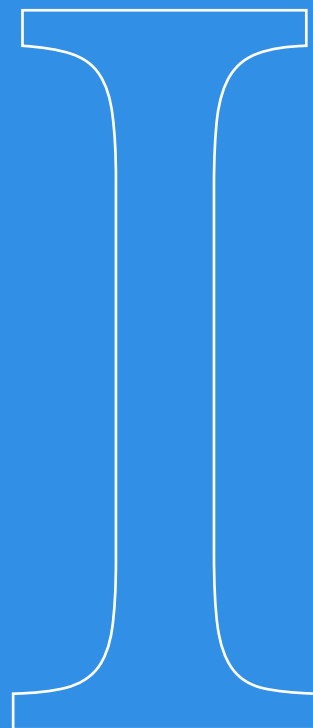


RELAZIONE
SULLA
GESTIONE



La **Relazione sulla Gestione**, che accompagna il bilancio dell'esercizio 2025 - 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 2025 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 € 8,409 milioni, di cui € 5,487 milioni derivanti dalla destinazione all'attività erogativa dell'avanzo di gestione dell'esercizio 2024, € 2,787 milioni, rivenienti dall'utilizzo del fondo stabilizzazione erogazioni future, accantonato negli anni precedenti, € 0,050 milioni dal credito d'imposta derivante dai versamenti effettuati a favore del FUN, oltre ad € 0,085 milioni derivanti da altre risorse destinate e vincolate alle erogazioni.

Fondazione, nell'anno 2025, 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 con questi 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, supportando 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 2025 è stato un anno positivo per i mercati finanziari e per gli investitori, i quali hanno potuto cogliere significativi risultati realizzate dalle varie asset class nelle quali sono allocati gli investimenti di Fondazione.

Nell'anno 2025 il conflitto in Ucraina non ha, purtroppo, trovato soluzione, mentre dopo lunghi mesi di negoziati è stata raggiunta una pace molto fragile per la striscia di Gaza; nuove tensioni si sono però generate, tanto che nel mese di febbraio 2026 sono sfociate nel conflitto che vede contrapposti da un lato Stati Uniti d'America e Israele e dall'altro l'Iran.

I tassi di inflazione delle maggiori economie mondiali si sono quanto meno stabilizzati, ed in alcuni casi marginalmente ridotti, anche se in misura inferiore rispetto alle attese, per cui le riduzioni dei tassi decise dalle banche centrali sono state più diluite nel tempo.

All'inizio dell'anno 2025 è iniziato il mandato di Trump quale Presidente degli Stati

Uniti d'America, il quale ha da subito adottato provvedimenti che hanno rimodellato gli equilibri globali, per quanto riguarda sia la politica economica e commerciale, sia quella dei rapporti internazionali con gli storici alleati occidentali.

Il contesto macroeconomico globale, nonostante la presenza di diversi elementi che hanno generato problemi, tensioni e criticità, è rimasto sostanzialmente positivo, seppur in modo differenziato fra le principali economie e con alcuni segni di rallentamento dell'economia che sono emersi nel corso dell'anno.

Il generalizzato andamento positivo, evidenziato dai mercati finanziari nell'anno 2025, 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 agli 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 2025, è stata improntata a fornire il maggior sostegno possibile:

- alle fasce più deboli e fragili della popolazione;
- alla realizzazione del progetto proprio "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 2025, come peraltro si illustrerà più compiutamente in seguito, oltre a presentare un avanzo di gestione di importo maggiore a quello conseguito nell'esercizio 2024, è anche più elevato rispetto a quello previsto nel DPP 2025.

Nei paragrafi che seguono sono illustrati i principali accadimenti economici e finanziari che si sono verificati nel corso dell'esercizio 2025.

1. Relazione Economica e Finanziaria



QUADRO DI RIFERIMENTO. BREVE SINTESI DELLA SITUAZIONE MACROECONOMICA

Nel 2025 i mercati finanziari hanno mantenuto una decisa positività di fondo, in continuità con quella dell'anno 2024, superando alcuni episodi di forte tensione e nonostante alcuni importanti eventi che avrebbero potuto segnare dei punti di svolta per alcune *asset class* e per le tendenze economiche globali.

Nell'anno in commento è proseguito, con poche eccezioni, il ciclo di riduzione dei tassi d'interesse da parte delle principali banche centrali, propiziato dalla moderazione dell'inflazione, con un conseguente effetto positivo di sostegno per consumi e investimenti. È, inoltre, proseguito, con rinnovato impeto, il ciclo globale di investimenti in *hardware* e tecnologie strumentali all'elaborazione di sistemi di "intelligenza artificiale" (*IA*), un fenomeno che si è riflesso in prima battuta nella crescita dei fatturati e della capitalizzazione di mercato delle società coinvolte e che ha poi assunto una rilevanza economica anche oltre il perimetro delle dinamiche interne ai mercati azionari.

Gli utili aziendali hanno proseguito la loro crescita, sebbene con rilevanti differenze geografiche e settoriali. Nelle principali economie sviluppate le dinamiche del mercato del lavoro sono rimaste solide, con tassi di disoccupazione vicini ai minimi storici nell'area euro, e solo in marginale aumento negli Stati Uniti d'America.

L'anno 2025 è stato dominato da tre grandi temi che hanno catalizzato l'attenzione degli investitori e, precisamente:

- il ritorno di politiche doganali protezionistiche;
- le prospettive per il settore tecnologico;
- le tendenze dell'economia e della politica monetaria negli Stati Uniti d'America.

Considerata la rilevanza globale di tali questioni è opportuno sviluppare qualche approfondimento per cercare di comprendere le possibili implicazioni economiche e finanziarie che potrebbero derivarne.

La questione del ritorno di politiche doganali protezionistiche, nonostante abbia causato enorme clamore mediatico e volatilità sui mercati, non è stata in grado di modificare la traiettoria di tendenza né dei mercati finanziari, né delle economie. Le ragioni di questo comportamento, che sembrano essere in controtendenza rispetto agli scopi per cui è stato deciso di applicare politiche tariffarie, sono collegate al fatto che gli operatori economici hanno progressivamente compreso e messo a fuoco alcuni aspetti rilevanti, quali:

- la possibilità di raggiungere accordi bilaterali di rinegoziazione delle tariffe doganali in modo rapido e con una sostanziale riduzione delle aliquote dei dazi rispetto a quelle annunciate dall'amministrazione statunitense;
- il modesto e diluito nel tempo, impatto sull'inflazione evento che ha permesso alle imprese di adattare le politiche produttive e commerciali a tale situazione;
- il gettito dai dazi si è rivelato uno strumento utile per finanziare le politiche statunitensi di defiscalizzazione degli investimenti, le quali rappresentano un ottimo volano per crescita e produttività.

Gli effetti delle situazioni sopra descritte si sono leggono nei fatti realmente accaduti. Il primo esempio è quello offerto dall'Unione Europea e dal Giappone, paesi che hanno trovato un compromesso in un accordo negoziato con gli Stati Uniti d'Ame-

rica che prevede dazi compresi fra il 10% e il 15%, oltre a definire, per molteplici beni e servizi, l'esclusione dall'applicazione dei dazi.

In considerazione delle politiche commerciali e tariffarie adottate dagli Stati Uniti, quasi tutti i principali paesi hanno, quindi, iniziato a ripensare alle proprie politiche commerciali, avendo quali priorità sia quella della protezione del mercato interno, sia l'obiettivo di ridurre la dipendenza dall'estero in settori strategici.

L'impatto sulla riconfigurazione delle catene produttive globali sarà quindi un effetto presumibilmente più duraturo rispetto alle politiche tariffarie adottate dagli Stati Uniti d'America, ma difficile da definire e quantificare.

Ancora prima che le tensioni sulle tariffe doganali conquistassero la ribalta, la traiettoria rialzista dei mercati azionari era stata impattata da una fase di vendite sui titoli del settore tecnologico, tradizionale locomotiva degli indici azionari statunitensi, con prese di profitto innescate dall'emergere di una concorrenza cinese "a basso costo" nell'ambito delle piattaforme di intelligenza artificiale. Questa situazione si è dimostrata una pausa temporanea, poiché a partire dalla primavera 2025, il settore tecnologico americano è tornato a correre trascinando gli indici azionari verso nuovi massimi storici. Dopo tre anni di crescita ininterrotta, molti analisti e operatori dei mercati finanziari hanno iniziato a prospettare il rischio "bolla" per i titoli collegati all'intelligenza artificiale, richiamando in tal modo gli echi del famoso periodo delle società dot-com, ancora vivi nella memoria degli operatori più esperti.

L'ipotesi che possa verificarsi il rischio di una "bolla" per i titoli legati allo sviluppo dell'intelligenza artificiale, appare ben differente rispetto alla situazione che venne a crearsi con la crescita esponenziale del fenomeno *dot-com* che si verificò negli ultimi anni del secolo scorso. L'attuale crescita dei titoli legati all'intelligenza artificiale è supportata da un poderoso aumento degli utili che è accompagnato da quello dei prezzi; l'altrettanto impressionante crescita degli investimenti in questo ambito è, al momento, un segnale di robustezza del fenomeno, anche se va certamente monitorata per verificare che non comprometta la profittabilità nei trimestri futuri.

Il terzo tema dell'anno 2025 riguardava i timori per un possibile rallentamento dell'economia americana, che aveva chiuso l'ultimo trimestre del 2024 in modo brillante con i consumi privati in crescita di oltre il 3% annualizzato. Le ipotesi di una possibile frenata della crescita economica statunitense, nei primi mesi dell'anno 2025 ha, infatti, catalizzato l'attenzione degli esperti e degli operatori. Il cambio di narrativa, destinato successivamente ad acuirsi (e a essere totalmente smentito nella seconda parte dell'anno), ha spiazzato gli investitori, dato che sulla sponda opposta dell'Atlantico le aspettative per un cambiamento fortemente espansivo della politica fiscale in Germania galvanizzavano gli investitori, spingendo al rialzo i mercati azionari del Vecchio Continente in particolare nel comparto finanziario e industriale; come parziale effetto collaterale, insieme alle prospettive di espansione fiscale, sono saliti significativamente anche i rendimenti obbligazionari a lungo termine dell'Eurozona, anticipando – sperabilmente – uno strappo verso l'alto della crescita e – sicuramente – l'aumento delle emissioni di titoli di debito per finanziare le maggiori spese promesse.

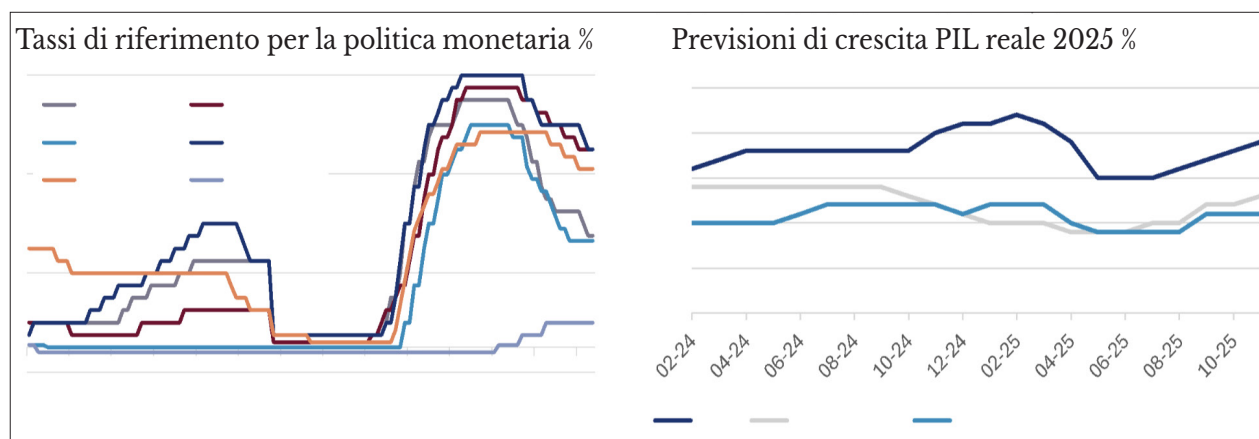
Tuttavia, a partire dalla tarda primavera 2025, la tenuta dei consumi, l'ottimo andamento delle trimestrali aziendali sostenute, ancora una volta, dal settore tecnologico hanno riportato la fiducia nell'economia degli Stati Uniti d'America e da ultimo, durante l'estate 2025, è arrivata anche la svolta in senso espansivo della *Federal Reserve*

statunitense, con il governatore Jerome Powell che, nel simposio di *Jackson Hole*, ha annunciato di essere pronto a riprendere la riduzione dei tassi di interesse, concretizzatasi a settembre e proseguita nei due mesi successivi; la moderazione dell'inflazione, propiziata dal contenimento dei prezzi del petrolio, permette alla banca centrale statunitense di supportare l'economia interna con tassi più bassi che possono prolungare l'espansione economica in corso. Le politiche di defiscalizzazione degli investimenti e di *de-regulation* spinte dall'amministrazione del Presidente Trump, agiscono sinergicamente in questo senso. In Europa, esaurita l'euforia iniziale seguita agli annunci di espansione fiscale, l'economia della Germania è rimasta in recessione tecnica nei primi due trimestri del 2025, appesantita dal calo dell'export, dalla crisi del settore auto e dai costi dell'energia, e le aspettative di ripresa sono state posticipate all'anno 2026; sono state più vivaci le economie di altri paesi quali la Spagna e quelli dell'Europa dell'Est.

Quanto sopra è riassunto nella tabella 1, nella quale sono evidenziate da un lato le variazioni intervenute nei tassi monetari di riferimento di alcuni dei principali paesi e dall'altro le previsioni di crescita del PIL per le principali economie.

Tabella 1 - Variazioni dei tassi monetari di riferimento per i principali paesi. Previsioni economiche di crescita del PIL per l'anno 2025, dati in percentuale.

