

IL BILANCIO DI MISSIONE **2018**

LA STORIA

La Fondazione CRTrieste venne costituita il 28 luglio 1992 dalla Cassa di Risparmio di Trieste, in attuazione della legge n. 218 del 30 luglio 1990 sulle fondazioni bancarie, meglio nota come “Legge Amato”.

Per effetto della riforma, le Casse di Risparmio, le banche del Monte e gli istituti di credito di diritto pubblico furono obbligati a “conferire” la loro azienda bancaria a un'apposita società per azioni (società conferitaria). Gli enti conferenti, che generalmente assunsero lo *status* di fondazioni, furono disciplinate dal successivo Decreto legislativo n. 356 del 20 novembre 1990, che riconobbe loro piena capacità di diritto pubblico e di diritto privato e identificò i fini della loro attività nel perseguimento di scopi di interesse pubblico e di utilità sociale.

Nel momento in cui si pose l'esigenza della trasformazione del secolare istituto, la Cassa di Risparmio di Trieste poteva contare su una struttura equilibrata, ben radicata sul territorio. Alla capillare presenza a Trieste e nella sua provincia, con 23 dipendenze, si erano aggiunte negli ultimi anni 9 dipendenze nella regione Friuli Venezia Giulia e, in tempi più recenti, 5 dipendenze nel Veneto, 2 uffici di rappresentanza a Milano e a Verona e uno in Slovenia, a Capodistria, oltre alle

controllate Cassa di Risparmio di Trieste – Banca d.d. di Zagabria e CRTrieste Ireland Limited con sede a Dublino.

Il progetto di trasformazione richiesto dalla “Legge Amato” fu approvato con decreto del Ministero del Tesoro il 25 luglio 1992 e venne pertanto costituita la Cassa di Risparmio di Trieste – Banca S.p.A. con capitale di 220 miliardi di lire, suddiviso in 22 milioni di azioni da 10.000 lire nominali cadauna, interamente attribuite alla conferente Cassa di Risparmio di Trieste – Fondazione. Con lo stesso atto venne istituita la Cassa di Risparmio di Trieste – Specialcredito S.p.A. con capitale di 30 miliardi di lire, conferito in contanti e suddiviso in 3 milioni di azioni da 10.000 lire nominali cadauna interamente attribuite alla Cassa di Risparmio di Trieste – Banca S.p.A.

Il quadro complessivo scaturito dalla trasformazione della Cassa di Risparmio di Trieste vedeva, quindi, da un lato il gruppo bancario e dall'altro la Cassa di Risparmio di Trieste – Fondazione, ente successore dell'antica istituzione ma avente ora esclusive finalità sociali. La sua missione era continuare l'attività erogativa che la Cassa aveva svolto nei lunghi anni della sua storia, con apprezzata sensibilità, in favore della popolazione locale.

La legislazione riguardante le fondazioni subì in seguito un

significativo mutamento di rotta per quanto concerneva il rapporto tra enti conferenti e società conferitarie. Mentre all'inizio tale rapporto si era attuato nella maniera più stretta, con l'andar del tempo e attraverso l'emana-zione di disposizioni ad hoc, il legislatore volle imboccare la strada di una marcata separazione. Adeguandosi alle nuove disposizioni, la Cassa di Risparmio di Trieste – Fondazione elesse un nuovo Consiglio di Amministrazione e un Collegio Sindacale composti da persone diverse da quelle presenti negli organi della Banca. A presiedere il Consiglio della Fondazione fu chiamato Renzo Piccini, mentre alla presidenza della Banca si succedettero Piergiorgio Luccarini, Roberto Verginella, Carlo Melzi e Massimo Paniccia, il quale nel 2002, perfezionata la fusione per incorporazione della Banca in UniCredito Italiano S.p.A., assunse la carica di Presidente della Fondazione CRTrieste.

La netta separazione tra i due enti, che operarono per anni in stretto collegamento, avvenne con l'approvazione della legge n. 489 del 26 novembre 1993 e con la Direttiva del Ministero del Tesoro del 18 novembre 1994 (“direttiva Dini”). Il provvedimento, diretto alle fondazioni, era destinato ad avere un impatto sull'assetto societario delle banche: favorì l'instaurazione di accordi fra realtà bancarie e finanziarie operanti sul piano nazionale, per creare

forme di aggregazione, fusioni e incorporazioni tra le componenti del mondo bancario, in modo da realizzare strutture funzionali e operative di dimensione adeguata alla situazione e alle prospettive del mercato.

La Cassa di Risparmio di Trieste – Fondazione avviò una serie di contatti per creare per la Banca le condizioni più utili a un suo forte inserimento nel mercato.

Un primo traguardo fu raggiunto con l'acquisizione della disponibilità delle Assicurazioni Generali ad assumere una partecipazione significativa, attorno al 5%, nel capitale della Banca. La strategia venne poi completata con la ricerca di un'alleanza con un gruppo bancario forte, Unicredito (la holding che controllava le Casse di Risparmio di Verona, Treviso e Torino), che consentisse alla Fondazione di mantenere una partecipazione di maggioranza nella banca conferitaria, in modo da salvaguardare la sua autonomia pur ottemperando alla "direttiva Dini", che prevedeva che più della metà del patrimonio fosse costituito da cespiti diversi dalle azioni della conferitaria, usufruendo così delle agevolazioni di carattere fiscale.

L'11 dicembre 1995 fu firmata la "lettera d'intenti" che sanciva le intese raggiunte: Unicredito acquistava dalla Fondazione una quota pari al 28% del capitale della Cassa di Risparmio di

Trieste – Banca S.p.A., mentre la Fondazione otteneva un corrispettivo parte in contanti e parte convertito in una partecipazione diretta in Unicredito.

Nella prima metà del 1998 vennero avviati i contatti per un'ulteriore integrazione del gruppo in una delle maggiori aziende bancarie nazionali, il Credito Italiano; le operazioni furono completate in autunno con la nascita di UniCredito Italiano S.p.A. (ora UniCredit S.p.A.) e la Fondazione cedette un'ulteriore quota del 30,6% del capitale detenuto nella società conferitaria in cambio di azioni, quotate in borsa, di UniCredito Italiano S.p.A.. La quota del 20%, mantenuta ancora dalla Fondazione, garantiva il controllo di quest'ultima sugli atti più importanti di gestione della Banca.

Il progetto, che sanciva l'impegno del gruppo a salvaguardare e valorizzare la capacità e l'efficienza della Banca, nonché a svilupparne le potenzialità, venne approvato dal Ministero del Tesoro il 26 maggio 1999. Al termine dell'operazione il gruppo UniCredito Italiano S.p.A. risultava detentore di oltre il 64% del capitale sociale della CRTrieste Banca S.p.A., mentre la partecipazione della Fondazione era pari al 20%.

Anche in questi anni di passaggio fu intensissima l'attività della Fondazione, che fu in grado di trasferire a beneficio della

comunità locale i maggiori frutti ottenuti dall'investimento del proprio patrimonio. Da allora, la Fondazione divenne un punto di riferimento ancora maggiore nella città per la realizzazione di importanti iniziative di valore sociale.

Alla Legge n. 461 del 23 dicembre 1998 (che imponeva alle fondazioni di dismettere le partecipazioni di controllo detenute nelle banche conferitarie), seguirono il Decreto legislativo n. 153 del 17 maggio 1999 e l'Atto di indirizzo ministeriale del 5 agosto 1999, che definirono le fondazioni come persone giuridiche private senza fini di lucro, dotate di piena autonomia statutaria e gestionale, che perseguono esclusivamente scopi di utilità sociale e di promozione dello sviluppo economico.

Le norme di legge e l'Atto di indirizzo contenevano una dettagliata disciplina per quanto riguarda le modalità di perseguimento degli scopi statutarî e l'ambito di operatività, la composizione e l'attività degli organi, l'amministrazione del patrimonio e la destinazione del reddito, la redazione del bilancio. L'ordinamento obbligava le fondazioni a prevedere statutariamente distinti organi per l'esercizio delle funzioni di indirizzo, amministrazione e controllo. Il nuovo statuto della Fondazione Cassa di Risparmio di Trieste, che rece-



piva le prescrizioni del rinnovato sistema normativo, venne approvato dal Ministero del Tesoro il 28 luglio 2000.

Nella seconda metà del 2001, l'assetto "federale" del gruppo UniCredito Italiano subì una nuova trasformazione a favore di una struttura "divisionale", organizzata per unità di *business*. Il Consiglio Generale della Fondazione deliberò, il 19 marzo 2002, la cessione a UniCredito Italiano della residua partecipazione detenuta nel capitale della Cassa di Risparmio di Trieste – Banca S.p.A., creando quindi le condizioni per avviare il processo di fusione e la realizzazione del progetto di ristrutturazione del gruppo. Al termine dell'operazione di fusione la Fondazione venne a ottenere, in cambio delle azioni cedute, azioni UniCredito Italiano, realizzando una plusvalenza di circa 65 milioni di Euro, destinati a incrementare il valore del suo patrimonio e a vedere quindi aumentata la sua capacità di intervento a favore del territorio.

L'individuazione di UniCredito Italiano, ora UniCredit, quale *partner* per la dismissione della partecipazione nella Cassa di Risparmio di Trieste, originaria società bancaria conferitaria per la Fondazione, è parsa la soluzione migliore tra quelle che, all'epoca, il sistema bancario italiano poteva offrire.

Nato dall'aggregazione di 7 banche italiane (Credito Italiano, Rolo Banca, Cariverona, Cassa di Risparmio di Torino, Cassamarca, Cassa di Risparmio di Trento e Rovereto e Cassa di Risparmio di Trieste), nel 1999 il Gruppo UniCredit inizia la propria crescita internazionale acquisendo la polacca Bank Pekao, per poi passare a Bulbank (Bulgaria) e Pol'nobanca (Slovacchia).

Con la fusione, nel 2005, con il gruppo tedesco HVB (HypoVereinsBank), UniCredit diviene la prima vera banca europea, consolidando poi la propria *leadership* nell'est Europa attraverso l'acquisizione di Yapi Kredi (Turchia).

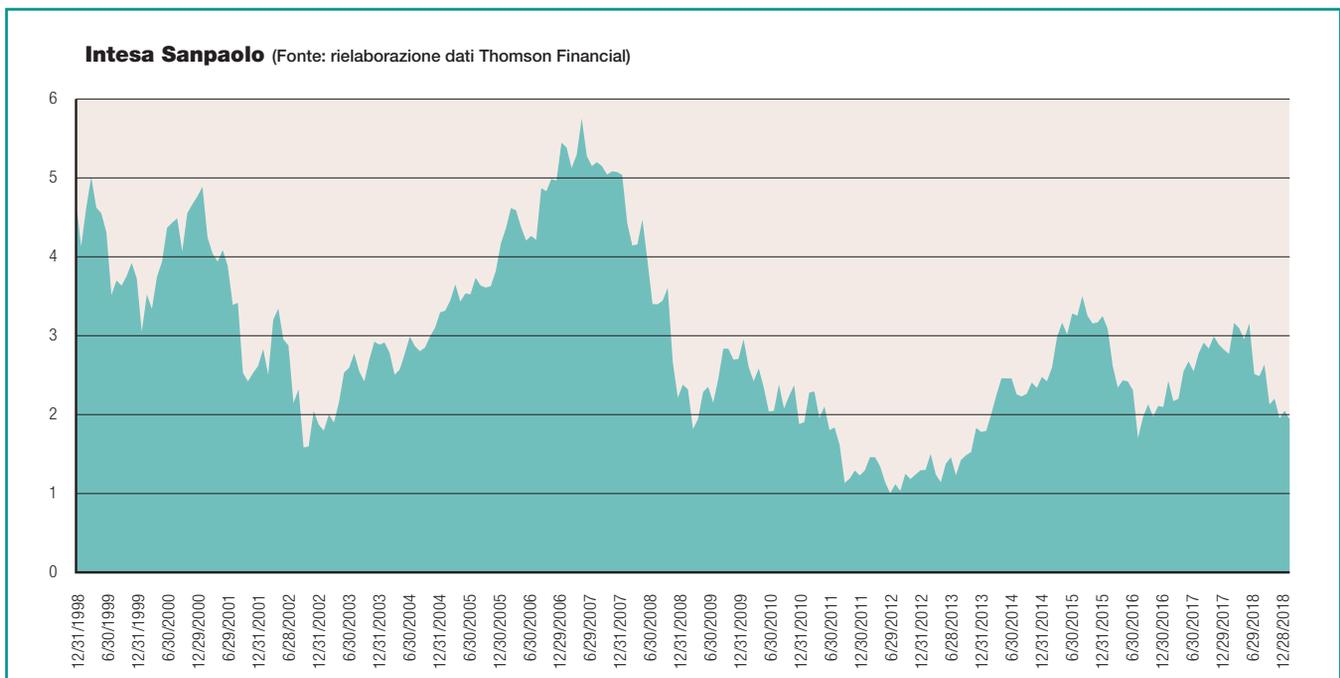
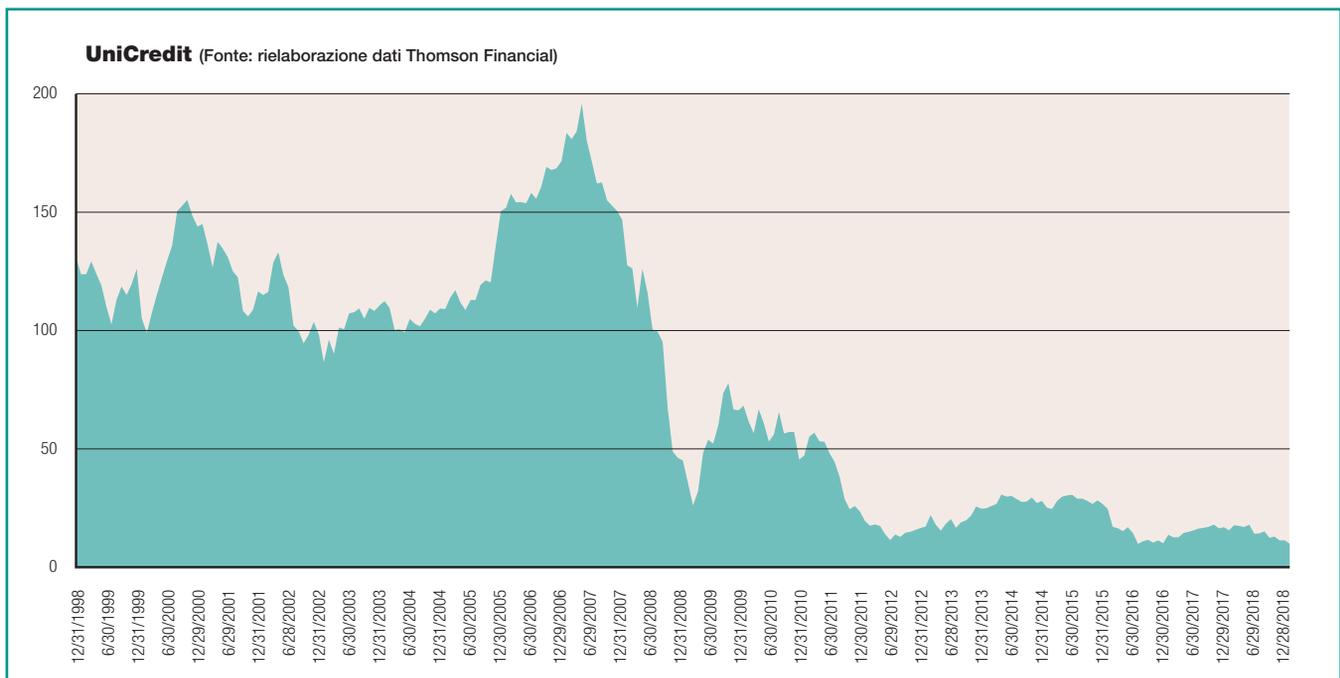
In questi primi anni UniCredit distribuisce agli azionisti importanti dividendi, con un *payout ratio* di oltre il 66% dal 1998 al 2007, utilizzati dalla Fondazione per lo svolgimento della propria attività istituzionale.

