



## **RELAZIONE DEL CONSIGLIO DI AMMINISTRAZIONE SULLA GESTIONE**

Signori Soci e Componenti dell'Organo di Indirizzo,

I risultati dell'esercizio 2007 sono in linea con quanto riportato nei precedenti esercizi e presentano significativi incrementi anche rispetto all'anno 2006 che pur aveva portato rilevanti miglioramenti.

Infatti anche nel 2007 le erogazioni sono aumentate sia in termini assoluti (€181.130) che per rilevanza degli interventi; nel contempo sono residue risorse tali da consentire il massimo accantonamento possibile alle riserve patrimoniali ed un ulteriore rafforzamento dei fondi disponibili per le erogazioni nei successivi esercizi.

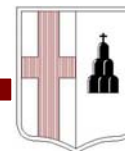
La maggiore attività erogativa, resa possibile dalla facoltà di utilizzo dello stanziamento aggiuntivo rispetto a quanto previsto nel DPP 2007 deliberato dall'Organo di Indirizzo in sede di approvazione del precedente consuntivo, è stata realizzata senza attingere ai fondi d'istituto ma con risorse dell'esercizio in virtù di maggiore entrate e minori spese rispetto al preventivo.

Il presente bilancio viene redatto in conformità alle disposizioni del D. Lgs. 19 maggio 1999 n° 153, tenute presenti le indicazioni contenute nell'Atto di Indirizzo emanato dal Ministero del Tesoro in data 19 aprile 2001 e delle successive comunicazioni al riguardo ritenute tuttora valide e preso atto che le dette indicazioni non sono contrastanti con lo schema di regolamento di contabilità che ha recentemente ottenuto il parere favorevole del Consiglio di Stato.

Con riferimento alla normativa sopra descritta, il bilancio è corredato da una relazione sulla gestione che si suddivide in due parti: la Relazione Economica e Finanziaria ed il Bilancio di Missione.

Prima di sintetizzare le problematiche comuni alle fondazioni di origine bancaria, ci pare opportuno richiamare brevemente i fatti principali avvenuti nell'ultimo esercizio e che hanno riguardato direttamente la fondazione.

Nel corso del 2007 è stata perfezionata l'acquisizione dei beni immobili strumentali per l'attività consistenti nella palazzina destinata a sede della Fondazione e riunioni degli Organi Statutari, al salone polifunzionale destinato ad accogliere la collezione Rosi, all'ex oratorio del Crocefisso attualmente sede provvisoria della collezione ed infine al Centro Studi S. Maria Maddalena.



Sotto il profilo della progettualità diretta nel corso del 2007 gli uffici della Fondazione sono stati direttamente impegnati per la realizzazione, la gestione e la preparazione degli eventi culturali realizzati tramite appositi comitati, tutti aventi sede operativa presso la Fondazione che fornisce tutto il supporto tecnico, infrastrutturale e di personale.

Pertanto anche una rilevante parte dei costi di struttura dell'anno, (stimabile in 60/70.000 euro) dovrebbe essere più opportunamente riclassificata dalle spese correnti alle attività istituzionali (erogazioni), essendo in realtà un ulteriore contributo in natura alla realizzazione degli eventi.

La necessità di supportare i sempre maggiori carichi di lavoro conseguenti anche all'adozione delle nuove regole sulle erogazioni e sui controlli sia in itinere che ex post, unite alla pregressa carenza organica hanno portato alla decisione di internalizzare alcune procedure per non perdere l'esperienza accumulata dal personale nel settore e quindi sono state effettuate le conversioni a tempo indeterminato di due unità precedentemente assunte con contratto a termine.

Sempre nell'ottica di una maggiore autonomia dalla fine del 2007 e nei primi mesi del 2008 gli Uffici di Segreteria svolgono direttamente alcune mansioni prima demandate in regime di contratto di servizio alla CRV Spa con risparmio sul relativo canone.

Sempre sotto il profilo degli adempimenti l'acquisto degli immobili ha comportato maggiori carichi di lavoro per la gestione della contrattualistica e dei nuovi servizi, che si rifletteranno anche in un aumento dei costi operativi, in parte mitigato dalla predetta riduzione dell'onere del contratto in essere con la CRV Spa.

Nel corso del 2008, compatibilmente con i tempi necessari all'adozione delle procedure amministrative, saranno realizzati gli studi progettuali per la definitiva sistemazione del salone di Piazza S. Giovanni destinato a divenire sede dell'esposizione permanente aperta al pubblico composta dalla "donazione Rosi" nonché per la ristrutturazione della sede della Fondazione, ormai non più adeguata alle necessità operative.

Si informa inoltre che la Fondazione ha posto in essere nei termini di legge tutti gli adempimenti richiesti dal D.Lgs. 196/2003 (sicurezza dei dati personali), predisponendo il relativo Documento Programmatico sulla Sicurezza, che rimane invariato rispetto all'anno precedente; parimenti è stato redatto il documento sui rischi interni e nominato un responsabile esterno per la sicurezza.

Sicuramente più rilevanti sono gli aspetti di carattere generale derivanti dalle novità nel campo normativo, interpretativo e fiscale verificatosi nel corso dell'esercizio e nei primi mesi del corrente anno.



In campo tributario relativamente all'annoso contenzioso che oppone da anni le fondazioni ex bancarie all'Amministrazione Finanziaria si sono verificate diverse novità anche contrastanti: nei primi mesi dell'anno la Corte di Cassazione ha emanato una serie di pronunzie di merito con la quale ha respinto tutti i ricorsi presentati dalle fondazioni, tra cui uno della nostra Fondazione relativo a tre diverse annualità (1993,1994,1995); con un seguente blocco di sentenze invece la Corte, rivedendo la posizione di chiusura ed in aderenza alla sentenza della Cassazione a S.U. 27619 del 29 dicembre 2006 ha rinviato la decisione alle Commissioni di merito; successivamente la stessa Corte, rilevato il contrasto sorto al suo interno, ha rinviato di nuovo la questione alle Sezioni Unite per discendere i criteri per i giudizi di merito.

Nelle more dell'evoluzione delle interpretazioni della Corte di Cassazione si segnala che nel mese di dicembre la Fondazione ha ottenuto la sentenza favorevole della Commissione Tributaria Regionale di Firenze che ha respinto il ricorso dell'ufficio avverso la sentenza di primo grado confermando per l'anno 2007 il diritto della Fondazione al rimborso delle maggiori imposte pagate in eccesso.

La strada è quindi ancora lunga ma verrà fatto di tutto affinché possano essere recuperati i crediti vantati maggiorati dei relativi interessi.

Per una maggiore completezza di informazioni al presente bilancio si allega lo stato patrimoniale ed il conto economico delle società strumentali in corso di approvazione nonché la composizione degli strumenti finanziari al 31/12/07 posseduti nell'ambito delle gestioni patrimoniali.

In conclusione vogliamo evidenziare, prima di passare all'esame del dettaglio del bilancio 2007, alcuni indicatori sintetici sull'attività della Fondazione:

incremento delle erogazioni rispetto l'anno precedente:	3,9%
incremento del patrimonio rispetto all'anno precedente:	2,0 %
% di copertura dell'attivo soggetto ad inflazione per effetto degli accantonamenti patrimoniali dell'anno:	2,8%
redditività media dell'attivo fruttifero, al netto delle imposte sostitutive e delle ritenute alla fonte e senza considerare le partite straordinarie:	6,20%
incidenza % costi operativi e imposte su entrate correnti:	9,80%
incidenza % delle erogazioni sull'avanzo dell'esercizio:	60,02%
incidenza % delle erogazioni e degli accantonamenti ai fondi per l'attività di istituto sull'avanzo dell'esercizio:	65,33%
incidenza % degli accantonamenti patrimoniali sull'avanzo di esercizio:	34,67%



## RELAZIONE ECONOMICA E FINANZIARIA

Nell'anno 2007 i mercati finanziari hanno manifestato un aumento della volatilità conseguente sia ai segnali recessivi per le economie Usa e dell'area euro sia per i crescenti rialzi del costo delle materie prime.