Fonte dati: Factset, elaborazioni Quaestio

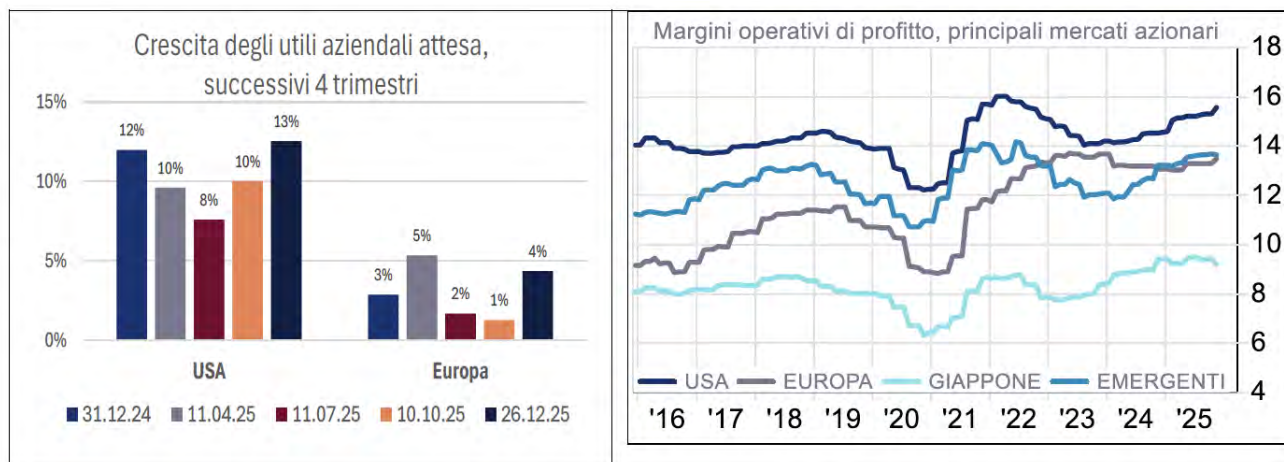


L'andamento effettivo delle economie dell'Europa e degli Stati Uniti ha determinato il fatto che nella fase di recupero i listini statunitensi hanno nuovamente sovraperformato rispetto a quelli europei, sul sia fronte azionario, sia obbligazionario.

Il mercato azionario statunitense ha mantenuto una traiettoria di crescita degli utili sopra la media storica, che per i prossimi trimestri si attesta su livelli di oltre il +10% annuale e che si sta progressivamente allargando anche fuori dal perimetro delle società tecnologiche più grandi, e questo rappresenta un segnale di solidità importante. Le aziende europee, pur avendo difeso egregiamente i margini di redditività, nel complesso stentano a crescere, penalizzate dalla stagnazione economica interna, dal rafforzamento della valuta € sui mercati esteri e dall'inondazione di prodotti cinesi a basso costo. Alcune eccezioni si sono riscontrate nel settore industriale della difesa e in quello dei bancari, questi ultimi protagonisti di brillanti trimestrali a dispetto della riduzione dei tassi operata dalla Banca Centrale Europea, supportati da curve dei rendimenti ripide e dotati di *appeal* speculativo grazie a diverse operazioni straordinarie di acquisizioni e fusioni. La tabella 2, di seguito riportata, visualizza graficamente e, quindi molto intuitivamente, sia il diverso tasso di crescita attesa

degli utili delle principali aziende quotate statunitensi rispetto a quelle europee, sia dei margini operativi medi percentuali.

Tabella 2 – Crescita attesa degli utili aziendali, nei successivi 4 trimestri, per le società degli indici S&P500 (USA) e Stoxx600 (Europa). Margini operativi medi, in percentuale, per i principali indici azionari. Fonte: elaborazioni Quaestio su dati FactSet



Ampliando lo sguardo sulle economie e sui mercati asiatici, il primo cenno merita di essere riservato al Giappone, paese nel quale dopo quasi trent'anni di stagnazione dei prezzi è in corso una vivace ripresa dell'inflazione, innescata dal rialzo dei prezzi dell'energia e degli alimentari e poi ravvivata dalla ripartenza dei salari; questi fattori stanno determinando una altrettanto storica uscita dall'era dei tassi zero, un brusco rialzo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine, e una fase di ottimismo per le piccole e medie imprese quotate, tradizionalmente focalizzate sui consumi e sull'economia domestica – un tema che gli esperti si attendono prosegua anche nell'anno 2026.

In Cina continua a riscontrarsi il dualismo fra mercati azionari esuberanti e deflazione interna: nel nuovo fragile equilibrio seguito all'inasprimento delle tariffe doganali statunitensi, il surplus commerciale cinese rimane imponente, anche se nasconde una sostanziale stagnazione della domanda interna a fronte di esportazioni che continuano a crescere. I prezzi al consumo e specialmente quelli alla produzione sono in contrazione da oltre tre anni, testimoniando l'entità dell'eccesso di capacità produttiva accumulato e la persistente crisi del settore immobiliare.

Gli analisti continuano a chiedersi se il modello di crescita cinese basato su esportazioni a basso costo e tasso di cambio sottovalutato possa essere vicino ad un'inversione. Negli ultimi mesi dell'anno 2025, le misure di sussidi per sostenere la domanda interna hanno deluso le aspettative; sono stati invece rafforzati gli investimenti pubblici su progetti di ricerca tecnologica e industriale, stimolati dalla sfida con gli Stati Uniti d'America. Le attese sono quindi orientate a che l'interesse degli investitori per il mercato cinese resti focalizzato sul segmento tecnologico, espresso dai listini di Hong Kong e da quelli della vicina Corea del Sud, e non sul mercato domestico.

In sintesi, l'economia globale resta in un ciclo di espansione, supportato dall'effetto della normalizzazione al ribasso dei tassi di interesse dopo gli imponenti rialzi che

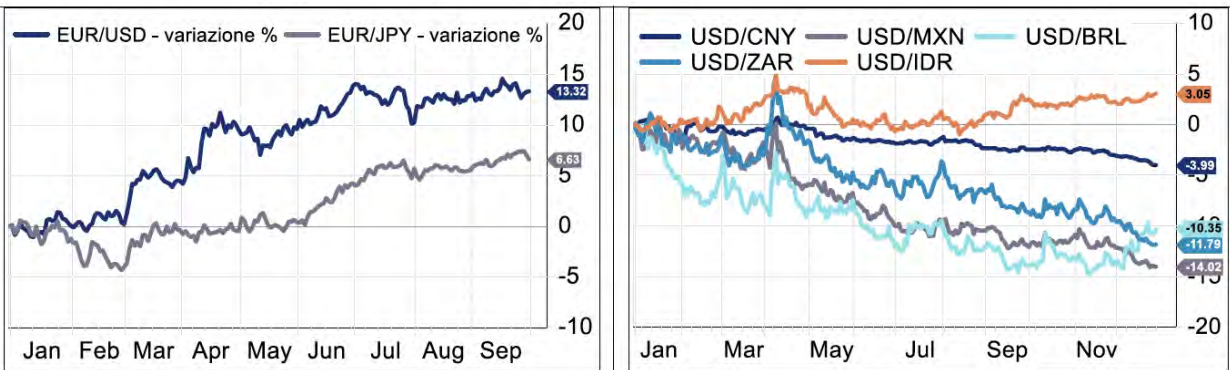
hanno caratterizzato il passato biennio 2022 – 2023, come è possibile riscontrare nella sotto riportata tabella 3, nella quale sono riassunti sia i dati, sia le possibili previsioni dei principali indicatori economici di alcuni dei principali paesi.

Tabella 3 - Dati economici per alcuni principali paesi. Variazioni % anno / anno. Fonte: dati FactSet Economic Estimates, elaborazioni Quaestio.

	Pil reale			Prezzi (CPI)			Tassi base			Rend. titolo 10 anni		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Stati Uniti	2.80	1.90	1.80	2.95	2.80	2.80	4.50	3.75	3.25	4.58	4.15	4.06
Eurozona	0.85	1.30	1.20	2.36	2.10	1.80	3.15	2.00	2.00	2.41	2.70	2.88
Francia	1.11	0.80	0.90	2.63	1.00	1.50				3.29	3.55	-
Germania	-0.47	0.30	1.00	2.49	2.20	2.00				2.41	2.70	2.88
Italia	0.49	0.50	0.70	1.11	1.70	1.60				3.53	3.48	3.74
Spagna	3.46	2.90	2.10	2.87	2.70	2.20				3.08	3.30	3.60
Giappone	-0.16	1.20	0.70	2.74	3.10	2.00	0.25	0.75	1.00	1.11	1.70	2.05
Cina	5.00	5.00	4.40	0.24	0.00	0.70	3.10	2.90	2.65	1.68	1.78	1.63

Le preoccupazioni per un significativo deterioramento dell’economia americana, acuitesi nella primavera 2025, si sono rivelate – ancora una volta – poco fondate. La leadership economica e tecnologica resta una prerogativa degli Stati Uniti d’America. Allo stesso tempo però, il differenziale di crescita fra l’economia nordamericana e quella delle altre aree si è ridotto: i consumi finali hanno quasi dimezzato i tassi di crescita annuali del 3% visti nel 2024 e il mercato del lavoro ha rallentato la creazione di nuovi occupati. Questo mutamento di forza relativa, al netto della volatilità geopolitica, si è riflesso nel deprezzamento del dollaro statunitense rispetto alle valute di quasi tutti i principali partner commerciali. Ciò è graficamente ben evidenziato nella sotto riportata tabella 4, nella quale sono rappresentate le variazioni intervenute nel tasso di cambio del dollaro statunitense rispetto all’euro, allo yen giapponese e alle principali valute emergenti.

Tabella 4 - Variazione % dei principali tassi di cambio. Primo grafico: tasso Euro/Dollaro e Euro/Yen. Secondo grafico: tasso di cambio fra il Dollaro USA e alcune principali valute emergenti. Variazione percentuale da inizio anno. Fonte Factset



ANDAMENTO ECONOMICO NEL 2025

Mercati finanziari: il comparto azionario

Nell'anno 2025, i mercati azionari globali hanno continuato a premiare gli investitori, con performance, espresse in valuta locale, positive e pressoché ovunque in doppia cifra, e con molti indici che hanno segnato nuovi massimi storici. Sull'intero anno 2025, i migliori indici sono stati quelli dei principali paesi emergenti, seguiti dai mercati europei e poi da quelli USA.

Ciò è ben evidenziato nelle tabelle 5 e 6, di seguito riportate, in cui sono indicate, nella prima, gli andamenti dei principali mercati azionari e delle materie prime e nella seconda gli andamenti degli indici settoriali globali.

Tabella 5 – Andamento dei principali mercati azionari e delle materie prime, nella valuta indicata o in valuta locale (LC). Variazioni percentuali, tranne ove indicato “ABS”

PERFORMANCE 5 YTD AL 31 DICEMBRE 2025

<i>Equity Global – EUR</i>	<i>7,90%</i>
<i>Equity USA – USD</i>	<i>17,30%</i>
<i>S&P 500 – USD</i>	<i>17,40%</i>
<i>Nasdaq – USD</i>	<i>20,90%</i>
<i>Russel 2000 – USD</i>	<i>12,60%</i>
<i>S&P 500 Equal weight – USD</i>	<i>10,80%</i>
<i>Equity Europe – EUR</i>	<i>19,40%</i>
<i>DAX – EUR</i>	<i>23,00%</i>
<i>Italy FTSE MIB – EUR</i>	<i>37,80%</i>
<i>Equity Japan – JPY</i>	<i>24,30%</i>
<i>Equity Emergenti (LC)</i>	<i>31,30%</i>
<i>Hang Seng (LC)</i>	<i>27,80%</i>
<i>India Sensex (LC)</i>	<i>9,10%</i>
<i>Brasil Bvsp – EUR</i>	<i>33,90%</i>
<i>Commodities Basket – USD</i>	<i>10,60%</i>
<i>Oro – USD</i>	<i>65,00%</i>
<i>Petrolio WTI – USD</i>	<i>-21,00%</i>
<i>VIX (abs) – USD</i>	<i>-2,40</i>

Tabella 6 – Andamento degli indici azionari settoriali global, in valuta locale (LC). Variazioni percentuali

GLOBAL SECTORS - PERFORMANCE % YTD AL 31 DICEMBRE 2025

<i>Materials (LC)</i>	20,20%
<i>Energy (LC)</i>	10,30%
<i>Industrials (LC)</i>	20,60%
<i>Real Estate (LC)</i>	5,20%
<i>Financials (LC)</i>	24,60%
<i>Cons. Discretionary (LC)</i>	6,40%
<i>Utilities (LC)</i>	20,90%
<i>Health Care (LC)</i>	11,70%
<i>Consumer Staples (LC)</i>	5,60%
<i>Information Tech (LC)</i>	22,60%
<i>Communication services (LC)</i>	31,00%

Non limitando lo sguardo e l'osservazione al solo dato numerico delle *performance* finali quasi ovunque eccellenti, si nota che non è mancata però una fase di elevatissima tensione e volatilità che ha visto gli indici perdere anche oltre un quinto del valore nello spazio di un mese. Il culmine si è verificato all'inizio del mese di aprile 2025 con l'annuncio, atteso nella sostanza ma non nel quantum, dell'inasprimento dei dazi doganali da parte degli Stati Uniti d'America.

I mercati europei hanno brillato nel primo trimestre, per poi perdere smalto, sulla scia di un ottimismo forse prematuro sulle prospettive di espansione fiscale in Germania; più solida è stata l'eccezionale crescita del listino italiano, premiato dalla composizione dominata dai titoli bancari, protagonisti di brillanti trimestrali lungo tutto l'arco dell'anno e spinti dall'appel connesso a operazioni straordinarie di acquisizione e fusione nella logica dei processi di aggregazione e concentrazione bancaria, già da in corso da qualche tempo.