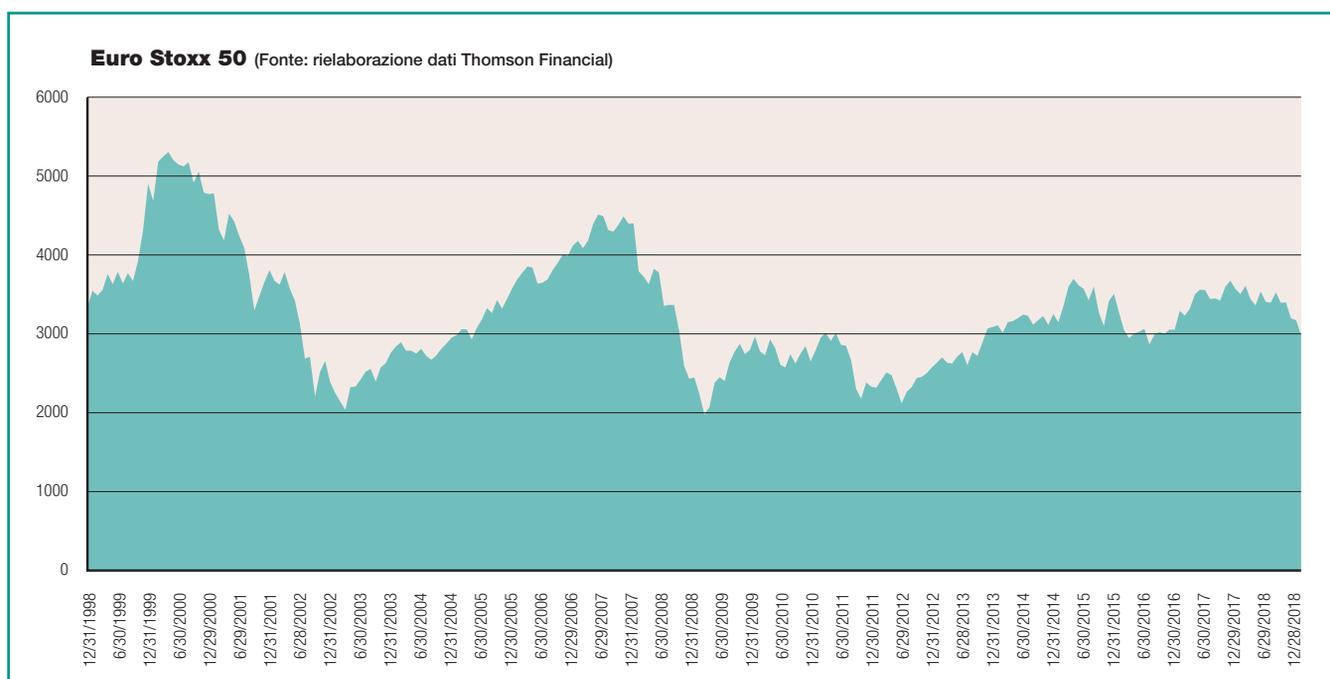
L'aggregazione, nel 2007, con il Gruppo Capitalia (Banco di Roma, Bipop Carire, Banco di Sicilia, Medio Credito Centrale e Fineco) e la sua caratura internazionale, hanno reso UniCredit maggiormente esposta alla crisi finanziaria del 2007/2008 e degli anni seguenti, rendendo necessari, tra il 2009 e il 2017, quattro aumenti di capitale per 27,5 miliardi di Euro complessivi, imponendo alla Fondazione, per evitare la completa diluizione della propria partecipazione, di investire oltre 71 milioni di Euro.

Contestualmente il corso del titolo ha subito una sensibile flessione, ben superiore a quella di gran parte degli altri gruppi concorrenti, italiani ed europei, e di quella dei titoli europei a maggiore capitalizzazione.

In particolare, il titolo UniCredit, tra il 1998 e il 2018 ha perso il 92,4% del suo valore (da 130,71, prezzo rettificato in base agli aumenti di capitale successivi, a 9,89 Euro per azione), rispetto a un decremento dei principali indici nel medesimo periodo di gran lunga inferiore: FTSE MIB -48,3%, Euro Stoxx 50 -10,6% ed Euro Stoxx Banks -67,5%.

Si riportano di seguito, ai fini di un raffronto, tre grafici rappresentativi, rispettivamente, dell'andamento dei titoli UniCredit e Intesa Sanpaolo dal 1998 al 2018 e, per il medesimo periodo, dell'indice EURO STOXX 50.





Da quanto precede, risulta in primo luogo evidente che le fondazioni di origine bancaria la cui banca conferitaria è confluita in Intesa Sanpaolo hanno certamente potuto mantenere negli anni una valorizzazione dell'investimento, pur influenzata anch'essa dalla recente grave crisi finanziaria, sensibilmente superiore a quella delle fondazioni azioniste di UniCredit. Va inoltre evidenziato che, qualora la Fondazione si fosse limitata a gestire passivamente la propria partecipazione in UniCredit, società bancaria conferitaria ai sensi del D. Lgs. 153/1999, il suo patrimonio si sarebbe pressoché azzerato. Infatti, ipotizzando una valorizzazione del patrimonio della Fondazione al 31.12.1998 (Lire 442.602.630.100 pari a 228.585.181,87 Euro) in azioni UniCredit, il patrimonio della Fondazione sarebbe oggi pari a

poco più di 17 milioni di Euro. Con l'approvazione del presente bilancio il patrimonio netto della Fondazione, 207,7 milioni di Euro, incrementato valorizzando al prezzo di rimborso i titoli subordinati emessi da Banca Mediocredito del Friuli Venezia Giulia (20 milioni di Euro anziché 5,8 milioni di Euro), risulta oggi all'incirca pari a quello al 31.12.1998. Simulando, invece, la valorizzazione dell'investimento in Intesa Sanpaolo, nel medesimo periodo il patrimonio della Fondazione al 31.12.2018 sarebbe pari a oltre 94 milioni di Euro (valore azione al 31.12.1998 4,69 Euro, 1,94 Euro al 31.12.2018). La diversificazione operata negli anni, sia relativamente agli specifici settori di investimento selezionati sia riguardo alla tipologia di strumenti finanziari utilizzati, oltre

agli esiti positivi di alcune operazioni straordinarie, hanno invece consentito, a differenza di quanto accaduto ad altre fondazioni di origine bancaria, di mantenere una struttura patrimoniale tale da garantire, negli anni, un adeguato flusso erogativo, distribuendo finora al proprio territorio di riferimento oltre 184 milioni di Euro. La Cassa di Risparmio di Trieste era nata nel 1842 (con il nome di Monte Civico Commerciale di Trieste) con un fine sociale: quello di consentire ai ceti meno abbienti di ottenere sostegno per le loro necessità economiche. La Fondazione, raccogliendone l'ideale testimone, ha ereditato la funzione sociale dell'ente originario, mettendo a disposizione il suo patrimonio per lo sviluppo economico, culturale, scientifico e sociale di Trieste e del territorio di riferimento.

IL CONTESTO DI RIFERIMENTO

La Fondazione opera nel territorio dell'originaria provincia di Trieste che, oltre alla città capoluogo, comprende i comuni di Muggia, San Dorligo della Valle, Monrupino, Sgonico e Duino Aurisina, per una superficie totale di 211,8 chilometri quadrati (dei quali 85,11 nel comune di Trieste) e che, grazie alla sua favorevole posizione geografica, rappresenta un importante nodo di raccordo delle vie di comunicazione con l'Europa dell'Est.

Gli abitanti dell'area sono 234.638 (dati Istat aggiornati all'1.1.2018), residenti per l'87% nel comune capoluogo. Rispetto ai dati dell'anno precedente è invariata la componente anziana della popolazione residente, che vede il 28,6% di ultra sessantacinquenni. Costante anche la percentuale, l'11,16%, di popolazione concentrata nella classe d'età 0-14 anni. In aumento gli stranieri, con 21.747 residenti, contro i 20.623 del 2017 (dati aggiornati a gennaio 2018).

POPOLI E RELIGIONI

Città di confine, Trieste è da sempre punto di contatto tra culture ed etnie diverse: questo è evidente non solo nella distribuzione della popolazione – un vero

e proprio concentrato mitteleuropeo in cui sono tradizionalmente presenti, oltre alle componenti italiana e slovena, anche quella greca, ebraica e armena – ma anche dai luoghi di culto che testimoniano la convivenza di religioni diverse. In città si trovano infatti, tra le altre, la chiesa greco-ortodossa e quella serbo-ortodossa, la sinagoga, la chiesa evangelica luterana e quella elvetica (la più antica della città).

L'ECONOMIA

Il tessuto economico di Trieste è formato da 16.150 aziende registrate, di cui attive 13.942, con una maggioranza di piccole e medie imprese e con uno sviluppato terziario che affianca il commercio al dettaglio e i servizi alle attività connesse alla sua funzione di polo portuale.

Trieste ha fatto negli ultimi anni un notevole balzo in avanti nell'ambito delle classifiche sulla qualità della vita nelle città capoluogo pubblicate da *Il Sole 24 Ore*. Nei risultati dell'indagine 2018 Trieste ha confermato il risultato dell'anno precedente, passando dal trentacinquesimo posto del 2015 al decimo del 2016 e al sesto nel 2017 e 2018.

L'ISTRUZIONE

L'amore per la cultura e la vocazione multiculturale di Trieste

– città con un tasso di scolarizzazione dell'83%, molto al di sopra della media nazionale – si rispecchiano anche nell'offerta scolastica della città, dove agli studenti delle scuole di ogni ordine e grado è data la possibilità di frequentare istituti con lingua di insegnamento italiana, slovena e inglese.

A Trieste sono presenti due licei classici con indirizzo anche linguistico, tre licei scientifici, due licei delle scienze umane, sette istituti tecnici, due istituti professionali, un istituto nautico, un istituto d'arte, un conservatorio di musica, una scuola di musica di lingua slovena, oltre al Collegio del Mondo Unito dell'Adriatico, prestigioso istituto scolastico internazionale che ospita studenti provenienti da tutto il mondo, e la International School of Trieste, che prevede l'insegnamento in lingua inglese dall'asilo alla maturità.

A livello accademico, l'Università degli Studi di Trieste conta 15.652 studenti iscritti a corsi di laurea triennali e magistrali e 1.110 iscritti a corsi *post lauream*. I cittadini stranieri sono 1.396, l'8,9% (dati aggiornati all'anno accademico 2017/2018). La classifica Censis/La Repubblica, pubblicata a giugno 2018, la conferma al quarto posto tra gli

atenei italiani di medie dimensioni (10.000 – 20.000 studenti). L'ateneo triestino riceve i migliori punteggi nei parametri “comunicazione e servizi digitali” e “internazionalizzazione”.

Nella didattica l'Università di Trieste conquista il primato nazionale assoluto nella classifica Didattica per le lauree triennali nell'area linguistica (Mediazione linguistica, Lingue e culture moderne), si posiziona al secondo posto nazionale nell'area socio-politica (Scienze politiche e delle relazioni internazionali, Scienze del Turismo, Scienze dell'amministrazione e dell'organizzazione, Scienze della comunicazione, Scienze sociali per la cooperazione, Servizio sociale e Sociologia) e al terzo nell'area psicologica (Scienze e tecniche psicologiche).

Per le lauree magistrali a ciclo unico l'Università di Trieste conquista il secondo posto nell'area architettura e ingegneria edile.

Nata nel 1924 con la sola Facoltà di Economia, l'Università di Trieste offre oggi, grazie a un'attenta politica di razionalizzazione che punta a un'offerta formativa di qualità, 30 corsi di laurea, 28 corsi di laurea magistrale, 6 corsi di laurea magistrale a ciclo unico distribuiti su 10 dipartimenti, 7 *master* di primo e 11 di secondo

livello, 11 dottorati di ricerca e 23 scuole di specializzazione.

Per quanto riguarda le strutture di ricerca, l'opera di razionalizzazione e riorganizzazione attuata dagli Organi di Governo dell'Ateneo ha portato oggi a un assetto che conta 6 centri di ricerca interdipartimentali e 18 interuniversitari.

