non concorrono alla formazione del reddito imponibile nella misura del 50%. In questa voce è iscritto l'importo di € 1,220 milioni, ammontare corrispondente a quanto espressamente stabilito dal comma 47, della già citata disposizione normativa, in forza della quale le fondazioni di origine bancaria di cui al decreto legislativo 17 maggio 1999, n. 153, destinano l'imposta sul reddito non dovuta in applicazione della disposizione di cui al comma 44, al finanziamento delle attività di interesse generale ivi indicate, accantonandola, fino all'erogazione, in un apposito fondo destinato all'attività istituzionale.

L'avanzo di gestione dell'esercizio 2024, che emerge detraendo dai proventi gli oneri, sopra meglio dettagliati, è pari ad € 10.614.618; per consentire un miglior apprezzamento del risultato economico, conseguito nell'esercizio in commento, si evidenziano gli avanzi di gestione negli ultimi cinque periodi.

	2020	2021	2022	2023	2024
<i>avanzo dell'esercizio</i>	10.034.965	10.358.749	8.088.563	10.837.188	10.614.618

Al riguardo si osserva che il risultato dell'esercizio 2024, può essere considerato migliore di quelli precedenti; al riguardo si deve evidenziare che negli esercizi precedenti al 2024 l'avanzo di gestione beneficiava di poste straordinarie positive di elevato importo, mentre l'avanzo di gestione dell'esercizio in commento non è stato influenzato da poste straordinarie positive.

L'avanzo di € 10.614.618, conseguito nell'esercizio 2024 determina i seguenti accantonamenti:

- **riserva obbligatoria:** € 2,123 milioni; l'accantonamento alla voce “*riserva obbligatoria*” è pari al 20% dell'avanzo d'esercizio, misura indicata dall'Autorità di Vigilanza;
- **riserva da rivalutazioni e plusvalenze:** € 1,592 milioni. Il predetto accantonamento ha la funzione di ripristinare all'originario valore la “*riserva da rivalutazioni e plusvalenze*” utilizzata, previa autorizzazione del Ministero dell'Economia e Finanze – Dipartimento del Tesoro, per le svalutazioni operate negli esercizi 2011 e 2013. L'accantonamento alla “*riserva da rivalutazioni e plusvalenze*” è effettuato nella misura del 15% dell'avanzo di gestione; tale accantonamento risponde

alle previsioni della lettera del Ministero dell'Economia e Finanze – Dipartimento del Tesoro prot. DT 36760 del 6 maggio 2014.

- **accantonamento FUN:** € 0,324 milioni;
- **accantonamento ai fondi per le erogazioni nei settori rilevanti:** € 4,246 milioni, destinati all'attività erogativa dell'esercizio 2025;
- **accantonamento ai fondi per le erogazioni nei settori statutari:** € 0,034 milioni, destinati all'attività erogativa dell'esercizio 2025;
- **accantonamento altri fondi per l'attività di istituto:** € 0,036 milioni;
- **accantonamento al fondo stabilizzazione erogazioni future:** € 2,259 milioni.

RENDIMENTI ECONOMICI

Nell'esercizio 2024 il rendimento medio, al lordo della tassazione, generato dal portafoglio finanziario di Fondazione è stato del:

- 4,74% considerando i rendimenti lordi riferiti agli investimenti considerati al loro valore contabile;
- 4,27% considerando i rendimenti lordi riferiti agli investimenti al *fair value* al 31 dicembre 2024.

Si evidenzia che nella determinazione dei rendimenti lordi del portafoglio finanziario, la componente liquida depositata sui conti correnti bancari è stata considerata nell'importo della giacenza media annua e non nella giacenza puntuale rilevata alla data del 31 dicembre 2024; in modo analogo è stato determinato il valore medio degli investimenti che hanno subito movimentazioni (per sottoscrizioni o per rimborsi) nel corso dell'anno 2024.