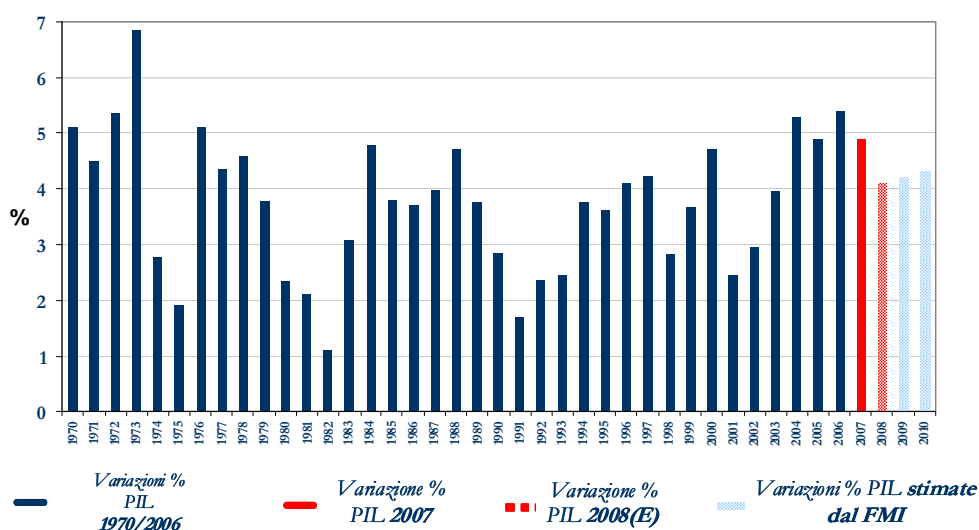
Lo scenario macro-economico è così sintetizzabile:

### *L'economia mondiale*

Dopo anni di crescita economica superiore al 5%, il FMI segnala un significativo rallentamento per i prossimi mesi, in particolare per i paesi dell'area Ocse: negli Usa le stime per il 2008 si attestano ad un +1,5% con pericoli recessivi piuttosto imminenti. Meglio l'Europa dove il ridimensionamento dell'attività economica si dovrebbe attestare ad un +1,6% (dal +2.6% dello scorso anno). Ancora in difficoltà il Giappone (+1,5% quest'anno) nuovamente alle prese con problemi deflazionistici. Meno evidenti ma comunque presenti i problemi di crescita per i paesi emergenti.

I rischi di un peggioramento di scenario appaiono concentrati soprattutto nella prima parte dell'anno dove dovrebbero permanere difficoltà del mercato creditizio (in USA e in Europa) ed ulteriore deterioramento del settore immobiliare.

### *La crescita dell'economia mondiale*



Fonte dati: Fondo Monetario Internazionale (World Economic Outlook)



Ancora significativo il contributo fornito dalle economie emergenti dell'area asiatica nonostante la "pausa statunitense".

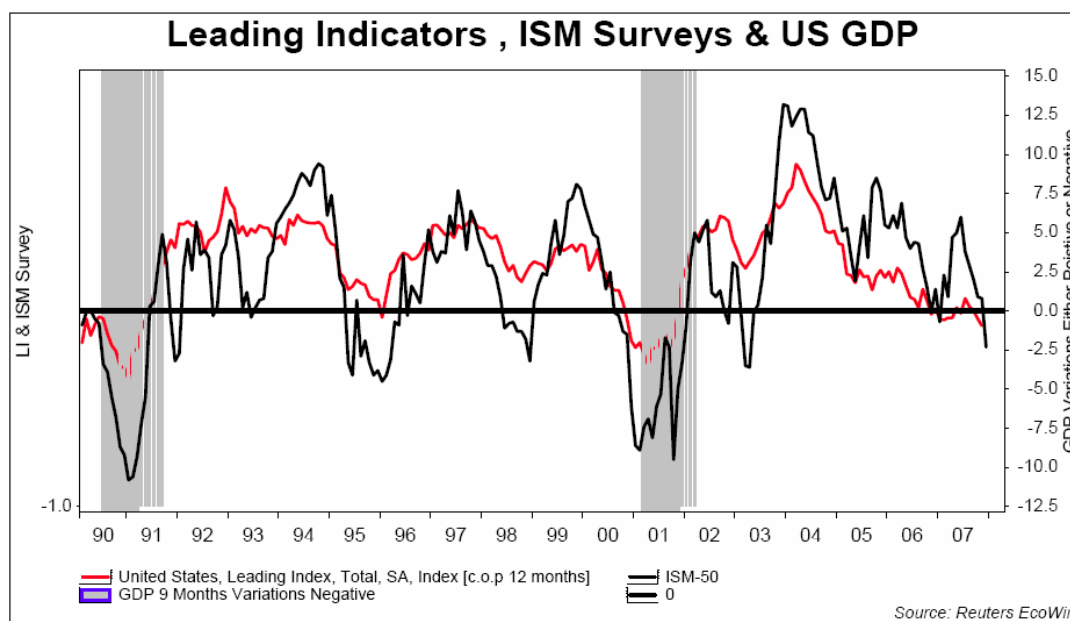
**Table 1. World Economic Outlook Update Projections**  
(Annual percent change unless otherwise noted)

	2005	2006	Estimates		Difference from October 2007 Projections <sup>1</sup>		Projections	
			2007	2008	2007	2008	2006 Q4 to 2007 Q4	2007 Q4 to 2008 Q4
<b>World Output</b>	<b>4.4</b>	<b>5.0</b>	<b>4.9</b>	<b>4.1</b>	<b>0.2</b>	<b>-0.3</b>	...	...
Advanced economies	2.5	3.0	2.6	1.8	0.1	-0.4	2.6	1.5
of which								
United States	3.1	2.9	2.2	1.5	0.3	-0.4	2.6	0.8
Euro area (15)	1.5	2.8	2.6	1.6	0.1	-0.5	2.3	1.3
Japan	1.9	2.4	1.9	1.5	-0.1	-0.2	1.2	1.6
Other advanced economies	3.2	3.7	3.8	2.8	0.1	-0.2	3.9	2.9
Emerging market and developing economies	7.0	7.7	7.8	6.9	0.2	-0.2	...	...
Africa	5.9	5.8	6.0	7.0	—	-0.2	...	...
Central and eastern Europe	5.6	6.4	5.5	4.6	-0.3	-0.6	...	...
Commonwealth of Independent States	6.6	8.1	8.2	7.0	0.5	—	...	...
Developing Asia	9.0	9.6	9.6	8.6	—	-0.1	...	...
of which								
China	10.4	11.1	11.4	10.0	-0.1	—	11.2	9.4
Middle East	5.6	5.8	6.0	5.9	0.1	-0.1	...	...
Western Hemisphere	4.6	5.4	5.4	4.3	0.5	—	...	...

Note: Real effective exchange rates are assumed to remain constant at the levels prevailing during December 4, 2007–January 2, 2008.  
<sup>1</sup>Country weights used to construct aggregate growth rates for groups of countries were revised from those reported in the October 2007 World Economic Outlook to incorporate updated PPP exchange rates released by the World Bank.

## L'economia negli Stati Uniti

### *Leading Indicators, Ism e Pil*



Negli Usa il contesto economico generale è in via di ridimensionamento: la crisi del settore immobiliare da problema di natura finanziaria si sta diffondendo all'economia nel suo complesso, con probabilità di recessione in aumento. La manovra della Fed, con allentamento delle



condizioni monetarie e massicce iniezioni di liquidità, non può garantire l'uscita dalla crisi anche se ne può ridurre l'entità e l'eventuale durata.