I mercati azionari degli Stati Uniti d'America, dopo un inizio d'anno all'insegna dell'ottimismo, hanno sofferto a causa di prese di profitto sul settore tecnologico innescate dall'emergere di piattaforme alternative di elaborazione dati con modelli di "intelligenza artificiale" a basso costo. Anche se queste preoccupazioni si sono poi rivelate non materiali, almeno nell'immediato, esse hanno contribuito a creare un quadro tecnico e di sentiment piuttosto fragile, sul quale si è abbattuta la tempesta dei dazi di inizio aprile. Esaurita l'ondata di vendite, da questo momento il testimone è tornato saldamente in mano ai mercati statunitensi con il settore tecnologico che ha riconquistato la *leadership* con trimestrali solidissime: gli utili aggregati degli indici americani hanno mantenuto tassi di crescita media superiore al +10%, un dato molto forte e sopra la media storica.

Quanto è sintetizzato nelle tabelle 7 e 8; nella prima è rappresentato da un lato il tasso di crescita annuale degli utili netti delle società incluse nell'indice *S&P 500* e dall'altro quello delle società cosiddette *Magnificent – seven*. Nella seconda tabella è riportato il tasso di crescita degli utili trimestrali delle società comprese nell'indice *Europe Stoxx 600*, quale variazione percentuale rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente.

Tabella 7 – Tasso di crescita annuale degli utili netti delle società incluse nell'indice S&P500; le “mag-7” sono Nvidia, Alphabet, Microsoft, Meta, Amazon, Apple, Tesla. Fonte: Factset

Tabella 8 – Tasso di crescita degli utili netti trimestrali delle società incluse nell'indice Europe Stoxx 600, in variazione % sull'anno precedente. Fonte: Factset



Nella parte conclusiva dell'anno 2025 il quadro si è evoluto con l'emergere di due tendenze, entrambe positive: la crescita degli utili nel mercato statunitense, sostenuta per i trimestri precedenti dal ristretto gruppo di società a maggiore capitalizzazione (le ormai famose “*Magnificent – 7 stocks*” ovvero *Nvidia, Alphabet, Microsoft, Meta, Amazon, Apple, Tesla*) si è estesa anche ad altri settori, andando a compensare il fisiologico rallentamento dei colossi della tecnologia; *vis a vis*, le *blue-chips* europee, che da diversi trimestri, pur avendo difeso egregiamente i margini di redditività, hanno stentato a incrementare gli utili, sembrano avere finalmente ritrovato la strada della crescita in misura sufficiente ad attrarre flussi di investimento internazionali attratti dalle valutazioni meno care.

È stato piuttosto disomogeneo l'andamento dei principali listini asiatici: laterale quello nipponico nel primo semestre, gravato dall'evoluzione della politica monetaria e dal repentino disancorarsi dei tassi d'interesse a lungo termine, fino alla partenza di una nuova fase di deprezzamento della valuta locale, partita a fine estate; esuberanti, con alta volatilità, quelli di Hong Kong e Corea del Sud, con il secondo che ha raddoppiato la capitalizzazione grazie alla concentrazione sui titoli delle aziende *leader* mondiali nella produzione di dispositivi di memorizzazione digitale. Il mercato cinese domestico ha stentato nel primo semestre, appesantito dalle persistenti criticità nell'economia interna, per poi beneficiare dell'ottimismo sui titoli tecnologici; è stato a lungo negativo il mercato indiano, che dopo gli *exploit* del 2024 ha visto le prese di profitto di molti investitori internazionali per riposizionarsi sui listini cinesi.

I settori migliori a livello globale sono stati i tecnologici, i finanziari e gli industriali legati alla difesa; ad essi va aggiunto quello dell'estrazione di materie prime. Le aspettative sugli utili, dopo il punto di flesso di aprile, sono state costantemente riviste al rialzo, disegnando un quadro di multipli – o valutazioni – che restano globalmente elevati ma che sono supportati da una redditività superiore alla media storica, e con il contributo determinante delle società a maggiore capitalizzazione.

Mercati finanziari: le commodities

Sui mercati delle materie prime è proseguita la moderazione dei prezzi del petrolio, con il prezzo *benchmark WTI* che, nell'anno 2025, ha oscillato, generalmente, nell'intervallo fra 60 e 80 dollari statunitensi al barile, gravitando lentamente verso la parte bassa dello stesso. In due momenti si sono viste quotazioni scese fino alla soglia di 55 dollari statunitensi al barile, un livello che non veniva raggiunto dall'anno 2020: nel primo caso in aprile, in coincidenza con i timori per un brusco rallentamento economico, poi in dicembre in seguito all'intervento statunitense in Venezuela. Si è trattato di episodi di breve durata, così come l'impennata a giugno in coincidenza con l'escalation militare fra Israele e Iran, non in grado di intaccare questa stabilità di fondo, che permette di bilanciare la redditività dei produttori, senza rappresentare un problema per i margini degli utilizzatori e per i consumi finali. Le attese riguardo i prezzi del petrolio che in un primo momento erano rivolte verso oscillazioni che proseguissero anche nel corso dell'anno 2026 nell'ampio *range* che ha caratterizzato l'anno appena trascorso, sono state superate dal consistente rialzo delle quotazioni conseguenza dell'attacco di Stati Uniti d'America e Israele nei confronti dell'Iran. Se nel prossimo futuro il prezzo del petrolio evidenzia, rispetto alle quotazioni dell'anno 2025 una modesta tendenza al rialzo in funzione delle prospettive di consolidamento della crescita globale, ma senza il potenziale per ulteriori escursioni considerando le potenzialità del settore estrattivo americano, fortemente sensibile ai prezzi, e la necessità degli altri principali paesi produttori, quali la Russia e l'Arabia Saudita, di mantenere quote di mercato per finanziare i deficit di bilancio e spese militari imponenti, ovvero sarà sensibilmente più elevato, sarà funzione dell'evoluzione del conflitto che fra Stati Uniti e Israele da un lato e Iran dall'altro, sul quale, attualmente, non è possibile formulare alcuna previsione attendibile.

Non si arresta la corsa del prezzo dell'oro, che ha anzi accelerato andando quasi a raddoppiare le quotazioni da inizio anno 2025. L'incremento del prezzo è sostenuto da un mix di fattori: la debolezza del dollaro statunitense, il proseguimento del ciclo di allentamento dei tassi di interesse, l'accumulo di riserve auree da parte delle banche centrali dei paesi emergenti, e una dose di domanda speculativa. Senza sminuire l'impatto dei primi due fattori, che sono però andati via via a moderarsi e che sono in parte bilanciati dal contenimento dell'inflazione, c'è da rilevare che l'anno 2025 ha visto un ruolo più marcato dell'accumulo di posizioni da parte di investitori *retail*; alcune fasi di correzione anche violenta, in concomitanza con episodi di "*risk-off*" sulle attività finanziarie tradizionali, e l'ampliamento dell'andamento euforico dei prezzi ad altri metalli come l'argento sono dei segnali tangibili che una parte del fenomeno è spiegata da flussi di investimento mossi da logica di inseguimento del trend, e meno che in passato dalla ricerca di protezione.

Gli andamenti dei prezzi del petrolio e dell'oro sopra commentati sono graficamen-

te rappresentati nelle tabelle 9 e 10, nelle quali sono rappresentati, nella prima, l'andamento del prezzo del petrolio *WTI* e nella seconda il prezzo dell'oro.

Tabella 9 - Andamento del prezzo del Petrolio WTI, Dollari USA / barile, scala di destra, e variazione percentuale annuale dell'indice dei prezzi al consumo USA, scala di sinistra

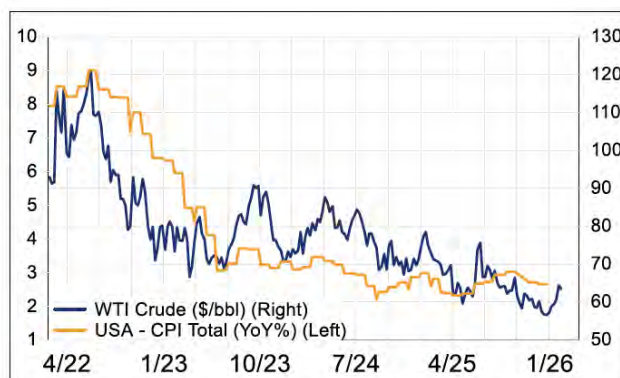
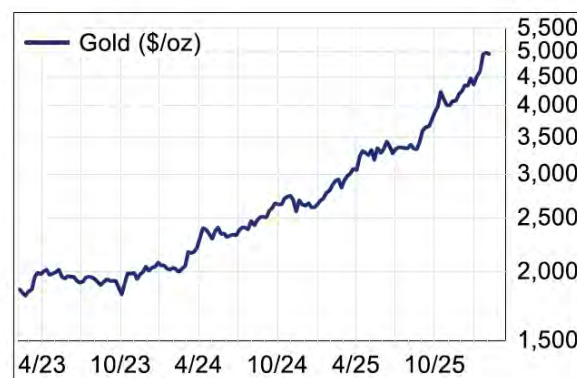


Tabella 10 - Andamento del prezzo dell'oro, dollari USA / oncia (\$/oz), quotazione di Londra



Mercati finanziari: il comparto obbligazionario

Se i mercati azionari delle diverse aree geografiche, dopo dinamiche divergenti nel primo quadrimestre 2025, sono tornati a correlarsi nella fase di recupero e rialzo, sui mercati obbligazionari il 2025 è stato un anno dominato da andamenti piuttosto diversificati, in ragione di tendenze economiche di fondo anche significativamente divergenti.

Sul mercato europeo, la Banca Centrale Europea è stata piuttosto rapida nel completare, entro il mese di giugno 2025, quindi nello spazio di appena un anno, il percorso di riduzione del tasso d'interesse sulle riserve portandolo verso il livello del 2%, considerato storicamente come lo spartiacque "neutrale" della politica monetaria europea, confortata dalla discesa dell'inflazione. I mercati si aspettavano una discesa dei tassi più profonda, considerando l'impatto negativo sull'economia dell'Eurozona degli sviluppi in ambito commerciale e doganale, e il significativo rafforzamento della valuta comune europea rispetto al dollaro statunitense e ai principali concorrenti. La prudenza della Banca Centrale Europea, unitamente all'annuncio del massiccio piano di aumento della spesa fiscale da parte della Germania, ha contribuito a spingere al rialzo i rendimenti obbligazionari "benchmark" europei, misurati sui titoli tedeschi, che rispetto al 2024, chiudono l'anno 2025 di 50 punti base più alti sulla scadenza decennale, a ridosso della soglia del 3%, e di quasi 90 punti base su quella trentennale. Sono emerse alcune tensioni in merito alla situazione della Francia, dove il doppio disavanzo nel saldo dei conti pubblici e nella bilancia commerciale con l'estero, unitamente a una situazione politica instabile, ha portato a un aumento del premio richiesto dai mercati per rifinanziare il debito. I mercati stanno invece continuando a premiare l'Italia con una riduzione dello spread, ai minimi da oltre 15 anni, confortati dal mix di modesta ma stabile crescita, politica fiscale prudente e ritrovata credibilità istituzionale.

Nelle tabelle 11 e 12, di seguito riportate sono rappresentate, nella prima il rendimento medio a scadenza di un titolo governativo a 10 anni statunitense, rispetto ad un analogo titolo tedesco e giapponese, mentre nella seconda è evidenziato il differenziale di rendimento fra un titolo governativo decennale italiano e l'analogo francese.

Tabella 11 – Rendimento medio a scadenza del titolo governativo a 10 anni, USA-Germania-Giappone. Dati in percentuale, Fonte Factset

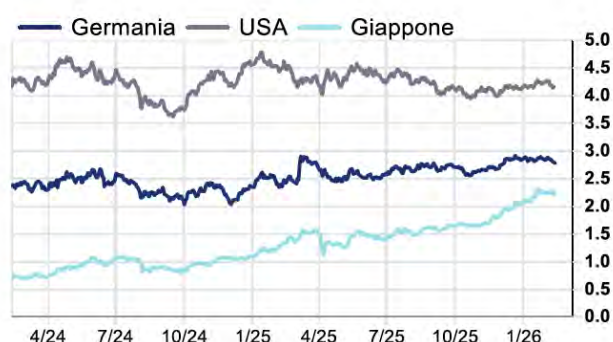


Tabella 12 – Differenziale di rendimento fra il titolo governativo decennale italiano e francese, dato in percentuale. Fonte Factset



Negli Stati Uniti d'America la *Federal Reserve* ha mantenuto fermi i tassi sui *FED Funds* intorno al 4.50% fino a settembre 2025, dopo le riduzioni effettuate nell'autunno 2024. Ciò non ha impedito ai rendimenti di mercato sui titoli a due anni di scendere gradualmente ben sotto il 4%, anticipando le nuove mosse in senso espansivo che sono poi arrivate dopo il tradizionale simposio di Jackson Hole. Il lavoro della banca centrale statunitense è stato oggettivamente complicato dall'esplosione delle tensioni tariffarie, che ha gettato un velo di incertezza sulla traiettoria dei prezzi al consumo.

La discesa dell'inflazione è arrivata anche negli Stati Uniti d'America, lentamente e per ora senza un decisivo avvicinamento all'obiettivo del 2%, ma alla base della svolta espansiva c'è soprattutto l'andamento del mercato del lavoro, che ha esaurito l'impeto del periodo post-Covid ed è maggiormente vulnerabile ad un potenziale rallentamento dell'economia; il tasso di disoccupazione statunitense è risalito gradualmente sopra la soglia del 4%. Il taglio dei tassi base, scesi fino a 3,6% e destinati probabilmente a convergere verso il 3% nei prossimi mesi, non è stato l'unico fronte sul quale la banca centrale statunitense ha adottato misure espansive e di supporto alla liquidità. A partire dal secondo semestre 2025 ha, infatti, rapidamente ridotto il ritmo di dismissione del portafoglio di titoli di stato acquistati negli anni precedenti, tornando acquirente netto per almeno 30 miliardi di dollari statunitensi a partire dal gennaio 2026. Questo cambiamento è stato funzionale ad evitare il crearsi di tensioni sui mercati monetari, ed è stato attuato acquistando titoli con scadenze inferiori all'anno.

