In tale contesto, la valutazione del titolo ha necessariamente dovuto, da un lato, prendere atto della ormai inevitabile perdita di valore durevole del titolo (non essendo ragionevole presumerne il rimborso integrale) e, dall'altro, considerare non rappresentativa la media dei prezzi dell'ultimo semestre (come suggerito dal principio contabile), poiché l'evento di default è avvenuto, come detto, nella seconda parte dell'anno. Pertanto, in un'ottica di massima prudenza, si è ritenuto opportuno individuare la quotazione più bassa rilevata dalla data di ammissione alla procedura concorsuale a quella di stesura della presente nota (metà marzo 2009), pari a nominali 7,9915 su base cento, e ridurla ulteriormente del 30%, giungendo ad un valore pari a nominali 5,6 su base cento. La prudenza seguita nella individuazione di tale valore è confermata dalla circostanza che al 11/3 la quotazione rilevata sul mercato era pari a 13,24 e che i valori rilevati da inizio anno sono costantemente superiori a 8,5.

L'applicazione di tale minor valore ha comportato la rilevazione di una svalutazione (v. voce "Oneri Straordinari" – "Svalutazione Imm. Finanziarie") pari a 9.115.263,85 Euro.

Nel corso del mese di febbraio 2008, inoltre, sono state acquistate e immobilizzate altre tre obbligazioni societarie (Banco Popolare scadenza 10/2010, Citigroup scadenza 05/2010 e Household scadenza 11/2010), per un valore nominale complessivo di 30 milioni di Euro, poi cedute alla fine del mese di novembre del 2008 a causa del peggioramento delle condizioni economiche degli emittenti e del correlato aumento del livello di rischio. La cessione anticipata di tali obbligazioni ha determinato una minusvalenza complessiva (v. voce "Oneri Straordinari" – "Minusvalenze su Imm. Finanziarie") di 1.003.051,93 Euro.

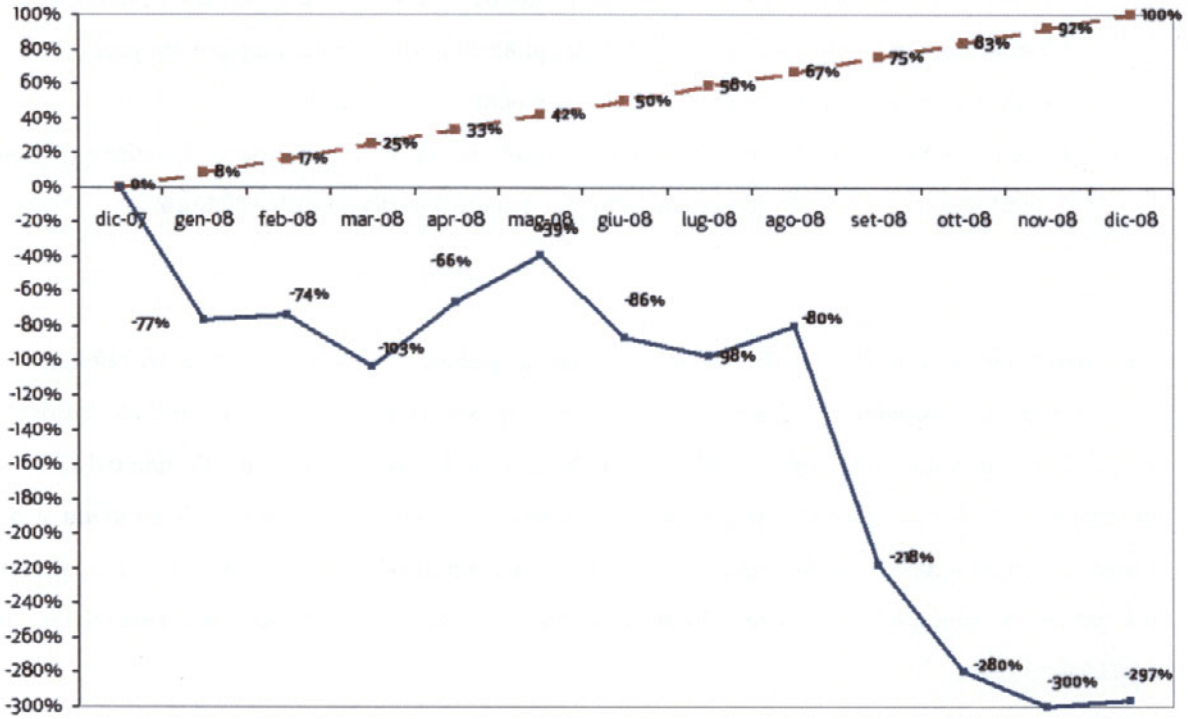
La seguente tabella riepiloga la movimentazione complessiva della voce nell'anno:

Costo storico al 31/12/2007	€	7.173.542,38
Incrementi dell'anno	€	326.975.327,53
Decrementi dell'anno	€	- 39.253.076,33
Costo storico al 31/12/2008	**€**	**294.895.793,58**

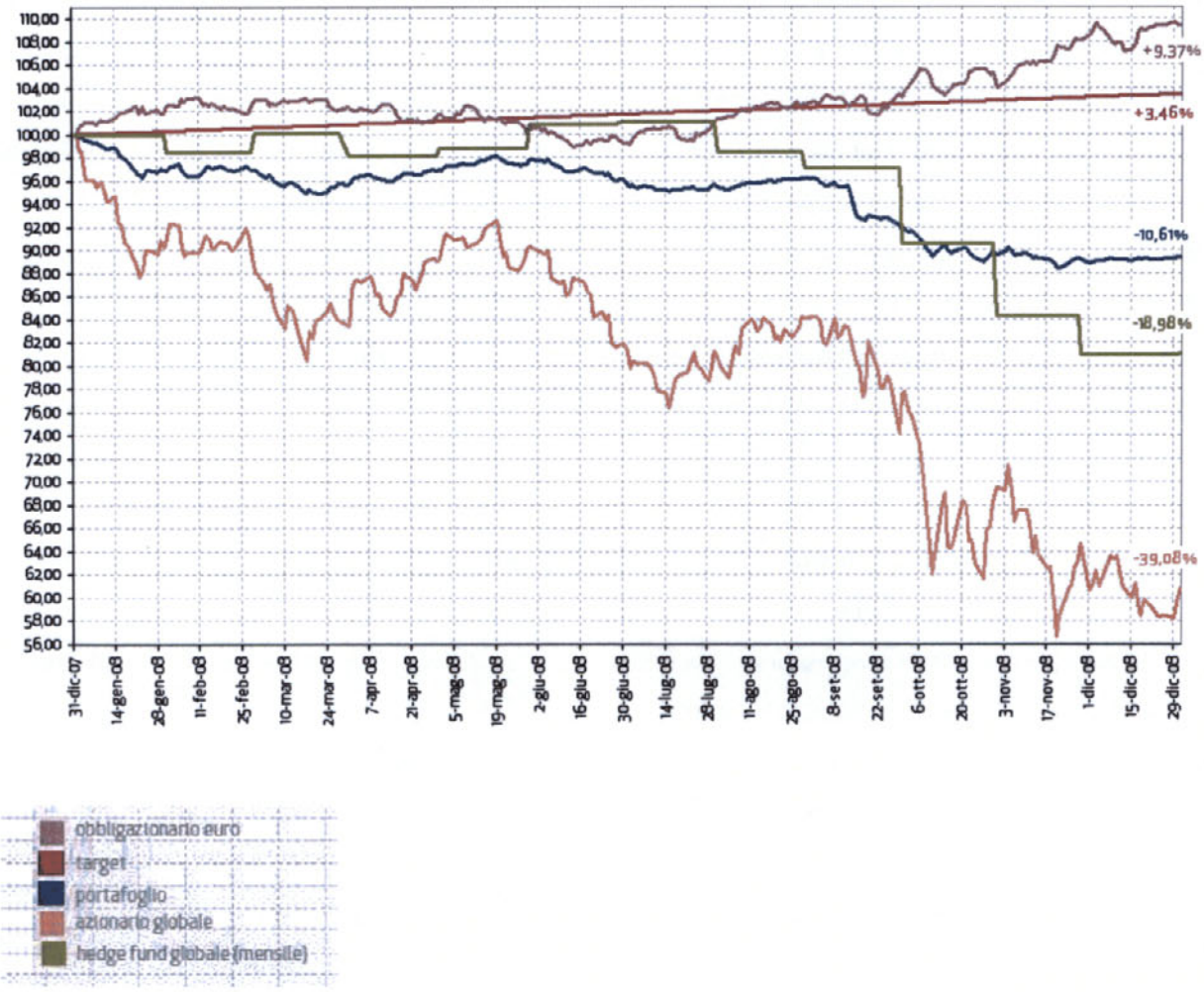
- **Attività finanziarie (€ 55.036.568,88)**