#### *Alcune definizioni*

**Indice ISM:** *indice anticipatore delle tendenze economiche settore manifatturiero*

*Composto da un paniere di dati sulla produzione (prezzi pagati, nuovi ordini, scorte, merci inviate, occupazione, ordini export, importazioni)*

**Leading indicators:** *indice anticipatore tendenze economiche*

*Composto da un paniere di dati*

- *sulla produzione (ore settimanali lavorate, sussidi di disoccupazione, ordini beni di consumo, ordini beni durevoli, consegne di merci, permessi di costruzione)*
- *sui mercati finanziari (prezzi indici azionari, M2, spread sui tassi)*
- *sui consumi (vendite, redditi da lavoro, consumi attesi)*

**Indice IFO:** *indice anticipatore delle tendenze economiche relativo alla Germania*

*Composto da un paniere di dati*

*-anticipatori (produzione attesa, prezzi praticati, esportazioni, condizioni di business)*

*-attuali (ordini, produzione, scorte, condizioni di business correnti)*

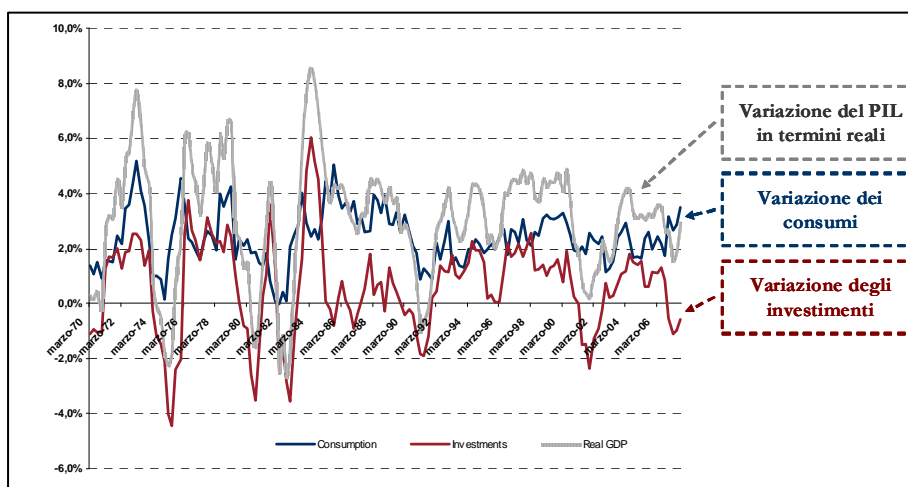
**Real disposable income:** *reddito reale disponibile delle famiglie*

**Real rates:** *tassi reali (calcolati come differenza tra i tassi nominali e l'inflazione)*

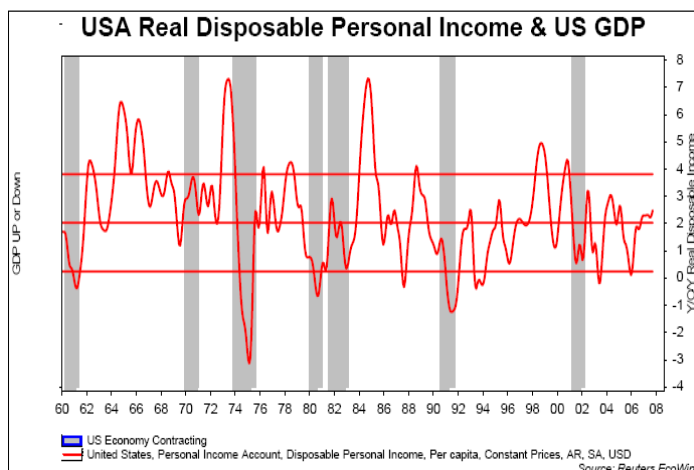
**VIX:** *volatilità implicita, calcolata dai prezzi delle opzioni*



## La composizione del Pil (var % a/a)



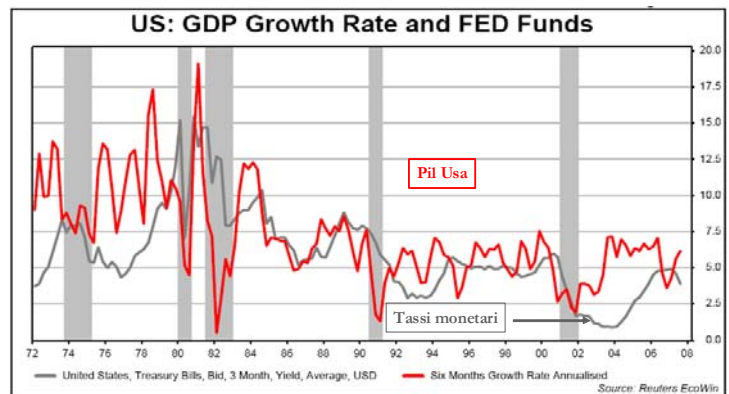
La crescita americana dipende fortemente dalla tenuta dei consumi che negli ultimi 20 anni hanno compensato i rallentamenti della componente "investimenti" grazie all'elevata "leva finanziaria"



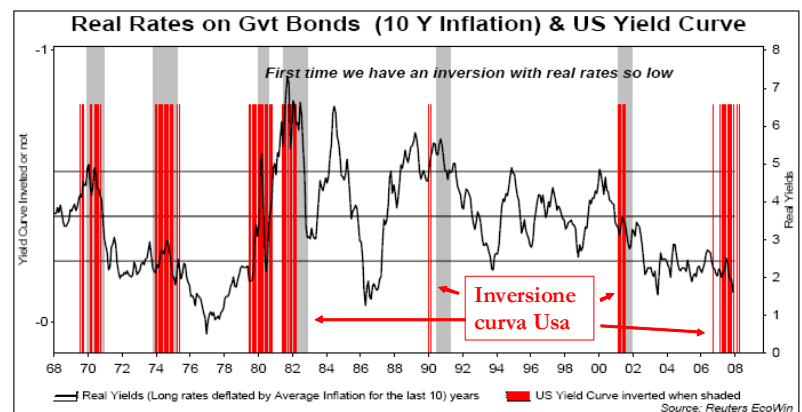
*Nonostante l'indebolimento del mercato del lavoro i redditi disponibili mantengono una crescita accettabile tuttavia destinata probabilmente ad affievolirsi in futuro*



Tassi monetari inferiori alla crescita nominale del Pil hanno spesso agevolato un recupero delle dinamiche economiche

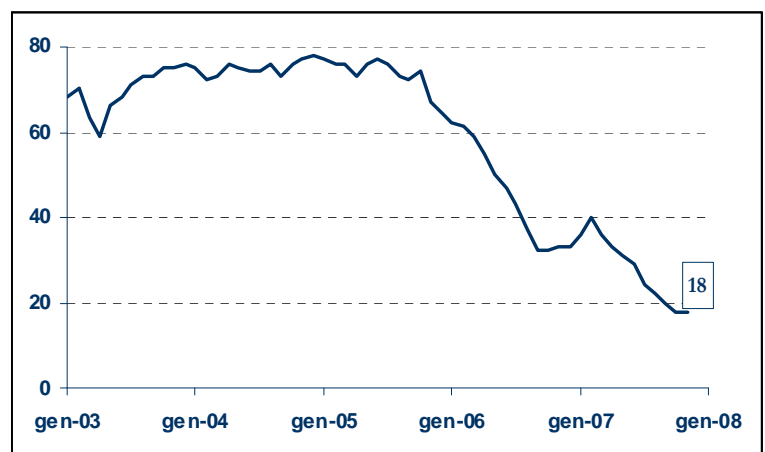


Una situazione particolare, con tassi reali molto bassi e contemporanea inversione della curva dei rendimenti statunitense



Gli sviluppi del settore immobiliare rappresentano la principale fonte di rischio per l'economia statunitense: l'indice NAHB non ha mai raggiunto un livello così basso. Nel corso dell'anno sul comparto specifico è difficile essere positivi.