Tra i diversi corsi *post lauream* da segnalare quelli della SISSA, Scuola Superiore di Studi Avanzati che, fondata nel 1978, fu la prima in Italia a rilasciare il titolo internazionale di *Phd*. Oggi la SISSA rappresenta una delle istituzioni scientifiche di maggior rilevanza a livello italiano e internazionale, e offre 12 corsi di *Phd* in diverse branche della matematica, della fisica e delle neuroscienze.

LE ISTITUZIONI SCIENTIFICHE

Fondamentale poi per Trieste il ruolo dei centri scientifici di eccellenza, il cosiddetto “Sistema Trieste”, che attraggono studiosi e scienziati da ogni parte del mondo. Tra questi, oltre alle già citate Università degli Studi e SISSA, l'Area Science Park, principale parco scientifico multisettoriale d'Europa, il Centro Internazionale di Fisica Teorica (ICTP), l'Istituto Nazionale di Oceanografia e di Geofisica Sperimentale (OGS), il Centro Inter-

nazionale per la Scienza e l'Alta Tecnologia (ICS-UNIDO), il Sincrotrone Elettra, il Centro Internazionale per l'Ingegneria genetica e Biotecnologie (ICGEB).

Tale ricchezza ha contribuito al successo della candidatura di Trieste quale sede di Euroscienze Open Forum - ESOF 2020, che si terrà nell'area di Porto vecchio a luglio 2020.

LA CULTURA

Trieste è il risultato di una storia ricca di avvenimenti che le hanno permesso di sviluppare una notevole vivacità culturale, fatta anche di contaminazioni e scambi fra popoli di provenienza diversa. Importante e prospera città emporiale nel Settecento, punto di riferimento per gli intellettuali della Mitteleuropa nell'Ottocento e Novecento, ed ora anche “città della scienza”, Trieste si può certamente definire una città ad alto tasso di cultura.

A cominciare dagli otto teatri, vera passione dei triestini, che propongono un'ampia rosa di spettacoli, dalla prosa, alla lirica, ai concerti, dai successi internazionali interpretati da grandi nomi, alle commedie dialettali delle compagnie amatoriali, capaci di incontrare i gusti di tutti.

E poi i musei: per le arti figurative



La sede dell'Università di Trieste in Piazzale Europa. L'edificio, progettato da Raffaello Fagnoni e Umberto Nordio, si caratterizza per la sua architettura monumentale che domina la città

e la storia, i Civici Musei di Storia ed Arte ed il Museo Revoltella con le loro splendide collezioni; per la scienza e la tecnologia i Civici musei scientifici (Museo di Storia naturale, Museo del Mare, Orto botanico e Acquario marino). Si segnala l'inaugurazione nel 2014 del Museo della guerra per la pace "Diego de Henriquez", destinato

a diventare uno dei più grandi di tutta Europa dedicati al Novecento.

Oltre alle esposizioni permanenti, nei numerosi spazi espositivi offerti dalla città – tra i quali il Salone degli Incanti, la cui ristrutturazione è stata promossa e sostenuta dalla Fondazione, e il Magazzino delle Idee – vengono proposte ogni

anno mostre temporanee di grande prestigio.

Da non dimenticare infine i festival cinematografici di respiro internazionale che si svolgono ogni anno a Trieste: Science+Fiction, Maremetraggio, Festival del Cinema Latinoamericano, Alpe Adria Cinema e I Mille Occhi.

IL QUADRO NORMATIVO

Le fondazioni di origine bancaria sono state oggetto di un'intensa attività legislativa, che ha comportato una modifica negli anni della normativa di settore a seguito degli interventi del Parlamento, del Governo, del Ministero dell'Economia e delle Finanze quale Autorità di vigilanza, nonché della Corte Costituzionale:

- Legge n. 218 del 30 luglio 1990, meglio nota come “Legge Amato”, che avviò un ampio processo di ristrutturazione e modernizzazione del sistema bancario nazionale.
- D. Lgs. n. 356 del 20 novembre 1990, che riconobbe alle fondazioni piena capacità di diritto pubblico e di diritto privato e identificò i fini della loro attività nel perseguimento di scopi di interesse pubblico e di utilità sociale.
- Decreto del Ministero del Tesoro del 25 luglio 1992, che sancì il progetto di trasformazione richiesto dalla “Legge Amato”, grazie al quale il 28 luglio 1992 venne costituita la Fondazione CRTrieste dalla Cassa di Risparmio di Trieste.
- Legge n. 489 del 26 novembre 1993 e Direttiva del Ministero del Tesoro del 18 novembre 1994 (“Direttiva Dini”) che, nel confermare la netta separazione tra le fondazioni e le realtà bancarie, avviarono forme di aggregazione, fusioni e incorporazioni tra le componenti del mondo bancario.
- Legge n. 461 del 23 dicembre 1998, meglio nota come “Legge Ciampi”, che impose alle fondazioni di dismettere le partecipazioni di controllo detenute nelle banche conferitarie.
- D. Lgs. n. 153 del 17 maggio 1999 e Atto di indirizzo ministeriale del 5 agosto 1999, che definirono le fondazioni come persone giuridiche private senza fini di lucro, dotate di piena autonomia statutaria e gestionale, che perseguono esclusivamente scopi di utilità sociale e di promozione dello sviluppo economico.
- Legge n. 448 del 28 dicembre 2001, art. 11 (emendamento alla Legge finanziaria 2001), che orientò l'attività delle fondazioni in direzione dello sviluppo economico locale e le allontanò sempre più dalla proprietà delle banche, eliminando ogni legame con gli enti originari.
- Sentenze n. 300 e n. 301 del 2003 della Consulta che, dichiarando illegittime alcune parti dell'art. 11 della Legge 448/2001, riconoscono definitivamente la natura giuridica delle fondazioni, collocandole “tra i soggetti dell'organizzazione delle libertà sociali” quali persone giuridiche private, dotate di piena autonomia statutaria e gestionale.
- Decreto Ministeriale n. 150 del 18 maggio 2004, recante il nuovo regolamento in materia di disciplina delle fondazioni bancarie, che ha dato attuazione al citato art. 11 in conformità alle richiamate sentenze.
- Carta delle Fondazioni, approvata dall'Assemblea dell'ACRI (Associazione di Fondazioni e Casse di Risparmio S.p.A.) il 4 aprile 2012 con l'obiettivo di rafforzare l'autonomia delle fondazioni di origine bancaria attraverso l'adozione di un insieme di *standard* statuari condivisi, con particolare riferimento ai temi della *governance*, dell'attività istituzionale e della gestione del patrimonio.
- Protocollo di intesa tra il Ministero dell'Economia e delle Finanze e l'ACRI, sottoscritto il 22 aprile 2015 con l'obiettivo di attualizzare lo spirito della Legge Ciampi in funzione del mutato contesto storico, economico e finanziario, rispetto alla fine degli anni '90, individuando criteri di comportamento in continuità con il percorso tracciato dalla Carta delle Fondazioni. Il Protocollo verte, in particolare, su tematiche quali la gestione del patrimonio, la *governance*, la trasparenza e l'attività istituzionale.

LA MISSIONE E LA STRATEGIA

LA MISSIONE

La Fondazione CRTrieste persegue l'obiettivo di amministrare, conservare e accrescere il proprio patrimonio, costituito grazie alla fiducia sempre accordata dalla popolazione alla banca della propria città e all'impegno e alla capacità di quanti hanno lavorato in essa, e di promuovere, con i profitti che da esso derivano, lo sviluppo economico, culturale, scientifico e sociale di Trieste e del territorio di riferimento, con le modalità previste dallo Statuto e nel rispetto della propria tradizione storica (Titolo I, art. 1.4 dello Statuto).

LA STRATEGIA

L'attività della Fondazione CRTrieste è basata sulle linee guida di una programmazione pluriennale, che costituisce il principale strumento per definire la strategia e l'operatività istituzionale dell'ente, ispirata al principio di efficacia ed efficienza rispetto alle risorse a disposizione.

L'articolo 3 dello Statuto, come indicato dalla normativa di settore (D. Lgs. n. 153 del 17 maggio 1999), prevede che l'attività sia indirizzata esclusivamente a scopi di utilità sociale e di promozione dello sviluppo economico del territorio, in via preminente attraverso la realizzazione di opere e iniziative, sulla base del

Documento programmatico pluriennale, definito dal Consiglio Generale della Fondazione.

Il Consiglio ha individuato, nell'ambito del Documento programmatico triennale 2017-2019, i "settori rilevanti" e i "settori ammessi" tra i quali ripartire, nel triennio di riferimento, in misura equilibrata e secondo un criterio di impatto sociale, la maggior parte delle risorse destinate all'attività istituzionale, che per l'esercizio 2018 sono state complessivamente di 4.033.249,17 Euro, dei quali 3.415.869,17 Euro per l'attività progettuale e 617.380,00 Euro per quella erogativa.

Settori rilevanti

■ **Arte, attività e beni culturali**
risorse deliberate:
progetti 984.672,00 Euro;
erogazioni 172.000,00 Euro;

■ **Educazione, istruzione e formazione, incluso l'acquisto di prodotti editoriali per la scuola**
risorse deliberate:
progetti 521.000,00 Euro;
erogazioni 88.380,00 Euro;

■ **Ricerca scientifica e tecnologica**
risorse deliberate:
progetti 480.666,26 Euro;

■ **Salute pubblica, medicina preventiva e riabilitativa**
risorse deliberate:
progetti 397.093,44 Euro;
erogazioni 33.000,00 Euro;

■ **Volontariato, filantropia e beneficenza**
risorse deliberate:
progetti 540.871,21 Euro;
erogazioni 112.000,00 Euro;

Altri settori di intervento ammessi

■ **Attività sportiva**
risorse deliberate:
progetti 157.500,00 Euro;
erogazioni 212.000,00 Euro;

■ **Crescita e formazione giovanile**
risorse deliberate:
progetti 45.000,00 Euro;

■ **Assistenza agli anziani**
risorse deliberate:
progetti 214.066,26 Euro;

■ **Protezione e qualità ambientale**
risorse deliberate:
progetti 45.000,00 Euro.

Le **linee guida** della Fondazione CRTrieste per il triennio 2017-2019 possono essere così sintetizzate:

■ individuare quale ambito territoriale cui indirizzare prevalentemente la propria attività istituzionale quello legato alle radici storiche della Fondazione (Trieste e territorio di riferimento);

■ promuovere iniziative volte a contrastare le situazioni di povertà e disagio sociale;

■ investire in progetti che possa-

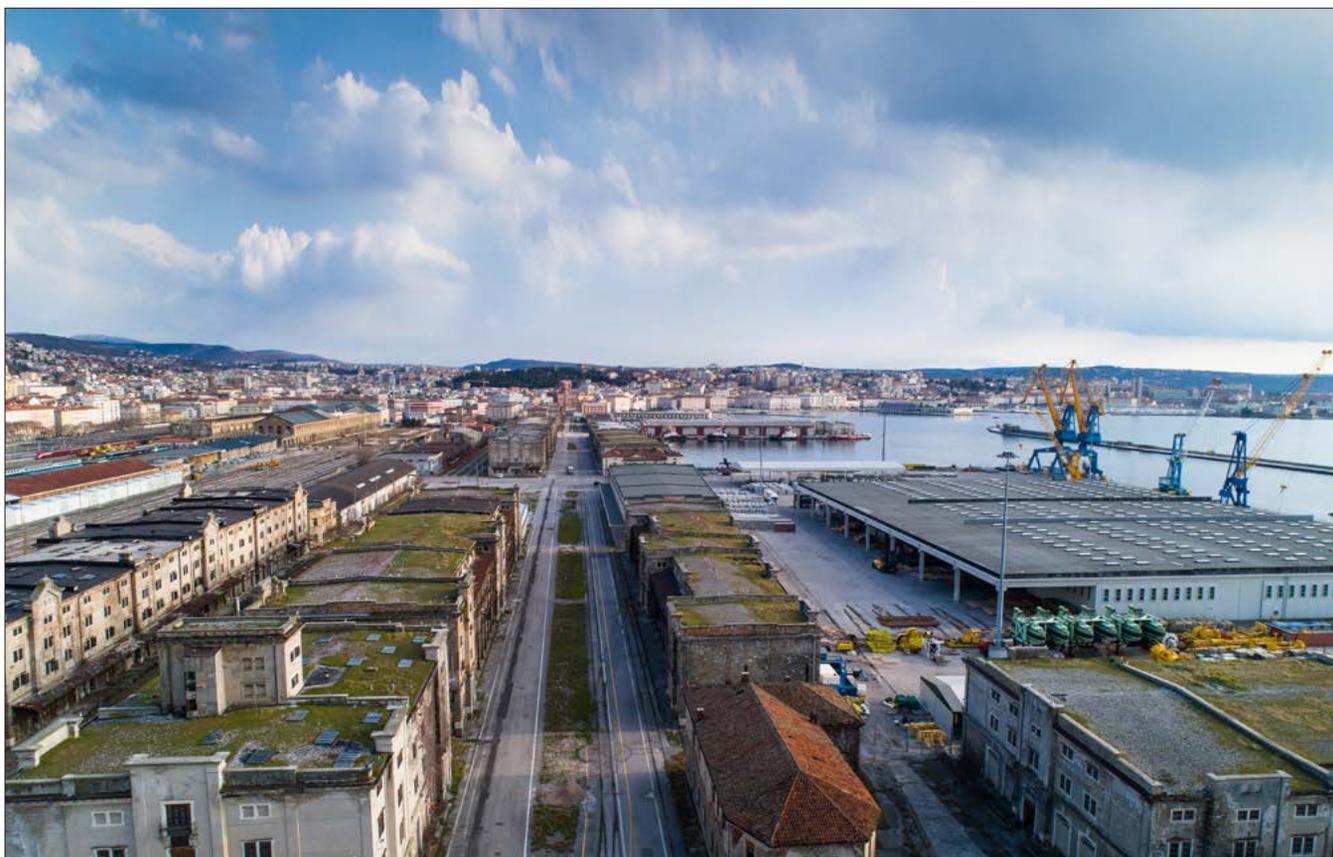
no agire da volano sul tessuto economico e sociale del territorio, favorendo lo sviluppo di possibili sinergie con altre iniziative sia di carattere economico che turistico;

- favorire il coordinamento tra le iniziative culturali programmate nel territorio al fine di evitare inutili sovrapposizioni di eventi;
- dedicare sempre maggiori risorse alle iniziative promosse direttamente dalla Fondazione con progetti elaborati autonomamente, eventualmente con personale proprio e, nel contempo, mantenere apertura nell'acco-

gliere e fare propri progetti ritenuti meritevoli proposti da altri soggetti pubblici o privati;

- continuare a svolgere la tradizionale attività erogativa, limitata ad un *plafond* finanziario non superiore al 30% delle disponibilità dedicate annualmente all'attività istituzionale;
- promuovere lo sviluppo del sistema economico territoriale consolidando le connessioni tra mondo della ricerca e imprese, favorendo le reti di innovazione e la crescita di competenze nel tessuto imprenditoriale e sociale.