La posta evidenzia gli investimenti finanziari non immobilizzati in essere alla data di chiusura dell'esercizio.

L'andamento nel corso dell'anno della gestione mobiliare in relazione all'obiettivo target dell'Ente è riportata nel seguente grafico (la linea tratteggiata è il rendimento obiettivo, quella continua il rendimento del patrimonio mobiliare).



Il grafico seguente evidenzia, invece, il rendimento del portafoglio mobiliare dell'Ente in confronto ai principali indici dei mercati finanziari:



La composizione analitica della voce è esposta nella seguente tabella:

ISIN	TITOLO	VALORE	
	PRONTI CONTRO TERMINE		**39.999.690,52**
	PRONTI CONTRO TERMINE (24/12/2008 – 16/01/2009)	39.999.690,52	
	FONDI COMUNI		**15.036.878,36**
IT0003204861	ERSEL HEDGE CELTIS	6.121.155,10	
IT0003587885	ERSEL HEDGE ROBUR	3.915.845,62	
LU0180190273	CREDIT SUISSE GLOBAL MICROFINANCE	4.999.877,64	
	TOTALE		**55.036.568,88**

In applicazione del disposto del I comma, numero 9, dell'art. 2426 del Codice civile, gli strumenti finanziari sopra elencati sono stati valutati al minore tra il costo di acquisto (determinato secondo il metodo del c.d. "costo medio ponderato") e il loro valore di realizzazione desumibile dall'andamento del mercato (quest'ultimo individuato, in applicazione del principio contabile nazionale nr. 20, par. 7.2, nella media delle quotazioni del mese di dicembre), procedendo quindi, ove necessario, alle necessarie rettifiche di valore.

In particolare, si precisa che non si sono realizzate le condizioni per l'applicazione della norma di carattere straordinario introdotta dall'art. 15, comma 13, del D.L. 29/11/2008 n. 185, che consente, per le attività finanziarie, di derogare al principio di valutazione al minore tra costo e mercato sopra ricordato, in considerazione dell'eccezionale turbolenza nei mercati finanziari, con la sola eccezione per le perdite di valore di carattere durevole.

Infatti:

1) i fondi hedge di ERSEL (Celtis e Robur) sono stati rimborsati, come meglio precisato di seguito, all'inizio del 2009 e, dunque, il costo storico è stato ridotto al minor valore desumibile dall'andamento del mercato a fine 2008, evidenziando una rettifica di valore (v. voce "Oneri Finanziari" – "Svalutazione Attività Finanziarie") per Euro 2.239.993,02;
2) il fondo Credit Suisse Global Microfinance presentava, a fine anno, un valore di mercato superiore a quello di acquisto per oltre 560mila Euro.

Le variazioni intervenute nel corso dell'esercizio sono evidenziate nella seguente tabella.