### National Association Home Builders (Indice NAHB)



Le autorità statunitensi stanno introducendo il più grande pacchetto di stimoli all'economia dall'11 settembre del 2001 con 3.107 mld \$ di spese previste per il budget fiscale 2009.

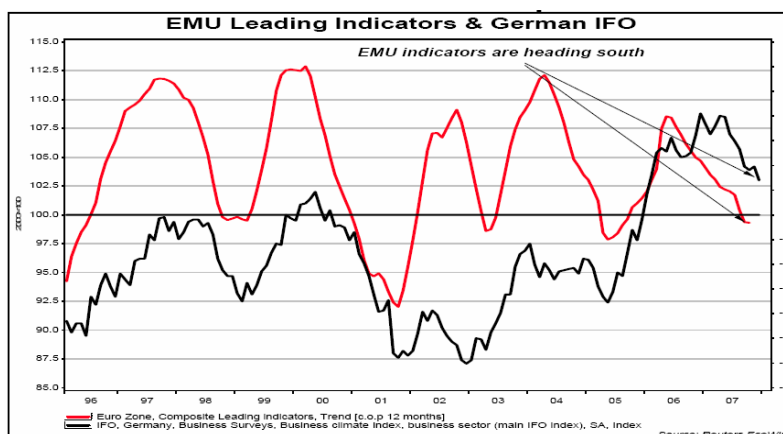




## L'economia nell'Eurozone

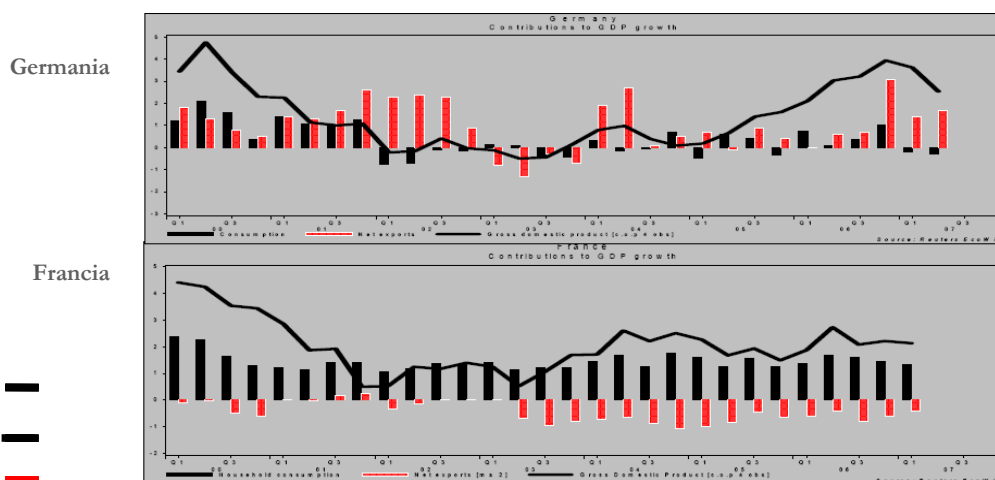
### Indice anticipatore UE e IFO tedesco

In Europa gli indici anticipatori – sia quello generale sia l'IFO relativo alla Germania – da tempo segnalano la perplessità degli operatori economici sullo scenario dei mesi a venire: non aiutano in tal senso le criticità del settore finanziario, con il sistema creditizio che mantiene condizioni monetarie che non agevolano il sistema industriale.



**Situazioni molto diverse si manifestano all'interno dell'Unione:** considerando i due paesi più importanti, in Germania a trainare il Pil sono le esportazioni mentre in Francia un forte contributo alla crescita lo danno i consumi.

### Contributo alla crescita del Pil: a confronto esportazioni nette e consumi



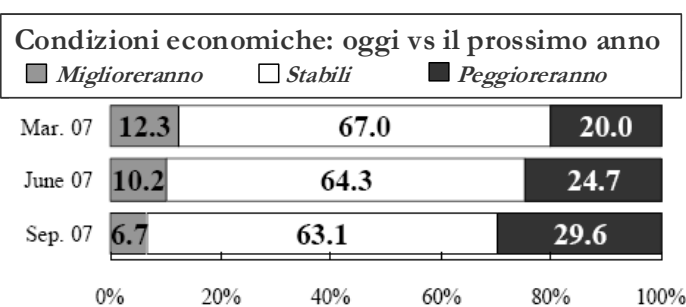
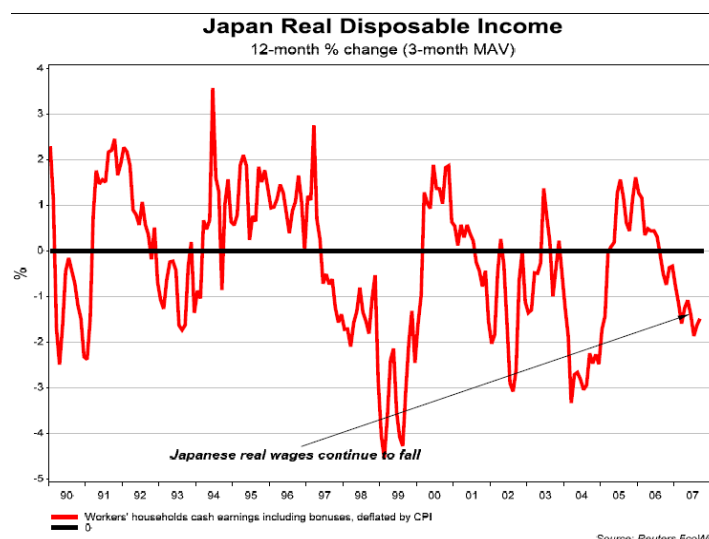
PIL (linea)  
Consumi (istogramma)  
Esportazioni nette (istogr)



## L'economia nell'area asiatica

Il Giappone, dopo un 2007 con crescita vicina al 2%, vedrà nel nuovo anno una contrazione della dinamica economica che dovrebbe segnare un +1,5%: le condizioni dei consumatori restano poco brillanti.

Le famiglie nel corso del 2007 hanno subito una riduzione del reddito disponibile: con queste premesse è difficile ipotizzare una crescita economica trainata dalla domanda interna. Un elemento in più per comprendere la deflazione strisciante nel paese.



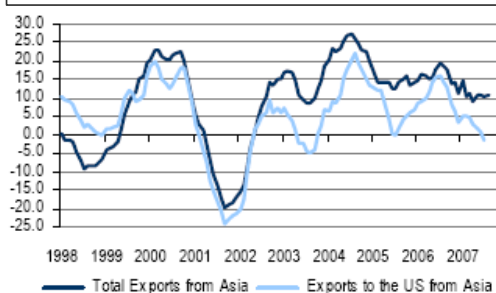
Anche per il futuro la percezione non è rosea: neanche un 7% di ottimisti a fronte di un 30% di pessimisti. I maggiori profitti aziendali non finiscono nelle buste paga.

Mantengono invece un robusto percorso di crescita altri paesi emergenti asiatici, con la Cina che dovrebbe registrare un pil a +10,0% nel 2008: nel complesso l'area salirà dell'8,6%, segnalando un'attività economica ancora robusta.



E' da più di un anno infatti che la crescita dell'export è rallentata verso gli Stati Uniti ma globalmente la domanda estera per l'Asia ha viaggiato sempre oltre il +10%.

Exp Asia: Totali e vs Usa - a/a 3mma



Source: CEIC, Merrill Lynch estimates.