L'area di Porto Vecchio



LA COMUNITÀ DI RIFERIMENTO

La Fondazione, consapevole della propria responsabilità etico-sociale, crede fortemente nel dialogo con la propria comunità di riferimento, per progettare e realizzare nuovi modelli di sviluppo economico sostenibile del territorio.

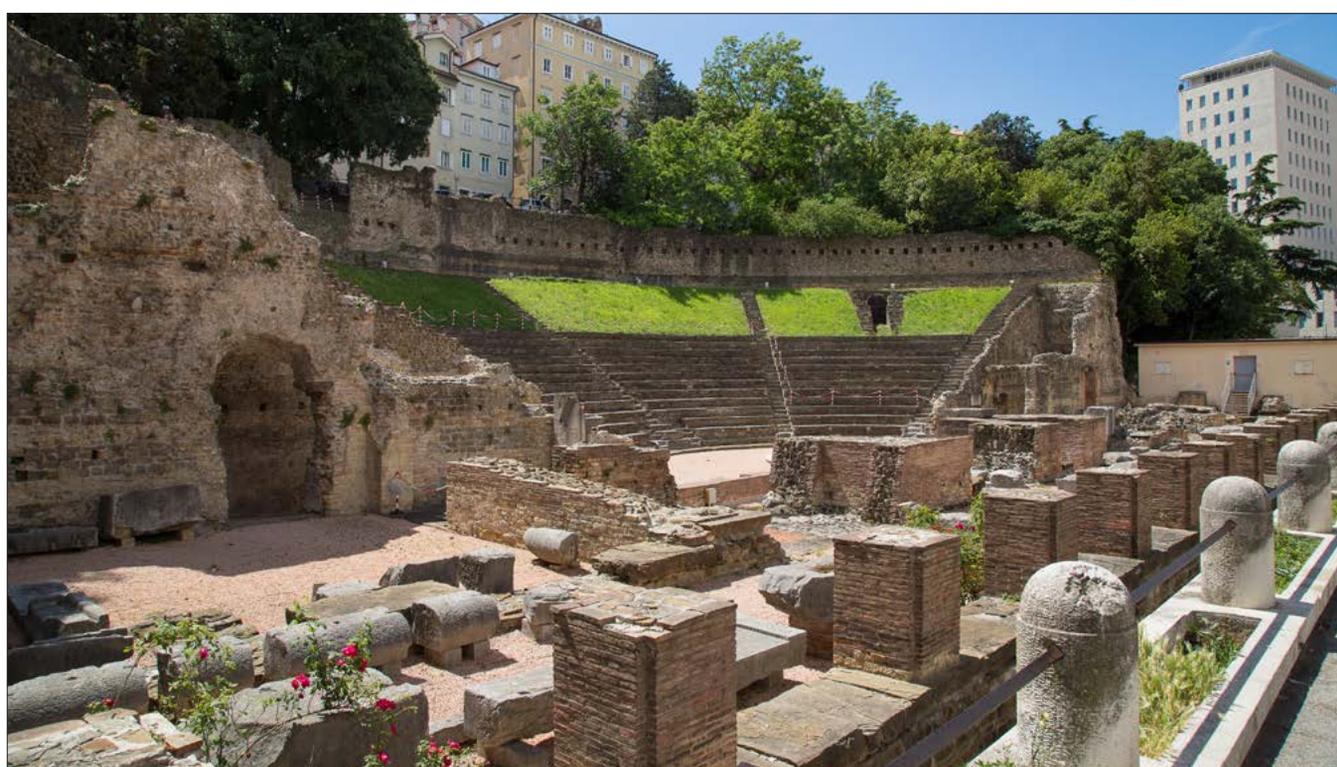
Anche attraverso questo documento, la Fondazione si pone l'obiettivo di fornire una visione completa e trasparente della sua attività a tutte le diverse categorie di *stakeholder*. Si tratta di soggetti od organizzazioni "portatori di

interessi", che costituiscono gli interlocutori della Fondazione, e con i quali essa persegue con sistematicità un confronto diretto e personale, grazie al quale può monitorare l'efficacia del proprio operato e calibrare la propria capacità di intervento sulle esigenze che emergono dal territorio

In linea generale possono quindi considerarsi *stakeholder*:

- Organi istituzionali della Fondazione
- Dipendenti
- Collaboratori

- Fornitori di beni e servizi
- Enti e comunità locali
- Istituti e fondazioni di ricerca
- Università
- Aziende sanitarie e ospedaliere
- Soprintendenze e Poli museali
- Biblioteche
- Istituzioni scolastiche e professionali
- Diocesi, parrocchie e comunità religiose
- Terzo settore e organizzazioni *no profit*
- Associazioni ed enti beneficiari di contributi
- Comitati di gestione e Centri di servizio per il volontariato
- Autorità di vigilanza



LA STRUTTURA E I PROCESSI DI GOVERNO E DI GESTIONE

Il modello di governo della Fondazione CRTrieste, persona giuridica privata senza fini di lucro e dotata di piena autonomia statutaria e gestionale, è costituito dai seguenti organi:

- Consiglio Generale
- Consiglio di Amministrazione
- Presidente
- Collegio Sindacale
- Segretario Generale

Il **Consiglio Generale** è composto da 14 membri, dei quali 11 designati dagli enti pubblici e privati rappresentativi delle realtà locali, e 3 individuati per professionalità, competenza ed esperienza nei settori cui è rivolta l'attività della Fondazione.

I membri del Consiglio Generale durano in carica 4 anni e possono essere riconfermati per non più di un mandato. Organo di indirizzo della Fondazione, il Consiglio Generale determina i programmi, le priorità e gli obiettivi dell'ente e verifica i risultati.

Sono di esclusiva competenza del Consiglio Generale le decisioni concernenti, fra le altre, l'approvazione e la modifica dello Statuto e dei regolamenti

interni, la nomina e la revoca dei componenti del Consiglio di Amministrazione e del Collegio Sindacale, del Presidente e dei Vicepresidenti, l'approvazione del Documento programmatico previsionale nonché di ogni altro indirizzo programmatico dell'attività istituzionale e, su proposta del Consiglio di Amministrazione, l'approvazione del bilancio di esercizio, la definizione delle linee generali della gestione patrimoniale e della politica degli investimenti, l'istituzione di imprese strumentali.

Il **Consiglio di Amministrazione** è composto da 5 membri, 4 dei quali nominati dal Consiglio Generale e scelti tra persone in possesso di comprovati requisiti di professionalità e competenza. Presidente di diritto del Consiglio di Amministrazione è il Presidente del Consiglio Generale. A tale organo, che dura in carica 4 anni e può essere riconfermato per non più di un mandato, spetta la gestione ordinaria e straordinaria della Fondazione per tutte le materie non attribuite all'esclusiva competenza del Consiglio Generale, nonché di proposta e di impulso dell'attività della Fondazione stessa.

Il **Presidente** della Fondazione CRTrieste è il Presidente del Consiglio Generale e del Consiglio di Amministrazione e ha la

rappresentanza legale dell'ente di fronte ai terzi e in giudizio.

Il **Collegio Sindacale** è composto da tre membri, nominati dal Consiglio Generale, che durano in carica quattro anni, scelti tra gli iscritti nel registro dei revisori contabili, con le attribuzioni stabilite dagli articoli 2403 e 2407 del Codice Civile.

Il **Segretario Generale** è individuato dal Consiglio di Amministrazione che ne determina la durata dell'incarico. Il Segretario Generale interviene alle riunioni del Consiglio Generale e del Consiglio di Amministrazione e redige i verbali; istruisce gli affari e provvede all'esecuzione delle delibere; predispose il progetto di bilancio e il Documento programmatico previsionale; assicura il coordinamento delle risorse umane e tecniche a disposizione della Fondazione.

Organi e cariche istituzionali della Fondazione CRTrieste

al 31.12.2018

dott. Massimo Paniccia

Presidente Emerito

CONSIGLIO GENERALE

avv. Tiziana Benussi

Presidente

avv. Massimo Campailla

Vicepresidente

arch. Marianna Accerboni

dott. Marco Donda

dott.ssa Alessia Favretto

prof. Maurizio Fermeglia

ing. Andrea Gelfi

prof. Mitja Gialuz

mons. Ettore Malnati

avv. Lori Petronio

sig.ra Rita Rapotez

ing. Giuseppe Razza

dott.ssa Sabrina Strolego

CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE

avv. Tiziana Benussi

Presidente

dott. Francesco Prioglio

Vicepresidente

dott.ssa Loredana Catalfamo

sig.ra Sandra Cosulich

dott. Diego Frattarolo

COLLEGIO SINDACALE

dott. Stefano Gropaiz

Presidente

dott. Mario Giamporcaro

dott.ssa Cristina Sbaizero

SEGRETARIO GENERALE

dott. Paolo Santangelo

L'ATTIVITÀ ESECUTIVA

La Fondazione – a seguito dell'acquisizione, perfezionata in data 7.7.2005, del Palazzo della Cassa di Risparmio (l'immobile sito in Trieste, via Cassa di Risparmio n. 10, già sede della CRTrieste – Banca S.p.A.) – opera in locali di proprietà.

L'attività esecutiva della Fondazione CRTrieste è svolta dal personale dell'Ente che viene scelto dal Consiglio di Amministrazione, cui spetta anche ogni strutturazione organizzativa degli uffici.

Al 31.12.2018 la struttura operativa è composta da dodici dipendenti (sei *part-time*), il Segretario Generale e undici addetti assunti nell'ambito del CCNL del terziario.

Attualmente l'assetto organizzativo degli uffici è il seguente:

- Segretario Generale;
- Segreteria
(2 persone, 1 *part-time*, che svolgono attività di supporto e di segreteria degli organi dell'Ente);
- Attività istituzionale
(4 persone, 1 *part-time*, compreso il coordinatore dell'ufficio, che curano istruttoria e at-

tuazione dell'attività erogativa e degli interventi istituzionali);

- Amministrazione
(4 persone, 3 *part-time*, compreso il coordinatore dell'ufficio, che curano amministrazione, bilancio, fisco e servizi generali);
- Ufficio tecnico
(1 persona *part-time*, architetto, che affianca i professionisti incaricati nello svolgimento di attività progettuale e/o di direzione lavori in relazione agli interventi di natura immobiliare promossi o partecipati dalla Fondazione, oltre a coordinare la gestione del patrimonio immobiliare dell'Ente).

Nel corso dell'esercizio 2018 il personale della Fondazione è stato coinvolto, ciascuno per tematiche relative al proprio ambito di competenza, in seminari e corsi di formazione, ai quali complessivamente sono state dedicate nell'anno 109 ore.

Per lo svolgimento della propria attività istituzionale, la Fondazione si avvale inoltre di alcune collaborazioni esterne: lo Studio Rödl & Partner relativamente alle problematiche di natura legale e tributaria, lo Studio Sandrinelli s.r.l. per l'attività di relazioni pubbliche, la Società di servizi dell'Unione Commercianti della

provincia di Trieste s.r.l. per l'elaborazione paghe e contributi, Te.s.s. s.r.l. per l'attività di prevenzione e protezione in materia di sicurezza sul lavoro e CORE Informatica s.r.l. per la manutenzione e aggiornamento del sistema informativo.

Si segnala che, in data 20.2.2018, la Fondazione ha provveduto ad affidare allo Studio Rödl & Partner l'incarico di supportare la Fondazione nel conformare l'attività e le procedure dell'Ente a quanto previsto dal Regolamento Europeo n. 679/2019 (*General Data Protection Regulation*) in materia di protezione dei dati personali, entrato in vigore il 25.5.2018.

Pertanto, nel corso dell'esercizio 2018, sono state perfezionate le nomine del Coordinatore dell'attuazione della normativa, degli incaricati e dei responsabili esterni del trattamento dei dati personali. Inoltre sono state redatte e consegnate le informative sul trattamento dei dati personali dei componenti degli Organi della Fondazione, dei dipendenti, dei fornitori, dei richiedenti contributo, dei beneficiari e degli utenti web.

Sono state perfezionate, infine, le nomine relative al sistema di videosorveglianza interna e all'amministratore di sistema.

