



**Documento Programmatico Previsionale  
2010**

Fondazione Cassa di Risparmio di Vignola

## **Documento Programmatico Previsionale 2010**

### PREMESSA

Il Documento Programmatico Previsionale, che ha lo scopo di identificare le linee operative attraverso le quali gestire l'attività della Fondazione nell'esercizio 2010, è redatto in ottemperanza alle prescrizioni dell'Atto di indirizzo del Ministero del Tesoro emanato il 5 agosto 1999, degli artt. 19 e 25 dello Statuto della Fondazione e degli artt. 4 e 5 del Regolamento per le modalità di intervento nei settori rilevanti.

L'art. 19 dello Statuto della Fondazione prevede, tra i compiti del Comitato di gestione, quelli di proposta e impulso dell'attività dell'ente nell'ambito dei programmi, delle priorità e degli obiettivi stabiliti dal Consiglio.

L'art. 25, secondo comma, dello Statuto prevede che "entro il mese di ottobre di ogni anno il Consiglio approva il Documento Programmatico Previsionale relativo all'esercizio successivo e lo trasmette entro 15 giorni all'Autorità di Vigilanza".

L'art. 4 del "Regolamento per le modalità di intervento nei settori rilevanti" stabilisce che il Documento Programmatico Previsionale contenga il riparto delle risorse disponibili tra i settori di intervento nei quali la Fondazione determina tempo per tempo di svolgere la sua attività.

L'art. 5 dello stesso Regolamento individua i criteri di ripartizione delle risorse tra i settori identificati nel piano triennale corrente, adottato dall'Organo di indirizzo nella seduta del 21 settembre 2007 e confermato nella seduta del 25 settembre 2009 per il triennio 2008-2010.

Per la stesura è stato fatto riferimento all'Atto di indirizzo del Ministero del Tesoro, del Bilancio e della Programmazione Economica del 19 aprile 2001, al documento definito nell'ambito della Commissione per le questioni Contabili e Statistiche dell'Associazione di categoria del 27 settembre 2001 e alle disposizioni contenute nel decreto dirigenziale del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 11 marzo 2009.

Oltre che ai prioritari impegni per la gestione e la manutenzione degli immobili facenti parte della dotazione istituzionale, la Fondazione continuerà ad operare su progetti culturali, artistici, educativi e di ricerca, dando preferenza alle iniziative direttamente realizzate ed a quelle ritenute di interesse prioritario sul territorio.

Proseguirà, inoltre, la modalità di attribuzione di risorse a enti senza scopo di lucro con il collaudato sistema dei bandi.

Il ruolo sarà, comunque, sussidiario e non alternativo o surrogatorio di quello riservato agli enti pubblici, secondo una logica di collaborazione con le realtà operanti sul territorio.

Una parte importante delle risorse disponibili sarà necessariamente destinata a interventi che, per loro natura, possono considerarsi pluriennali.

### **STRATEGIE**

L'organo di indirizzo ha individuato i settori rilevanti di intervento ai quali destinare contributi e ha definito gli obiettivi generali, le linee di operatività e le priorità degli interventi. Tale linea guida viene rispettata nel Documento Programmatico Previsionale ai fini della pianificazione degli interventi, della definizione delle risorse disponibili e della identificazione delle iniziative che la Fondazione intende realizzare o sostenere nell'esercizio di competenza.

La Fondazione opererà esclusivamente nell'ambito dei settori ammessi ed in via prevalente in quelli definiti rilevanti a cui dovrà essere destinato almeno il 50% del reddito disponibile al netto delle spese di funzionamento, degli oneri fiscali e delle riserve obbligatorie e facoltative.

Anche alla luce delle indicazioni contenute nella delibera consigliare del 25 settembre 2009, si propone il mantenimento dei livelli erogativi raggiunti negli anni precedenti, nonostante la crisi che ha investito i mercati finanziari.

La ripartizione delle risorse tra i vari settori di intervento subisce invece una rilevante modificazione. Il momento storico possiede caratteristiche eccezionali conseguenti ad una crisi economica che colpisce molte famiglie che hanno visto una riduzione delle proprie risorse a seguito di problematiche relative ai rapporti di lavoro. In conseguenza di ciò sono state

numerose le sollecitazioni pervenute alla Fondazione, da parte di Enti ed Associazioni, di farsi carico di tali problematiche mediante il sostegno ai bisogni primari delle famiglie quali il pagamento dei canoni di locazione, delle rette, delle utenze telefoniche o similari. I Comuni della zona hanno incaricato l'Azienda Pubblica di Servizi alla Persona (ASP) di realizzare un progetto, in corso di elaborazione, finanziato con risorse pubbliche e private, diretto proprio al sostegno dei bisogni sopra evidenziati.

Si propone di stanziare a favore di tale progetto la somma di euro 100.000,00 così che le risorse destinate complessivamente ai settori ammessi passano da euro 180.000,00 degli anni precedenti ad euro 280.000,00 nel prossimo anno.

Si ritiene che il particolare valore sociale del progetto in questione e la sua straordinarietà integrino i requisiti che consentono, a norma dell'art. 5, ultimo comma, del Regolamento per le modalità di intervento della Fondazione, di eccedere il limite previsto dalla stessa norma.

Le risorse aggiuntive dedicate a tale progetto vengono reperite mediante riduzione di quelle destinate ai settori rilevanti.

E' bene precisare tuttavia che le minori risorse destinate a tali settori non dovranno necessariamente determinare una riduzione delle iniziative della Fondazione. Anzi, l'obiettivo per il prossimo anno sarà quello di confermare tutte le iniziative in essere, nonostante il maggior sostegno riconosciuto al settore sociale; tale obiettivo potrà essere raggiunto con una attenta gestione delle iniziative dirette e una "limatura" delle erogazioni a favore di terzi o relative ad iniziative svolte in rete.

## SETTORI INTERVENTO

La Fondazione ha operato ed opererà in modo prevalente nei seguenti settori rilevanti:

Arte, attività e beni culturali  
Educazione, istruzione e formazione  
Ricerca scientifica e tecnologica

Le residue disponibilità saranno assegnate in via prioritaria ad altri settori ammessi:

protezione e qualità ambientale  
crescita e formazione giovanile  
famiglia e valori connessi  
volontariato, filantropia e beneficenza  
assistenza agli anziani  
salute pubblica, medicina preventiva e riabilitativa  
prevenzione e recupero delle tossicodipendenze  
patologie e disturbi psichici e mentali  
riservando particolare attenzione al settore sociale.