Nelle tabelle 13 e 14, di seguito riportate sono rappresentate, nella prima il tasso di disoccupazione di alcuni dei principali paesi occidentali, mentre nella seconda è evidenziato il volume degli acquisti netti di titoli governativi statunitensi da parte della *Federal Reserve* statunitense.

Tabella 13 – Tasso di disoccupazione % in paesi selezionati, periodo 2022-2025, dati trimestrali. Fonte Factset

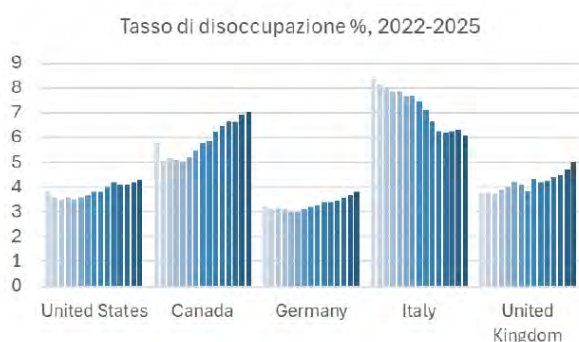
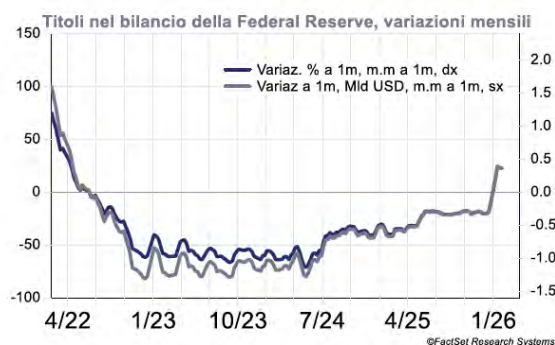


Tabella 14 – Acquisti netti di titoli da parte della Federal Reserve USA. Variazione % mensile, scala di destra, e variazione in Mld di USD, scala di sinistra. Fonte Factset



In valuta locale le obbligazioni in dollari statunitensi hanno quindi premiato gli investitori con performance significativamente migliori dei titoli in euro, specialmente sulle scadenze medie, grazie alla compressione dei rendimenti a scadenza e al miglior flusso cedolare di partenza; per gli investitori europei, non è stato agevole cogliere l'opportunità sui tassi statunitensi, visto che nel primo semestre dominato dalle turbolenze tariffarie i rendimenti hanno toccato sia i massimi sia i minimi dell'anno, e che un investimento *buy & hold* avrebbe sofferto per il deprezzamento del dollaro statunitense o scontato un costo, prossimo al 2% annuo, per la copertura del rischio del tasso di cambio, fatto che avrebbe ridotto di pari importo il rendimento. Sulle obbligazioni domestiche, denominate in euro, il flusso cedolare ha assorbito l'impatto negativo derivante dal rialzo dei rendimenti a scadenza, ma i ritorni complessivi sono stati decisamente minori, spaziando dal 2% scarso per i titoli a breve termine al 5% per le obbligazioni societarie con rating sub investment grade.

Un andamento uniformemente al rialzo hanno avuto invece i rendimenti obbligazionari in Giappone: la *Bank of Japan*, confortata dal ritorno alla crescita dei salari e dell'inflazione, una novità epocale nel paese, ha proseguito nel percorso estremamente graduale di normalizzazione della politica monetaria, caratterizzata per quasi due decenni da tassi ufficiali schiacciati su livelli zero o negativi e dalla quasi-nazionalizzazione del mercato delle emissioni obbligazionarie governative. La riduzione degli acquisti di titoli da parte della banca centrale, che ha deciso di tornare ad influenzare l'offerta di credito agendo sul tasso overnight, ha comportato una violenta pressione al rialzo sui tassi a medio lungo termine, con le scadenze trentennali che hanno superato livelli del 3% annuo.

Nelle tabelle 15 e 16, di seguito riportate sono rappresentate, nella prima la variazione dei rendimenti sui principali titoli obbligazionari e i tassi del mercato monetario nell'anno 2025, mentre nella seconda sono evidenziate le performance da inizio

anno dei principali segmenti obbligazionari.

Tabella 15 – Variazione dei rendimenti sui principali titoli obbligazionari e tassi del mercato monetario, da inizio anno al 31.12.25. Dati in percentuale Fonte Factset

Titolo di riferimento	Variazione rendimento a scadenza %
Euribor 3M	-0,58
Titolo USA 2 anni	-0,77
Titolo USA 10 anni	-0,4
Titolo Germania 2 anni	0,04
Titolo Germania 10 anni	0,49
Titolo Germania 30 anni	0,88
BTP spread 2 anni	-0,29
BTP spread 10 anni	-0,89

Tabella 16 – Performance da inizio anno al 29.08.2025 dei principali segmenti obbligazionari. Dati in percentuale. Fonte Factset

Segmento di mercato di riferimento	performance %
Titoli EMU 1 - 3 anni	2,28
Titoli EMU 7 - 10 anni	1,78
Titoli USA 1 - 3 anni (US\$)	5,09
Titoli USA 7 - 10 anni (US\$)	8,17
Obbligazioni governative EM (US\$)	13,96
Obbligazioni societarie europee IG	3,01
Obbligazioni HY europee	5,15
Obbligazioni HY USA (US\$)	8,5

I titoli obbligazionari societari, meglio conosciuti come *corporate*, hanno proseguito a beneficiare dei solidi fondamentali aziendali e della ricerca di rendimento. Dopo un visibile ma ordinato allargamento in aprile, seguito all'esplosione di volatilità sull'azionario, gli *spread* sono tornati a comprimersi e continuano a mantenersi sui livelli minimi degli ultimi 20 – 25 anni.

Le *performance* sono state positive su tutti i segmenti, in particolare su quelli più rischiosi, vale a dire le obbligazioni *high yield*, e in doppia cifra, in dollari statunitensi, sui titoli governativi emergenti, grazie al calo dei tassi statunitensi e degli *spread*. I tassi di default relativi all'universo degli emittenti societari inclusi nei principali indici di mercato, dopo essere saliti nel biennio 2023 – 2024, sono rimasti stabili negli Stati Uniti d'America e si sono marginalmente deteriorati in Europa, restando prossimi alle medie storiche. Le dinamiche aggregate del merito creditizio vedono un modesto deterioramento negli ultimi mesi, limitato ad alcuni settori e senza im-

plicazioni sistemiche.

Nella tabella 17 è rappresentato l'andamento, espresso in *basis points*, degli *spread* di credito sulle obbligazioni corporate statunitensi.

Tabella 17 – Andamento degli spread di credito sulle obbligazioni societarie USA, basis points.
Fonte: Factset



Mercati finanziari: la componente valutaria e il cambio euro / dollaro statunitense

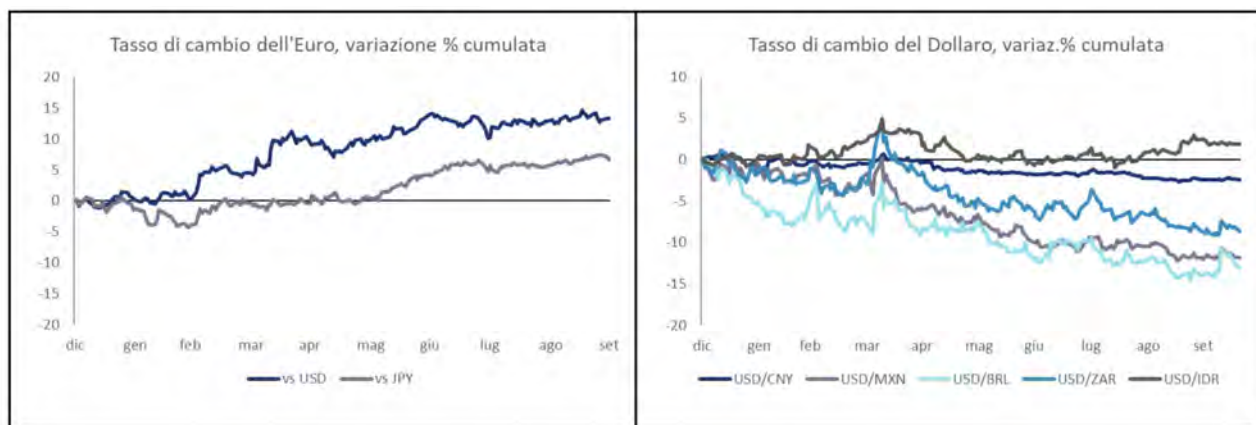
Sui mercati valutari, la valuta euro si è rafforzata di oltre 12 punti percentuali nei confronti del dollaro statunitense e dello yen giapponese. Sulla valuta statunitense ha pesato, sicuramente, l'inasprimento delle tensioni commerciali, ma soprattutto il rallentamento della crescita interna e la maggiore persistenza dell'inflazione. Se la forza del dollaro statunitense era stata uno dei temi dominanti nel 2024, favorendo gli investitori europei tramite l'esposizione strutturale e quasi obbligata agli *asset* americani nei portafogli obbligazionari e soprattutto azionari, nell'anno 2025 questo trend si è invertito.

Gli investimenti denominati in dollari statunitensi hanno visto un significativo deprezzamento a partire dal primo quadrimestre; in parallelo, il costo di copertura a termine del cambio euro/dollaro statunitense continua ad essere significativo a causa del differenziale fra i tassi d'interesse a breve termine, rendendo complessa la scelta di portafoglio fra investimenti a cambio aperto, esposti al rischio di ulteriore deprezzamento della valuta americana, e sterilizzazione del rischio con costi annuali di oltre il 2%. Sempre specularmente al 2024, nell'anno 2025 si sono rafforzate rispetto al dollaro statunitense, e in misura minore rispetto all'euro, le principali valute emergenti, con poche eccezioni significative quali quella dell'India.

Nella tabella 18, di seguito riportata sono evidenziate le variazioni percentuali sia

del cambio dell'euro verso il dollaro statunitense e lo yen giapponese, sia del dollaro statunitense verso le principali valute dei paesi emergenti.

Tabella 18 - Variazione % dei principali tassi di cambio. Primo grafico: tasso di cambio Euro/Dollaro e Euro/Yen. Secondo grafico: tasso di cambio fra il Dollaro USA e alcune principali valute emergenti. Variazione percentuale da inizio anno. 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 statuari, 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 raccoglierne le necessità e le richieste. L'attività di Fondazione deve orientarsi al miglior soddisfacimento possibile delle esigenze, rendendo disponibili le risorse erogative necessarie per il sostegno dei territori di riferimento. Per attuare questo obiettivo occorre che Fondazione ottenga, dall'impiego del proprio patrimonio, proventi adeguati, limitando il più possibile che i rendimenti generati 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; l'attività erogativa, infatti, deve essere coerente con le esigenze manifestate dai propri *stakeholder*. L'approccio seguito da Fondazione è che le erogazioni siano adeguate e coerenti con 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 e del successivo Addendum del 28 ottobre 2025;

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. apprezzare gli investimenti nei *private markets*, sia nella componente capitale sia in quella debito, i quali pur caratterizzandosi per la loro illiquidità, sono in grado di offrire rendimenti più consistenti e possono contribuire anche 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 2025 è, quindi, il risultato di un percorso evolutivo costantemente monitorato e adattato per rispondere al meglio all'andamento e all'evoluzione dei mercati finanziari e della situazione geopolitica; 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.

I dati di dettaglio degli investimenti finanziari, ottenuti tramite il *look through* dei sottostanti dei singoli investimenti presenti nel portafoglio di Fondazione, reso possibile dalla banca dati *Navigator*, consentono sia il costante monitoraggio, sia la valutazione della redditività degli investimenti in essere. Tali elementi costituiscono la base di dialogo e di confronto con i gestori incaricati da Fondazione, attività fondamentale che consente di adattare l'*asset allocation* del portafoglio finanziario alle necessità tattiche che devono essere di tempo in tempo adottate in funzione del mutevole andamento dei mercati finanziari. In questo contesto emerge il ruolo essenziale svolto dalla società *XY ERS Deutschland GmbH*, *advisor* specializzato nella consulenza in materia di *asset allocation* strategica, la quale tramite appositi report periodici e dati analitici supporta sia l'attività svolta dalla Commissione Investimenti, sia le valutazioni e le decisioni che devono essere assunte dal Consiglio di Amministrazione.

Gli elementi costituenti l'*asset allocation* strategica sono annualmente adeguati in chiave tattica, in funzione degli andamenti espressi dai mercati finanziari. In tale prospettiva, una rilevanza sempre maggiore è acquisita dagli investimenti effettuati ricorrendo allo strumento dei mandati di gestione. Ad ogni singolo gestore, nell'anno 2025, sono state assegnate specifiche linee guida (*investment guidelines*). Oltre alla definizione delle linee guida degli investimenti finanziari relative ad ogni mandato di gestione, l'*asset allocation* strategica adottata da Fondazione 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.

Nel corso dell'anno 2025 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. È stato, inoltre, raggiunto un accordo strategico con Banca Generali, in forza del quale gli investimenti obbligazionari diretti presenti nel portafoglio sono stati dismessi, facendo confluire la relativa liquidità in polizze di ramo I e di ramo III, con l'obiettivo di ottimizzare la gestione obbligazionaria; altresì si è provveduto alla sottoscrizione di nuove quote di fondi sia di *private debt*, sia di *private equity*.

L'insieme delle operazioni che, nell'esercizio 2025, hanno interessato il portafoglio finanziario sono meglio dettagliate ed esplicitate nei paragrafi che seguono.