### Petrolio e materie prime

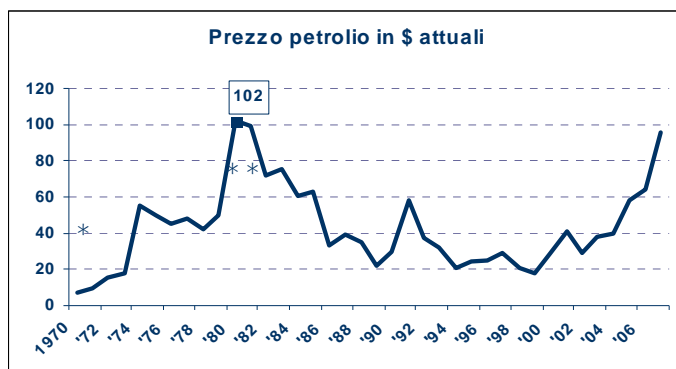
Il rallentamento economico in atto non si è ancora riflesso nei prezzi delle materie prime: è difficile immaginare che ciò non accada in un contesto economico meno dinamico rispetto al passato

### *Indice CRB (materie prime)*





## Prezzo del greggio a parità di potere d'acquisto



Il greggio ha toccato, in termini reali, i valori registrati negli anni '70: segui poi un lungo periodo di inflazione e bassa crescita (stagflazione).

\* l'inflazione passa dal 3 al 13%

\*\* l'inflazione passa dal 4 al 15%

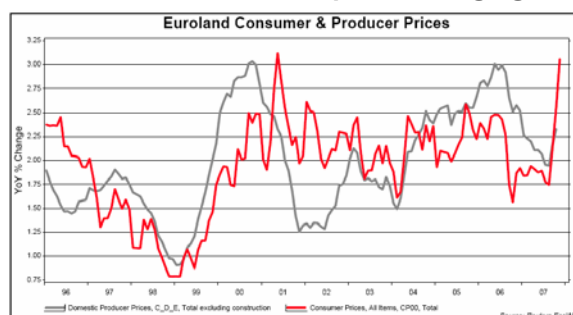
## Inflazione, tassi e valute

### **Inflazione (rosso) e Prezzi alla produz. (grigio) (var %a/a)**



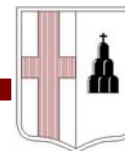
L'inflazione negli USA ha mostrato recentemente un'accelerazione dovuta in larga parte alla base di comparazione dei prezzi dell'energia.

### **Inflazione (rosso) e Prezzi alla produz. (grigio) (var %a/a)**

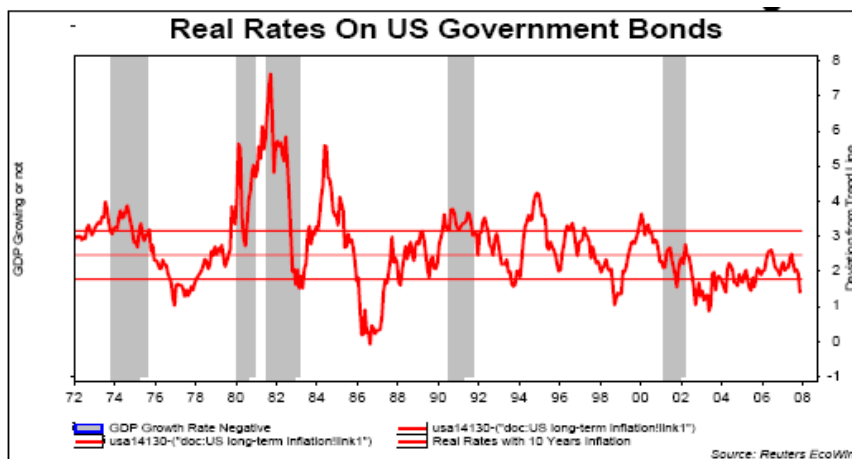


Nonostante la forza dell'Euro (vs. Dollaro) l'inflazione al consumo è in rialzo anche nell'area dell'Unione Europea

In calo i tassi reali negli Stati Uniti, con valori prossimi ai minimi degli ultimi dieci anni: segnale che gli operatori si aspettano una dinamica economica non esaltante nei mesi a venire.



## Tassi reali 10y Obbligazioni Usa

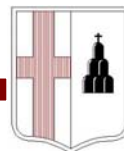


**Il fenomeno del calo dei tassi** non riguarda solo gli Stati Uniti ma è particolarmente evidente oltreoceano.

Da notarsi il significativo allargamento degli margini sui titoli societari e sui financial in particolare, che superano per quest'ultimi i livelli del 2002. In generale il differenziale è cinque volte superiore a 10 anni fa.

### *Rendimenti obbligazionari 2007*

Complessivamente l'indice obbligazionario JPM EMU ha guadagnato l'1,77%. Nello stesso periodo l'indice in dollari JPM US ha guadagnato il 9,20%: la valuta segna però un calo superiore al 10%.



Anche quest'anno si è assistito ad un generalizzato apprezzamento dell'Euro nei confronti delle altre principali divise.



L'Euro si è apprezzato nei confronti del Dollaro americano del 10,57% nel corso del 2007, tendenza che si è rafforzata verso la fine dell'anno quando i timori di rallentamento della crescita negli Stati Uniti hanno reso più probabili futuri tagli dei tassi americani.


Nei confronti dello Yen l'Euro ha messo a segno un rialzo del 3,78% nonostante il sostegno ricevuto dalla divisa asiatica determinato dai consistenti flussi di acquisto legati alla chiusura di posizioni in valuta da parte di hedge funds (fondi di arbitraggio) e investitori speculativi.




### *Performance dei mercati azionari 2007*

Le performance dei mercati azionari europei, nonostante le violente crisi della primavera e dell'estate scorsa, non sono state negative su tutti i mercati: il Dow Jones Stoxx 50 ha perso infatti lo 0,36%, la borsa di Londra ha registrato un aumento pari al 3,80%, Parigi è cresciuta del 1,31% e Francoforte addirittura un sorprendente +22,29% trascinato dall'impetuoso rialzo dei titoli industriali e ciclici.

  Più deludente è stata la performance dei mercati italiani: l'S&P MIB ha fatto segnare un -6,46%, il Mibtel -7,81%, il Midex ha perso il 13,80% mentre il solo indice Techstar ha fatto segnare, in controtendenza, un rialzo del 6,83%.

 Positivi, seppure con ritorni non paragonabili a quelli del recente passato, anche i mercati azionari statunitensi: il Dow Jones ha fatto registrare nel 2007 un incremento del 6,43%, mentre il Nasdaq è salito del 9,81%.

 Il Nikkei 225, indice rappresentativo della borsa giapponese, ha chiuso, dopo quattro anni di rialzi, in ribasso dell'11,13%.

Ancora una volta le performances euro adjusted delle borse non europee (cioè convertite in base al rapporto tra la divisa di riferimento e l'Euro) sono sensibilmente diverse: la variazione positiva del Dow Jones passa in territorio negativo segnando un -3,74% mentre quella del Nasdaq si attesta a -0,69%.

La performance in Euro dell'indice della borsa Giapponese, già negativa in valuta locale, fa segnare un pesante -15,90%.



## *Prospettive 2008*

### *Mercato obbligazionario*

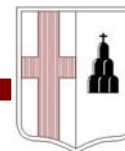
Il credit crunch (taglio del credito) e la conseguente crisi di liquidità che ha investito i mercati dopo l'estate del 2007 ha trovato una pronta risposta da parte della Fed che ha ridotto i tassi ripetutamente tra il settembre scorso e i primi mesi del 2008. Il mercato sconta ulteriori interventi che porteranno probabilmente i tassi verso il 2% per la fine dell'anno. L'aggressiva politica monetaria espansiva messa in atto dalla Fed ha innescato un vero e proprio rally sul mercato obbligazionario americano accompagnato da un significativo aumento della inclinazione della curva dei rendimenti. Gli attuali livelli dei tassi lasciano poco spazio per ulteriori brillanti performances del mercato obbligazionario americano, escludendo al momento un ulteriore violento movimento innescato dal rinforzarsi di timori di recessione negli US.