Ai sensi dell'art. 3 del vigente Statuto, il territorio di riferimento è identificato: "nella provincia di Modena, compreso fra la via Emilia e la dorsale appenninica, incentrando preminentemente la propria azione nel territorio dei Comuni di Vignola, Spilamberto, Marano S. Panaro e Savignano s. Panaro, nei quali ha la propria radice storica".

## BILANCIO PREVISIONALE DI MISSIONE

Per il 2010, come per l'esercizio in corso, gli interventi verranno effettuati utilizzando parte delle risorse già accantonate nei precedenti esercizi nei Fondi per le attività d'istituto. Ciò per evitare che l'andamento dei mercati o altri eventi straordinari possano influire sulla entità delle somme destinate alle erogazioni.

L'avanzo dell'esercizio 2010, la cui stimata entità è illustrata nella parte finale di questo documento, verrà attribuito agli stessi Fondi a presidio della futura attività erogativa.

Si illustrano, di seguito, sinteticamente, le iniziative ipotizzate, di cui la maggior parte a carattere ricorrente o pluriennale.

SETTORE "ARTE, ATTIVITA' E BENI CULTURALI" – importo disponibile Euro 920.000,00 (DPP 2009 Euro 1.000.000,00)

La Fondazione finalizzerà prevalentemente le proprie risorse nella conservazione e valorizzazione del patrimonio immobiliare storico-monumentale e nel sostegno di iniziative di carattere culturale, musicale e teatrale con particolare riferimento a:

- Conservazione e valorizzazione Castello: proseguiranno, per stralci, i lavori di intervento, metodologici e scientifici, inerenti la manutenzione straordinaria dell'edificio e delle pertinenze ed il loro restauro. Avranno carattere di priorità interventi statici in vari punti delle strutture, in particolare il Porticato di accesso che richiederà interventi importanti. Saranno poi verificate le ulteriori priorità.
- Gestione Castello: il finanziamento riguarda essenzialmente i puri costi di gestione ordinari del Castello e delle pertinenze quali costi del personale, utenze e manutenzioni ordinarie, locazione di magazzino-deposito ed altri oneri connessi.
- Attività artistiche, musicali e teatrali: si prevede di ripetere iniziative che già hanno riscosso successo nelle precedenti edizioni, quali "Suoni entro le mura", "Poesia Festival", "Grandezze e Meraviglie", "Accadde in Rocca", anche ai fini di valorizzare la Rocca. Grande attenzione verrà riservata anche alla promozione delle attività teatrali che, con l'auspicabile apertura del nuovo teatro di Vignola, dovrebbero ricevere nuovo e notevole impulso, con conseguente corrispondente sostegno da parte della Fondazione.
- Contributo al recupero e restauro di Palazzo Boncompagni Ludovisi, in collaborazione con altri Enti.
- Eventuali altri interventi di valorizzazione e conservazione di edifici storici, o sostegno di attività culturali nell'area di intervento della Fondazione, da individuare preferibilmente in collaborazione con gli enti preposti.

SETTORE "EDUCAZIONE, ISTRUZIONE E FORMAZIONE" – importo disponibile euro 310.000,00 (DPP 2009 Euro 320.000,00)

Si sono conclusi gli interventi sull'edificio della Nuova biblioteca e quelli per il rifacimento del parco e della copertura di Villa Trenti.

I costi previsti per la ristrutturazione della pertinenza di Villa Trenti, denominata "Limonaia", sono già coperti da fondi accantonati in precedenza.

Di conseguenza si propone di posticipare a futuri esercizi ulteriori interventi di radicale restauro di Villa Trenti ed i relativi necessari accantonamenti di risorse. Si ritiene, infatti, prioritario indirizzare l'attenzione prevalentemente al sistema dell'istruzione nel suo complesso, con particolare riferimento alle scuole di ogni ordine e grado, comprese nell'ambito territoriale della Fondazione.

Pare inoltre opportuno confermare il sostegno a quelle iniziative, pluriennali e già consolidate, che hanno dato buona prova di sé: un Treno per Auschwitz, Festival del Teatro dei ragazzi di Marano sul Panaro, Intraprendere.

SETTORE "RICERCA SCIENTIFICA E TECNOLOGICA" – importo disponibile euro 290.000,00 (DPP 2009 Euro 300.000,00)

Il sostegno al settore, già attivo da parecchi esercizi, proseguirà nei confronti di tutti gli enti del territorio, ma con particolare attenzione nei confronti:

- delle iniziative di ricerca applicata mediante la collaborazione col Consorzio Democenter-Sipe;
- delle altre attività di ricerca, anche mediante la collaborazione con altre Fondazioni;

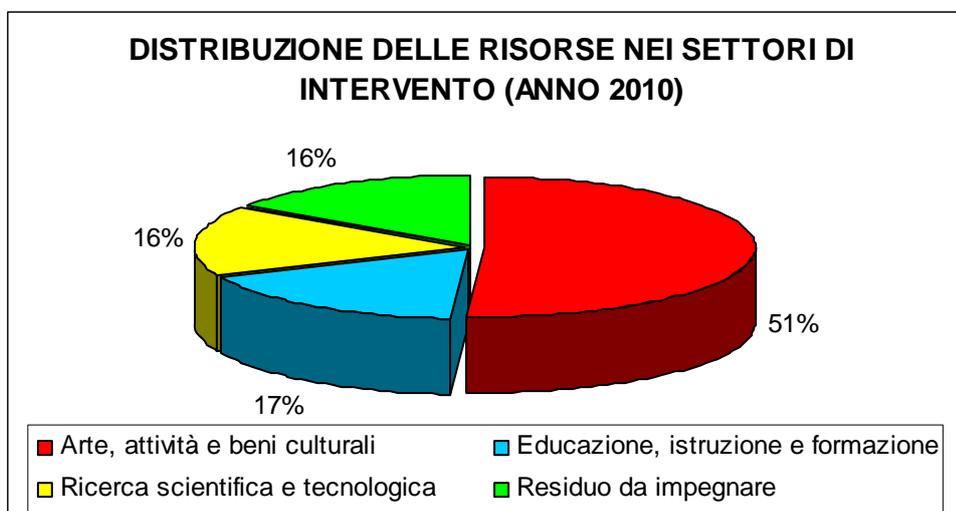
- dell'avvio del progetto Parco Tecnologico SIPE, così come previsto nella delibera consigliare del 21/9/2007;
- del Centro di Documentazione della Fondazione, che proseguirà l'attività di ricerca di fonti storiche, di collaborazione con le istituzioni locali, di divulgazione delle conoscenze acquisite a favore del territorio.