I nuovi investimenti finanziari attuati nell'anno 2025 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 in coerenza sia con gli obiettivi erogativi, sia con i costi operativi che Fondazione deve sostenere per la propria gestione; 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 dell'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, corredate dai necessari motivati pareri consultivi, 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 2025, 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;
- 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, nonché nel successivo Addendum del 28 ottobre 2025. Al riguardo si precisa che l'articolo 1 dell'Addendum del 28 ottobre 2025, prevede la possibilità di "... ricalcolo di tale esposizione attraverso l'applicazione di un coefficiente determinato in connessione al grado di rischio del soggetto nei confronti del quale l'esposizione è superiore a un terzo del totale dell'attivo dello stato patrimoniale della Fondazione, calcolato con le modalità previste dell'articolo 2, commi 4 e 5 del Protocollo".

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 2025 sono state:

1. acquisto di n. 99.326 azioni ordinarie senza valore nominale di *Cassa Depositi e Prestiti SpA*. L'acquisto di tale pacchetto azionario è avvenuto a seguito dell'adesione di Fondazione all'offerta di vendita proposta da *Cassa Depositi e Prestiti SpA*, in attuazione della delibera di dismissione di tutte le azioni proprie detenute, assunta dall'assemblea degli azionisti svoltasi il 3 novembre 2025. Il prezzo pagato per l'acquisto delle n. 99.326 azioni *Cassa Depositi e Prestiti SpA* è stato di € 8,846 milioni, oltre oneri fiscali accessori;
2. sottoscrizione per € 3 milioni delle quote del fondo di *private debt Blackstone European Private Credit Fund*; il predetto importo è stato interamente richiamato all'atto della sottoscrizione dell'investimento. Il fondo *Blackstone European Private Credit Fund* distribuisce cedole mensili, il cui ammontare è commisurato agli interessi corrisposti dei soggetti che hanno ottenuto finanziamenti dal fondo;
3. sottoscrizione, con un impegno di € 2 milioni, delle quote del fondo di *private debt Decalia Private Credit Strategies S.A. Sicav – Raif – Sub Fund II*; alla chiusura dell'esercizio 2025 tale fondo ha già richiamato sull'impegno di sottoscrizione l'importo di € 907 mila; l'investimento nel già richiamato fondo è iscritto alla voce immobilizzazioni finanziarie per l'importo di € 875 mila;
4. sottoscrizione, con impegno di € 2 milioni, delle quote del fondo di *private debt Anthilia BIT V*; alla chiusura dell'esercizio 2025 tale fondo non aveva effettuato alcun richiamo;
5. sottoscrizione, con impegno di € 2 milioni, delle quote del fondo di *private equity Arcadia Sustainable Capital III*; alla chiusura dell'esercizio 2025 tale fondo ha richiamato l'importo di € 588 mila;
6. dismissione di titoli obbligazionari detenuti direttamente del valore contabile di € 26 milioni;
7. versamento integrativo di € 25 milioni a favore della polizza "*Lux protection life – Generali Luxembourg*";
8. sottoscrizione polizza vita ramo *I BG Vita Custody 2.0* con versamento del premio di € 5 milioni;
9. adesione all'OPAS volontaria di *Banca IFIS* sulle azioni di *Illimity Bank*. A fronte dell'adesione all'OPAS di *Banca IFIS*, Fondazione previa consegna delle 108.000 azioni *Illimity Bank* possedute ha ottenuto n. 10.800 azioni di *Banca IFIS* e incassato € 182 mila;

10. rimborso, al termine del periodo contrattuale, della polizza di capitalizzazione *BNL Cardif*; incassando l'importo complessivo netto di € 2,671 milioni;
11. ottenimento di n. 4.000 azioni ordinarie di *Pharmanutra* spa quale rimborso "in natura" operato dal fondo di *private equity Azimut IPO club*.

Nel corso dell'anno 2025, 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 2025, sono intervenuti, anche, rimborsi parziali del capitale da parte dei fondi *IPO Club Azimut*, *Arcadia Capital II* e *Itago IV*; il fondo di *private equity Alto Capital IV*, ha effettuato una ulteriore distribuzione dei proventi realizzati dallo stesso.

Nell'esercizio 2025, i fondi di *private debt Clessidra Private debt Fund*, *Anthilia BiT IV Co-Investment fund*, *Decalia Private Credit Strategies* 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 2025 tale fondo ha effettuato richiami per commissioni di gestione ed altri costi per € 16.703; altresì tale fondo ha distribuito parte dei proventi realizzati per l'importo lordo di € 1.000.705;
- *private equity IPO Club Azimut* (40 quote sottoscritte con l'impegno complessivo di € 2.000.000): tale fondo, nell'anno 2025, non ha effettuato alcun richiamo mentre ha rimborsato, a valere sul capitale investito, l'importo di € 63 mila, distribuendo, altresì, proventi per € 279.905;
- *private equity Arcadia Small Cap II* (40 quote di classe A sottoscritte con un impegno di € 2.000.000): l'importo richiamato da tale fondo nell'anno 2025, per commissioni di gestione ed altri costi, è stato di € 23.400, importo al lordo della successiva restituzione dell'importo di € 8.943, quali 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): in relazione agli impegni assunti, il fondo, nell'esercizio 2025 ha effettuato richiami per commissioni di gestione, altri costi e investimenti per € 151.330 e rimborsi di capitale per € 144.924;
- *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 da tale fondo nell'anno 2025, sia per il perfezionamento di nuove operazioni, sia per commissioni di gestione ed altri costi, è stato di € 849.689; il fondo nel corso del 2025 ha distribuito dividendi per € 15.900.
- *private equity Arcadia Sustainable Capital III* (40 quote di classe A sottoscritte con un impegno di € 2.000.000): l'importo richiamato da tale fondo nell'anno 2025, sia per il perfezionamento di nuove operazioni, sia per commissioni di gestione ed altri costi, è stato di € 598.343, importo al lordo di successive restituzioni di

€ 10.046 quali costi in precedenza sostenuti dal fondo. Fondazione, altresì, ha corrisposto interessi passivi di equalizzazione per € 20.214;

- *private debt Clessidra private debt fund* (4.000.000 quote di classe A1, con impegno di sottoscrizione di € 4 milioni): l'importo richiamato da tale fondo nell'anno 2025, sia per il perfezionamento di nuove operazioni, sia per commissioni di gestione ed altri costi, è stato di € 925.502; nell'esercizio 2025 tale fondo ha rimborsato, a titolo di capitale, l'importo di € 178.274;
- *private debt Anthilia BiT IV Co – Investment fund* (3.000 quote di classe D, con impegno di sottoscrizione di € 3 milioni): l'importo richiamato da tale fondo nell'anno 2025, sia per il perfezionamento di nuove operazioni, sia per commissioni di gestione ed altri costi, è stato di € 246.343; nell'esercizio 2025 il fondo ha rimborsato, a titolo di capitale, l'importo di € 394.719 e ha distribuito dividendi per € 145.307;
- *private debt Muzinich diversified enterprises credit II* (3.000.000 quote, con impegno di sottoscrizione di € 3 milioni): l'importo richiamato da tale fondo nell'anno 2025, sia per il perfezionamento di nuove operazioni, sia per commissioni di gestione ed altri costi, è stato di € 451.452 e ha distribuito dividendi per € 117.738;
- *private debt Generali direct Investment European private debt fund* (691,690 quote di classe “external shares”, con impegno di sottoscrizione di € 1 milione): l'importo richiamato da tale fondo nell'anno 2025, sia per il perfezionamento di nuove operazioni, sia per commissioni di gestione ed altri costi, è stato di € 316.683; nell'esercizio 2025 il fondo ha rimborsato, a titolo di capitale, l'importo di € 44.904 e ha distribuito dividendi per € 36.052;
- *private debt Generali real estate debt investment fund II* (16.073,75 quote di classe A, con impegno di sottoscrizione di € 2 milioni): l'importo richiamato da tale fondo nell'anno 2025, sia per il perfezionamento di nuove operazioni, sia per commissioni di gestione ed altri costi, è stato di € 717.593 e ha distribuito dividendi per € 46.065;
- *private debt Decalia Private Credit Strategies S.A. Sicav – Raif – Sub Fund II* (874,948 quote di classe B sottoscritte con un impegno di € 2.000.000): Fondazione ha sottoscritto le quote del fondo nel corso del 2025; in relazione agli impegni assunti, il fondo, nell'esercizio 2025, ha richiamato importi a valere sull'impegno di € 1.037.988 al netto di rimborsi di € 163.039 di cui € 32.120 non richiamabili, sostenendo interessi passivi di equalizzazione per l'importo di € 45.764;
- *private debt Anthilia BIT V Fund - II* (2.000 quote di classe B sottoscritte per l'impegno complessivo di € 2.000.000): Fondazione ha sottoscritto le quote del fondo nel corso del 2025, ma in relazione agli impegni assunti, il fondo, nell'esercizio 2025, non ha effettuato alcun richiamo;
- *private debt Blackstone European Private Credit Fund* (n. 112.451,65 azioni sottoscritte per l'impegno complessivo di € 3.000.000). Fondazione ha interamente versato l'importo dell'impegno all'atto della sottoscrizione dell'investimento.

- Fondo *Atlante*, nel corso dell'anno 2025, ha effettuato, mediante parziale annullamento di quote, il rimborso di € 146.858. Alla fine dell'esercizio 2025, per effetto dell'annullamento delle quote, conseguente ai rimborsi disposti da fondo *Atlante*, Fondazione è titolare di 4,9283085 quote del 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 2025 sono state oltre 150 le famiglie per un totale di più di 700 persone che hanno beneficiato 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 “XNL Piacenza” (suddiviso in “cinema e teatro” e “musica”) finalizzato alla promozione di tutte le arti contemporanee 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

Riguardo il complesso dell’ex convento di Santa Chiara si evidenzia nel corso dell’anno 2025 il consiglio comunale di Piacenza, all’unanimità, ha approvato il progetto per la realizzazione dello studentato e del CSRR dedicato alle persone con fragilità. Si precisa che il progetto relativo alla valorizzazione dell’ex convento di Santa Chiara prevede l’applicazione del procedimento unico ex articolo 53, legge regionale n. 24 / 2017. In forza dell’approvazione del progetto deliberata dal consiglio comunale di Piacenza, a Fondazione è stato rilasciato il relativo permesso di costruire. Il progetto di recupero dell’ex convento di Santa Chiara, con la realizzazione dello studentato e il CSRR per persone con fragilità sarà attuato tramite un apposito fondo immobiliare di cui Fondazione sottoscriverà un adeguato numero di quote. L’avvio dei lavori per la realizzazione del recupero dell’ex convento di Santa Chiara è ipotizzato per l’estate dell’anno 2026.

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 complessivo, comprensivo della liquidità, nell'esercizio 2025, rispetto alle consistenze iniziali rilevate al 1 gennaio 2025, è stato interessato dalle operazioni di sottoscrizione, richiami, dismissione e rimborso (sono esclusi ripristini di valore e capitalizzazioni) di seguito riassunte, suddivise per asset class:

	decrementi	incrementi
<i>partecipazioni</i>	-383.320	9.256.009
<i>obbligazioni</i>	-34.756.816	8.577.508
<i>fondi</i>	-1.204.603	0
<i>polizze</i>	-2.711.500	30.100.000
<i>private equity</i>	-243.763	1.639.465
<i>private debt</i>	-780.935	6.695.544
<i>liquidità</i>	-8.799.805	0
Totale	-48.880.743	56.268.526

Al 31 dicembre 2025, il portafoglio finanziario di Fondazione è così costituito:

Immobilizzazioni finanziarie	399.868.601
<i>obbligazioni strutturate</i>	4.975.000
<i>obbligazioni</i>	9.223.408
<i>fondi immobilizzati</i>	150.165.438
<i>polizze</i>	46.197.278
<i>partecipazioni</i>	168.128.640
<i>partecipazioni società strumentali</i>	1.707.271
<i>private equity</i>	4.635.079
<i>private debt</i>	14.836.487
Strumenti finanziari non immobilizzati	7.594.277
<i>fondo Emilia Romagna Social Housing</i>	200.687
<i>liquidità di conto corrente</i>	7.393.590
Totale	407.462.878

Per garantire una maggiore e migliore informazione, nella tabella seguente sono riportati i valori contabili ed il *fair value* dei titoli e degli strumenti finanziari presenti, al 31 dicembre 2025, nel portafoglio di Fondazione.