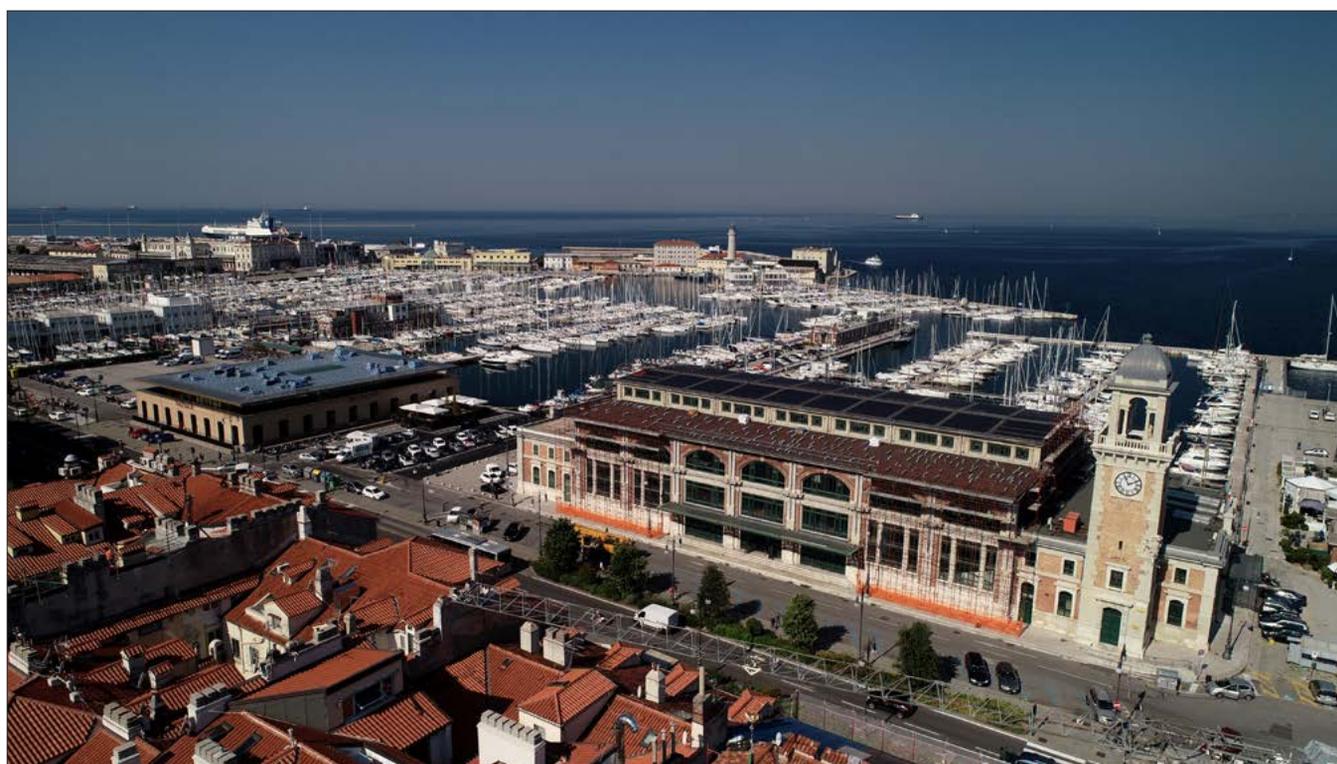
Sono in fase di completamento gli adempimenti relativi alle procedure interne da adottare al fine di conformare l'attività della Fondazione a quanto previsto dal Regolamento UE in materia di *privacy*.

La valutazione del rischio stress da lavoro correlato, in adempimento a quanto previsto dall'art. 28, comma 1, del D. Lgs. n. 81 del 2008, è aggiornata, per il tramite di Te.s.s. s.r.l., consulente della Fondazione relativamente alla prevenzione e protezione in materia di sicurezza sul lavoro, al 31.1.2011.

INFORMAZIONI RILEVANTI RELATIVE AGLI APPALTI DI LAVORI, SERVIZI E FORNITURE E INCARICHI PROFESSIONALI COMMISSIONATI DALLA FONDAZIONE

In data 28.9.2010 il Consiglio Generale della Fondazione ha approvato il "Regolamento per la pubblicizzazione degli appalti di lavori, servizi e forniture commissionati dalla Fondazione". Tale Regolamento, che intende assicurare la trasparenza e la conoscibilità dell'operato della Fondazione alla comunità di riferimento, prevede che la pub-

blicizzazione di tali informazioni avvenga con periodicità annuale per il tramite di un'apposita sezione del Bilancio di missione. Nell'esercizio 2018 la Fondazione non ha commissionato appalti e incarichi professionali rilevanti ai sensi del citato Regolamento.



SEZIONE SECONDA

L'IMPIEGO DEL PATRIMONIO

STRATEGIA GENERALE DI GESTIONE DEL PATRIMONIO

Il patrimonio della Fondazione è totalmente vincolato al perseguimento degli scopi statutari ed è gestito in modo coerente con la natura delle fondazioni quali enti senza scopo di lucro che operano secondo principi di trasparenza e moralità.

La Fondazione CRTrieste osserva criteri prudenziali di rischio nell'amministrazione del proprio patrimonio, al fine di conservarne il valore e ottenere un rendimento adeguato a svolgere le attività istituzionali e a garantirne la continuazione nel tempo, anche attraverso la diversificazione degli investimenti.

COMPOSIZIONE E REDDITIVITÀ

La Fondazione, al 31.12.2018, detiene, tra le immobilizzazioni finanziarie, una partecipazione significativa (0,20%) in UniCredit S.p.A., banca conferitaria.

Riguardo agli investimenti collegati funzionalmente alle finalità istituzionali della Fondazione, si segnala, sempre tra le immobilizzazioni finanziarie, la partecipazione dello 0,26% in Cassa Depositi e Prestiti S.p.A..

Risulta evidente come tale partecipazione assicuri certamente un collegamento funzionale con la principale finalità istituzionale della Fondazione, ovvero la promozione dello sviluppo economico del territorio.

Nello specifico, la missione della Cassa Depositi e Prestiti consiste nel finanziamento degli investimenti in infrastrutture e per lo sviluppo del territorio dello Stato, delle Regioni, degli Enti locali e degli altri Enti pubblici e dei gestori di pubblici servizi, utilizzando fondi di risparmio postale assistiti da garanzia dello Stato.

Tra le immobilizzazioni finanziarie sono iscritte, inoltre, quote del Fondo di venture capital AlAdInn Ventures e del Fondo immobiliare chiuso Copernico.

Tra gli strumenti finanziari non immobilizzati sono iscritte quote del fondo Amundi S.F. Diversified Short-Term Bond.

Una componente alla redditività del patrimonio della Fondazione è determinata, infine, dagli investimenti immobiliari costituiti dal palazzo già sede delle Cassa di Risparmio di Trieste, ora sede della Fondazione, per la parte locata, fino al 15.4.2018, a UniCredit Business Integrated Solutions, dell'edificio denominato ex Magazzino Vini, locato a Ea-

taly Distribuzione, e dall'autorimessa di via Rossetti n. 22.

Il totale dell'investimento in immobili diversi da quelli strumentali, a seguito delle svalutazioni intervenute negli esercizi precedenti, attualmente supera il limite del 15% del Patrimonio netto contabile della Fondazione (art. 7, comma 3 bis D. Lgs. 153/1999).

Pagina a sinistra, nello scatto si individuano tre importanti interventi della Fondazione CRTrieste. In primo piano il "Salone degli Incanti"; alla sua sinistra l'ex Magazzino vini e sullo sfondo "Acquamarina", la piscina terapeutica donata alla città



Il Faro della Vittoria di Trieste, inaugurato nel 1927, è dedicato ai marinai caduti durante la Prima Guerra Mondiale. È alto 70 metri e l'elemento illuminante ha una portata di 35 miglia

SEZIONE TERZA L'ATTIVITÀ ISTITUZIONALE

EROGAZIONI

SETTORE	DISPONIBILITÀ	DELIBERATO	N° INTERVENTI	% DELIBERATO	TOTALE LIQUIDATO
Arte, Attività e beni culturali		172.000,00	28	27,86	65.488,30
Educazione, Istruzione e formazione, incluso l'acquisto di prodotti editoriali per la scuola		88.380,00	14	14,31	0
Ricerca scientifica e tecnologica		0	0	0	0
Salute pubblica, medicina preventiva e riabilitativa		13.000,00	1	2,11	0
Volontariato, filantropia e beneficenza		132.000,00	7	21,38	8.000,00
Attività sportiva		212.000,00	14	34,34	32.000,00
Crescita e formazione giovanile		0	0	0	0
Assistenza agli anziani		0	0	0	0
Sviluppo locale ed edilizia popolare locale da intendersi esclusivamente finalizzati a dare attuazione a progetti propri della Fondazione		0	0	0	0
Protezione e qualità ambientale		0	0	0	0
TOTALE EROGAZIONI	500.000,00	617.380,00	64	100	105.488,30

PROGETTI

SETTORE	DISPONIBILITÀ	DELIBERATO	N° INTERVENTI	% DELIBERATO	TOTALE LIQUIDATO
Arte, Attività e beni culturali	1.950.000,00	984.066,26	21	28,81	243.151,43
Educazione, Istruzione e formazione, incluso l'acquisto di prodotti editoriali per la scuola	535.000,00	521.000,00	8	15,25	161.944,16
Ricerca scientifica e tecnologica	225.000,00	480.666,26	5	14,07	28.466,26
Salute pubblica, medicina preventiva e riabilitativa	400.000,00	397.093,44	3	11,63	0
Volontariato, filantropia e beneficenza	720.000,00	540.871,21	7	15,84	431.292,33
Attività sportiva	220.000,00	157.500,00	35	4,61	79.500,00
Crescita e formazione giovanile	90.000,00	75.000,00	1	2,20	0
Assistenza agli Anziani	270.000,00	214.066,26	2	6,27	175.116,26
Sviluppo locale ed edilizia popolare locale, da intendersi esclusivamente finalizzati a dare attuazione a progetti propri della Fondazione	45.000,00	0	0	0	0
Protezione e qualità ambientale	45.000,00	45.000,00	1	1,32	45.000,00
TOTALE PROGETTI	4.500.000,00	3.415.263,43	83	100	1.164.470,44

RELAZIONE SULLA GESTIONE ECONOMICA, FINANZIARIA E PATRIMONIALE

SCENARIO MACROECONOMICO E ANDAMENTO DEI MERCATI FINANZIARI NEL 2018

Dati macroeconomici e politiche monetarie

Nel 2018 la crescita economica globale ha confermato il *trend* di espansione in cui si era mosso negli anni precedenti. Pur continuando a evidenziare una buona tenuta, tuttavia, l'espansione mondiale ha subito una moderazione, divenendo altresì più disomogenea rispetto al 2017. L'impatto sull'interscambio globale delle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina e il progressivo rientro del sostegno fornito dalle politiche monetarie nelle economie avanzate, soprattutto negli Stati Uniti, sono tra i fattori che spiegano buona parte di questa decelerazione del ciclo economico. Da un lato, infatti, la crescita del commercio mondiale ha subito un'attenuazione nel primo trimestre ed il volume delle importazioni mondiali è giunto a far registrare una sostanziale stagnazione nel secondo trimestre per poi recuperare parziale terreno nel terzo trimestre, grazie al rinnovato impulso delle importazioni delle economie emergenti. Dall'altro, il costante rialzo dei tassi ufficiali ame-

ricani e la progressiva riduzione della liquidità immessa precedentemente dalla Fed nel sistema finanziario hanno ridotto gli stimoli monetari, ridimensionandone il supporto alla crescita rispetto al passato.

Uno sguardo alla dinamica di crescita nel corso dell'anno vede un maggior rallentamento giunto nel primo trimestre con dati generalmente inferiori alle attese, mentre nel secondo trimestre l'economia globale ha continuato a espandersi ad un ritmo costante, sostenuta soprattutto dal recupero dell'attività negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Giappone. Il terzo trimestre ha poi confermato la buona *performance* economica statunitense, che permane una componente di forte sostegno alla crescita globale; meno brillanti sono invece risultati i *trend* espressi dalle economie dell'area euro e del Giappone nel medesimo periodo. I dati relativi alla crescita sono risultati più contrastati tra i paesi emergenti: nel terzo trimestre l'attività economica ha mostrato una buona tenuta in Cina, ma si è notevolmente indebolita in quelle economie emergenti che avevano registrato turbolenze finanziarie nella precedente parte dell'anno.

Sul versante dell'inflazione globale, l'aumento dei prezzi al consumo atteso per il 2018 risulta solo marginalmente più contenuto rispetto al 2017, in leggera decele-

razione nell'ambito delle economie emergenti e intorno a + 4,1%, ma stabile nei paesi avanzati (+ 2,0% come nel 2017). Se le pressioni sull'inflazione provenienti dalla crescita dei salari permangono globalmente contenute, si conferma un'elevata volatilità dei corsi petroliferi che rende più difficile stimare un impatto duraturo sull'inflazione complessiva. Il recente significativo calo subito dai prezzi energetici nel terzo trimestre del 2018 ha infatti seguito i sensibili rincari registrati nell'estate, rincari che inevitabilmente hanno generato pressioni al rialzo sull'inflazione al consumo su scala mondiale. Al netto di alimentari ed energia, infatti, l'inflazione è risultata molto più stabile nell'anno e sostanzialmente invariata rispetto al 2017.

Le condizioni finanziarie sono rimaste ancora complessivamente accomodanti nelle economie avanzate, mentre sono divenute più rigide per alcune realtà dei mercati emergenti: le politiche monetarie, dal canto loro, permangono globalmente di sostegno, grazie all'aumentata liquidità immessa dalle principali banche centrali, *in primis* da BCE e Banca del Giappone, ed al permanere dei tassi ufficiali a livelli ancora estremamente contenuti rispetto agli *standard* storici. Al contempo e come ampiamente preannunciato, i nuovi volumi di acquisto di titoli da parte della

BCE sono terminati a dicembre, mentre la Federal Reserve statunitense, in anticipo rispetto alle altre banche centrali nel mutare la direzione della propria politica monetaria, ha proseguito sulla strada della normalizzazione dei tassi ufficiali, chiudendo l'anno con un aumento complessivo dei tassi ufficiali di un punto percentuale.

Area Euro

La diffusa espansione economica in atto nel 2017 è proseguita anche nel 2018, ma il ritmo di crescita è rallentato all'1,9% dal precedente 2,4%. Lo stimolo proveniente dalla politica monetaria della BCE ha continuato a sostenere la domanda interna, indirettamente per il tramite del costante incremento dell'occupazione e dei positivi *trend* salariali che a loro volta hanno fatto crescere i consumi delle famiglie. Al contempo, si è confermato il favorevole contributo fornito dagli investimenti delle imprese, che ha beneficiato della buona crescita della domanda interna e delle condizioni di finanziamento favorevoli. Se il *trend* rimane positivo, tuttavia, occorre sottolineare che il terzo trimestre ha visto una decelerazione nella crescita dell'attività, principalmente a causa di andamenti settoriali specifici. A pesare maggiormente sul rallentamento dell'anno è

stata soprattutto la dinamica del commercio con l'estero, già nel corso del primo trimestre: dopo la ripresa registrata nel secondo trimestre, nel terzo trimestre il totale delle esportazioni reali dell'area dell'euro si è lievemente contratto in termini congiunturali. Sul versante della politica monetaria, la BCE ha terminato il programma di nuovi acquisti di titoli a dicembre, ma è evidente che i perduranti effetti di tale programma risulteranno di sostegno alla crescita anche nel 2019. La BCE si è infatti impegnata ad astenersi dall'alzare il costo del denaro almeno fino all'estate e altresì a reinvestire gli ingenti importi di titoli in scadenza nel proprio portafoglio per un prolungato periodo di tempo; nell'ultima riunione del 2018, inoltre, la banca centrale ha confermato l'importante ruolo dei reinvestimenti dei titoli in scadenza nel mantenere un prolungato sostegno monetario, sottolineando di essere pronta a reagire ad un eventuale materializzarsi dei rischi alla crescita dell'area euro, rischi di natura soprattutto esterna.