RESIDUO DA IMPEGNARE – importo disponibile euro 280.000,00 (DPP 2009 Euro 180.000,00)

La residua disponibilità sarà ripartita come già anzidetto tra gli altri settori ammessi, con particolare riguardo alle attività socialmente orientate e al progetto in fase di elaborazione con l'ASP.

#### RIEPILOGO DELLE DISPONIBILITA'

	Totale disponibilità
- Arte, attività e beni culturali	920.000,00
- Educazione, istruzione e formazione	310.000,00
- Ricerca scientifica e tecnologica	290.000,00
- Residuo da impegnare	280.000,00
<b>TOTALE</b>	<b>1.800.000,00</b>



#### PROSPETTO DI DETERMINAZIONE DELLE RISORSE 2010

	Euro	
Proventi		2.739.500,00
a) Risultato delle gestioni patrimoniali individuali	1.200.000,00	
b) Dividendi e proventi assimilati	15.000,00	
c) Interessi e proventi assimilati	1.374.500,00	
d) Altri proventi	150.000,00	

Costi operativi		1.029.126,81
a) Compensi e rimborsi spese a organi statutari	230.000,00	
b) Oneri per il personale	140.000,00	
c) Consulenti e collaboratori esterni	210.000,00	
d) Servizi di gestione del patrimonio	90.000,00	
e) Interessi passivi e altri oneri finanziari	1.000,00	
f) Commissioni di negoziazione	20.000,00	
g) Ammortamenti	98.126,81	
h) Accantonamenti	100.000,00	
i) Altri oneri	90.000,00	
l) Imposte	50.000,00	

Avanzo dell'esercizio		1.710.373,19
-----------------------	--	--------------

#### DESTINAZIONE AVANZO

	Euro
Patrimonio	342.074,64
Volontariato (L. 266/91)	45.609,95
Attività erogativa	1.322.688,60

#### ANALISI DEL PROSPETTO DI PREVISIONE

##### PROVENTI

###### a) Risultato delle gestioni patrimoniali individuali

L'importo complessivo della voce è stato determinato assumendo come base di riferimento l'asset obbligazionario affidato al gestore patrimoniale, alla data del 1/10/2009, simulando una proiezione prospettica nell'esercizio di previsione con parametri reddituali prudenziali che tengano conto dell'inevitabile riduzione dei tassi da applicarsi ai fondi derivanti dai titoli in scadenza, considerando quindi le possibili modifiche degli scenari macroeconomici che si profilano.

In questa logica non si è valorizzato il reinvestimento dei flussi del portafoglio obbligazionario che concorrono, nella misura di competenza dell'esercizio, alla determinazione del complesso delle risorse disponibili per l'attività istituzionale e gestionale dell'Ente.

Per i titoli indicizzati si è previsto un rendimento cedolare di competenza pari a quello corrente.

L'importo così determinato è costituito dai seguenti proventi del portafoglio obbligazionario:

- per la parte investita in BTP e in titoli di stato estero sono state determinate le relative cedole nette di competenza;
- per la parte investita in CCT e in obbligazioni corporate a tasso variabile è stato prudenzialmente previsto un rendimento cedolare netto come sopra descritto;
- per la parte investita in azioni è stato stimato il dividendo basandosi sui rendimenti dell'anno corrente.

###### b) Dividendi e proventi assimilati

L'andamento negativo del mercato finanziario e le informazioni desunte dalla relazione semestrale della Banca Popolare dell'Emilia Romagna Scarl hanno indotto a stimare un dividendo 2009 inferiore a quello 2008 (0,15 anziché 0,18).

###### c) Interessi e proventi assimilati

La voce evidenzia i flussi cedolari derivanti dalle obbligazioni, convertibili e non, emesse dalla Banca Popolare dell'Emilia Romagna Scarl e gli interessi di prevedibile percezione dall'istituto di credito presso il quale sono accessi il conto corrente ordinario, il conto corrente speciale al servizio del dossier titoli, oltre agli interessi derivanti dal conto corrente postale. Sono ricompresi interessi derivanti da operazioni di pronti contro termine attivati per la temporanea allocazione della liquidità. La voce è al netto delle ritenute fiscali.

Non sono stati valorizzati eventuali realizzi di plusvalenze derivanti dalla cessione di titoli con plusvalenze latenti, in quanto evento non ipotizzabile e quantificabile al momento della stesura del presente documento. Tale posta, da attribuire alla voce di bilancio "Risultato della negoziazione di strumenti finanziari non immobilizzati", potrà essere valorizzata nell'esercizio qualora emergano opportunità o necessità a favore della continuità erogativa dei futuri esercizi.

d) Altri proventi

Sono i canoni di locazione della parte dell'immobile sito in Vignola, Viale Mazzini 5/2 e 5/3, destinata a reddito.

#### COSTI OPERATIVI

a) Compensi e rimborsi spese a organi statutari

La voce indica la stima dei compensi ai componenti gli organi collegiali della Fondazione, alla luce del nuovo modello statutario di "governance" dell'Ente definito nell'esercizio 2009, determinati in base al principio di competenza economica.

b) Oneri per il personale

E' l'entità del prevedibile onere di competenza dell'esercizio per i dipendenti della Fondazione per l'attività generale, non istituzionale, dell'Ente.

c) Consulenti e collaboratori esterni

Trattasi del complesso degli oneri connessi alle consulenze e alle prestazioni professionali in ambito lavoristico, legale, contabile, finanziario, di comunicazione esterna e per l'espletamento delle funzioni di segretario della Fondazione.

d) Servizi di gestione del patrimonio

E' la valutazione delle commissioni da riconoscere alla società di gestione patrimoniale.

e) Interessi passivi e altri oneri finanziari

La voce rappresenta la stima di commissioni bancarie.