	<i>valore contabile</i>	<i>fair value</i>	<i>delta</i>
Immobilizzazioni finanziarie	399.868.601	450.479.165	
<i>obbligazioni strutturate</i>	4.975.000	4.992.500	17.500
<i>obbligazioni</i>	9.223.408	9.117.019	-106.389
<i>fondi immobilizzati</i>	150.165.438	156.359.910	6.194.472
<i>polizze</i>	46.197.278	46.920.218	722.940
<i>partecipazioni</i>	168.133.231	213.301.219	45.167.988
<i>partecipazioni società strumentali</i>	1.707.271	N.A	N.A
<i>private equity</i>	4.630.488	4.964.638	334.150
<i>private debt</i>	14.836.488	14.823.662	-12.826
Strumenti finanziari non immobilizzati	7.594.277	7.594.277	
<i>fondo Emilia Romagna Social Housing</i>	200.687	200.687	0
<i>liquidità di conto corrente</i>	7.393.590	7.393.590	0
Totale	407.462.878	458.073.442	

Alla data di redazione della presente relazione di gestione al bilancio 2025, le società di gestione dei fondi di *private equity*:

- *Itago IV*,
- *Arcadia Sustainable Capital III*

e le società di gestione dei fondi di *private debt*:

- *Clessidra private debt fund*,
- *Anthilia BiT IV Co – Investment fund*,
- *Muzinich diversified enterprises credit II*,
- *Decalia Private Credit Strategies S.A. Sicav – Raif – Sub Fund II*,

non hanno ancora reso disponibile il *Net Asset Value (NAV)* della singola quota, per cui quale *fair value* al 31 dicembre 2025 di tali investimenti 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, considerando l'illiquidità del titolo, assumendo quale valore il prezzo unitario che, nel mese di dicembre 2025, Fondazione ha pagato per l'acquisto delle azioni proprie cedute da tale società. Si precisa che il *fair value*, determinato assumendo quale valore il prezzo di acquisto che Fondazione ha pagato nel mese di dicembre 2025, è superiore rispetto al *fair value* di *Cassa Depositi e Prestiti spa*, determinato sulla base della frazione di patrimonio netto spettante a Fondazione, come risultante dal bilancio dell'esercizio sociale chiuso il 31 dicembre 2024, ultimo bilancio approvato dall'assemblea degli azionisti. La quota di patrimonio netto di *Cassa Depositi e Prestiti spa*, di spettanza di Fondazione in relazione alla partecipazione posseduta, infatti, ammonta ad € 90,263 milioni; 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 2025 è stata effettuata la svalutazione del valore del fondo *Blackrock ESG Global Bond Income Fund*, nonché si è provveduto all'adeguamento della svalutazione del valore 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 statutari 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 2025 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 2025, sui conti correnti bancari intestati a Fondazione e nella cassa contanti, sono depositati e disponibili circa € 7,394 milioni, con un decremento di circa € 8,8 milioni rispetto all'analoga voce esistente alla fine dell'esercizio precedente.

Il decremento della liquidità è dovuto, essenzialmente, al pagamento delle azioni *Cassa Depositi e Prestiti SpA*, effettuato nel mese di dicembre 2025, di cui si è dato conto nei paragrafi che precedono. Il dettaglio delle movimentazioni intervenute è esplicitato nella nota integrativa.

La liquidità a disposizione di Fondazione, considerato quanto rappresentato nel ca-

povero 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 2025.

Patrimonio netto e fondi per l'attività d'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.

	2025	2024	delta
<i>Fondo di dotazione</i>	118.943.574	118.943.574	0
<i>Riserva rivalutazioni e plusvalenze</i>	175.632.864	173.910.545	1.722.319
<i>Riserva obbligatoria</i>	57.097.081	54.800.655	2.296.426
<i>Riserva integrità economica</i>	38.886.373	38.886.373	0
Totale Patrimonio Netto	390.559.892	386.541.147	4.018.745

Ampliando l'osservazione delle variazioni che hanno interessato il patrimonio netto nell'ultimo decennio, si evidenzia che, il patrimonio netto di Fondazione si è incrementato, in termini assoluti di € 33,980 milioni, mentre in termini percentuali l'incremento è stato del 9,53%; rispetto all'esercizio 2024, il patrimonio netto si incrementa di € 4,019 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:

	2022	2023	2024	2025
<i>Patrimonio netto</i>	378.774.215	382.826.030	386.541.147	390.559.892
<i>Incremento su anno precedente</i>	4.165.701	4.051.815	3.715.117	4.018.745

Per quanto riguarda il *fondo stabilizzazione erogazioni future* si osserva che, nell'esercizio 2025, il decremento rispetto all'anno precedente è stato di € 0,908 milioni, come meglio dettagliato nella sottostante tabella:

	2025	2024	delta 2025 - 2024
<i>Fondo stabilizzazioni erogazioni future</i>	15.929.620	16.837.175	-907.555

La variazione netta del *fondo stabilizzazione erogazioni future* intervenuta nell'anno 2025, sopra evidenziata, è il risultato di inglobamenti di contributi deliberati in precedenti esercizi e non utilizzati, per l'importo complessivo di € 230.736, del risparmio erogativo dell'anno 2025, pari ad € 13.430, dell'utilizzo per € 2,787 milioni avvenuto nell'esercizio, nonché dell'accantonamento effettuato a valere sull'avanzo dell'esercizio in commento per € 1.634.920.

Considerando le variazioni che hanno interessato la voce *fondo stabilizzazione erogazioni future* nell'ultimo decennio si osserva che l'incremento, nel periodo compreso fra gli esercizi 2016 – 2025, è stato complessivamente pari ad € 2,984 milioni che, in termini percentuali, rappresenta un aumento del 23%.

Focalizzando l'attenzione sull'ultimo quadriennio, le variazioni intervenute nel *fondo stabilizzazione erogazioni future* sono evidenziate nella tabella riportata di seguito:

	2022	2023	2024	2025
<i>fondo stabilizzazione erogazioni future</i>	15.183.747	16.519.797	16.837.175	15.929.620
<i>variazione rispetto all'anno precedente</i>	-165.400	1.336.050	317.378	-907.555

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 e oneri

Rinviando per maggiori dettagli a quanto esposto in nota integrativa, si evidenzia che, alla fine dell'esercizio 2025, il fondo in esame ammonta a complessivi € 522 mila. Nell'anno 2025, 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 summenzionata fideiussione è conseguente alla distribuzione a favore di Fondazione, da parte del liquidatore di tale società, del secondo acconto di liquidazione.

Elementi economici

Nell'anno 2025 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 2025, nel rispetto dell'articolo 1, comma 1, del decreto emanato dal Ministero dell'Economia e delle Finanze – Direttore Generale dell'Economia del 27 febbraio 2026, pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale n. 53 del 5 marzo 2026, è redatto sulla base delle indicazioni fornite dall'Autorità di Vigilanza, le quali dispongono che: “Nella redazione del bilancio d'esercizio 2025, 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. 1, comma 65, della legge 30 dicembre 2025, n. 199 ...”.

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 2025 possono essere così, sinteticamente, rappresentate:

1. I dividendi e proventi assimilati [voce 2) dello schema di conto economico] conseguiti nell'esercizio 2025 sono stati complessivamente pari a € 15,031 milioni, mostrando un incremento di circa € 0,825 milioni, rispetto all'analoga voce dell'anno 2024. Nell'anno 2025, Fondazione ha incassato i dividendi distribuiti da *Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.*, *Crédit Agricole Italia S.p.A.*, *Pharmanutra S.p.A.*, e *Banca d'Italia*, per complessivi € 12,613 milioni; tale ammontare evidenzia un incremento di € 2,459 milioni, rispetto all'analoga voce dell'esercizio precedente, che in termini percentuali rappresenta un aumento di oltre il 24%. L'incremento dei dividendi percepiti è dovuto, in modo prevalente, ai maggiori dividendi distribuiti nell'anno 2025 da *Crédit Agricole Italia spa* e da *Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.*; nell'esercizio in commento il dividendo distribuito da *Crédit Agricole Italia spa* a favore di Fondazione è stato di € 4,993 milioni, rispetto ad € 4,173 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 2025 è risultato maggiore di oltre il 31,5% rispetto a quello dell'anno precedente; nello specifico il dividendo distribuito da *CDP spa* è stato di € 6,936 milioni, rispetto ad € 5,274 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 € 1,650 milioni, *Quaestio Alternative Funds – fund four*, per complessivi € 0,400 milioni e *Blackrock sustainable global bond income fund*, per complessivi € 0,594 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 € 0,418 milioni ed € 0,015 mila. Il dettaglio dei proventi contabilizzati in questa voce è riassunto nella tabella di seguito riportata:

	2025	2024
<i>dividendo CDP spa</i>	6.936.300	5.273.790
<i>dividendo Crédit Agricole Italia spa</i>	4.992.892	4.173.316
<i>dividendo Banca Illimity spa</i>	0	26.870
<i>dividendo Banca d'Italia</i>	680.000	680.000
<i>dividendo Pharmanutra spa</i>	4.000	0
<i>dividendo Quaestio global diversified III</i>	1.650.396	1.551.999
<i>dividendo Quaestio alternative funds fund four</i>	400.105	1.321.366
<i>dividendo Eurizon</i>	0	1.303.760
<i>dividendo Blackrock sustainable global bond income fund</i>	593.993	587.319
<i>proventi da private equity</i>	15.096	109.418
<i>proventi da private debt</i>	417.570	287.770
<i>ritenute su dividendi fondi</i>	-598.553	-1.058.704
<i>ritenute su dividendi da fondi di private equity e private debt</i>	-60.531	-50.783
TOTALE	15.031.268	14.206.121

2. Gli interessi e proventi assimilati [voce 3) dello schema di conto economico] contabilizzati in questa voce sono pari ad € 3,065 milioni ed evidenziano un incremento di € 0,995 milioni rispetto all'analoga voce del precedente esercizio, quando era risultata pari ad € 2,070 milioni. L'aumento dei proventi iscritti in questa voce è dovuto essenzialmente al rendimento prodotto dagli investimenti diretti in titoli obbligazionari che hanno contribuito sia con le cedole periodiche distribuite, sia con i plusvalori generati dalla dismissione, effettuata da Fondazione nei mesi di ottobre e novembre dell'esercizio in commento, della maggior parte del portafoglio obbligazionario detenuto direttamente. 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:

	2025	2024
<i>cedole obbligazionarie</i>	2.123.101	1.798.953
<i>interessi e altri proventi</i>	1.668.711	989.883
<i>perdite su obbligazioni</i>	-4.089	-23.600
<i>ritenute su cedole obbligazionarie</i>	-288.668	-453.884
<i>ritenute su interessi e altri proventi</i>	-433.989	-241.403
<i>arrotondamenti</i>	-1	-1
Totale	3.065.065	2.069.948

3. Nella voce rivalutazione (svalutazione) netta di immobilizzazioni finanziarie [voce 6) dello schema di conto economico] è iscritto l'importo di € 1.051.285, ammontare che corrisponde alla svalutazione degli investimenti in essere nel fondo *Blackrock sustainable global bond income fund* e nelle quote di fondo *Atlante*. La svalutazione del valore delle quote del fondo *Blackrock sustainable global bond income fund*, pari ad € 656.285, operata a fini prudenziali e nell'osservanza delle previsioni recate dal principio *OIC 21*, è stata determinata considerando che da diverso tempo persiste una quotazione depressa delle quote di tale fondo, derivante dal fatto che alcuni investimenti sottostanti il predetto fondo sono espressi in dollari statunitensi, il cui cambio attuale è peggiore rispetto a quello esistente al momento dell'effettuazione dell'investimento. L'ulteriore svalutazione delle quote di fondo *Atlante*, per l'importo di € 395.000, è stata operata anch'essa in via prudenziale, considerando il prolungarsi dei tempi di incasso dei crediti che costituiscono l'attivo del predetto fondo, nonché il fatto che nessuna delle due *Non Binding Offers (NBOs)*, che *DeA Capital*, quale gestore del fondo, aveva ricevuto da investitori istituzionali di primario *standing*, e delle quali aveva dato comunicazione a tutti i quotisti all'inizio del mese di dicembre 2024, è stata finalizzata, per cui il valore di mercato delle quote di fondo *Atlante* potrebbe, in concreto, risultare inferiore rispetto alle condizioni economiche indicate nelle predette *NBOs*.

4. Nella voce altri proventi [voce 9) dello schema di conto economico] sono contabilizzati i proventi residuali realizzati da Fondazione che, nell'anno 2025, sono pari ad € 602 mila, ammontare leggermente superiore rispetto al precedente esercizio 2024, quando erano pari ad € 473 mila. In questa voce è contabilizzato sia l'importo di € 258 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...).
5. Nella voce oneri [voce 10) oneri dello schema di conto economico] è contabilizzato l'importo complessivo di € 3,179 milioni, il quale si esplicita e dettaglia nelle seguenti sottovoci.

	2025	2024
<i>compensi e rimborsi organi statutari</i>	356.336	221.834
<i>personale</i>	745.083	655.922
<i>consulenti e collaboratori esterni</i>	310.434	194.817
<i>servizi gestione patrimonio</i>	79.157	87.619
<i>interessi passivi e altri oneri</i>	107.154	117.212
<i>commissioni di negoziazione</i>	13.967	11.140
<i>ammortamenti</i>	548.781	541.384
<i>altri oneri</i>	1.018.530	649.679
Totale	3.179.442	2.479.607

L'importo complessivo della voce degli oneri sostenuti da Fondazione nell'anno 2025 è superiore di € 700 mila rispetto all'analoga voce del precedente esercizio 2024. Tale incremento è ascrivibile, in via principale, al fatto che nell'esercizio 2025 Fondazione ha corrisposto l'importo di € 350.637, a titolo di oneri per il ritiro del permesso di costruire relativo all'intervento di recupero dell'ex convento di Santa Chiara, oltre ad aver sostenuto ulteriori costi professionali connessi allo sviluppo del progetto di recupero del già citato ex convento di Santa Chiara. Di seguito si esplicitano i dettagli delle voci di costo iscritte nel bilancio dell'esercizio 2025.