Costo storico al 31/12/2007	€	338.946.556,29
Incrementi dell'anno	€	307.714.332,35
Decrementi dell'anno	€	- 591.624.319,76
Costo storico al 31/12/2008	**€**	**55.036.568,88**

In particolare si sottolinea che nel corso dell'anno sono stati risolti anticipatamente i contratti di gestione patrimoniale con i seguenti gestori:

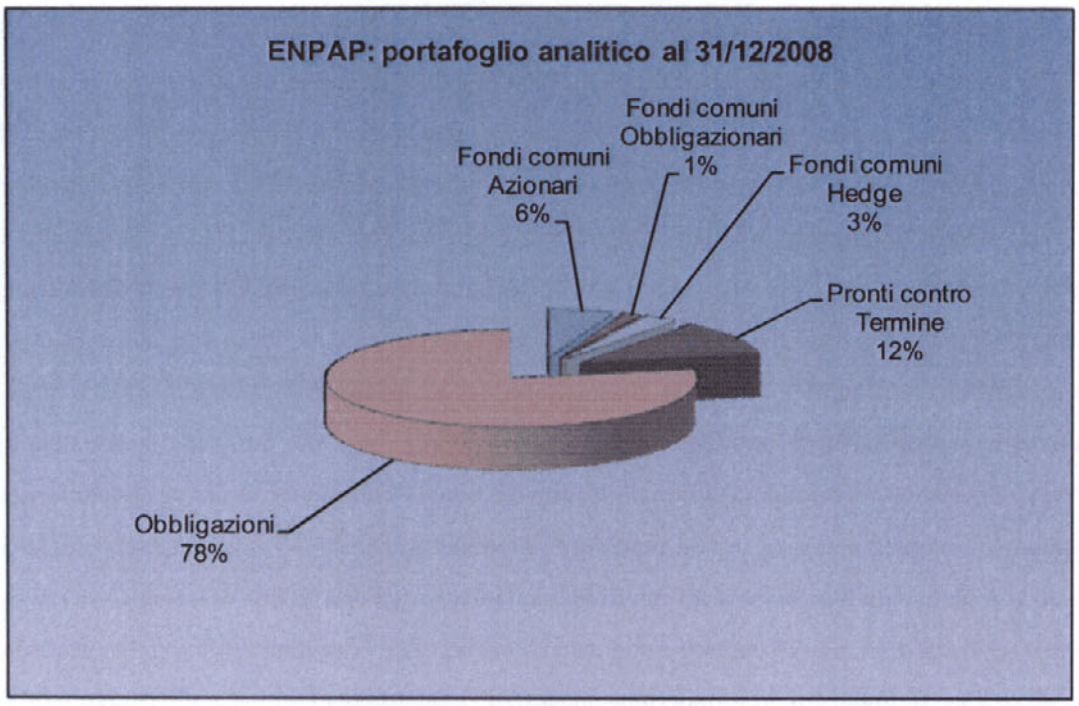
- INVESCO (inizio febbraio);
- AXA (dicembre)
- ALLIANZ (dicembre)

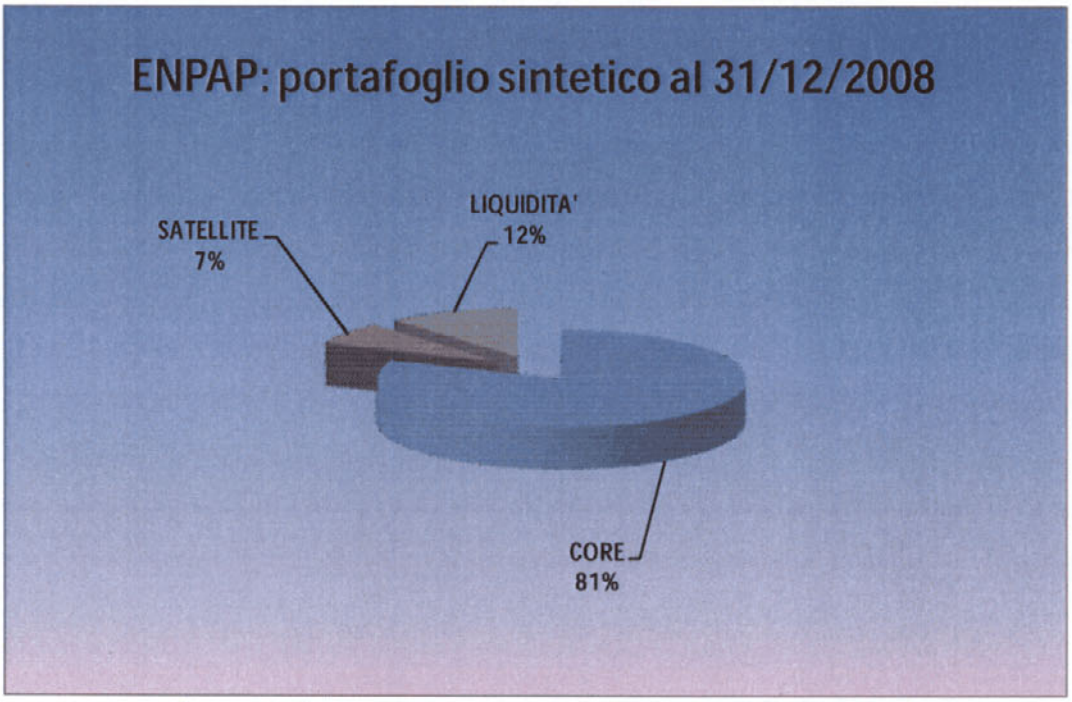
- KAIROS (dicembre)