f) Commissioni di negoziazione

Trattasi della stima delle commissioni di negoziazione titoli applicate dalla Banca depositaria.

g) Ammortamenti

Si tratta della quota di ammortamento di Euro 98.127 dell'immobile di proprietà sito in Viale Mazzini 5/2 e 5/3 per la parte destinata a reddito.

h) Accantonamenti

La voce rappresenta l'accantonamento relativo a spese di manutenzione straordinaria per gli immobili.

i) Altri oneri

La voce include oneri afferenti il patrimonio di proprietà nel suo complesso e costi, prevalentemente di natura ordinaria, non strettamente connessi all'attività generale di

amministrazione della Fondazione. Rientrano, a titolo esemplificativo, i contributi associativi, le spese di assicurazione per l'immobile strumentale, le spese di pubblicazioni e i costi finalizzati ad implementare ed aggiornare il sistema informatico per consentire, oltre ad una migliore organizzazione interna, anche una più efficiente operatività esterna con gli interlocutori della Fondazione.

#### l) Imposte

Sono costituite da imposte dirette sui proventi imponibili, tenendo conto delle modifiche apportate dal D.Lgs. 344/03 e dalla Legge 30/7/04 n. 191 che, rispettivamente, hanno eliminato il credito d'imposta sui dividendi e reso tassabile per il 5% i dividendi stessi ed eliminato l'agevolazione che prevedeva la riduzione dell'aliquota IRES alla metà e da tributi diversi, questi ultimi composti, per la maggior parte, dall'ICI sugli immobili di proprietà e dall'IRAP, oltre che da imposte di registro sugli affitti e tributi locali. Ai fini IRES non sono state previste erogazioni liberali deducibili.

Le ritenute a titolo d'imposta su interessi bancari e da titoli non sono qui considerate, essendo state detratte dalle relative voci di rendita.

#### DESTINAZIONE DELL'AVANZO

##### Accantonamento alla riserva obbligatoria

La quota, pari al 20% dell'avanzo d'esercizio, viene determinata in base alle indicazioni contenute nel decreto dirigenziale del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 11 marzo 2009.

##### Accantonamento al fondo per il volontariato

Trattasi della quota destinata al fondo per il volontariato previsto dall'art. 15, comma 1, della legge n. 266/91. La consistenza dell'accantonamento viene determinata come quindicesimo sul 50% della differenza tra l'avanzo dell'esercizio e la riserva obbligatoria, così come stabilito dal provvedimento del Ministero dell'Economia e delle Finanze del 19 aprile 2001

##### Avanzo dell'esercizio destinato all'attività erogativa

Rappresenta il presumibile risultato dell'esercizio 2010 che andrà ad alimentare i Fondi per l'attività d'istituto. Per le erogazioni 2010 verrà utilizzata parte della consistenza già in essere di detti fondi, per evitare che l'andamento dei mercati possa influire sulle erogazioni della Fondazione.

-----

Come richiesto dall'art. 5, secondo periodo, del DM 18/5/04 n. 150, la Fondazione ha diversificato il rischio di investimento del patrimonio, impiegandolo in modo da ottenere una adeguata redditività, in immobili, titoli di Stato, obbligazioni corporate, titoli azionari, nonché, ritenendole funzionali allo sviluppo del territorio, in azioni e obbligazioni, convertibili e ordinarie, della Banca Popolare dell'Emilia Romagna Scarl.

-----

#### SCENARIO MACROECONOMICO. PREVISIONI SUI MERCATI E POLITICHE DI INVESTIMENTO PER L'ESERCIZIO 2010

Coerentemente con le indicazioni fornite dal gestore patrimoniale, oltreché dai dati disponibili relativamente al portafoglio della Fondazione, si può affermare che:

“I dati macroeconomici statunitensi del I trimestre del 2009 hanno mostrato un'economia mondiale in grande difficoltà. Gli sforzi che le autorità hanno messo in campo (in particolare con il piano Geithner negli USA) hanno rappresentato un importante passo avanti nella strategia per affrontare il problema delle banche e degli asset tossici.

Il piano Geithner ha ricevuto una reazione positiva da parte dei mercati azionari, ed in ogni caso tutte le misure prese dalle autorità dal fallimento di Lehman Brothers ad oggi sono state utili a ristabilire, per quanto possibile, un clima di fiducia.

Dopo un primo trimestre fortemente negativo, i dati macroeconomici statunitensi del secondo trimestre 2009 hanno però iniziato a registrare un rallentamento nella fase di discesa degli indicatori reali ed un rialzo degli indicatori di fiducia rispetto a fine 2008.

Nel Beige Book si riportava che le condizioni economiche negli Stati Uniti “sono rimaste deboli o si sono deteriorate nell'ultimo mese e mezzo”. Le imprese confermavano un comportamento dei consumatori molto prudente. Il settore immobiliare residenziale registrava qualche spiraglio di miglioramento in alcune aree e le costruzioni di nuove case sembravano essersi stabilizzate su livelli molto bassi. Il quadro generale era quindi coerente con quanto indicato dai dati congiunturali e confermava uno scenario in cui il minimo dell'economia poteva con buona probabilità essere alle spalle, anche se la ripresa della crescita sarebbe rimasta debole.

La revisione definitiva della stima del PIL del 1° trimestre 2009 ha mostrato una contrazione pari a -5,5% t/t da 5,7% della stima preliminare; responsabile della contrazione nel primo trimestre è stata la forte riduzione degli investimenti nel comparto aziendale, in parallelo ad un forte aumento dei licenziamenti ed ad un calo della produzione.

I dati usciti durante l'estate hanno confermato il trend di ripresa: rimane il problema importante della disoccupazione (ancora sui massimi a settembre) che impatta sicuramente sui consumi (meno domanda) ma dal punto di vista delle imprese i dati revisionali sulla fiducia ed anche gli utili aziendali sono usciti meglio del previsto ed in continuo miglioramento, lasciando presagire la possibilità di una ripresa dei mercati. Tutto questo, evidentemente, nell'attesa che la ripresa economica si stabilizzi e si faccia più forte.