Gran Bretagna

Per il Regno Unito si è chiuso un anno all'insegna di una crescita modesta, in rallentamento verso l'1,3%, dall'1,8% del 2017 ed in presenza di una domanda inter-

na non particolarmente brillante. L'inaspettato rimbalzo dell'attività economica registrato nel terzo trimestre è stato con buona probabilità sostenuto da fattori transitori: anche nell'ambito di numeri di crescita migliori del previsto, inoltre, un'elevata incertezza ha continuato a gravare sugli investimenti delle imprese, in calo per il terzo trimestre consecutivo. Le prospettive a breve termine sono ancora soggette ad un considerevole grado di incertezza a causa dell'imminente voto del Parlamento sull'accordo relativo all'uscita dall'UE. La Banca d'Inghilterra, dal canto suo, alle prese con una crescita in rallentamento ma con pressioni inflazionistiche maggiori rispetto ad altri paesi avanzati, ha operato un rialzo di 25 punti base dei tassi ad agosto, riducendo il grado di accomodamento monetario: l'inflazione, lo ricordiamo, è intorno al 2,3%.

Stati Uniti

L'economia americana si mantiene in una solida traiettoria di crescita, trainata da molti fattori, tra i quali la confermata forza del mercato del lavoro, una politica fiscale di natura espansiva, i consistenti utili societari e il *trend* in rafforzamento di consumi ed investimenti. Nel 2018 la crescita dell'economia americana dovrebbe risultare intorno

ad un + 2,9%, una *performance* tra le più brillanti degli ultimi anni. D'altro canto, occorre considerare che lo stimolo fiscale continuerà a rafforzare le prospettive di crescita, ma in misura minore rispetto a quanto realizzato nell'ultimo anno, mentre il confronto bilaterale con la Cina relativo agli scambi commerciali permane il maggiore elemento di incertezza e di rischio, influenzando la propensione delle aziende ad espandere i volumi di attività e gli investimenti. L'inflazione è rimasta contenuta, nonostante il parziale aumento dei salari e la volatilità dei prezzi dei prodotti energetici. La Fed, dal canto suo, ha proceduto con estrema regolarità nel percorso di normalizzazione della politica monetaria, alzando i tassi di 25 punti base in ciascuno dei quattro trimestri dell'anno, cumulando pertanto un rialzo complessivo di un punto percentuale nel corso dell'intero 2018. Prosegue al contempo la riduzione, seppur graduale, della dimensione del bilancio della banca centrale, riduzione che proseguirà anche nel corso del 2019: gli ultimi segnali provenienti dalla banca centrale americana, peraltro, indicano che i tassi sono ormai prossimi ad un livello di neutralità, che una volta raggiunto dovrebbe preludere ad un periodo di stabilità del costo del denaro.

Giappone

L'attività economica nipponica ha subito un sensibile rallentamento nel corso del 2018, con un'espansione in decelerazione dall'1,9% del 2017 ad un + 0,9% stimato nell'ultimo anno. Le prospettive sembrano puntare ad una ripresa nel breve periodo, ma di misura limitata, anche per effetto dell'impatto negativo di una serie di disastri naturali che ha gravato sull'attività nel terzo trimestre. Nell'ambito del mercato del lavoro i salari registrano peraltro un modesto incremento che dovrebbe sostenere la spesa delle famiglie. La banca centrale nipponica, dal canto suo, continua a mantenere un orientamento particolarmente accomodante di politica monetaria e molto probabilmente continuerà a fornire supporto all'economia, allo scopo di sostenere un recupero dell'inflazione che si muove ancora in una dinamica moderata. Quest'ultima, infatti è destinata a chiudere l'anno con una modesta variazione dello 0,9%, un tasso di crescita atteso anche per il prossimo anno.

Paesi Emergenti

Le aree emergenti, nel loro complesso, dovrebbero far registrare un'espansione del 5% nel corso del 2018, in leggero aumento rispetto al 4,9% del 2017. Questa

buona *performance* giunge nonostante il fatto che l'apprezzamento generalizzato del dollaro statunitense e il progressivo rialzo dei tassi americani abbiano prodotto effetti anche sul grado di accomodamento monetario e sulle condizioni finanziarie dei paesi in via di sviluppo: i flussi di capitale verso le economie emergenti hanno infatti subito un rallentamento, mentre i differenziali sulle obbligazioni emesse da queste ultime si sono ampliati, con un conseguente spostamento in alcuni casi verso condizioni finanziarie meno accomodanti. Tra le economie emergenti l'attività economica è sostenuta soprattutto dall'area asiatica e in particolare da India e Cina, veri e propri motori di crescita globale con tassi di espansione che si confermano superiori al 6%. In Cina l'attività economica rimane forte ed è favorita dalla solidità dei consumi, dal sostegno fiscale e dallo stimolo monetario nonché dalla forza delle esportazioni, in parte riconducibile all'anticipazione degli ordinativi in previsione dell'aumento dei dazi. Nel 2018 la variazione complessiva dovrebbe far segnare + 6,6%, per poi rallentare parzialmente nel corso del prossimo anno. L'economia indiana, dal canto suo, punta ad un'espansione del 7,8% nel 2018, una tra le più alte fatte registrare

dalle principali economie emergenti. Ci si attende inoltre tassi di crescita più contenuti e relativamente simili per Russia e Brasile, rispettivamente a +1,7% e +1,3%: è altresì vero che il recente calo dei corsi petroliferi comporta alcuni rischi al ribasso per le prospettive dell'economia russa. La Turchia è destinata ad intraprendere un percorso di aggiustamento, poiché, nonostante la recente stabilizzazione della lira, le condizioni finanziarie restano complessivamente restrittive. Ciò dovrebbe gravare sull'attività economica, insieme all'inflazione elevata: le stime per la Turchia vedono una forte decelerazione dell'attività economica nel 2018, abbinata ad un sensibile rialzo dell'inflazione.

Mercati azionari

Il 2018 è risultato un anno particolarmente complesso e volatile per i mercati finanziari che, sebbene sostenuti inizialmente dall'ottimismo sul ciclo economico globale, sono stati più volte frenati dai timori innescati dalle politiche protezionistiche di Trump, dai rischi geopolitici e dalle implicazioni legate alla riduzione degli stimoli non convenzionali da parte delle principali banche centrali. Gli indici azionari hanno registrato *performance* negati-

ve sebbene con intensità differenti. Gli USA hanno mostrato la migliore tenuta, sostenuti da buone notizie sul fronte utili e da dati *macro* positivi per buona parte del periodo, anche se sono stati impattati negli ultimi due mesi da forti pressioni di vendita che ne hanno portato le *performance* in territorio negativo, a partire dal fondamentale settore tecnologico. Nel dettaglio, dopo un avvio d'anno all'insegna dell'ottimismo degli investitori sul ciclo economico globale, rafforzato dall'approvazione del piano fiscale espansivo dell'Amministrazione Trump da parte del Congresso USA, e sulle prospettive reddituali delle aziende, gli indici azionari USA hanno frenato per i timori di una stretta della Fed sui tassi più rapida e intensa delle attese, con movimenti amplificati dagli algoritmi automatici di *trading*. I timori sui movimenti dei tassi di interesse si sono via via attenuati, la volatilità ha iniziato a normalizzarsi, rientrando dai massimi, e gli indici hanno parzialmente recuperato nella seconda metà di febbraio. A sostenere il rimbalzo soprattutto le trimestrali e le stime di aumento degli utili, che, alla luce della correzione dei prezzi dei titoli, avevano reso le valutazioni più attraenti. Il mercato è tut-

tavia rimasto nervoso. A marzo, ad indebolire gli indici più che il rialzo dei tassi di interesse di 25 punti base annunciato dalla Fed a marzo, è stato il timore di una guerra commerciale tra USA e Cina dopo l'annuncio da parte del presidente Trump di dazi alle importazioni. A trascinare ulteriormente in ribasso il mercato USA, la debolezza del settore tecnologico con lo scandalo di Facebook (violazione di milioni di profili per utilizzo dei dati privati per scopi politici) e le critiche di Trump ad Amazon. Successivamente, in un contesto di incertezza sull'evoluzione della politica commerciale e di orientamento meno accomodante della Federal Reserve, gli indici hanno continuato a beneficiare delle buone notizie sul fronte *macro* e degli utili societari, mettendo a segno nuovi rialzi. Nonostante i molteplici focolai di rischio presenti nel contesto internazionale, nei mesi estivi gli investitori hanno continuato a concentrarsi sulla crescita domestica ancora solida, sui positivi risultati societari e sulla politica di rialzi graduali dei tassi attuata dalla Federal Reserve (FED), toccando nuovi massimi storici a fine settembre. Negli ultimi mesi dell'anno gli indici del paese hanno accusato pesantemente gli effetti della ma-

nifestazione congiunta di una pluralità di preoccupazioni: incertezze sugli interventi successivi della banca centrale, effetti degli scontri commerciali sulla crescita globale, ipotesi di raggiungimento del picco degli utili aziendali. A livello settoriale, molto deboli gli energetici, appesantiti dal calo del prezzo del petrolio; a seguire, le materie prime, i finanziari e gli industriali. Positivi invece i settori difensivi, nello specifico i servizi di pubblica utilità e i farmaceutici. Il risultato negativo è stato ridimensionato per l'investitore in Euro dall'apprezzamento del dollaro contro Euro, passato da 1,2 a 1,14.

Gli indici europei hanno registrato cali generalizzati, penalizzati dalla persistente incertezza politica e dalle preoccupazioni sull'evoluzione del commercio globale, fattore rilevante per l'area data l'importanza delle esportazioni come motore di sviluppo economico. Nel dettaglio, dopo un avvio positivo, i listini europei hanno seguito la correzione di Wall Street di inizio febbraio, impattati dalle paure su un rialzo dei tassi USA. Il successivo rimbalzo di metà febbraio è stato poco convincente, complici alcuni dati macroeconomici più deboli del previsto, alcune trimestrali deludenti e il ri-

schio politico (avvicinarsi delle elezioni italiane, negoziati per la formazione del governo in Germania). Nel mese di marzo i listini azionari europei hanno evidenziato nuove discese. Non solo le indicazioni macroeconomiche sono state inferiori alle attese, ma la svolta protezionista dell'amministrazione USA con l'annuncio di dazi alle importazioni ha innescato timori di rallentamento dell'economia globale a causa di una potenziale guerra commerciale. Successivamente sostenuti dai toni più concilianti sui dazi, dalla prudenza della Banca Centrale Europea (BCE) sulla normalizzazione della politica monetaria, dalle indicazioni positive provenienti dalle trimestrali societarie, senza dimenticare una nuova accelerazione delle operazioni straordinarie di *M&A*, giustificata dalle condizioni finanziarie ancora favorevoli in un contesto economico espansivo, i listini europei hanno cambiato nuovamente direzione a metà maggio, per poi essere risollepati dalla formazione del governo in Italia e dalla nomina del premier spagnolo. L'avvio del secondo semestre è stato particolarmente positivo, con un deciso recupero per gli indici azionari europei, grazie sia al sostegno della BCE, che ha confermato l'approccio cau-

to nella gestione della politica monetaria, sia al recedere dei timori per una guerra commerciale con gli USA, in seguito al vertice positivo tra il Presidente Donald Trump e il Presidente della Commissione Europea Jean-Claude Juncker; hanno aiutato anche le indicazioni provenienti dalle trimestrali societarie, positive seppure con poche sorprese. Nel mese di agosto, i timori sull'Italia, sulle rinnovate minacce di Trump al commercio internazionale e sull'impatto della crisi turca ed argentina sui mercati emergenti hanno tutti pesato sull'andamento dei listini europei che hanno recuperato in parte a settembre, poco condizionati dalle preoccupazioni per i dati di minor espansione dell'area euro e focalizzati su una possibile evoluzione favorevole della discussione della legge di bilancio italiana. L'ultima parte dell'anno è stata particolarmente debole per i mercati azionari europei, che hanno sofferto delle preoccupazioni sull'evoluzione del commercio globale, dei dati economici deboli e dei timori di uno scontro acceso tra Italia e Unione Europea sulla struttura della manovra finanziaria. L'approvazione della manovra italiana con la rimodulazione di alcune misure di intervento e il ridimensiono-

namento dell'obiettivo di *deficit* pubblico 2019 ha permesso solo un parziale allentamento delle tensioni in chiusura di anno.

A livello di paesi, calo maggiore per la Germania, particolarmente esposta alla dinamica delle esportazioni e quindi del commercio mondiale; a seguire, l'Italia e della Spagna, entrambe appesantite dall'incertezza politica. A livello settoriale, deboli i finanziari, in scia alle preoccupazioni per perdite sul portafoglio titoli governativi nella fase di incremento delle incertezze politiche sui periferici e ad annunci di ristrutturazioni, le materie prime, i consumi ciclici e gli industriali. Beneficiari della rotazione di portafoglio a favore dei difensivi soprattutto i servizi di pubblica utilità.