Per quanto concerne i fondi hedge di ERSEL (CELTIS e ROBUR), l'Ente ha richiesto il rimborso integrale a fine novembre e tale operazione ha avuto effetto, come da regolamento del fondo, con rimborso a valere del valore della quota di gennaio 2009. Tuttavia, all'inizio dell'anno, la società ERSEL ha deciso di avvalersi, con effetto dallo stesso 2009, della norma straordinaria introdotta dal D.L. 185 del 28/11/2008. Il citato "Decreto anti-crisi" ha previsto - all'articolo 14 - che al fine di salvaguardare l'interesse e la parità di trattamento dei partecipanti, i fondi comuni di investimento speculativi, comunemente conosciuti come Hedge Funds, possano trasferire le proprie attività illiquide in un fondo comune di investimento di tipo chiuso appositamente istituito denominato Side-Pocket. L'operazione è realizzata attraverso la scissione parziale del fondo speculativo, a seguito della quale le attività liquide continuano a essere detenute nel fondo speculativo ed i partecipanti ricevono un numero di quote del fondo chiuso uguale a quello che detengono nel fondo speculativo. In base al meccanismo di funzionamento dell'operazione di scissione i partecipanti al fondo hedge, le cui domande di rimborso non siano state regolate o liquidate prima della costituzione del nuovo veicolo, sono rimborsati, in proporzione alle attività trasferite nel Fondo Chiuso, in parte in denaro e in parte attraverso quote del nuovo fondo. Il fondo hedge, ridimensionato, ma liquido, continua a svolgere la propria attività secondo la politica di investimento prevista nel regolamento di gestione, mentre il fondo chiuso non può emettere nuove quote ed è gestito in un'ottica di smobilizzo delle attività illiquide detenute, procedendo ai rimborsi delle quote via via che le attività sono liquidate.

Per tale motivo, la società ERSEL ha provveduto, all'inizio del 2009, al rimborso dei due fondi hedge (CELTIS e ROBUR) nella percentuale (rispettivamente del 76,86% e 63,97%) non conferita nei rispettivi fondi "side-pocket" e ha assegnato all'Ente, per la rimanente parte (rispettivamente 23,14% e 36,03%) quote di tali fondi chiusi. Il regolamento di tali fondi chiusi prevede una durata ordinaria di tre anni, eventualmente prorogabile, previa autorizzazione della Banca d'Italia, di altri due anni al fine di completare lo smobilizzo degli investimenti e il rimborso ai partecipanti.