Per comprendere e valutare il rendimento ottenuto nell'esercizio 2024 è opportuno scomporre lo stesso fra le sue varie componenti; in relazione alla rilevanza che queste hanno all'interno del portafoglio finanziario, la ripartizione sarà effettuata con riferimento alle componenti:

- dividendi azionari e da fondi di investimento;
- cedole e proventi da obbligazioni;
- interessi e proventi da liquidità, polizze e investimenti residui.

Il rendimento medio annuo lordo delle singole componenti del portafoglio finanziario di Fondazione è evidenziato nella sottostante tabella.

	rendimento annuo lordo (contabile)	rendimento annuo lordo (fair value)
<i>dividendi azionari e da fondi</i>	5,0518%	4,5535%
<i>cedole e proventi obbligazionari</i>	4,1654%	4,1484%
<i>interessi e proventi da liquidità, polizze e altri investimenti</i>	3,5093%	2,9163%

Dividendi azionari e da fondi di investimento

Nell'esercizio 2024, Fondazione ha incassato dividendi dalle partecipazioni possedute per complessivi € 10,154 milioni; nello specifico i dividendi incassati da Fondazione, nell'esercizio 2024, derivano:

- € 5,274 milioni dalle azioni *Cassa Depositi e Prestiti SpA*;

- € 4,173 milioni dalle azioni *Crédit Agricole Italia SpA*;
- € 0,680 milioni dalle quote di partecipazione al capitale di *Banca d'Italia*;
- € 0,027 milioni dalle azioni *Banca Illimity SpA*.

Il rendimento della componente azionaria dell'anno 2024, rispetto a quello del precedente esercizio 2023, risente positivamente dell'incremento dei dividendi distribuiti da *Crédit Agricole Italia SpA* e da *Cassa Depositi e Prestiti SpA*. È rimasto invariato il dividendo distribuito da *Banca d'Italia*. Nell'esercizio 2024 il dividendo distribuito da *Banca Illimity SpA* è stato leggermente superiore rispetto a quello del precedente esercizio. Si osserva che nell'esercizio in commento come già nel precedente esercizio 2023, l'*asset class* azionaria è quella che ha fornito il maggior contributo economico all'avanzo di gestione. Al riguardo si precisa che in forza delle disposizioni recate dall'articolo 1, comma 44 e seguenti, legge 30 dicembre 2020, n. 178, a partire dall'esercizio 2021, gli utili percepiti dagli enti non commerciali, fra cui è ricompresa anche Fondazione, non concorrono alla formazione del reddito imponibile nella misura del 50 per cento del loro ammontare. In concreto la citata disposizione normativa ha determinato, in capo a Fondazione, un minor costo per *IRES* per € 1,220 milioni; tale importo, per espressa previsione dei commi 46 e 47, della già citata legge n. 178 / 2020, è destinato al finanziamento delle attività di interesse generale stabilite dalla predetta norma, accantonandola, fino all'erogazione, in un apposito fondo destinato all'attività istituzionale.

Per quanto concerne i fondi di investimento i dividendi lordi complessivamente distribuiti nel 2024, sono stati pari ad € 4,764 milioni; nel dettaglio gli stessi sono attribuibili quanto a:

- € 1,552 milioni al fondo *QSF global diversified III*;
- € 1,321 milioni al fondo *QAF Quaestio fund four*;
- € 1,304 milioni al fondo *Eurizon Institutional Solutions Fund – diversified allocation 4*;
- € 0,587 milioni al fondo *Blackrock sustainable global bond income fund*.

Per quanto riguarda i fondi di investimento, si precisa che in questa categoria sono comprese anche le quote del fondo *Atlante* e del fondo *Emilia Romagna Social Housing (FERSH)*, che non prevedono la distribuzione di dividendi.