Più cauta è stata la reazione della BCE al rallentamento economico in atto: il permanere di pressioni inflazionistiche ha fino ad ora impedito alla Banca Centrale Europea di intervenire decisamente a sostegno della crescita riducendo i tassi di sconto, mentre interventi a sostegno della liquidità del mercato non sono mancati alla fine del 2007. Il mercato sconta al momento che la Bce tagli i tassi nella prima parte del 2008, tanto che, un eventuale mancato intervento, potrebbe portare ad un parziale ritracciamento della parte breve della curva euro.

Permangono timori anche sulla parte lunga della curva tanto da suggerire posizionamenti prudenti in termini di durata media di portafoglio.

Il violento cambiamento dei prezzi dei crediti della seconda metà del 2007 ha riportato i margini dei titoli obbligazionari non governativi a livelli interessanti. In particolare opportunità si iniziano ad intravedere nel comparto degli emittenti Finanziari ( senior e subordinati ) e degli ABS.





### ***Valute***

La volatilità sui principali tassi di cambio è esplosa nel corso del 2007. L'Euro appare sopravvalutato rispetto a quasi tutte le principali divise internazionali ma continua ad essere sostenuto da importanti flussi di riallocazione di capitali da parte delle Banche Centrali Asiatiche. In particolare il cambio vs dollaro è probabilmente destinato a rimanere forte anche a causa del prevedibile ampliarsi del differenziale dei tassi a favore della divisa europea. A favore di dollaro e Yen da notarsi invece il probabile rientro di capitali nei rispettivi paesi d'origine, tipico delle fasi di turbolenza economica.

La diversificazione valutaria rimane comunque una componente irrinunciabile di ogni portafoglio bilanciato e stante l'attuale livello di sopravvalutazione dell'Euro appare oggi molto meno rischiosa che nel recente passato.

### ***Azioni***

Nonostante il rallentamento previsto per la crescita economica in Europa e Stati Uniti nel 2008, il quadro di riferimento, caratterizzato da inflazione ancora bassa e crescita economica mondiale tendenzialmente positiva grazie alle economie emergenti, può giustificare un orientamento rialzista per i mercati azionari: ad un primo semestre estremamente debole condizionato dai timori crescenti di recessione in America, appare possibile intravedere una ripresa nella seconda metà dell'anno.

Le brusche correzioni del mese di gennaio sono infatti avvenute rispetto a valutazioni ritenute non esagerate; agli attuali valori il rendimento atteso dai mercati azionari internazionali appare particolarmente interessante anche aggiustato per il rischio.



## Il quadro generale degli investimenti della Fondazione

Per quanto riguarda la nostra Fondazione, nel corso del 2007 si sono mantenuti gli investimenti in essere ritenuti opportunamente diversificati e l'attenzione si è concentrata soprattutto sul controllo del loro andamento; pur in presenza di rilevanti giacenze di tesoreria l'elevata remunerazione a breve periodo confrontata con una curva dei tassi a lungo termine piatta o addirittura inferiore e l'attesa di ulteriori aumenti (poi verificatesi) ha indotto a mantenere gli investimenti in operazioni di "pronti contro termine" a tassi di mercato.

Al momento gli investimenti della Fondazione diversi dagli strumenti di tesoreria, meglio descritti in nota integrativa, sono così composti:

1. € 32.500.000 in obbligazioni emesse dalla conferitaria Cassa di Risparmio di Volterra S.p.A che garantiscono una redditività interessante (tasso euribor + 0,9% medio), sostanziale assenza di rischio e che rappresentano un investimento destinato a rimanere sul territorio, come richiesto dall'art. 7, comma 1, del D.Lgs. 153/99;
2. € 1.000.000 (valore nominale) di titoli di stato italiani con rendimento indicizzato o superiore ai tassi a breve;
3. € 385.000 (valore nominale) di titoli di emittenti privati con rendimento indicizzato all'Euribor;
4. € 2.111.108 (valore consolidato) per polizze di capitalizzazione; trattasi di una diversificazione attuata nel 2007 con lo scopo di stabilizzare il rendimento, che ogni anno si consolida nella misura riconosciuta al netto delle commissioni. Il valore conseguito nel 2007 al lordo delle commissioni è stato certificato nella misura del 5,23%;
5. Mantenimento a gestori professionali dell'investimento in GPM, con mandati con obiettivo di rendimento assoluto nell'anno ("total return"), vincolati a precisi limiti per l'operatività connessi a predefiniti livelli di investimento nelle varie tipologie di strumenti finanziari.

Tra le partecipazioni non strumentali detenute il dividendo è imputabile alla quota detenuta nella conferitaria Cassa di Risparmio di Volterra Spa, che ha corrisposto un dividendo di €. 5.512.500, con un rendimento sul valore di carico del 11,55%. L'incremento del dividendo consegue alla stabilizzazione del reddito della conferitaria pur in presenza di una attenta politica patrimoniale a salvaguardia dell'investimento complessivo che ha indotto a mantenere accantonamenti a riserva necessari per le nuove



normative in materia di patrimonio delle banche e anche per garantire per il futuro flussi di dividendi stabili o ancora in crescita.

La redditività media dell'attivo fruttifero, al netto delle imposte sostitutive e delle ritenute alla fonte e senza considerare le partite straordinarie si è attestata al 6.2%.

Nel corso dell'anno il Consiglio di Amministrazione, in conformità agli obblighi imposti dal regolamento, ha effettuato il controllo sugli andamenti dei risultati delle gestioni, provvedendo a dare informativa all'Organo di Indirizzo anche mediante periodiche audizioni dei responsabili delle varie società di gestione.

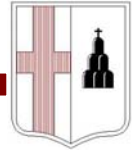
Per quanto riguarda invece gli investimenti delegati al Consiglio di Amministrazione come illustrato in precedenza si è data preminenza ad investimenti in strumenti di tesoreria e in operazioni di pronti contro termine, mentre il controvalore incassato per rimborso titoli è stato investito in obbligazioni della conferitaria per quanto consentito dai vigenti limiti in materia di concentrazione dei rischi.

Per quanto riguarda il comparto del risparmio gestito, l'elevata incidenza del comparto obbligazionario ha penalizzato il rendimento lordo che si è attestato al 3,15% (netto 2,94%), positivo anche se inferiore agli obiettivi attesi.

Il rendimento netto del portafoglio amministrato, (con esclusione delle partecipazioni) calcolato sulla giacenza media semplice tra consistenze al 31/12/2006 e 31/12/2007 si è attestato al 4,15%, mentre l'investimento della tesoreria ha portato rendimenti medi netti di circa il 4,00%.

Le polizze di capitalizzazione hanno conseguito un rendimento lordo del 5,23% e netto da commissioni del 4,38%, al lordo dell'imposta che sarà trattenuta all'atto del rimborso e che quindi è stata oggetto di accantonamento al fondo imposte per competenza.

Di seguito si evidenziano le prospettive dei mercati per il prossimo esercizio e un breve commento sull'operatività delle gestioni patrimoniali, rimandando alla lettura della nota integrativa per i dati quantitativi e reddituali e agli allegati per la composizione dei portafogli.



## Le Prospettive dei mercati:

Il mese di gennaio 2008 è stato caratterizzato per la debolezza dei dati macroeconomici.

In Europa ed in Usa i dati sulla produzione industriale e gli indicatori di riferimento hanno evidenziato segnali di forte rallentamento. L'aumento della disoccupazione americana e le difficoltà legate al settore residenziale ci hanno portato ad adottare un approccio più prudente sul mercato azionario e soprattutto sul mercato d'oltreoceano. Sarà, quindi, importante valutare la tenuta dell'economia americana e capire se, e in quale misura, i segnali di rallentamento economico impatteranno sugli utili societari, oggi attesi in crescita rispetto al 2007 (+1% per l'Eurostoxx 50 +13% per l'S&P 500).

In virtù del clima generale di rallentamento, crediamo nella prosecuzione del processo di indebolimento del mercato del credito, fatta eccezione probabilmente per emittenti di elevato merito creditizio.