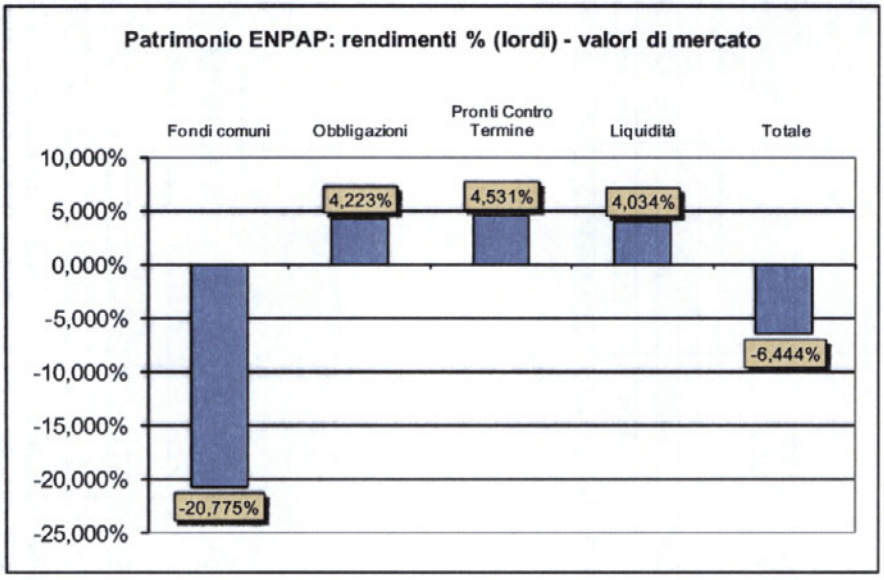
Nel seguente grafico è riportata la composizione, alla fine dell'esercizio, del complesso del patrimonio mobiliare dell'Ente (immobilizzazioni e attività finanziarie) sia per tipologia di strumento che per strategia.

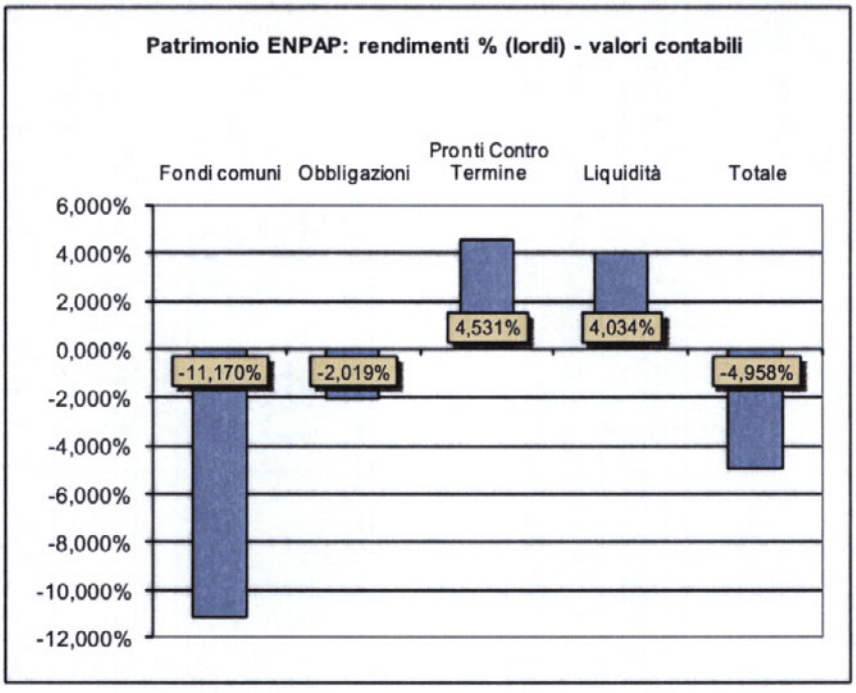




Nello specifico, il **rendimento complessivo lordo e netto** (espresso, rispettivamente, **a valori di mercato e a valori contabili**, in termini percentuali sul capitale medio investito) delle varie tipologie di investimento

(comprensivo sia dell'impiego delle disponibilità monetarie sui conti bancari che dei valori mobiliari immobilizzati) effettuati dall'Ente nel corso del 2008 è evidenziato nelle seguenti tabelle e grafici:





REDDITIVITA' DELLA GESTIONE FINANZIARIA - (valori di mercato)