### Economia USA

L'ISM manifatturiero nel corso dei primi 3 mesi del 2009 è salito a 36,3 (dal 32,4 di dicembre). A livello mensile, quello di marzo è stato il terzo aumento consecutivo. Sull'indice di marzo hanno positivamente influito l'aumento dei nuovi ordini e l'aumento delle esportazioni. L'ISM manifatturiero nel corso del secondo trimestre è poi ulteriormente salito fino a 44,8 (da 36,3 di marzo); l'indice era a fine giugno ai massimi da 10 mesi e confermava la lenta ripresa dell'attività economica. Le componenti produzione (prezzi pagati ed occupazione) hanno registrato un rialzo da maggio a giugno mentre quelle relative a nuovi ordini e scorte hanno visto un calo dei relativi sotto indici. Nonostante il nuovo miglioramento, l'indice continuava però a trovarsi al di sotto di 50 punti, che viene letto come un segnale di contrazione dell'attività economica. È stato necessario aspettare fino ad agosto per rivedere l'ISM oltre quota 50 (a 52,9) indice di una possibile fase di espansione economica, dopo un anno di grande difficoltà.

Anche l'indice della fiducia dei consumatori in America ha presentato un primo trimestre fortemente negativo, per migliorare poi nel secondo e terzo trimestre: l'indice era ancora sceso in marzo, portandosi a 26 da 38,6 dello scorso dicembre. Il livello dell'indice è variato leggermente da febbraio (25,3) dopo aver subito, proprio nel mese di febbraio, il più forte calo mensile dal 1967. Sul dato hanno pesato fortemente: le “aspettative sul futuro” in calo nei primi 3 mesi dell'anno da 44,2 a 28,9, le prospettive sullo scenario economico (da 30,2 a 21,5) e le condizioni del mercato del lavoro (da -34 a -44,1 nel trimestre). L'indice di fiducia dei consumatori è poi gradualmente aumentato nel secondo trimestre da 26 di fine marzo a 54,8 di fine maggio. Nel mese di giugno l'indice ha conosciuto un ribasso a 49,3. L'indice relativo alle aspettative, che nel mese di maggio aveva registrato un forte rialzo di 20 punti, nel mese di

giugno è calato a 65,5 da 71,5. In giugno è sceso anche l'indice relativo alla situazione "corrente", dopo due mesi consecutivi di miglioramento. Il rialzo del prezzo della benzina e dei tassi sui mutui hanno probabilmente contribuito al calo della fiducia in giugno. Ad agosto l'indice si è poi attestato a 54,1, a livelli ancora non particolarmente positivi, ma se non altro più "possibilisti" rispetto alla ripresa economica futura.

### Economia Europea

Gli indicatori congiunturali usciti nel 1° trimestre dell'anno nell'area euro hanno confermato l'estendersi della recessione.

Ha subito un crollo vertiginoso la produzione industriale: -3,5% m/m a gennaio, dopo il +2,7% a dicembre. Su base annua il dato ha mostrato un -17,3%.

Preoccupanti i dati che sono giunti dal mercato del lavoro: la disoccupazione a febbraio ha toccato il +8,5% a/a. Nel febbraio 2007 il tasso era risultato pari al +7,2%.

Nel mese di maggio l'inflazione nell'area Euro è cresciuta del 0,1% m/m e su base tendenziale è passata a 0,0% a/a (da +0,6%). L'inflazione è risultata negativa in giugno (-0,1%) mentre a/a risulta zero. La Banca Centrale ha continuato nel percorso di taglio dei tassi ufficiali portandoli dal 2,5% all'1,25%, con due tagli da 0,5% e uno da 0,25%, nel corso dei meeting di gennaio, marzo e aprile.

Solo nel secondo trimestre si è visto un miglioramento degli indicatori di fiducia ed una riduzione di quelli reali relativi a produzione.

Nel mese di aprile è proseguito il calo della produzione industriale (-1,9% m/m) dopo il -2% m/m di marzo scorso. I dati hanno mostrato una forte debolezza in Germania e in Francia. In Italia, invece, la produzione industriale è salita più del previsto dell'1,1% m/m da -4,5% m/m di marzo; si è trattato del primo incremento dopo 11 mesi di calo.

Il tasso di disoccupazione nell'area euro ha registrato a maggio un aumento a 9,5% da 9,3% di aprile, superando le attese a 9,4% e toccando i livelli del maggio 1999. Tra le principali economie dell'area, la Germania registra un valore stabile a 7,7%, la Francia registra un 9,3% (da 9,1% precedente) e la Spagna peggiora a 18,7% da 18,0% di aprile.

L'indice di fiducia economica dell'area euro per il mese di giugno sale a 73,3, da 70,2 di maggio (rivisto da 69,3), al di sopra delle attese (71). La fiducia è stata quindi in ripresa per il terzo mese consecutivo dopo il minimo storico di marzo. A stupire è stato soprattutto il marcato recupero della fiducia dei consumatori, a -25 da -28 di maggio (le famiglie vedono i prezzi in discesa pur rimanendo preoccupate per l'occupazione).

### Giappone e area emergenti

L'economia giapponese, che fino a metà 2008 aveva avuto un ampio contributo positivo dal canale estero, vedrà probabilmente una contrazione del PIL nel 2009 pari a -5,6% a/a (stime del FMI), determinata dal crollo delle esportazioni e dall'adeguamento della produzione industriale e delle scorte. Le politiche economiche, nei primi mesi del nuovo anno, hanno risposto velocemente al peggioramento della congiuntura, con il ritorno a tassi vicinissimi a zero e l'approvazione di misure fiscali espansive pari al 2% del PIL.

I dati macro hanno mostrato un nuovo calo del tasso d'inflazione a febbraio: un decremento su base mensile del -0,3%, mostrando un calo del -0,1% a livello tendenziale. Il dato al netto delle componenti più volatili, quali i prodotti freschi, ha evidenziato un calo del -0,1% m/m e nessuna variazione sull'anno. A fine 2008, il dato era stato pari a +1,5% a/a.

L'indice Tankan, che misura la fiducia nel futuro delle grandi imprese manifatturiere in Giappone, ha segnato a marzo una flessione record di 34 punti, scendendo da -24 punti di dicembre a -58. Si tratta del più forte calo per l'indice mai registrato e del minimo storico, rispetto al precedente -57 punti toccato a maggio del 1975. Nel secondo trimestre le cose sono migliorate. Secondo un sondaggio l'economia giapponese dovrebbe crescere a un tasso dell'1,5% nel secondo trimestre dopo aver registrato una contrazione del -14,2% nel primo trimestre del 2009. La ripresa della domanda finale è importante per una crescita sostenibile,

inoltre senza una ripresa della crescita americana dovrebbe essere più difficile per il Giappone dare nuovo vigore alle esportazioni.