- Nella sottovoce "compensi e rimborsi spese organi statutari" è contabilizzato l'importo di € 356 mila, che evidenzia un incremento di circa € 135 mila rispetto all'analogo costo dell'esercizio 2024. Tale incremento è motivato dal fatto che nel corso dell'anno 2025, il Consiglio Generale ha deliberato di aumentare sia il compenso da riconoscere ai membri del Consiglio di Amministrazione, sia il valore delle medaglie di presenza spettanti ai membri del Consiglio Generale. Si evidenzia, altresì, che nell'esercizio 2025 si è svolto un maggior numero di riunioni degli organi, rispetto a quelle dell'anno precedente. Per quanto concerne la politica di remunerazione degli organi statutari, si osserva che Fondazione, anche nell'anno 2025, 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, nonché, per quanto applicabile, quanto disposto dall'articolo 4 dell'Addendum del 28 ottobre 2025. Al riguar-

do si precisa che i compensi effettivamente corrisposti nell'esercizio 2025 da Fondazione ai membri di tutti gli organi statutari, nonché ai componenti delle varie commissioni 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 € 745 mila ed include tutti i costi relativi al personale dipendente di Fondazione; il costo di competenza dell'anno 2025 è risultato superiore di circa € 89 mila rispetto all'analoga voce del precedente esercizio; ciò è essenzialmente dovuto all'incremento delle remunerazioni riconosciute ai dipendenti, in applicazione della delibera assunta dall'organo amministrativo finalizzata a consentire il recupero dal valore reale delle retribuzioni che nel tempo è stato eroso dall'inflazione;
- la sottovoce “consulenti e collaboratori esterni” ammonta ad € 310 mila, importo superiore di circa € 116 mila rispetto all'analoga voce del precedente esercizio 2024; 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 maggiori costi sostenuti per le prestazioni professionali riguardanti il progetto di recupero dell'ex Convento di Santa Chiara.
- la sottovoce “servizi di gestione del patrimonio” evidenzia l'importo complessivo di € 79 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 2024;
- la sottovoce “interessi passivi e altri oneri finanziari” si riferisce alle commissioni ed alle spese bancarie, nonché ai cosiddetti “interessi di equalizzazione” che si corrispondono all'atto della sottoscrizione di investimenti in fondi di *private debt* o di *private equity*, quando questa avviene in un momento diverso e successivo rispetto al primo *closing*. I costi sostenuti nell'esercizio 2025 a titolo di “interessi passivi e altri oneri finanziari” sono stati pari ad € 107 mila, con un decremento di circa € 10 mila rispetto all'analoga voce del bilancio dell'esercizio 2024, il cui dettaglio è di seguito riportato:

	2025	2024
<i>commissioni di gestione</i>	0	66.045
<i>commissioni e oneri bancari</i>	41.176	49.615
<i>interessi passivi per equalizzazione</i>	65.978	1.552
Totale	107.154	117.212

Si evidenzia che il minor importo contabilizzato in questa sottovoce è dovuto, principalmente, al saldo connesso al venir meno dell'onere derivante dalle commissioni di gestione e dall'incremento degli interessi passivi per equalizzazione, che Fondazione, in relazione alle sottoscrizioni delle quote di fondi di *private debt* e *private equity* ha effettuato nell'anno 2025, versando un importo nettamente maggiore 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 pos-

sedute, 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 € 549 mila, ammontare che corrisponde allo stanziamento di competenza dell’esercizio 2025 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’importo degli ammortamenti imputati al conto economico dell’esercizio 2025 evidenzia una sostanziale stabilità rispetto all’esercizio 2024;
 - la sottovoce “altri oneri” ammonta complessivamente ad € 1,019 milioni; in questa voce, che ha carattere residuale, sono contabilizzati tutti i restanti costi di competenza sostenuti nell’esercizio 2025 da Fondazione per il proprio regolare funzionamento. In tale voce è contabilizzato l’importo di € 350.637, che Fondazione ha versato al comune di Piacenza per il rilascio ed il ritiro del permesso di costruire relativo al progetto di recupero dell’ex convento di Santa Chiara.
6. i proventi straordinari [voce 11) proventi straordinari dello schema di conto economico] realizzati nell’esercizio 2025 sono pari ad € 193.949. In questa voce è contabilizzato l’importo di € 174.080 corrispondente a minori ritenute fiscali su proventi finanziari conseguiti da Fondazione a seguito della dismissione delle obbligazioni detenute direttamente, oltre ad € 19.868 di minori costi riferibili ad esercizi precedenti. In questa voce è contabilizzata altresì la plusvalenza di € 1 derivante dall’alienazione, avvenuta nel mese di febbraio 2025, della partecipazione detenuta in *Notrine SA*;
 7. gli oneri straordinari [voce 12) oneri straordinari dello schema di conto economico] ammontano a € 28 mila e si riferiscono, integralmente, a componenti negativi di reddito di competenza del precedente esercizio 2024;
 8. la voce imposte [voce 13) dello schema di conto economico] iscritta nel bilancio 2025 presenta un incremento di circa € 321 mila, rispetto al precedente periodo. L’ammontare delle imposte iscritte nel bilancio dell’esercizio 2025 è pari ad € 1,636 milioni, rispetto ad € 1,314 milioni del precedente esercizio. E’ opportuno precisare che gli oneri fiscali a carico di Fondazione non sono costituiti 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 obbligazionarie, ...) 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 2025, si riferiscono ad IRES ed IRAP, ed ammontano complessivamente a € 1,452 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 prudentiale, 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 2023. L'importo complessivamente richiesto a rimborso, quale IRES versata senza applicare la riduzione dell'aliquota IRES, è pari ad € 5 milioni.

A tutela delle proprie ragioni, Fondazione, tramite professionisti abilitati, nel mese di marzo 2025, con riferimento al periodo d'imposta 2021, ha presentato ricorso alla Corte di Giustizia Tributaria di primo grado di Piacenza, richiedendo il rimborso dell'IRES pagata in eccesso. Con sentenza n. 128 / 2025, depositata il 5 agosto 2025 l'adita Corte di Giustizia Tributaria di primo grado di Piacenza ha parzialmente accolto il ricorso presentato da Fondazione. Nello specifico la citata sentenza riconosce a Fondazione il diritto al rimborso di € 513.750, ammontare corrispondente al 61% dell'importo complessivamente richiesto a rimborso. La Corte di Giustizia Tributaria di primo grado di Piacenza, infatti, ha riconosciuto a Fondazione il diritto al rimborso limitatamente alle erogazioni effettuate a favore dei settori educazione, istruzione e formazione, volontariato filantropia e beneficenza, assistenza agli anziani e ricerca scientifica e tecnologica. Per opportuna completezza di informazione si precisa che l'Agenzia delle Entrate, alla fine del mese di febbraio 2026 ha presentato, innanzi alla Corte di Giustizia Tributaria di secondo grado dell'Emilia Romagna, appello per la riforma integrale della già citata sentenza n. 128 / 2025. Preso atto dell'appello proposto dall'Agenzia delle Entrate, Fondazione, nel rispetto dei termini di legge, si costituirà in giudizio, proponendo altresì appello incidentale teso ad ottenere il riconoscimento integrale dell'ammontare dell'IRES richiesta a rimborso.

Le "imposte indirette" sono contabilizzate per € 0,184 milioni e gli importi di maggior rilievo sono quelli relativi alla imposta di bollo, pari a € 0,078 milioni, all'IMU – IMIS, che ammonta ad € 0,075 milioni, nonché alla *Tobin tax*, pari ad € 0,018 milioni;

9. 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 € 1,515 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 2025, che emerge detraendo dai proventi gli oneri, sopra meglio dettagliati, è pari ad € 11.482.128; per consentire un miglior apprez-

zamento del risultato economico, conseguito nell'esercizio in commento, si evidenziano gli avanzi di gestione negli ultimi cinque periodi.

	2021	2022	2023	2024	2025
<i>avanzo dell'esercizio</i>	10.358.749	8.088.563	10.837.188	10.614.618	11.482.128

Al riguardo si osserva che il risultato dell'esercizio 2025, può essere considerato migliore di quelli precedenti; al riguardo si deve evidenziare che in alcuni esercizi precedenti al 2025, e precisamente quelli dal 2021 al 2023, l'avanzo di gestione beneficiava di poste straordinarie positive di elevato importo, mentre l'avanzo di gestione dell'esercizio in commento non è influenzato da tale fattispecie.

L'avanzo di € 11.482.128, conseguito nell'esercizio 2025 determina i seguenti accantonamenti:

- riserva obbligatoria: € 2,296 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: € 1,722 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: € 0,306 milioni;
- accantonamento ai fondi per le erogazioni nei settori rilevanti: € 4,715 milioni, destinati all'attività erogativa dell'esercizio 2026;
- accantonamento ai fondi per le erogazioni nei settori statutari: € 0,770 milioni, destinati all'attività erogativa dell'esercizio 2026;
- accantonamento altri fondi per l'attività di istituto: € 0,037 milioni;
- accantonamento al fondo stabilizzazione erogazioni future: € 1,635 milioni.

Rendimenti economici

Nell'esercizio 2025 il rendimento medio, al lordo della tassazione, generato dal portafoglio finanziario di Fondazione è stato del:

- 4,82% considerando i rendimenti lordi riferiti agli investimenti considerati al loro valore contabile;
- 4,28% considerando i rendimenti lordi riferiti agli investimenti al *fair value* al 31 dicembre 2025.

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 2025; in modo analogo è stato determinato il valore medio degli investimenti che hanno subito movimentazioni (per sottoscrizioni o per rimborsi) nel corso dell'anno 2025.

Per comprendere e valutare il rendimento ottenuto nell'esercizio 2025 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>	4,9166%	4,2135%
<i>cedole e proventi obbligazionari</i>	5,8034%	5,9049%
<i>interessi e proventi da liquidità, polizze e altri investimenti</i>	3,5048%	3,4769%

Dividendi azionari e da fondi di investimento

Nell'esercizio 2025, Fondazione ha incassato dividendi dalle partecipazioni possedute per complessivi € 12,613 milioni; nello specifico i dividendi incassati da Fondazione, nell'esercizio 2025, derivano:

- € 6,936 milioni dalle azioni *Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.*;
- € 4,993 milioni dalle azioni *Crédit Agricole Italia S.p.A.*;
- € 0,680 milioni dalle quote di partecipazione al capitale di *Banca d'Italia*;
- € 0,004 milioni dalle azioni *Pharmanutra S.p.A.*

Il rendimento della componente azionaria dell'anno 2025, rispetto a quello del precedente esercizio 2025, risente positivamente dell'incremento dei dividendi distribuiti da *Crédit Agricole Italia S.p.A.* e da *Cassa Depositi e Prestiti S.p.A.* È rimasto invariato il dividendo distribuito da *Banca d'Italia*. Si osserva che nell'esercizio in commento come già nel precedente esercizio 2024, 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 € 1,515 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 citata 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 2025 sono stati pari ad € 2,644 milioni; nel dettaglio gli stessi sono attribuibili quanto a:

- € 1,650 milioni al fondo *QSF global diversified III*;
- € 0,400 milioni al fondo *QAF Quaestio fund four*;
- € 0,594 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.

Per quanto concerne i fondi di *private equity* e *private debt* i proventi lordi complessivamente distribuiti nel 2025, sono stati pari ad € 0,430 milioni; nel dettaglio gli stessi sono attribuibili quanto a:

- € 0,420 milioni a fondi di *private equity*;
- € 0,010 milioni a fondi di *private debt*.

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 5,80%, e del 5,90% se rapportato al *fair value*.

Si precisa che il rendimento annuo lordo dell'unica obbligazione strutturata posseduta, nell'esercizio 2025 è stato pari a circa al 3,07% 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 detenuta da Fondazione è stata per la maggior parte dismessa nei mesi di ottobre e novembre 2025. Essa era composta per la maggior parte da titoli a tasso fisso, il cui obiettivo era quello di beneficiare delle cedole periodiche pagate dagli emittenti. Il rendimento della componente obbligazionaria risente in positivo dei plusvalori che sono stati realizzati in sede di dismissione di tali titoli, come meglio evidenziato nei paragrafi precedenti di questa relazione sulla gestione.

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*, nonché la liquidità depositata sui conti correnti bancari.

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 liquidazione. 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 3,50% se rapportato al valore contabile e del 3,48% rispetto al *fair value*. Considerata l'eterogeneità della tipologia di investimenti che hanno contribuito a generare la performance economica dell'esercizio 2025, per maggior chiarezza, si evidenziano i rendimenti delle diverse posizioni.

Il rendimento lordo realizzato nell'anno 2025 dall'investimento in fondi di *private equity* è stato del 37,43 % se determinato con riferimento al valore contabile e del 31,68% considerando il *fair value*. Per quanto riguarda i fondi di *private debt* il loro rendimento è stato del 3,50%, sia se commisurato al valore contabile, sia al loro *fair value*. In aggiunta ai redditi derivanti dai titoli e dagli strumenti presenti nel portafoglio finanziario, nell'esercizio 2025, sono stati realizzati altri componenti positivi di reddito per € 602 mila; tale valore, che è iscritto nella voce "altri proventi", si riferisce quanto ad € 259 mila a canoni di locazione immobiliare di competenza dell'esercizio 2025, nonché quanto ad € 343 mila alle quote di competenza dell'esercizio 2025 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 2025, 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 2025	Esercizio 2024
Immobilizzazioni finanziarie	398.161.330	381.967.281
<i>obbligazioni strutturate</i>	<i>4.975.000</i>	<i>4.975.000</i>
<i>obbligazioni</i>	<i>9.223.408</i>	<i>35.402.715</i>
<i>fondi immobilizzati</i>	<i>150.165.438</i>	<i>151.363.581</i>
<i>polizze</i>	<i>46.197.278</i>	<i>18.808.778</i>
<i>partecipazioni</i>	<i>168.128.640</i>	<i>159.255.951</i>
<i>private equity</i>	<i>4.635.079</i>	<i>3.239.376</i>
<i>private debt</i>	<i>14.836.487</i>	<i>8.921.880</i>
Strumenti finanziari non immobilizzati	7.594.277	16.400.543
<i>fondo Emilia Romagna Social Housing</i>	<i>200.687</i>	<i>207.147</i>
<i>liquidità di conto corrente</i>	<i>7.393.590</i>	<i>16.193.396</i>
Totale	405.755.607	398.367.824

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 2025 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 2025 sei persone; si precisa che non sono intervenute variazioni rispetto all'esercizio precedente.