Cedole e proventi da obbligazioni

Il portafoglio obbligazionario detenuto da Fondazione, include sia titoli ordinari, sia un'unica obbligazione strutturata; si precisa che quest'ultima rappresenta una componente marginale e di diversificazione, nel portafoglio finanziario di Fondazione. Il rendimento annuo lordo generato dai titoli obbligazionari complessivamente detenuti da Fondazione è stato, con riferimento al valore contabile, del 4,17%, e del 4,15% se rapportato al *fair value*.

Si precisa che il rendimento annuo lordo dell'unica obbligazione strutturata posseduta, nell'esercizio 2024 è stato pari a circa al 3,30% con riferimento al valore sia contabile sia al *fair value* considerando che la differenza fra i due valori è assolutamente marginale.

La componente obbligazionaria ordinaria si compone per la maggior parte da titoli a tasso fisso, il cui obiettivo è quello di beneficiare delle cedole periodiche pagate dagli emittenti. I tassi di interesse evidenziati dai mercati finanziari che hanno caratterizzato l'esercizio in commento, hanno reso interessante e profittevole l'investimento in obbligazioni, in ottica *buy & hold*. La *duration* media del portafoglio obbligazionario è di circa 4 anni, con un rendimento annuo lordo superiore al 4,28%. Le cedole pagate periodicamente dalle obbligazioni presenti nel portafoglio consen-

tono a Fondazione di incassare risorse finanziarie da destinare alla propria attività erogativa.

Interessi e proventi da liquidità, polizze e altri investimenti

In questa componente sono compresi gli investimenti in polizze, in fondi di *private equity* e di *private debt*, in gestioni patrimoniali mobiliari, nonché la liquidità depositata sui conti correnti bancari.

Per quanto riguarda la gestione patrimoniale mobiliare, si segnala che questa, nell'esercizio 2024, ha generato una performance economica positiva lorda di circa € 530 mila. L'investimento in fondi di *private equity* ha contribuito al risultato economico d'esercizio, in via principale per effetto dei proventi distribuiti da un fondo, il quale avendo terminato il periodo di investimento ha già avviato la fase di disinvestimento. Si precisa che i rendimenti periodici prodotti dalle polizze di capitalizzazione non sono distribuiti, ma capitalizzati all'interno delle polizze e distribuito insieme al capitale al momento del riscatto delle stesse.

Il rendimento complessivo lordo generato dagli investimenti sopra indicati è stato del 3,51% se rapportato al valore contabile e del 2,92% rispetto al *fair value*.

Considerata l'eterogeneità della tipologia di investimenti che hanno contribuito a generare la performance economica dell'esercizio 2024, per maggior chiarezza, si evidenziano i rendimenti delle diverse posizioni.

Il rendimento lordo realizzato nell'anno 2024 dall'investimento in fondi di *private equity* è stato del 3,45% se determinato con riferimento al valore contabile e del 2,75% considerando il *fair value*. Per quanto riguarda i fondi di *private debt* il loro rendimento è stato del 4,51% se commisurato al valore contabile e del 4,40% considerando il loro *fair value*.

Il rendimento annuo lordo della gestione patrimoniale mobiliare è stato del 5,77%.

In aggiunta ai redditi derivanti dai titoli e dagli strumenti presenti nel portafoglio finanziario, nell'esercizio 2024, sono stati realizzati altri componenti positivi di reddito per € 473 mila; tale valore, che è iscritto nella voce "*altri proventi*", si riferisce quanto ad € 250 mila a canoni di locazione immobiliare di competenza dell'esercizio 2024, nonché quanto ad € 223 mila alle quote di competenza dell'esercizio 2024 dei crediti d'imposta spettanti a Fondazione.

RISCHI CONNESSI ALLA GESTIONE DEL PATRIMONIO

Per evidenziare i rischi connessi alla gestione del patrimonio, si riporta la suddivisione del portafoglio finanziario, nella sua composizione al 31 dicembre 2024, fra le varie *asset class*. Al riguardo si precisa che nel portafoglio, per le ragioni in precedenza dettagliate, non è incluso il valore delle partecipazioni in società strumentali, nonostante le stesse siano iscritte fra le immobilizzazioni finanziarie dell'attivo di stato patrimoniale.