Per il 2008 riteniamo interessante cominciare ad allungare la durata del portafoglio obbligazionario in vista di un possibile rallentamento economico e di un possibile intervento sui tassi da parte della BCE.



## Le Gestioni Patrimoniali

### **GESTIONE PIONEER SGR**

Nel corso del secondo semestre è stata progressivamente ridotta l'esposizione all'investimento azionario che è passata dal 17,7% di fine giugno al 13,1% di novembre per essere incrementata al 16,1% nel mese di dicembre. L'ammontare complessivo dell'investimento azionario considera, come specificato nella linea di gestione, anche i Fondi di arbitraggio con un peso del 5,69%, ridotto dal 6,25% di fine giugno per una parziale vendita. Alla base della scelta di riduzione del comparto azionario, la volatilità che ha colpito i mercati nella seconda parte dell'anno a causa della crisi sui mutui sub-prime americani. L'investimento azionario riguarda prevalentemente il mercato europeo con il 6% ed il mercato asiatico al 2,5%, mentre è stato ridotto il peso dell'investimento nel mercato americano passato dal 4,5% di fine giugno all'1,8% di fine anno. Tali investimenti sono prevalentemente posti in essere all'interno del Fondo Optimiser. E' proseguito nel periodo la scelta di coprire parte dell'investimento azionario in Europa ed in America per il 4%, riducendo l'esposizione complessiva.

Nel corso del semestre è stata ridotta la componente monetaria e indicizzata dal 69,6% di fine giugno al 59,2% di fine anno ed incrementato dal 7,5% al 19,3% l'investimento nell'obbligazionario europeo e quello internazionale dall'1,6% al 2,5%. La durata media del portafoglio obbligazionario è stata incrementata da 0,9 a 1,3 anni tramite l'inserimento di titoli con scadenza nel tratto breve della curva. L'investimento ha riguardato prevalentemente emissioni governative, che hanno rappresentato un valido rifugio per proteggersi dalle preoccupazioni legate ai mutui sub-prime ed emissioni di primari istituti bancari italiani a tasso variabile e di istituti bancari tedeschi.

Elevato rimane anche il livello di merito di credito del portafoglio obbligazionario; il 20,7% dei titoli è rappresentato da titoli con rating massimo ed il 56,5% prevalentemente rappresentato dai titoli di Stato italiano con rating singola A.

Rimaniamo ancora positivi sul comparto immobiliare data la bassa correlazione con le altre categorie di investimento tradizionali: il peso dell'investimento a fine anno è stato incrementato al 2,8% dal 2,4 di fine giugno.

Nel corso del 2007 il portafoglio ha registrato una performance pari al 4,74%, rispetto al 4,72% dell'obiettivo di gestione.



## GESTIONE MELIORBANCA SGR

PERFORMANCE	PERFORMANCE LORDA DEL PORTAFOGLIO	PERFORMANCE BENCHMARK	DELTA
ANNO 2005	6,617	5,086	1,531
ANNO 2006	3,180	4,410	- 1,230
ANNO 2007	3,820	5,380	- 1,560
YTD AL 29 FEBBRAIO 2008	1,140	0,960	0,180
PERFORMANCE CUMULATA	14,757	15,836	- 1,079

Il portafoglio Fondazione è stato gestito in modo prudente, tenendo in considerazione il contributo prospettico delle diverse alternative di investimento, compatibilmente con il contenimento della volatilità complessiva del portafoglio nonché nel rispetto assoluto dei limiti operativi dettati dal mandato di gestione.

La parte obbligazionaria è stata investita per tutto l'anno in modo prudente. L'impostazione prudente è stata accompagnata da scelte attive, nonché da una diversificazione geografica che sfruttasse un differenziale di rendimento positivo rispetto alla curva Euro, "a premio" per il rischio valutario sopportato.

Circa il 70% del portafoglio è stato investito in titoli governativi di elevata qualità e tendenzialmente a breve scadenza, in ragione dello scenario di rialzo dei tassi che ha dominato fino a poco tempo fa. E' stata allungata la durata del portafoglio con titoli di stato italiani a 10 e 30 anni nei mesi estivi in occasione del forte recupero del mercato obbligazionario.

Qui di seguito viene riportata l'allocazione del portafoglio alla fine del mese di dicembre:

SCOMPOSIZIONE	CONTROVALORE	% SUL TOTALE
OBBLIGAZIONI GOVERNATIVE	8.056.325	71,27%
OBBLIGAZIONI SOCIETARIE	1.719.144	15,21%
AZIONI	1.412.199	12,49%
CASH	116.866	1,03%
TOTALE	11.304.533	100,00%

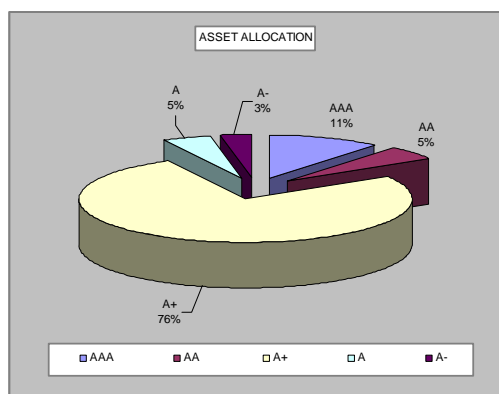


Data la crescente volatilità sui mercati finanziari e la maggiore percezione del rischio di credito, la componente dedicata ai titoli societari è stata limitata al 15% del portafoglio su emissioni a brevissima scadenza ed emittenti di alta qualità.

L'esposizione del portafoglio a titoli azionari è sempre stata inferiore al limite massimo consentito dal mandato ed è stata ulteriormente alleggerita al crescere del nervosismo sui mercati.

La performance del primo semestre dell'anno ha beneficiato del contributo derivante dagli investimenti obbligazionari, che hanno coinvolto anche la parte lunga della curva dei tassi di interesse, andando quindi a compensare il parziale sottopeso sul fronte della componente azionaria.

Il secondo semestre è iniziato in modo estremamente positivo. L'approccio prudente sul fronte azionario di inizio anno è stato premiato in seguito alla forte volatilità sui mercati finanziari e alle tensioni relative al mercato immobiliare e finanziario.



CREDIT RATING	CONTROVALORE	% SUL TOTALE
AAA	1.165.076	10,31%
AA	564.362	4,99%
A+	7.219.217	63,86%
A	826.814	7,31%
<b>TOTALE</b>	<b>9.775.469</b>	<b>86,47%</b>



## Gestione DUEMME SGR

La componente del Portafoglio della Fondazione in gestione presso Duemme Sgr è investita in una gestione "bilanciata" con un'esposizione massima ai mercati azionari del 20% (inclusi gli investimenti in fondi di fondi Hedge) e un obiettivo di rendimento assoluto (Euribor 12m).

Sulla base di valutazioni ancora positive in un'ottica di medio periodo sulle prospettive dei mercati azionari, pur in uno scenario di prevedibile rallentamento della crescita, l'investimento in azioni, diversificato per area geografica, è stato mantenuto nel corso dei primi nove mesi dell'anno mediamente intorno al 15%.

Dopo l'estate, in una fase di forte incertezza e turbolenza dei mercati, recependo e condividendo le indicazioni della Fondazione, si è provveduto ad abbassare ulteriormente il livello di rischio, già molto contenuto, del portafoglio, riducendo l'esposizione azionaria (9% a fine anno) e quella dei fondi di fondi Hedge.

La durata media del portafoglio è rimasta costantemente molto bassa (mediamente inferiore a 2 anni), compatibilmente con i vincoli contrattuali di esposizione minima della componente obbligazionaria.

Il portafoglio obbligazionario è stato investito in strumenti di mercato monetario, OICR che investono in titoli Governativi dell'Area Euro, in titoli Governativi indicizzati all'inflazione e in obbligazioni subordinate a tasso variabile, denominate in Euro, di primari emittenti finanziari europei.