Approvazione dell'Addendum al protocollo Acri-Mef

Fondazione, attraverso il mandato conferito al Presidente di ACRI, il 28 ottobre 2025, ha sottoscritto con il Ministero dell'Economia e delle Finanze l'“Addendum al protocollo di intesa tra il Ministero dell'Economia e delle Finanze e l'Associazione di Fondazioni e di Casse di Risparmio spa del 22 aprile 2015”. La sottoscrizione dell'Addendum considera la previsione dell'articolo 13 del Protocollo il quale prevede l'impegno delle parti che lo hanno stipulato di valutarne gli effetti e l'opportunità di rivederne successivamente i contenuti. Considerato che sia il Ministero dell'Economia e delle Finanze sia il sistema delle fondazioni di origine bancaria hanno valutato positivamente i risultati conseguiti dall'attuazione del Protocollo, che ha consentito alle fondazioni di adeguare il proprio assetto organizzativo e gestionale in linea con le migliori pratiche internazionali e all'Autorità di Vigilanza di disporre di strumenti di controllo più efficaci attraverso una migliore specificazione della portata applicativa delle norme che disciplinano le Fondazioni e che, altresì è stata ravvisata l'opportunità di integrare alcune delle disposizioni del Protocollo. In tale contesto è stato convenuto l'aggiornamento del Protocollo mediante la predisposizione del già citato Addendum. Si evidenzia che l'Addendum aggiorna le metodologie per il ricalcolo dell'esposizione verso un singolo soggetto superiore al limite previsto all'articolo 2, comma 4, del Protocollo, attraverso l'applicazione di un coefficiente, determinato in connessione al grado di rischio del soggetto nei confronti del quale l'esposizione è superiore a un terzo del totale dell'attivo dello stato patrimoniale; inoltre, nel caso in cui sia applicato il ricalcolo mediante l'utilizzo dei coefficienti specificamente previsti, non è possibile effettuare nuovi investimenti in titoli azionari, fondi, ETF, obbligazioni o altri prodotti che espongano il portafoglio a rischi specificatamente correlati ai soggetti rispetto ai quali sussiste l'esposizione oggetto di ricalcolo.

L'Addendum, inoltre, nell'articolo 3 introduce nuove indicazioni relativamente ai mandati del Presidente e dei membri dell'Organo di indirizzo di Fondazione, nonché degli altri Organi.

La rilevanza delle previsioni contenute nell'Addendum impone al Consiglio di Amministrazione di effettuare i necessari approfondimenti e verifiche, considerato che per l'attuazione delle disposizioni dell'Addendum è previsto il termine di un anno.

Applicazione della normativa recata dalla legge n.220/2021

Fondazione, con il supporto dell'*advisor* specializzato Nummus.Info spa ha predisposto e attivato i servizi di monitoraggio degli emittenti di strumenti finanziari di cui alla legge 220/2021, portante “Misure per contrastare il finanziamento delle imprese produttrici di mine antipersona, di munizioni e submunizioni a grappolo”. In tale contesto Fondazione, come richiesto dalla citata normativa, ha comunicato a tutti i soggetti con cui intrattiene rapporti di natura finanziaria, la cosiddetta “lista di esclusione” con l'elenco, aggiornato periodicamente, dei soggetti nei confronti dei

quali non devono essere intrattenuti rapporti. Fondazione, periodicamente, verifica e controlla l'integrale rispetto delle previsioni recate dalla già citata legge n. 220 / 2021.

Fatti di rilievo accaduti dopo la chiusura dell'esercizio

Successivamente alla chiusura dell'esercizio 2025, non si segnala l'accadimento di fatti di rilievo.

Si ritiene, in ogni caso, opportuno indicare con l'inizio dell'esercizio 2026, la struttura operativa di Fondazione è stata rafforzata con l'inserimento di due nuove risorse umane. In attuazione delle deliberazioni assunte dal Consiglio di Amministrazione, all'inizio del mese di febbraio 2026, è stato avviato, con il supporto di una società specializzata, il percorso di evoluzione organizzativa della struttura operativa di Fondazione; tale percorso sarà svolto durante l'intero anno 2026.

Al pari degli anni precedenti, dopo la chiusura dell'esercizio 2025, il Consiglio d'Amministrazione, con il supporto dell'advisor specializzato, la società *XY ERS Deutschland GmbH*, 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 rilevanti rispetto alle situazioni ed alle assunzioni all'atto della definizione dell'*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 e dovendo garantire la necessaria elasticità per rispondere alle sollecitazioni che di tempo in tempo si presentano sui mercati finanziari.

Evoluzione prevedibile della gestione

La gestione dell'esercizio 2026 è difficilmente prevedibile in quanto la guerra fra Stati Uniti d'America e Iran, iniziata alla fine del mese di febbraio 2026, sta generando scenari geopolitici di difficile lettura e interpretazione. L'effetto immediato, certo e tangibile, conseguenza del conflitto in Medio Oriente è il consistente aumento dei prezzi del petrolio e delle altre fonti energetiche, quali il gas. Quali saranno gli impatti che questo scenario geopolitico indurrà sull'inflazione è difficile da ipotizzare, in quanto molto dipenderà sia dall'effettiva durata del conflitto, sia dai suoi esiti. È, altresì, plausibile che un persistente e prolungato aumento dei prezzi dell'energia determini un rialzo dei tassi di inflazione, e ciò potrebbe avere effetti sulle politiche monetarie decise dalle banche centrali, in particolar modo sulla *Federal Reserve* statunitense.

In tale contesto, nell'anno 2026, la gestione di Fondazione dovrebbe beneficiare dell'esposizione del proprio 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*. L'esercizio 2025 è stato positivo per il settore bancario in genere, tanto che molti istituti di credito hanno annunciato un significativo incremento degli utili realizzati in tale periodo. Gli utili che gli istituti di credito hanno realizzato e conseguito nell'esercizio 2025, dovrebbero produrre un effetto positivo sul conto econo-

mico di Fondazione, grazie ai dividendi di cui si prevede la distribuzione, salvo che il peggioramento degli scenari macro economici, influenzati in modo negativo dagli accadimenti geopolitici non determini la necessità di incrementare gli accantonamenti prudenziali, andando in tal modo a deprimere l'ammontare complessivo dei dividendi da porre in distribuzione.

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 ERS Deutschland GmbH*, ha avviato, nei primi mesi dell'anno 2026, la revisione dell'*asset allocation* strategica del proprio portafoglio. L'obiettivo di tale attività è quello di adeguare, se necessario, 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.

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 2026, si ipotizza un percorso teoricamente 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 2025.

Le prospettive per l'anno 2026

Con la guerra che gli Stati Uniti d'America e Israele hanno avviato alla fine del mese di febbraio 2026 nei confronti dell'Iran è concretamente impossibile delineare o anche più semplicemente ipotizzare quali potrebbero essere le prospettive per l'anno 2026. Sono troppe le variabili da considerare, le incertezze e gli eventi imprevedibili che potrebbero verificarsi e che andrebbero inevitabilmente ad influenzare gli accadimenti dell'anno.

L'attacco israelo-americano all'Iran va considerato come un evento assolutamente imprevedibile, poiché lo stesso è avvenuto subito dopo le dichiarazioni del Presidente statunitense con cui annunciava progressi nelle trattative e nei negoziati con il paese mediorientale. Al momento della redazione della presente relazione sulla gestione sono trascorse più di tre settimane dall'inizio del conflitto ed è impossibile ipotizzare la possibile evoluzione dello stesso. Al riguardo si rileva la determinazione di Israele ad attaccare l'Iran, mentre il Presidente Trump invia segnali contra-

stanti e apparentemente contraddittori e l'Iran minaccia la chiusura dello stretto di Hormuz da cui passa un importante flusso di materie energetiche, da cui consegue il rilevante aumento dei prezzi del petrolio e del gas. L'interrogativo che tutto il mondo si pone è se il conflitto resterà confinato a livello locale e se lo stesso si concluderà in un tempo contenuto, oppure si prolungherà, come è avvenuto con la guerra che ha interessato fino a pochi mesi fa la striscia di Gaza.

L'imprevedibilità degli accadimenti, genera una elevata volatilità sui mercati finanziari, nonché un pressoché generalizzato aumento dei prezzi; per tale motivo ipotizzare gli scenari dell'anno 2026, è in pratica impossibile.

Trascurando l'ipotesi in cui il conflitto che Stati Uniti d'America e Israele hanno avviato nei confronti dell'Iran, si indicano alcuni "temi", pensati prima dell'inizio di tale conflitto, che potrebbero, anche se solo parzialmente, essere ancora validi.

La necessità di finanziare deficit di bilancio importanti e la lezione della crisi del 2011, affrontata nell'Eurozona con un mix di politiche monetarie e fiscali rivelatosi disastroso, deve indurre a non sopravvalutare la residua volatilità dell'inflazione, tollerando livelli moderatamente superiori al 2%, e a mantenere condizioni monetarie moderatamente espansive.

Un esito di questo tipo è più probabile negli Stati Uniti d'America, dove una delle priorità della nuova amministrazione è proseguire nella riduzione dei tassi di interesse per ridare ossigeno al settore immobiliare e ridurre i costi di finanziamento del deficit; la *Federal Reserve* statunitense potrebbe, quindi, proseguire a ridurre i tassi base verso un livello considerato neutrale intorno al 3%, mentre la flessibilità della *Banca Centrale Europea* di muoversi in senso analogo è minore. Le attese sono orientate al fatto che la crescita reale e nominale degli Stati Uniti d'America resti strutturalmente superiore a quella dell'Europa, che le curve dei rendimenti restino positivamente inclinate e che il differenziale fra i tassi a breve termine fra dollaro statunitense e euro si comprima ulteriormente. In due importanti paesi, quali Giappone e Cina, sembrano però prendere piede tendenze divergenti. In Giappone, dopo molti anni nei quali l'onda lunga della grande crisi finanziaria e immobiliare degli anni '90 aveva lasciato il paese nella palude della stagnazione dei prezzi, insensibile a dosi crescenti di espansione monetaria, a partire dal 2022 si è avuto una ripartenza della crescita del livello dei prezzi, che si sta finalmente accompagnando a una crescita delle retribuzioni. La banca centrale ha cominciato a uscire dalla decennale politica di tassi zero e ha lasciato fluttuare liberamente i tassi di interesse a lunga scadenza; oltre alla svalutazione dello *yen* giapponese, il mercato obbligazionario nipponico è uscito da anni di ibernazione con una fortissima volatilità sui rendimenti; entrambi i fenomeni sono tuttora in corso e l'atterraggio su nuovi livelli di equilibrio è una delle sfide più importanti per la stabilità dei mercati nel corso del 2026.

Sul fronte geopolitico, si può guardare ai prossimi mesi con preoccupazione, data la mancanza di progressi decisivi nel conflitto in Ucraina, cui ora si aggiunge la guerra in corso in Medio Oriente.

In questo contesto si pone il tema di riorganizzazione delle *supply chain* globali verso una maggiore autosufficienza economica. Gli Stati Uniti d'America non sono i soli a percorrere questa strada: il ritorno ad un approccio di neo-protezionismo coinvolge molti paesi, assumendo la forma dei dazi (come negli Stati Uniti d'America), delle misure *antidumping* (nell'Unione Europea), dell'obbligo di *joint ventures* e limitazioni all'export (Cina), di incentivi al "*made in*" (India), del connubio dazi/sussidi (Brasile).

Se il protezionismo sta tornando a essere uno strumento centrale delle politiche economiche nazionali, lo si deve *in primis* a motivi economici, in quanto le politiche di globalizzazione spinta, esplose con l'ingresso della Cina nella *WTO*, si sono rivelate problematiche per larga parte dei sistemi economici occidentali come sta emergendo in modo netto in alcuni settori quali ad esempio la tecnologia, l'automotive, la chimica. Alla base di queste scelte sono però anche importanti ragioni strategiche e di sicurezza, nell'ambito di equilibri economico-politici in fase di riconfigurazione.

Nei prossimi anni la globalizzazione sembra quindi destinata a evolvere verso una forma più "regionale" e selettiva. Si delineano tre grandi blocchi economici: *NAFTA*, Europa e *BRICS*, ognuno caratterizzato da politiche di *nearshoring* e *friendshoring* tese a rafforzare le filiere produttive interne o verso partner geopoliticamente affini. Questa tendenza, pur accompagnata da un aumento del protezionismo, non comporta un ritorno all'autarchia. Piuttosto, prefigura un riequilibrio delle catene globali del valore entro macro-aree economiche integrate.

Questo scenario complessivo prefigura una regionalizzazione della globalizzazione: un mondo organizzato in blocchi cooperanti ma distinti, con decoupling economico e monetario parziale, riallocazione delle riserve finanziarie e accorciamento delle catene globali del valore. Lo sostengono la gradualità degli aggiustamenti in corso, la coerenza con le politiche industriali già avviate, la complessità delle filiere internazionali, che rende difficile una separazione netta, e la necessità di ingenti investimenti infrastrutturali per riconfigurare la produzione.

Le valutazioni del mercato azionario, negli Stati Uniti d'America, sono storicamente elevate, offrendo spazio a episodi di forte volatilità ogni qualvolta si affacciano preoccupazioni sul contesto macro o su temi settoriali; d'altra parte, questo premio di valutazione riflette i fondamentali dell'economia e una composizione settoriale che privilegia proprio i settori, come la tecnologia, che crescono maggiormente.

Il vero rischio, in prospettiva di medio periodo, non è tanto quello di una generica "sopravalutazione", ma la sfida globale per mantenimento della *leadership* tecnologica e la disciplina nel monitorare il ritorno finanziario degli imponenti investimenti attuali. Se la sfida verrà vinta, dovremo convivere anche nel prossimo futuro con la dominanza del mercato azionario statunitense e probabilmente con una concentrazione di valore estrema in alcune società che ricorda, e per certi versi supera, quella del periodo delle "*dot-com*" dei primi anni 2000, rivelatasi poi una bolla.

Tutto questo potrebbe rivelarsi irrealizzabile se il conflitto israelo – statunitense contro l'Iran si protraesse per un periodo prolungato, fatto non molto probabile ma che non può essere escluso del tutto, considerando che alcuni governi degli Stati del golfo Persico stanno inviando gli Stati Uniti d'America a proseguire il conflitto, con conseguenze ed effetti molto negativi che potrebbero protrarsi per un lungo periodo.

Piacenza, 23 (ventitrè) marzo 2026