	Esercizio 2024	Esercizio 2023
Immobilizzazioni finanziarie	381.967.281	347.789.619
<i>obbligazioni strutturate</i>	4.975.000	4.975.000
<i>obbligazioni</i>	35.402.716	38.747.186
<i>fondi immobilizzati</i>	151.363.581	131.765.968
<i>polizze</i>	18.808.778	3.657.231
<i>partecipazioni</i>	159.260.541	159.877.222
<i>private equity</i>	3.234.786	2.834.649
<i>private debt</i>	8.921.879	5.932.363
Strumenti finanziari non immobilizzati	16.400.543	45.429.456
<i>Fondo Emilia Romagna Social Housing</i>	207.147	214.580
<i>gestione patrimoniale mobiliare</i>	0	15.204.324
<i>liquidità di conto corrente</i>	16.193.396	30.010.552
Totale	398.367.824	393.219.075

Le “*immobilizzazioni finanziarie*” si caratterizzano per un orizzonte temporale di medio – lungo termine, con rendimenti che consentano, in linea generale ed in presenza di una situazione normale dei mercati finanziari, di conservarne il valore reale e generare un flusso di reddito, e / o incrementi di valore all’atto della dismissione / liquidazione, adeguato e congruo all’attività istituzionale propria di Fondazione. Dal complesso degli investimenti iscritti nella voce “*immobilizzazioni finanziarie*” Fondazione attende di ottenere il rendimento necessario per lo svolgimento della propria attività istituzionale; l’allocazione fra le varie *asset class* degli investimenti finanziari, persegue l’obiettivo di limitare, per quanto consentito dai mercati finanziari e dalla volatilità che caratterizza gli stessi, l’eccessiva variabilità dei proventi. Allo scopo, con lo specifico supporto degli *advisor*, è attuato il controllo del rischio per mantenere lo stesso entro limiti ordinari compatibili con l’*asset allocation* strategica adottata da Fondazione. Nelle fasi di maggior volatilità il livello di rischio è ridotto, diminuendo l’esposizione verso le *asset class* più rischiose, e ciò per limitare le possibili perdite che potrebbero interessare gli investimenti finanziari di Fondazione.

Gli “strumenti finanziari non immobilizzati”, escludendo la liquidità di conto corrente, rappresentano la parte più limitata del portafoglio finanziario di Fondazione, tanto che nella stessa è incluso solo l’investimento nel *FERSH* – *fondo Emilia Romagna Social Housing*.

I rischi che riguardano il portafoglio finanziario di Fondazione sono, principalmente, connessi al possesso di titoli azionari quotati e non quotati; essi sono riconducibili, essenzialmente, alla categoria dei rischi di mercato (rischio di prezzo e rischio di variazione dei flussi finanziari) e per le azioni non quotate al rischio di liquidità, inteso come possibile difficoltà nella liquidazione dell'investimento. Per i titoli obbligazionari detenuti, rileva essenzialmente il rischio di tasso, inteso come rischio di prezzo per i titoli a tasso fisso e come rischio di variazione dei flussi finanziari per i titoli a tasso variabile, oltre che il rischio emittente (rischio di credito). Per tutelare il patrimonio di Fondazione dal rischio tasso, la *duration* degli investimenti è costantemente monitorata, mantenendo questa entro limiti coerenti ed adeguati alle prospettive dei mercati finanziari. Per quanto concerne il rischio credito, gli investimenti di Fondazione sono orientati verso emittenti, dotati di adeguato *rating*, evitando un'eccessiva esposizione verso posizioni *high yield*, che pur prevedendo maggiori rendimenti, espongono il patrimonio di Fondazione a rischi più elevati. Per quanto concerne gli investimenti in polizze di capitalizzazione e depositi bancari l'esposizione è al rischio di controparte (rischio di credito).