Tale componente è stata incrementata verso la fine dell'anno ritenendo molto interessante il livello raggiunto dagli spread di questa categoria di emittenti dopo la violenta correzione sui prezzi verificatasi nel corso dell'estate.

Non sono stati fatti investimenti significativi in divise diverse dall'Euro.

Tali scelte gestionali hanno determinato al 31 dicembre performance piuttosto deludenti in termini assoluti (rendimento gestione +2,96%) e soprattutto in termini relativi vs benchmark (rendimento bmk +4,59% / delta -1,62%).

Nessuna delle classi di investimento in cui è stato diversificato il portafoglio della Fondazione ha infatti conseguito rendimenti paragonabili a quelli senza rischio esplosi a livelli imprevedibili dopo l'estate, a causa della violenta crisi di liquidità che ha investito i mercati.

La volatilità dei rendimenti si è però mantenuta a livelli molto contenuti, confermando l'impostazione decisamente prudentiale e volta alla conservazione del patrimonio del portafoglio.

L'attuale impostazione consentirà, una volta rientrata la fase di estrema volatilità ed incertezza dei mercati, di tornare a generare rendimenti in linea con gli obiettivi della Fondazione.





## **Gestione CASSA DI RISPARMIO DI VOLTERRA S.p.A.**

Dal 1° gennaio 2007 al 30 luglio 2007 il risultato lordo del portafoglio è stato del 2,502%.

In relazione al perdurare della bassa redditività e conseguentemente con le indicazioni di revisione dei gestori al termine del primo triennio, il Consiglio di Amministrazione, dopo aver informato l'Organo di Indirizzo nel corso degli incontri periodici di aggiornamento, ha deliberato nel mese di luglio la revoca del mandato di gestione che successivamente è stato affidato alla SGR Black-Rock.

## **GESTIONE BLACK ROCK SGR**

La strategia di investimento ha mantenuto un approccio focalizzato ad un'attenta gestione del rischio. Rispetto alla classe di investimento strategica, la componente monetaria del portafoglio è stata mantenuta in deciso sovrappeso a scapito di quella azionaria, mentre la componente obbligazionaria è stata mantenuta ad un livello di neutralità. La durata complessiva di portafoglio è stata gradualmente ridotta, contribuendo in tal modo alla riduzione del "rischio tassi"; nonostante essa sia stata tatticamente aumentata durante alcune fasi di storno dei mercati obbligazionari, è stato confermato il posizionamento strategicamente difensivo del portafoglio. Il peso dei fondi di tipo "ritorno assoluto" è stato gradualmente ridotto in favore di strumenti con esposizione su titoli governativi internazionali ed europei, in ottica di maggior diversificazione. L'esposizione sulle obbligazioni societarie ad alto rendimento è diminuita, attraverso una gestione che ha saputo massimizzare le prese di profitto operando con tempismo sui movimenti di restringimento degli "spread" di mercato. È stata sostanzialmente confermata l'esposizione al segmento delle obbligazioni governative USA, mentre, verso fine 2007, è stata creata una posizione specifica sul segmento obbligazioni societarie europeo.

Per quanto riguarda la componente azionaria, è stata leggermente aumentata la componente settoriale rispetto alla parte "principale" del portafoglio. Sui mercati azionari è stato confermato il sovrappeso sui mercati europei e il sottopeso sugli Stati Uniti. L'esposizione sull'azionario è stata gestita tatticamente sia attraverso l'utilizzo di strumenti coperti dal rischio di cambio, sia attraverso strumenti derivati: questi ultimi hanno contribuito alla performance della linea durante fasi di elevati volatilità o di storno dei mercati azionari. Verso fine anno è stata ridotta l'esposizione sulla zona Euro, che rimane comunque in sovrappeso, in favore del Regno Unito. È stata confermata la posizione in leggero sovrappeso sul segmento Asia Pacifico. A livello settoriale la scelta di investimento ha privilegiato i



settori Telecomunicazioni, Tecnologia, Energia e Materie Prime. La posizione sui Finanziari è stata diminuita gradualmente sul finire d'anno e portata in sottopeso, mentre i titoli Industriali e il segmento delle Infrastrutture sono stati ridotti verso fine 2007 in favore dei Consumi di Base. L'esposizione sul settore energetico e sull'oro è stata incrementata in maniera tattica, mentre sono state mantenute in sottopeso le posizioni sui comparti Consumi ciclici, Salute, e Servizi di Pubblica Utilità.

## **GESTIONE VEGAGEST SGR**

Sempre nell'ottica di verifica dei risultati di gestione nel mese di novembre, anche alla luce del sostanziale immobilismo del gestore a fronte delle turbolenze dei mercati il mandato è stato revocato con effetto dall'1/12/2007.

In relazione anche agli elevati rendimenti conseguibili senza rischio sul mercato della liquidità derivanti dalla crisi del mercato del credito, al momento non sono state assunte decisioni in merito alla rassegnazione dei fondi ad un altro gestore e pertanto le somme sono investite in operazioni pronti contro termine.

## **Situazione Fiscale**

Com'è noto il D. Lgs. 153/99 – art. 12 – nel legittimare la spettanza del beneficio fiscale sull'aliquota IRPEG e del credito d'imposta sui dividendi percepiti dalle Fondazioni di origine bancaria aveva altresì disposto che le predette Istituzioni non facessero luogo al rimborso od al riporto a nuovo del credito d'imposta sui dividendi.

Alla luce anche di quanto evidenziato in premessa sulle evoluzioni interpretative, riteniamo corretto evidenziare lo stato del contenzioso fiscale in essere, precisando che in ogni caso trattasi di istanze di rimborso e pertanto, anche nella denegata ipotesi di esiti tutti sfavorevoli, non si avranno riflessi sul conto economico in quanto anche i crediti iscritti in attivo risultano controbilanciati dall'iscrizione di fondi nel passivo di pari importo.

La situazione della Fondazione è al momento la seguente:



### **Periodo d'imposta 96/97.**

Istanza di rimborso per lire 1.202.469.000 (€ 621.023), in rettifica della dichiarazione originaria chiusa a credito per € 140.315.

Per l'anno in questione si è formato il silenzio rifiuto al rimborso da parte dell'ufficio e quindi è ancora aperto il termine per presentare ricorso alla Commissione Tributaria di Pisa (scadenza 8/7/2009).

Il credito IRPEG iscritto all'attivo risulta controbilanciato da un identico importo appostato al *Fondo per Rischi ed Oneri* del passivo.

### **Periodo d'imposta 97/98**

Trattasi dell'ultima dichiarazione prodotta vigente la normativa ante riforma Ciampi /D. Lgs. 153/99, che aveva sancito per legge la spettanza dell'aliquota agevolata.

Per tale annualità fu presentata istanza di rimborso per lire 1.267.551.000 (€ 621.023), in rettifica della dichiarazione originaria chiusa a credito per € 166.298.

Avverso il silenzio rifiuto fu prodotto ricorso presso la Commissione Tributaria di Pisa la quale ha accolto totalmente le istanze prodotte in via principale.

L'Ufficio ha prodotto appello nei termini che è stato respinto dalla Commissione Regionale. E' certo che il fisco ricorrerà in Cassazione.

Il credito IRPEG iscritto all'attivo risulta controbilanciato da un identico importo appostato al *Fondo per Rischi ed Oneri* del passivo.

### **Fatti principali avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio.**

Non risultano eventi particolari meritevoli di approfondimento.

Ringraziamo nuovamente infine tutti i componenti dell'Organo di Indirizzo e del Consiglio di Amministrazione che sono stati avvicendati nell'incarico e salutiamo i nuovi membri ed i nuovi soci dell'Assemblea.

Infine una particolare menzione a tutti i dipendenti ed ai collaboratori della Fondazione per l'entusiasmo con cui apportano la loro attività, nonché a tutti gli attuali componenti degli Organi della Fondazione per il loro fattivo contributo di professionalità ed esperienza.