La Bank of Japan ha dichiarato che l'economia giapponese ha iniziato a migliorare alzando le stime di crescita per la prima volta dal 2006, grazie soprattutto all'aumento degli investimenti pubblici, delle esportazioni e della produzione.

In Cina, il Pil relativo al 1° trimestre 2009 si è attestato a +6,1% a/a, in calo rispetto al +6,3% del periodo precedente. Nel mese di aprile la Cina, il secondo più grande consumatore di petrolio al mondo, ha importato il 13,6% di greggio in più rispetto all'anno precedente. In maggio l'aumento dei prezzi è stato negativo -14% dando ancora spazio al governo di Pechino di adottare misure fiscali espansive per sostenere la crescita. Nel mese di giugno l'indice PMI manifatturiero è salito per il quarto mese consecutivo attestandosi a 53,2 punti dai 53,1 del mese precedente.

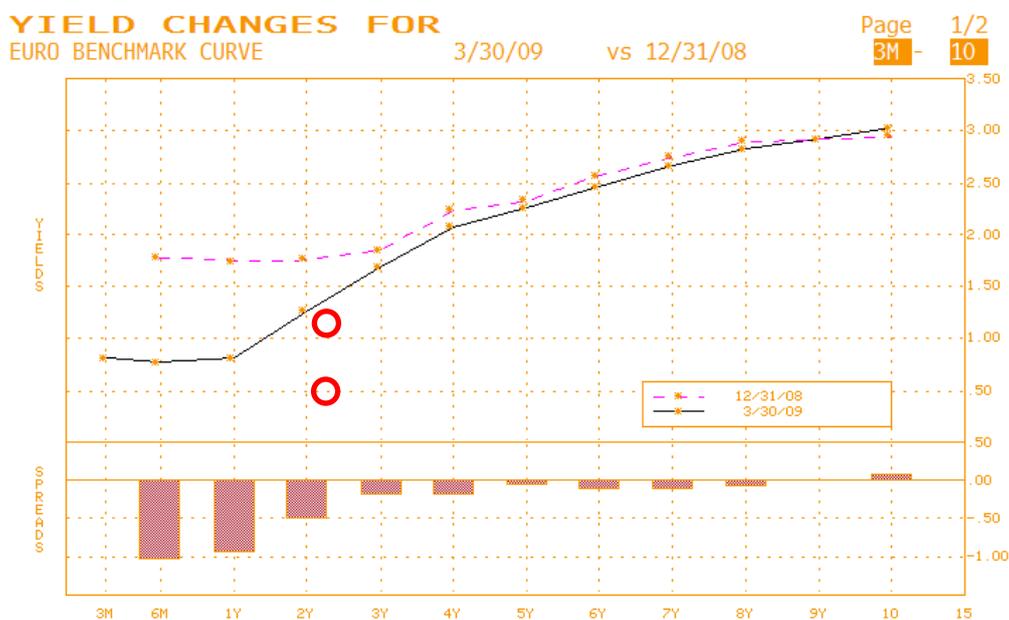
In Brasile, il governo ha abbassato la sua previsione di crescita del Pil per il 2009 dal 2,1% annuo all'1% annuo alla luce del rallentamento globale della crescita. La forte domanda cinese di materie prime quali soia, ferro e zucchero grezzo ha stimolato le entrate delle esportazioni, che hanno totalizzato 12,3 miliardi di dollari USA.

#### Mercati Obbligazionari

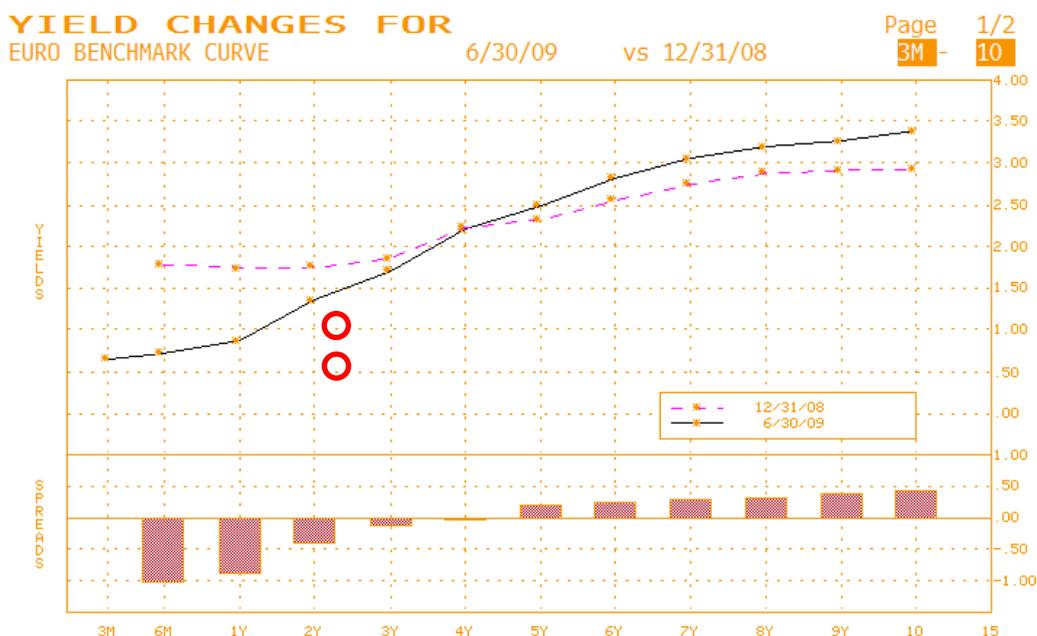
Dopo che nel 2008 la Fed ha portato i tassi a zero, i rendimenti a brevissimo termine americani hanno registrato un rialzo portandosi fino a 0,12% a fine marzo. I rendimenti americani a 2 anni sono passati nel corso del trimestre da 0,75% di fine 2008 a 0,88% di fine marzo 2009. Quelli europei a 2 anni sono passati da 1,70% di fine 2008 a 1,30% di fine marzo 2009. In Europa la Banca Centrale ha portato i tassi ufficiali all'1,25% con due tagli da 0,5% e uno da 0,25%. La Banca d'Inghilterra ha proseguito la forte riduzione dei tassi iniziata a fine 2008 portandoli a 0,5% in tre mosse.