La variabilità dei mercati finanziari, evento sempre presente, che si accentua nelle fasi di tensione che di tempo in tempo si presentano, impone un costante controllo del rischio complessivo dell'intero portafoglio finanziario di Fondazione; ciò comporta la necessità di adeguare l'allocazione del portafoglio, bilanciando l'esposizione fra le varie *asset class*, per rispettare l'ordinario livello di rischio assunto.

Si precisa che Fondazione non detiene alcuna partecipazione di controllo.

Con riferimento a quanto stabilito dall'articolo 2428, codice civile, come modificato ed integrato dal D.Lgs. n. 32 / 2007 e successive modificazioni ed integrazioni, si precisa che Fondazione non ha stipulato nell'esercizio 2024 contratti aventi ad oggetto strumenti finanziari derivati.

Per quanto riguarda gli eventuali strumenti derivati inclusi in titoli e strumenti finanziari nei quali Fondazione ha investito in precedenti esercizi, si rinvia al contenuto della *nota integrativa*.

RISORSE UMANE

Fondazione ha alle proprie dipendenze al 31 dicembre 2024 sei persone; si precisa che non sono intervenute variazioni rispetto all'esercizio precedente.

FATTI DI RILIEVO ACCADUTI DOPO LA CHIUSURA DELL'ESERCIZIO

Successivamente alla chiusura dell'esercizio 2024, non si segnala l'accadimento di fatti di rilievo.

Si ritiene opportuno indicare che dopo la chiusura dell'esercizio 2024, il Consiglio d'Amministrazione, con il supporto dell'*advisor* specializzato, la società XY EOS Ticino SA, ha avviato il percorso per la verifica dell'*asset allocation* strategica del portafoglio finanziario, in considerazione del fatto che alcuni scenari macro economici e geopolitici, hanno e stanno evidenziando modificazioni rispetto alle situazioni ed alle assunzioni presenti nel corso dell'anno 2024 quando è stata definita l'*asset allocation* strategica del portafoglio finanziario.

Tali analisi sono essenziali per verificare se i mutati scenari richiedano adattamenti all'*asset allocation* strategica per mantenere la stessa adeguata alle esigenze e alle necessità di Fondazione, pur considerando che l'*asset allocation* strategica si colloca in una prospettiva di medio lungo periodo, pur dovendo garantire la necessaria

elasticità per rispondere alle sollecitazioni che di tempo in tempo si presentano sui mercati finanziari.

EVOLUZIONE PREVEDIBILE DELLA GESTIONE

In questo contesto, nell'anno 2025, la gestione di Fondazione dovrebbe beneficiare ancora del positivo andamento del settore bancario. L'esposizione del portafoglio finanziario al settore bancario, attuato, principalmente, tramite le partecipazioni azionarie detenute nella banca conferitaria *Crédit Agricole Italia spa* e in *Banca d'Italia*, alle quali va aggiunta quella in *Cassa Depositi e Prestiti spa*, dovrebbe produrre un effetto positivo sul conto economico, grazie ai dividendi di cui si prevede la distribuzione e la cui misura dovrebbe essere maggiore rispetto a quelli percepiti nell'anno 2024. La stima dei dividendi che il settore bancario dovrebbe distribuire, a seguito degli elevati utili generati nell'esercizio 2024, grazie agli alti tassi di interesse, è, infatti, maggiore rispetto ai dividendi distribuiti nel precedente esercizio.

Per quanto riguarda il portafoglio finanziario, si evidenzia che Fondazione, con il supporto dei propri *advisor*, monitora con sistematicità gli investimenti in essere, allo scopo di contenere il rischio e nell'ottica del perseguimento della salvaguardia del valore del proprio patrimonio.