Il Giappone ha chiuso il periodo in calo in valuta locale; il risultato negativo è stato ridimensionato per l'investitore in euro dall'apprezzamento dello yen contro euro, passato da 135,28 a 125,62. Dopo un avvio di anno positivo, il mercato azionario giapponese ha subito gli effetti della debolezza dei mercati azionari globali, della forza dello yen e, nel mese di marzo, delle tensioni sul commercio internazionale e della debolezza dei titoli tecnologici USA. La discesa è stata esasperata dalla coincidenza con la chiu-

sura dell'anno fiscale giapponese, che ha incentivato prese di profitto. A partire dal mese di aprile, l'indice del paese ha beneficiato del deprezzamento dello yen nei confronti del dollaro, sullo sfondo di un rialzo dei tassi di interesse a lungo termine degli Stati Uniti, e della riduzione della percezione di rischio verso la Corea del Nord; questi fattori hanno più che bilanciato l'indebolimento della posizione politica del primo ministro Abe. Nella fase finale del primo semestre, i timori di una guerra commerciale hanno penalizzato nuovamente la borsa giapponese, con gli investitori allarmati per il possibile rallentamento delle esportazioni dei suoi colossi delle auto e della tecnologia. Nei mesi estivi, l'indice giapponese è stato sostenuto dagli acquisti sui comparti ciclici e dalla debolezza della valuta dopo la conferma della politica monetaria accomodante da parte della banca centrale. Dopo un marginale calo nel mese di agosto, a settembre la borsa giapponese ha registrato un apprezzabile rialzo, spinta dall'indebolimento della valuta e dalla speranza di un accordo con l'amministrazione Trump sull'imposizione di dazi, che potesse preservare le stime degli utili di mercato. Negli ultimi mesi dell'anno, l'indice giapponese è stato indebolito dal deciso raf-

forzamento dello yen, in un contesto di incremento dell'avversione al rischio che ne ha esaltato il ruolo di valuta rifugio, e dai deboli dati di crescita.

Chiusura negativa per la borsa australiana in valuta locale, in un contesto di indebolimento delle aspettative di crescita e di preoccupazioni sul commercio mondiale. Il risultato per l'investitore in euro è stato penalizzato dal deprezzamento del dollaro australiano. Chiusura negativa sia per la borsa coreana che per la borsa taiwanese, sia in valuta locale che in euro; entrambi gli indici sono stati appesantiti dalle preoccupazioni sulla crescita economica globale e dalla sensibilità alla dinamica del settore tecnologico.

L'area Emergente in aggregato ha subito gli effetti delle tensioni sui dazi, dei movimenti al rialzo dei tassi USA, del rafforzamento del dollaro USA e di eventi specifici a singoli paesi.

A livello di aree geografiche, più debole quella asiatica, essendo i relativi mercati direttamente interessati dall'evoluzione dei rapporti commerciali tra USA e Cina e dai segnali di rallentamento dell'economia cinese.

In area europea, in evidenza la Turchia. Il paese, con la bilancia dei pagamenti in forte rosso, ha manifestato tutta la sua vulnerabilità al rialzo dei tassi america-

ni e al rafforzamento del dollaro. La lira turca ha raggiunto minimi storici nella seconda metà dell'anno, scontando il rischio economico e politico del paese, anche se la banca centrale ha ceduto e varato in emergenza una stretta sui tassi, con diversi interventi a partire da maggio (tasso ufficiale salito dall'8% di fine 2017 al 24%).

Andamento negativo anche per la borsa russa. Dopo aver trovato supporto nei 2 tagli del tasso ufficiale di 25 punti base da parte della banca centrale nei primi mesi dell'anno, l'indice russo ha subito l'inasprimento della percezione del rischio paese a seguito delle nuove sanzioni USA varate per colpire società quotate ed oligarchi ritenuti coinvolti nelle attività del Cremlino, imponendo agli investitori statunitensi l'interruzione di ogni legame finanziario con vendita forzata delle posizioni detenute. Immediata la fuga dei capitali e il crollo della valuta temendo, gli investitori, futuri inasprimenti ed impatti negativi sulla ripresa economica del paese. Dopo un recupero nei mesi estivi, la borsa russa è stata appesantita dal calo del prezzo del petrolio e dal progressivo indebolimento della valuta, nonostante l'incremento del tasso ufficiale, e dal calo del prezzo del petrolio.

In America Latina in evidenza il

Brasile con l'indice azionario che ha evidenziato ribassi consistenti nei mesi di maggio e giugno, stante le preoccupazioni per le prospettive fiscali del paese e l'incertezza sulle elezioni presidenziali di ottobre, per poi recuperare nell'ultima parte dell'anno, in scia alle rinnovate aspettative sulla prosecuzione del percorso di riforme, dopo la vittoria di Bolsonaro alle presidenziali. Più debole l'andamento della borsa argentina. Il forte deprezzamento della valuta del paese, nonostante il rialzo dei tassi di ben 600 punti base nel solo mese di maggio, ha forzato il governo a rivolgersi nuovamente al FMI per un nuovo prestito triennale. L'accordo con l'istituto di Washington, con il limite al finanziamento del *deficit* pubblico da parte della Banca Centrale, e quindi il controllo dell'offerta di moneta imposto dal FMI, ha interrotto l'indebolimento della valuta nell'ultima parte dell'anno e fornito sostegno agli indici azionari.

Tassi di rendimento e mercati obbligazionari

I mercati obbligazionari sono stati condizionati dalla progressiva normalizzazione dei tassi ufficiali da parte della Federal Reserve che ha alzato quattro volte i tassi e previsto di ri-

toccarli ulteriormente nel corso del 2019 e del 2020.

In USA, la curva dei rendimenti ha evidenziato un generalizzato movimento al rialzo sul periodo, più marcato sulla parte a breve termine rispetto a quella a lungo termine. Il tasso a due anni è passato da 1,88% di fine 2017 a 2,49% di fine dicembre, dopo essersi portato in prossimità del 3% a inizio novembre; la successiva discesa è una conseguenza della revisione al ribasso delle aspettative del mercato sulle azioni future della Fed. Il tasso a dieci anni è salito da 2,40% di fine 2017 a oltre il 3,2% di inizio novembre, per poi chiudere l'anno al 2,68%, in un contesto di ridimensionamento delle aspettative di crescita e inflazione.

Il mercato obbligazionario europeo, dopo aver inizialmente risentito dell'influsso dei tassi USA, ha poi seguito un proprio percorso legato alle dinamiche geopolitiche interne. A metà 2018, l'annuncio della Banca Centrale Europea del termine degli acquisti di attività finanziarie alla fine del 2018, pur con l'impegno a mantenere inalterati i tassi fino all'estate 2019, ha segnalato l'avvio del processo di normalizzazione della politica monetaria in area euro. Il tasso a due anni tedesco, al livello di -0,63% a fine

2017, è sceso al minimo di periodo di -0,765% a fine maggio, in scia all'avversione al rischio innescata dall'incertezza politica in Italia, per poi spingersi fino al livello di -0,50% a fine settembre; successivamente, l'acuirsi delle tensioni tra Italia e Unione Europea e i maggiori timori sul ciclo economico che hanno indotto gli investitori a porre in dubbio la fermezza della BCE nel proseguire lungo il sentiero di normalizzazione, hanno spinto nuovamente al ribasso l'indicatore, fino a -0,61% di fine 2018. Il decennale tedesco, a 0,43% a fine 2017, è salito fino a 0,77% di inizio febbraio, in un contesto di revisione al rialzo delle aspettative di inflazione a livello globale, per poi scendere al minimo di periodo di 0,26% a fine maggio; l'indicatore si è portato in prossimità di 0,60% all'inizio di ottobre per poi scendere fino al livello di 0,24% di fine dicembre, in risposta all'acuirsi dell'incertezza politica in Italia, prima, e al ridimensionamento delle aspettative di crescita e inflazione, poi.

I titoli di Stato periferici, supportati sia dal contesto di crescita diffusa che dagli acquisti della BCE nei primi mesi dell'anno, hanno successivamente subito gli effetti dell'incremento dell'incertezza poli-

tica. Nello specifico, il rendimento del Btp a 2 anni, sceso a -0,31% a fine marzo (-5 punti base da fine 2017), ha subito gli effetti della successione degli eventi politici, raggiungendo un massimo di periodo a +2,77% a fine maggio, per poi scendere sull'accordo di governo, chiudendo il mese di giugno a +0,70%. Le preoccupazioni degli investitori sui contenuti della legge di Bilancio italiana hanno successivamente spinto al rialzo il rendimento a due anni italiano a +1,47% di fine agosto, per poi muoversi in calo fino a +0,63% di metà settembre, in scia a dichiarazioni confortanti di esponenti del governo sul livello di *deficit*/PIL. La previsione di un rapporto *deficit*/PIL 2019 al 2,4% nella Nota di Aggiornamento del Documento di Economia e Finanza ha determinato una inversione di tendenza, con il tasso a due anni spinto marginalmente al di sopra dell'1%. Nell'ultima parte dell'anno, l'apertura del governo italiano alle richieste dell'Unione Europea ha favorito la discesa del tasso a due anni italiano a 0,47% a fine 2018. Volatile anche l'andamento dei rendimenti italiani a lungo termine. Il tasso a dieci anni è infatti passato dal 2% di fine 2017 all'1,80% di fine marzo, per poi salire al 3,16% a fine maggio,

in scia all'incremento dell'incertezza politica, per riportarsi successivamente al 2,68% di fine giugno. Le preoccupazioni degli investitori hanno continuato a pesare sui titoli di Stato italiani nel mese di agosto (livello raggiunto 3,2%) e successivamente ad ottobre, quando il tasso a dieci anni si è spinto al 3,48%. Successivamente, il ridimensionamento delle tensioni politiche ha favorito la discesa del rendimento decennale italiano fino al 2,74% di fine 2018. I movimenti sono stati più contenuti sui titoli di Stato spagnoli. Il rendimento a 2 anni, a -0,35% a fine 2017, ha raggiunto il massimo di periodo a +0,073% a fine maggio, riflesso della complessa situazione politica del paese con la mozione di sfiducia sul governo Rajoy, per poi scendere nuovamente a -0,34% a metà agosto. Archivate le tensioni di ottobre, in scia all'incertezza politica in Italia, con il tasso a 2 anni portatosi verso -0,06%, l'indicatore ha chiuso l'anno a -0,24%. Il tasso decennale spagnolo è invece passato da 1,57% di fine 2017 a 1,62% di maggio per poi raggiungere il massimo di periodo a 1,73% a ottobre e chiudere l'anno a 1,42%.

Il riprezzamento degli *asset* rischiosi non ha risparmiato il mercato creditizio, con *spre-*

ad in allargamento su tutta la scala di *rating*, complici anche un deterioramento dei fondamentali (leva alta, utili previsti in calo) e un quadro tecnico prospetticamente meno roseo (esemplificato dalla cancellazione di emissioni in arrivo sul mercato primario).

In USA, i titoli societari *investment grade* hanno evidenziato un incremento del rendimento da 3,29% di fine 2017 a 4,26% di fine 2018, con *spread* in allargamento di 61 punti base (a 159 punti base). Negativo anche l'andamento delle emissioni *high yield* USA il cui rendimento medio ha chiuso l'anno all'8% (+186 pb), con *spread* in ampliamento (+175 pb a 533 pb). Il risultato negativo per l'investitore euro è stato ridotto dall'apprezzamento del dollaro contro euro.

L'anno è stato negativo anche per il debito societario europeo, soprattutto *high yield*, in scia all'allargamento dei differenziali per l'incremento dell'avversione al rischio. Il rendimento medio dei titoli *investment grade* europei è passato da 0,88% a 1,33%, mentre gli *spread* hanno evidenziato un incremento a 154 pb (+67 pb). A livello settoriale, gli emittenti finanziari hanno visto nel periodo un incremento dei rendimenti a 1,36% (da 0,90%) con un in-

cremento dello *spread* a 161 pb (+70 pb), in scia alle preoccupazioni per perdite sul portafoglio titoli governativi nella fase di incremento delle incertezze politiche sui periferici. Debole l'anno anche per gli emittenti non finanziari il cui rendimento medio si è assestato a 1,32% (da 0,86%) con gli *spread* in aumento a 150 pb (da 85 pb). I rendimenti delle emissioni societarie europee a più basso merito di credito sono saliti da 3,07% a 4,85%, con lo *spread* in allargamento da 272 a 506 pb.

In ultimo, eventi specifici a singoli paesi (Turchia, Argentina), il generalizzato peggioramento delle attese sulla crescita globale, il rafforzamento del dollaro e il rialzo dei tassi USA hanno pesato inevitabilmente sui mercati obbligazionari emergenti. I titoli di Stato Emergenti in valuta forte hanno chiuso il periodo con il rendimento medio a 6,86% (+159 pb), effetto soprattutto dell'incremento del differenziale a 415 pb (+ 130 pb).

Il dollaro USA e lo yen giapponese si sono apprezzati nei confronti dell'euro riflettendo, rispettivamente, la forza del ciclo americano e la ricerca di beni rifugio cui è assimilata la divisa nipponica.

Il dollaro USA verso l'euro è passato da 1,20 a 1,14; lo yen contro euro da 135,28 a 125,62.

Prospettive Globali

Nella parte finale del 2018 si è assistito ad una presa di coscienza da parte dei mercati che si è oramai in una fase matura del ciclo caratterizzata da un minore sostegno della politica monetaria, una decelerazione dell'economia globale, una revisione al ribasso degli utili aziendali. Sul fronte *macro*, gli indicatori anticipatori hanno confermato la decelerazione in corso, con estensione anche agli USA, che si è riflessa in una discesa delle aspettative di inflazione, amplificata dal forte calo del prezzo del petrolio; il minor ritmo di crescita non dovrebbe però condurre ad un rallentamento globale marcato.

Gli USA manterranno un passo solido, pur meno vibrante (escludendo errori di scelte politiche); l'Europa soffre i rischi politici, ma dovrebbe crescere ancora sopra potenziale nel 2019/20 mentre la Cina, in decelerazione, dovrebbe godere delle azioni di sostegno delle autorità. Lo scenario è, tuttavia, reso più nebuloso dalla presenza di numerosi fattori di incertezza tra cui le dispute commerciali, Brexit, la situazione politica nell'Eurozona (Italia, ma anche Francia).