	Valore medio in portafoglio	Redditi da interessi utili o partecipazioni		Utili o perdite da realizzo		Plusvalenze o minusv. maturate	Redditi lordi	Interessi passivi	Oneri di gestione	Redditi netti	Rendimenti sul valore in portafoglio	
		Lordi	Netti	Lordi	Netti						Lordi	Netti
	A	B	C	D	E	F	G = B+D+F	H	I	L = C+E+F-H-I	G/A	L/A
Attività liquide	20.279.496,00	818.132,01	597.236,37	-	-	-	818.132,01	-	955,29	596.281,08	4,034%	2,940%
Attività correnti	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Pronti contro termine	36.459.654,40	1.652.042,24	1.425.004,90	-	-	-	1.652.042,24	-	-	1.425.004,90	4,531%	3,908%
Titoli obbligazionari	155.859.611,46	7.062.094,71	6.420.452,66	- 1.093.459,08	- 1.093.459,08	613.264,77	6.581.900,40	-	106.739,52	5.833.518,83	4,223%	3,743%
Azioni	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Fondi comuni	158.775.512,60	594.882,85	460.620,85	- 16.090.517,25	- 16.090.517,25	- 17.489.480,03	- 32.985.114,43	-	108.736,45	- 33.228.112,88	-20,775%	-20,928%
TOTALE	**371.374.274,46**	**10.127.151,81**	**8.903.314,78**	**- 17.183.976,33**	**- 17.183.976,33**	**- 16.876.215,26**	**- 23.933.039,78**	**-**	**216.431,26**	**- 25.373.308,07**	**-6,444%**	**-6,832%**
TOTALE PATRIMONIO MOBILIARE	**351.094.778,46**	**9.309.019,80**	**8.306.078,41**	**- 17.183.976,33**	**- 17.183.976,33**	**- 16.876.215,26**	**- 24.751.171,79**	**-**	**215.475,97**	**- 25.969.589,15**	**-7,050%**	**-7,397%**
TOTALE LIQUIDITA'	**20.279.496,00**	**818.132,01**	**597.236,37**	**-**	**-**	**-**	**818.132,01**	**-**	**955,29**	**596.281,08**	**4,034%**	**2,940%**

REDDITIVITA' DELLA GESTIONE FINANZIARIA - (valori contabili)

	Valore medio in portafoglio	Redditi da interessi utili o partecipazioni		Utili o perdite da realizzo		Plusvalenze o minusv. maturate	Redditi lordi	Interessi passivi	Oneri di gestione	Redditi netti	Rendimenti sul valore in portafoglio	
		Lordi	Netti	Lordi	Netti						Lordi	Netti
	A	B	C	D	E	F	G = B+D+F	H	I	L = C+E+F-H-I	G/A	L/A
Attività liquide	20.279.496,00	818.132,01	597.236,37	-	-	-	818.132,01	-	955,29	596.281,08	4,034%	2,940%
Attività correnti	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Pronti contro termine	36.459.654,40	1.652.042,24	1.425.004,90	-	-	-	1.652.042,24	-	-	1.425.004,90	4,531%	3,908%
Titoli obbligazionari	155.859.611,46	7.062.094,71	6.420.452,66	- 1.093.459,08	- 1.093.459,08	- 9.115.263,85	- 3.146.628,22	-	106.739,52	- 3.895.009,79	-2,019%	-2,499%
Azioni	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-		
Fondi comuni	158.775.512,60	594.882,85	460.620,85	- 16.090.517,25	- 16.090.517,25	- 2.239.993,02	- 17.735.627,42	-	108.736,45	- 17.978.625,87	-11,170%	-11,323%
TOTALE	**371.374.274,46**	**10.127.151,81**	**8.903.314,78**	**- 17.183.976,33**	**- 17.183.976,33**	**- 11.355.256,87**	**- 18.412.081,39**	**-**	**216.431,26**	**- 19.852.349,68**	**-4,958%**	**-5,346%**
TOTALE PATRIMONIO MOBILIARE	**351.094.778,46**	**9.309.019,80**	**8.306.078,41**	**- 17.183.976,33**	**- 17.183.976,33**	**- 11.355.256,87**	**- 19.230.213,40**	**-**	**215.475,97**	**- 20.448.630,76**	**-5,477%**	**-5,824%**
TOTALE LIQUIDITA'	**20.279.496,00**	**818.132,01**	**597.236,37**	**-**	**-**	**-**	**818.132,01**	**-**	**955,29**	**596.281,08**	**4,034%**	**2,940%**