Considerati gli attuali contesti geopolitici e macroeconomici e la loro possibile evoluzione, Fondazione, con il supporto del proprio *advisor XY EOS Ticino SA*, ha avviato, nei primi mesi dell'anno 2025, la revisione dell'*asset allocation* strategica del proprio portafoglio. L'obiettivo di tale attività è quello di adeguare il portafoglio alle mutate opportunità offerte dai mercati finanziari, in modo tale che gli investimenti finanziari siano in grado di generare quei flussi di cassa che sono necessari per garantire l'attività erogativa istituzionale della stessa Fondazione, anche nel caso in cui i mercati finanziari evidenzino fasi di elevata volatilità.

Nell'anno 2025 la gestione di Fondazione potrà, altresì, beneficiare a pieno delle performance economiche che saranno prodotte dagli investimenti obbligazionari diretti, considerando che nel corso dell'esercizio 2024 la *duration* complessiva del portafoglio è stata leggermente aumentata per poter sfruttare i tassi di interesse ancora elevati offerti dal mercato.

Nell'anno 2025 si prevede, altresì, che la revisione dell'*asset allocation* strategica esprima a pieno regime il proprio potenziale in termini sia economici, sia di salvaguardia del patrimonio.

Salvaguardando il principio della prudenza, che nel rispetto delle previsioni normative deve improntare l'azione di Fondazione, la nuova *asset allocation* strategica orienterà l'impiego delle disponibilità liquide verso investimenti che presentano un rischio coerente con le finalità di investitore istituzionale di Fondazione, e che prevedano la distribuzione di flussi reddituali periodici, adeguati sia al livello di rischio, sia ai rendimenti offerti dai mercati, oltreché essere coerenti con gli obiettivi propri di Fondazione.

Considerata la natura di investitore istituzionale propria di Fondazione l'*asset allocation* strategica potrà essere anche orientata ad investimenti di medio – lungo periodo, i quali dovrebbero consentire una crescita del valore del patrimonio investito.

Pur considerando la complessità del contesto macroeconomico e di quello geopolitico, per l'andamento della gestione di Fondazione per l'esercizio 2025, si prevede un percorso regolare, in forza del quale si prevede di realizzare un risultato economico positivo e adeguato a garantire il livello di erogazioni previsto nel DPP 2024 – 2026, approvato dal Consiglio Generale nel mese di ottobre 2024.

LE PROSPETTIVE PER L'ANNO 2025

Il contesto globale si mantiene moderatamente costruttivo. Nelle principali economie avanzate, la riduzione dei tassi di interesse iniziata nel corso del 2024 supporterà consumi e investimenti nei prossimi trimestri, andando a controbilanciare una moderata stretta nella politica fiscale statunitense.

Il livello dei tassi di interesse resta mediamente più elevato rispetto agli anni recenti, dominati prima dalla lotta contro tendenze quasi deflazionistiche e poi dalla necessità di intervenire con stimoli monetari nel periodo della pandemia *SARS – CoV2*. Questo non è un fattore negativo: in primis consente di costruire portafogli che con un maggiore esposizione ai tassi d'interesse possono offrire contemporaneamente rendimento cedolare e diversificazione; inoltre, evidenzia come esista un margine di intervento da parte delle banche centrali per contrastare un eventuale rallentamento marcato della congiuntura.

Sul fronte degli attivi più direzionali, nei paesi dove non ci sono criticità sulla crescita, come nel caso degli Stati Uniti d'America, livelli dei tassi di interesse e di inflazione moderatamente sopra le medie degli ultimi anni non rappresentano un ostacolo per delle buone performance dei profitti aziendali e dei mercati azionari, al contrario sono un'ottima ragione per puntare sull'*asset class*.