In questo contesto si enfatizza l'importanza di un approccio di investimento cauto, con livelli di rischiosità contenuti. Con riferi-

mento alle azioni, atteggiamento conservativo verso gli USA ove la crescita degli utili è attesa in frenata; l'Europa è condizionata da fattori politici, ma offre aree di valore; *view* costruttiva su Giappone (valutazioni interessanti, poco sensibile ai rischi politici, livello di esposizione degli investitori contenuto) e paesi EM, alla luce del vistoso riprezzamento del 2018 e della prospettiva di una Fed più accomodante. Sul mercato obbligazionario, preferenza per i titoli di Stato USA, poiché la Fed ha oramai poco spazio di manovra sui tassi, rispetto ai tassi *core* euro (valutazioni elevate). Nel credito si mantiene il *focus* su qualità e liquidità in un contesto di fondamentali in deterioramento, pur riconoscendo che l'allargamento degli *spread* potrebbe generare opportunità di investimento da valutare. Infine, il debito emergente potrebbe beneficiare della Fed meno aggressiva e delle minori tensioni commerciali tra USA e Cina.

La presenza di fattori di rischio (geopolitici, frenata eccessiva del ciclo economico globale) rende opportuno l'esposizione ad *asset* che fungono da *hedge* nelle fasi di tensione (yen, oro) e l'implementazione di strutture di protezione (e.g. via opzioni).

ATTIVITÀ GESTIONALE 2018

Amundi

Diversified Short-Term Bond

Dopo un posizionamento relativamente aggressivo tra fine 2017 e inizio 2018, caratterizzato dal mercato sovrappeso sui finanziari e sul debito subordinato), il *team* di gestione ha implementato un'allocazione più difensiva a partire dal secondo trimestre alla luce delle tensioni geopolitiche e, nella seconda parte dell'anno, del rallentamento della crescita globale. Operativamente, da maggio è stata ridotta la sensibilità al rischio credito del portafoglio in risposta alla debolezza dei mercati del credito. Questa allocazione prudentiale è stata mantenuta per buona parte del secondo semestre del 2018, riflettendosi in una DTS (*duration times spread*) scesa a 180 bp (metà ottobre) dai 350 di fine giugno. Per proteggere il portafoglio dalla volatilità dei mercati e dal conseguente allargamento dei differenziali del credito sono state acquistate protezioni via opzioni sull'indice iTraxx. Verso fine anno, a tali strutture difensive, è stata affiancata anche la decisione di aumentare leggermente la *duration* di portafoglio, pur rimanendo dentro le linee guida del portafoglio (-1 anno/+ 1 anno).

Nella seconda metà del 2018 è

stata ridotta l'esposizione alle emissioni AT1 a favore di emissioni ibride non finanziarie. Attualmente il fondo è esposto per circa il 2% a emissioni AT1 e per il 7% a emissioni LT2, mentre l'allocazione a titoli ibridi non finanziari ammonta a circa il 12,5%.

La liquidità del portafoglio a fine 2018 si attestava a circa il 10%, livello elevato finalizzato a sfruttare l'atteso maggior attivismo sul mercato primario del primo trimestre del 2019. Ciò che è effettivamente avvenuto a gennaio quando il *team* di gestione ha iniziato ad investire la liquidità sul mercato primario beneficiando dei maggiori premi per il rischio offerti dalle nuove emissioni. Pertanto la sensibilità al rischio credito (DTS) è aumentata nelle prime settimane.

Negativo il contributo della componente creditizia, sotto pressione per l'allargamento degli *spread* causato dalle tensioni geopolitiche e sul finire d'anno dai timori legati al rallentamento economico europeo. Penalizzante l'esposizione al debito subordinato finanziario, per quanto il peso sia stato ridotto nella seconda parte dell'anno, e al debito ibrido non finanziario.

I fondamentali del segmento del credito europeo sono so-

lidi. Nel settore bancario le pressioni dei regolatori sono prossime ad esaurirsi, anche se di contro stanno riemergendo problemi di rifinanziamento che potrebbero essere affrontati dalla BCE con l'introduzione di un nuovo TLTRO. I tassi di insolvenza sono bassi e attesi rimanere su tali livelli, stimati intorno all'1,1% sui prossimi 12 mesi.

La conclusione del piano di acquisti di titoli corporate (CSPP) da parte della BCE dovrebbe comportare un riprezzamento verso l'alto del premio per il rischio delle nuove emissioni sul mercato primario. La scadenza del TLTRO II nel 2020 impatterà il settore finanziario e favorirà un maggior attivismo degli emittenti nella prima parte del 2019. Attesi flussi di investimento dalle società assicurative e dagli investitori esteri (costo dell'*hedging* favorevole agli asserti in euro).

L'economia dell'eurozona sta perdendo velocità (l'indice PMI ha toccato il livello minimo degli ultimi 25 mesi, la Germania ha abbassato le previsioni di crescita per il 2019); l'area euro è però in una fase intermedia del ciclo mentre gli USA sono in una fase più avanzata; il rischio politico rimane al centro della scena (Brexit, Italia, *trade war*).

Le valutazioni del mercato del

credito sono più attraenti (gli *spread* del segmento Euro IG si sono allargati di circa 80 bp nel 2018); c'è spazio per restringimento dei differenziali e il cuscinetto offerto dagli *spread* dovrebbe compensare e assorbire eventuali rialzi dei tassi di interesse e l'impatto negativo di fasi turbolente di mercato. (Fonte: *Amundi Asset Management*).

* * *

La Fondazione CRTrieste persegue l'obiettivo di amministrare, conservare e accrescere il proprio patrimonio e di promuovere, con i profitti che da esso derivano, lo sviluppo economico, culturale, scientifico e sociale di Trieste e del territorio di riferimento, con le modalità previste dallo Statuto.

Il patrimonio della Fondazione è costituito da immobilizzazioni (materiali, immateriali e finanziarie), da strumenti finanziari non immobilizzati e da disponibilità liquide.

Al fine di poter far fronte agli scopi statutariamente previsti e a sostenere le spese amministrative, la Fondazione presenta come entrate finanziarie i dividendi relativi alle varie partecipazioni e il risultato degli investimenti finanziari e immobiliari.

PARTECIPAZIONI

La partecipazione della Fondazione in UniCredit S.p.A. ammonta, al 31.12.2018, a n. 4.465.562 azioni, corrispondenti ad una quota dello 0,2002% del capitale sociale.

La partecipazione in Iccrea Banca S.p.A. ammonta a complessive n. 380.000 azioni, pari al 1,7051% del capitale sociale.

La partecipazione in Cassa Depositi e Prestiti S.p.A. ammonta a n. 875.977 azioni, pari allo 0,2558% del capitale sociale.

La partecipazione in Poligrafici Editoriale S.p.A. ammonta a n. 6.600.000 azioni, pari al 5,00% del capitale sociale.

La partecipazione in GEDI Gruppo Editoriale S.p.A. ammonta a n. 9.454.779 azioni, pari al 1,859% del capitale sociale.

La partecipazione in Crédit Agricole FriulAdria S.p.A. ammonta a n. 22.222 azioni, pari allo 0,092% del capitale sociale.

ALTRE IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE

Tra le immobilizzazioni finanziarie si segnalano titoli subordinati di tipo "Tier II Subordinated Callable Fixed Rate Notes", le quote del Fondo di *venture capital*

AlAdInn Ventures e del Fondo immobiliare chiuso Copernico.

**ALTRI STRUMENTI FINANZIARI
NON IMMOBILIZZATI**

Tra gli strumenti finanziari non immobilizzati si segnala il Fondo Amundi Diversified Short-Term Bond.

Si allegano: i rendiconti dei *dossier* titoli in essere presso Cordusio SIM e Crédit Agricole FriulA-

dria S.p.A. al 31.12.2018, comprensivi dei prospetti relativi ai titoli detenuti, alla loro composizione per classi di attività e per valuta, alla movimentazione svolta nel corso dell'esercizio, ai dividendi e alle cedole percepiti; il Report gestione anno 2018 del fondo Amundi Diversified Short-Term Bond; la Relazione di gestione del Fondo AlAdInn Ventures al 31.12.2018 e la Relazione di gestione del Fondo Copernico al 31.12.2018 (All. n. 2).

INVESTIMENTI IMMOBILIARI

Una significativa redditività è determinata, infine, dagli investimenti immobiliari nel palazzo già sede delle Cassa di Risparmio di Trieste, ora sede della Fondazione, per la parte locata, fino al 15.4.2018, a UniCredit Business Integrated Solutions, nell'auto-rimessa di via Rossetti n. 22 e nell'immobile sito in Trieste, riva Tommaso Gulli n. 1, denominato "ex Magazzino Vini", locato a Eataly Distribuzione.

PATRIMONIO
COMPOSIZIONE

REDDITIVITÀ
GENERATA
DAL PATRIMONIO

COMPOSIZIONE DEL PATRIMONIO

IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE	N. AZIONI	VALORE DI CARICO	QUOTA % SU PATRIMONIO FONDAZIONE	QUOTA % SU CAPITALE SOCIALE
UNICREDIT S.P.A.	4.465.562	111.812.419	47,13	0,2002
ICCREA BANCA S.P.A.	380.000	26.213.825	11,05	1,7051
CASSA DEPOSITI E PRESTITI S.P.A.	875.977	27.367.229	11,54	0,2558
TOTALE		165.393.473	69,72	
ALTRE IMMOBILIZZAZIONI FINANZIARIE		VALORE DI CARICO	QUOTA % SU PATRIMONIO FONDAZIONE	
FONDO ALADINN VENTURES		739.361	0,31	
FONDO COPERNICO		2.027.289	0,86	
STRUMENTI SUBORDINATI MEDIOCREDITO FVG		5.508.630	2,32	
TOTALE		8.275.280	3,49	
IMMOBILIZZAZIONI MATERIALI		VALORE DI CARICO	QUOTA % SU PATRIMONIO FONDAZIONE	
IMMOBILE VIA CASSA DI RISPARMIO N. 10		17.751.716	7,48	
IMMOBILE EX MAGAZZINO VINI		27.622.868	11,64	
IMMOBILE VIA UDINE N. 19		777.142	0,33	
AUTORIMESSA VIA ROSSETTI N. 22		1.544.955	0,65	
IMMOBILE VIA GOZZI N. 7		173.038	0,07	
BENI MOBILI D'ARTE		1.666.496	0,71	
BENI MOBILI STRUMENTALI		29.761	0,01	
TOTALE		49.565.976	20,89	
STRUMENTI FINANZIARI NON IMMOBILIZZATI		VALORE AL 31/12/2018	QUOTA % SU PATRIMONIO FONDAZIONE	
O.I.C.R.		3.914.990	1,65	
POLIGRAFICI EDITORIALE S.P.A.		1.246.740	0,53	
GEDI GRUPPO EDITORIALE S.P.A.		6.633.473	2,80	
CRÉDIT AGRICOLE FRIULADRIA S.P.A.		988.879	0,42	
TOTALE		12.784.082	5,39	
DISPONIBILITÀ LIQUIDE		VALORE AL 31/12/2018	QUOTA % SU PATRIMONIO FONDAZIONE	
C/C UNICREDIT		1.149.559	0,48	
C/C CRÉDIT AGRICOLE FRIULADRIA		67.447	0,03	
CASSA		2.349	0,00	
TOTALE		1.219.355	0,51	
TOTALE GENERALE		237.238.166	100,00	

REDDITIVITÀ GENERATA DAL PATRIMONIO

PARTECIPAZIONI	N. AZIONI AL 31.12.2018	VALORE DI CARICO AL 31.12.2018	DIVIDENDO UNITARIO	DIVIDENDO COMPLESSIVO LORDO	REDDITIVITÀ (%) LORDA ANNUA
UNICREDIT S.P.A.	4.465.562	111.812.419	0,32	1.428.980	1,28
ICCREA BANCA S.P.A.	380.000	26.213.825			
CASSA DEPOSITI E PRESTITI S.P.A.	875.977	27.367.229	3,98	3.486.388	12,74
CRÉDIT AGRICOLE FRIULADRIA S.P.A.	22.222	988.879	1,836	40.800	4,13
POLIGRAFICI EDITORIALE S.P.A.	6.600.000	1.246.740			
GEDI EDITORIALE L'ESPRESSO S.P.A.	9.454.779	6.633.473			
TOTALE		174.262.565		4.956.168	2,84
ALTRI STRUMENTI FINANZIARI	N. QUOTE/ VALORE NOMINALE	VALORE DI CARICO	VALORE AL 31.12.2018	PROVENTO LORDO	REDDITIVITÀ (%) LORDA ANNUA
FONDO ALADINN VENTURES	148,949	739.361	739.361		
FONDO COPERNICO	5,238	2.027.289	2.027.289	61.361	3,04
FONDO AMUNDI S.F.DIVERSIFIED SHORT-TERM BOND	3.918,303	4.006.504	3.914.990	-91.514	-2,28
STRUMENTI SUBORDINATI MCFVG	20.000.000	5.508.630	5.508.630	1.050.000	19,06
TOTALE		12.281.784	12.190.270	1.019.847	8,37
INVESTIMENTI IMMOBILIARI		VALORE DI CARICO AL 1.1.2018	VALORE DI CARICO AL 31.12.2018	PROVENTO LORDO	REDDITIVITÀ (%) LORDA ANNUA
IMMOBILE VIA CASSA DI RISPARMIO N. 10		17.751.716	17.751.716		
- parte strumentale (sede Fondazione)		-3.409.119	-6.041.107		
		14.342.597	11.710.609	322.221	2,75
AUTORIMESSA VIA ROSSETTI		1.544.955	1.544.955	49.965	3,23
EX MAGAZZINO VINI		27.176.782	27.622.869	386.913	1,40
TOTALE		43.064.334	40.878.433	759.099	1,86
DISPONIBILITÀ LIQUIDE		GIACENZA MEDIA PERIODO	PROVENTI TOTALI	TASSO MEDIO LORDO ANNUO	
C/C UNICREDIT		2.412.884	24		
C/C BANCA MEDIOCREDITO FVG		60.089	209	0,35	
C/C BANCA CRÉDIT AGRICOLE FRIULADRIA		54.821			
TOTALE		2.527.794	233	0,01	
TOTALE INVESTIMENTI		TOTALE PATRIMONIO INVESTITO	PROVENTI TOTALI	REDDITIVITÀ ANNUA (%)	
		228.550.623	6.735.347	2,95	