Nel secondo trimestre i rendimenti a breve termine hanno registrato lievi pressioni al rialzo anche se è proseguita la normalizzazione del mercato monetario grazie ai nuovi interventi delle banche centrali. I rendimenti americani a 2 anni sono passati nel corso del trimestre da 0,88% di fine marzo a 1,13% di fine giugno 2009.

Quelli europei a 2 anni sono passati da 1,70% di fine 2008 a 1,30% di fine marzo 2009 (vedi grafico seguente)



La curva risulta più appiattita a fine giugno 2009, come mostra il grafico seguente



In Europa la Banca Centrale ha portato i tassi ufficiali all'1% con un intervento da 0,25%. La Banca d'Inghilterra invece ha lasciato invariato il tasso di riferimento allo 0,5% dichiarando che avrebbe continuato il programma di acquisto di asset da 75 miliardi di sterline.

Il differenziale tra i tassi sui prestiti interbancari e le obbligazioni a 3 mesi (TED spread) ha proseguito la riduzione iniziata nel trimestre precedente portandosi fino al minimo di 42 punti base di aprile dopo che nella fase di maggior sfiducia tra le banche era arrivato fino a 460 p.b. (ottobre 2008). I timori di un rialzo imminente dei tassi ufficiali sono rientrati grazie alle dichiarazioni del governatore della Fed che ha rassicurato il mercato comunicando che i tassi rimarranno a zero "per un periodo esteso". In Europa la distensione sui tassi d'interesse a breve termine, che hanno mostrato pressioni al rialzo nella prima parte di giugno, è stata ottenuta grazie al prestito di 442 miliardi di euro che la BCE ha erogato a 1121 banche. I tassi obbligazionari a lungo termine (10 anni) sono rimasti stabili nel primo trimestre del 2009 nelle principali aree mondiali ad esclusione degli Stati Uniti. I Treasury si sono portati, infatti, dal 2,3% di inizio anno al 2,70% di fine marzo dopo aver conosciuto un massimo al 3%. Dopo i timori dei primi due mesi sul peggioramento del merito di credito degli Stati Uniti e sull'enorme flusso di offerta di titoli di stato necessario per coprire il fabbisogno del tesoro USA, la politica monetaria non convenzionale della Fed di riacquisto di 300 miliardi di dollari di Treasury ha permesso una riduzione dei rendimenti. I Titoli di Stato italiani nella parte iniziale del primo trimestre hanno ulteriormente allargato lo spread rispetto ai governativi tedeschi; successivamente, grazie al ritorno della propensione al rischio degli investitori, il differenziale si è stretto nuovamente portandosi sui livelli di inizio anno. I tassi obbligazionari a lungo termine (10 anni) sono saliti nel secondo trimestre del 2009 nelle principali aree mondiali a partire da metà maggio quando si sono ampliati i timori di un rialzo dell'inflazione. I rendimenti dei Treasury a 10 anni si sono portati, infatti, dal 2,7% di fine marzo fino al 4% di metà maggio; successivamente, dopo le dichiarazioni della Fed, sono scesi nuovamente a 3,5% di fine giugno. I timori sull'enorme flusso di offerta di titoli di stato necessario per coprire il fabbisogno del tesoro USA hanno creato queste pressioni al rialzo, placate dal fatto che nell'ultima riunione la Fed ha lasciato fermi i tassi nella forchetta da 0 a 0,25%, contrariamente alle aspettative che si erano create nel mercato dei futures sui tassi a breve termine. La Fed ha inoltre affermato

che l'inflazione è sotto controllo e ha confermato l'intenzione di comprare fino a 1.250 miliardi di obbligazioni legate ai mutui immobiliari e 300 miliardi di dollari in buoni del tesoro a lungo termine. Il differenziale dei tassi d'interesse tra il treasury americano con scadenza decennale e il bund tedesco di pari scadenza è passato da 34 centesimi di fine marzo a -10 centesimi di fine giugno a conferma di una maggiore fiducia sulla capacità di recupero della crescita americana rispetto a quella europea. In particolare la differenza di rendimento tra Btp con scadenza a 10 anni e Bund di pari scadenza ha continuato nel corso del trimestre il suo processo di riduzione dopo il forte rialzo tra fine 2008 e inizio 2009: il livello si è stabilizzato attorno a 100 punti base riducendosi di circa 40 centesimi rispetto a fine marzo.

Gli spread di rendimento delle emissioni corporate e high yield rispetto ai titoli di stato ha conosciuto nel primo semestre del 2009 una riduzione grazie alla stabilizzazione del quadro macroeconomico e alla riduzione della volatilità dei mercati azionari. Infatti, rispetto a fine marzo il settore High Yield ha visto diminuire gli spread di 233 punti base, passando da 944 a 711.

I rendimenti sono quindi passati dal 13,84% di inizio anno al 9,80% di fine giugno.

Anche nel segmento dei "corporate" le variazioni rispetto a inizio anno sono state di un restringimento degli spread (passati da 303 a 186) con rendimenti leggermente diminuiti al 4,20%. Da un punto di vista settoriale la riduzione degli spread è stata generalizzata anche se i maggiori restringimenti degli spread sono stati registrati dai settori immobiliare ed energia. Mediamente gli spread si sono dimezzati rispetto a inizio anno anche se nel settore finanziario la riduzione è stata di un terzo (gli spread medi sono passati da 316 punti base a 218).

#### Mercati Azionari

Il primo trimestre 2009 è stato condizionato dalla performance del settore finanziario. In particolare gli indici azionari hanno registrato un movimento ribassista fino alla prima settimana di marzo per poi recuperare in parte nella parte finale del trimestre. Dopo ulteriori interventi a favore di Citigroup e Aig, il piano di Geithner è riuscito a soddisfare i mercati grazie alla possibilità dei privati di intervenire, opportunamente finanziati dallo Stato, nell'acquisto dei titoli "tossici". In questo modo dopo aver perso il 30%, il settore finanziario ha recuperato circa il 50% delle perdite spingendo al rialzo tutti gli indici azionari.