La visione sull'azionario, quindi, permane positiva: le valutazioni non sono incoerenti con i fondamentali e con il progresso nella crescita degli utili, operando però delle necessarie e decise scelte geografiche e settoriali. Nel contesto attuale la preferenza relativa è rivolta al mercato americano: la composizione settoriale premia i settori ad elevata crescita, mentre la nuova amministrazione politica dovrebbe essere attenta a sostenere i settori tradizionali. Non deve essere trascurato il sostegno della *Federal Reserve* statunitense che rimane attenta a supportare l'economia. Maggiore cautela, invece, sulle prospettive dei mercati europei, dove oltre alla resilienza del settore bancario restano difficili le prospettive di alcuni settori chiave quali il lusso e gli industriali. Le attese sulla crescita degli utili nei prossimi trimestri validano questa visione, come è possibile riscontrare nella tabella 9, di seguito riportata.

Tabella 9 - Tasso annualizzato di crescita attesa degli utili trimestrali per il mercato USA e Europeo. Fonte Factset

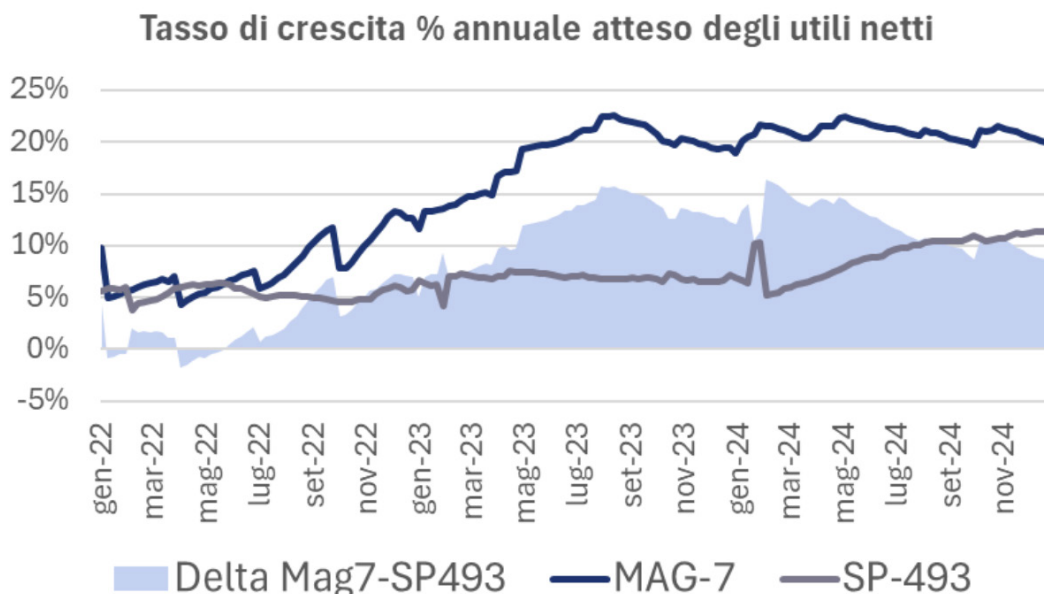
4° Trim '24	2° Trim '25	3° Trim '25	4° Trim '25	
<i>S&P500 (USA)</i>	12.3%	10.8%	11.3%	15.5%
<i>Stoxx 600 (Europa)</i>	2.7%	-4.5%	7.9%	8.7%

Nel corso del 2024 la *performance* del mercato statunitense è stata comunque sostenuta prevalentemente dal gruppo di società a maggiore capitalizzazione che hanno eclissato il resto del mercato con una spettacolare crescita degli utili e dei fatturati (le cosiddette “*magnificent seven stocks*” o “*Mag7*” *stocks*).

Nei prossimi trimestri le attese sono che la crescita di queste società rallenti – mantenendosi comunque su livelli a doppia cifra - ma che questo sia compensato da un incremento della redditività degli altri titoli e settori, come riscontrabile nella tabella

10, di seguito riportata.