Nel secondo trimestre del 2009 è proseguito il "bear market rally" (trend rialzista di breve all'interno di un trend negativo di lungo periodo) iniziato il 9 marzo. Gli investitori si sono focalizzati soprattutto sui settori ciclici per effettuare le ricoperture in modo da cavalcare più velocemente il tema della ripresa del ciclo economico. Ciò ha fatto sì che gli indici azionari siano stati trainati al rialzo soprattutto dai finanziari, energetici, industriali, materie prime, beni di consumo discrezionale e tecnologici: da inizio anno questi settori hanno sovraperformato quelli difensivi anche se nei primi due mesi dell'anno avevano corretto maggiormente.

Nel complesso l'indice Msci World ha registrato nel secondo trimestre una performance positiva del 13% a cui hanno contribuito in modo importante le borse dei paesi sviluppati con rendimenti che vanno dal 20% di "piazza affari" (favorita dalla forte peso dei finanziari) al 10% della borsa americana.

I mesi estivi del terzo trimestre hanno visto continuare la salita dei mercati iniziata a marzo, facendo recuperare all'indice Msci World il 66% (9 marzo – 22 settembre).

#### LINEE GUIDA DELLA GESTIONE 2009

Dal punto di vista gestionale, l'inizio dell'anno ha visto il gestore mantenere un profilo molto conservativo sul portafoglio, prediligendo l'obiettivo della difesa del capitale.

In termini operativi ha continuato ad evitare investimenti strutturali nei mercati azionari, come già fatto negli ultimi mesi del 2008, limitandosi solo ad alcune operazioni di tipo tattico.

Sulla componente obbligazionaria ha prediletto la parte corta della curva (principalmente sotto i tre anni) concentrandosi su titoli di stato italiani, con una piccola diversificazione in titoli corporate di alta qualità.

Tendenzialmente, per tutto il primo trimestre, l'esposizione obbligazionaria sulla curva si è mantenuta tra i 3 ed i 5 anni ed in termini di localizzazione geografica si sono preferiti i titoli di stato italiani ritenendo che avrebbero potuto godere di un futuro restringimento degli spread, come poi accaduto.

Dopo i minimi del mercato azionario di marzo e recependo le indicazioni dei modelli di asset allocation interni, il gestore ha iniziato, dal mese di maggio, ad inserire nel portafoglio una componente azionaria con l'obiettivo di cogliere il rialzo del mercato che si prevedeva sarebbe continuato per i mesi a venire. La posizione azionaria a fine settembre era di circa 10 punti percentuali.

Nel mese di settembre, considerando concluso il restringimento degli spread ipotizzato a inizio anno, il gestore ha provveduto a vendere una parte della componente obbligazionaria italiana (BTP), inserendo una parte di obbligazioni governative tedesche. In termini di posizionamento sulla curva dei rendimenti per scadenze, si è situati nella zona 3-5 anni.

Per quanto riguarda il portafoglio diretto, si è continuato ad implementare gli indirizzi di diversificazione approvati dal Consiglio smobilizzando sul mercato, nel mese di febbraio, i quattro quinti della partecipazione azionaria residua nella banca Popolare dell'Emilia Romagna, che ad oggi rappresenta meno dell'1% del portafoglio complessivo a valori di bilancio. Con le stesse finalità, a fine marzo si è anche data esecuzione all'accordo stipulato con la Banca Popolare dell'Emilia Romagna di rimborso anticipato del prestito obbligazionario convertibile scadente il 31.12.2010, tasso del 3,7%, e contestuale sottoscrizione, ma per un importo inferiore, di un prestito obbligazionario non convertibile scadente il 31.3.2015, tasso del 5,12%, e rimborso rateale. La liquidità generata dalle due operazioni è stata affidata al gestore, con una riduzione dell'incidenza del portafoglio diretto a circa il 40% del portafoglio complessivo.

#### POLITICHE DI INVESTIMENTO PER L'ULTIMO TRIMESTRE 2009 E L'ESERCIZIO 2010

Dall'inizio del "bull market rally" di marzo si registrano, periodicamente, alcuni momenti di incertezza sulla sostenibilità della ripresa che si concretizzano con brevi storni sui mercati azionari. Il gestore ne ha registrati alcuni ad agosto, altri nei primi giorni di ottobre. In tutti questi casi la grande liquidità sui mercati non ha fatto proseguire lo storno oltre qualche punto percentuale.

In tale scenario il gestore ritiene che per un mandato "total return" come quello della Fondazione CR Vignola, sia importante partecipare all'eventuale proseguimento del rialzo del mercato, ma senza compromettere i buoni rendimenti registrati fino a questo punto dell'anno. Per questo motivo il gestore intende mantenere un approccio molto dinamico, scendendo rapidamente di investito nelle fasi di storno del mercato (al 5 ottobre l'investito in azioni era sceso al 2,2%) in modo da preservare la performance, gestendo con disciplina un budget di rischio al fine di concludere l'anno al meglio.

Per il 2010 sarà importante monitorare le evoluzioni macroeconomiche che potranno permettere all'attuale rally di proseguire oppure arrestarsi.

Sarà quindi importante:

- monitorare eventuali exit strategy e come queste verranno recepite dal mercato;

- analizzare la liquidità presente sul mercato, valutando la futura capacità di fungere da sostegno ai mercati come è stata nella fase centrale del 2009;
- monitorare la disoccupazione americana, elemento importante per sostenere il lato della domanda;
- capire quanto le ristrutturazioni aziendali effettuate durante questi anni di crisi permetteranno alle aziende di ripartire con una produzione più efficiente.

La gestione si muoverà in funzione di queste variabili, con un ottica cauta ma sempre attiva e dinamica.

Nel mese di settembre l'Advisor finanziario della Fondazione ha proceduto all'aggiornamento dell'asset allocation strategica, alla luce dei rilevanti mutamenti intervenuti sui mercati finanziari. Per dar seguito all'aggiornamento si è approvata una leggera modifica al limite di VAR del mandato di gestione, passato dal 4% al 5% e, in prospettiva, una revisione del portafoglio diretto verso la graduale costituzione di una posizione di lungo periodo su titoli azionari di tipo "value".