Tabella 10 - Crescita degli utili annualizzata per il gruppo di società “Mag-7” e per il resto delle società del mercato USA



L'azionario europeo può però rappresentare una scommessa tattica, con forti margini di rivalutazione, se si concretizzassero degli sviluppi positivi a livello geopolitico o si avesse un significativo calo dei costi dell'energia. Un allentamento dei vincoli di bilancio a livello europeo, unitamente a decisi passi indietro sul tema dell'eccessiva regolamentazione sarebbero, parimenti, un catalizzatore positivo, ma non sono pochi i dubbi che tali prospettive possano avvenire nel breve periodo. Su una nota simile, l'azionario cinese ha vissuto un momento di forte esuberanza in autunno, per poi tornare a muoversi lateralmente, e ci attendiamo prosegua ad essere trascinato da misure delle autorità che forniscano temporaneo supporto diretto al mercato senza invertire il tema di fondo che resta la debolezza dei consumi e la crisi dell'immobiliare.

Sui mercati obbligazionari, le attese sono rivolte sia alla *Federal Reserve* statunitense, sia alla *Banca Centrale Europea*, le quali dopo l'aggressivo *round* di riduzione del costo del denaro effettuato negli ultimi mesi si prevede che si muoveranno con maggiore cautela, per calibrare un'ulteriore fase riduzione dei tassi senza compromettere il lavoro di contenimento delle pressioni sui prezzi. Questo comporterebbe che le curve dei rendimenti dovrebbero mantenere un'inclinazione positiva, e giustificare un progressivo spostamento da posizioni sui segmenti a breve termine, dove il rendimento dovrebbe assottigliarsi, verso i segmenti a maggiore scadenza. Sarà importante valutare le mosse concrete della nuova amministrazione statunitense per le implicazioni dirette sul dollaro statunitense e sul livello dei tassi a lungo termine. Sui mercati obbligazionari a spread, le attese sono per rendimenti totali positivi ma limitato margine per ulteriori riduzioni degli *spread*, che si sono portati su livelli compressi rispetto ai valori medi storici, in particolar modo sui segmenti più volatili. I fondamentali degli emittenti restano buoni, e la riduzione dei tassi d'interesse dovrebbe alleggerire i costi di finanziamento. Se in alcuni settori ciclici sono emersi dei segnali di stress, gli emittenti del settore finanziario continuano a mostrare ele-

vata solidità patrimoniale e a generare utili anche in un contesto di tassi di interesse in progressiva riduzione.

Un elenco dei fattori di rischio che possono far deragliare questo scenario riempirebbe molte pagine, e ci limitiamo ad elencare quelli che riteniamo più concreti o più visibili: geopolitica, dazi, tassi di cambio. Cominciando con quelli geopolitici, anche se gli investitori sembrano ormai abituati al flusso di notizie dai teatri di guerra in Ucraina e in Medio Oriente, un'eventuale *escalation* degli attori coinvolti sarebbe molto negativa. Restano valide le preoccupazioni per un ulteriore peggioramento dell'economia cinese, anche se questo potrebbe portare il governo a varare finalmente un pacchetto corposo di stimolo fiscale. Negli Stati Uniti d'America, se sono scese le quotazioni di un deterioramento del mercato del lavoro, le scelte della nuova amministrazione in tema di politica commerciale sono un'incertezza rilevante. L'inasprimento di dazi all'importazione potrebbe rivelarsi solo uno strumento negoziale, e in ultima analisi favorire i produttori locali, ma se i partner commerciali decidessero di utilizzare la leva della svalutazione per compensarli, questo riporterebbe i tassi di cambio alla ribalta come fattore di rischio finanziario: fra quelli rilevanti globalmente, nel 2024 è stato solo lo *yen* giapponese ad oscillare in modo violento, generando forte tensione sui mercati nel periodo estivo, ma nel 2025 un ampliamento della divergenza fra l'area statunitense e quelle europea e asiatica potrebbe estendere il problema agli altri “*cross*” importanti.

Piacenza, 17 (diciassette) marzo 2025

