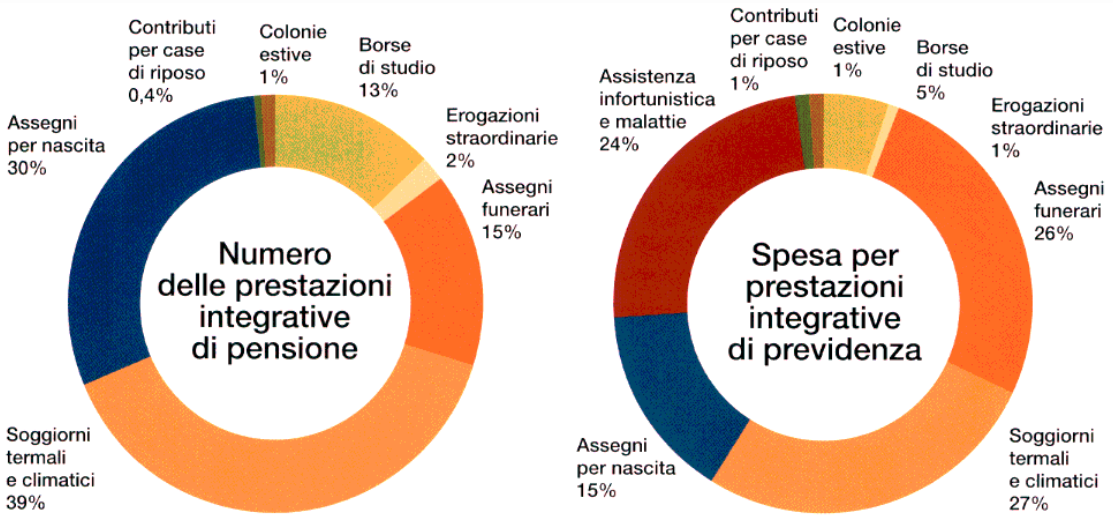
Grafico 8 fi PRESTAZIONI INTEGRATIVE DI PREVIDENZA in pagamento al 31.12.2008: Composizione percentuale del numero e della spesa



Nello schema IVS, la composizione percentuale della spesa pensionistica e del numero di pensioni erogate non subisce alcuna variazione e rimane costante per tutto il periodo osservato. L'onere maggiore scaturisce dalle prestazioni di vecchiaia - circa il 75% erogato in favore del 63% degli iscritti in quiescenza - mentre la spesa per le pensioni ai superstiti, rappresentando il 33%, incide per il 22% dei pensionati; il rimanente 3% copre la spesa per le pensioni di invalidità permanente parziale e totale.

La ripartizione della spesa per le prestazioni integrative di pensione non subisce particolari variazioni; se si pone attenzione alle principali voci di spesa, si rileva che aumentano lievemente i costi per gli assegni funerari e per le indennità di maternità a scapito delle spese per i soggiorni nelle località termali, per borse di studio e colonie estive.

Le prestazioni IVS : invalidità permanente, vecchiaia e ai superstiti

Nel quinquennio in esame 2004-2008, il numero delle pensioni complessivamente erogate è passato da 108.798 a 111.658, con un aumento del 2,6% e una variazione media annua dell'1%.

La spesa complessiva che nel 2004 è stata pari a 702,03 milioni di euro, nel 2008 è salita a 761,92 milioni di euro, con un aumento dell'8,5% e una variazione media annua del 2,1%.

L'importo medio di pensione erogato, senza fare distinzione per tipologia di prestazione, ha avuto un incremento pari al 5,8%.

Nel periodo in esame si rileva un differente andamento del numero e della spesa per tipologia di prestazione erogata.

Tabella 6 fi PRESTAZIONI IVS erogate nel 2008: variazione annuale e nel quinquennio 2004-2008

	Prestazioni IVS al 31/12/2008			
Tipologia di prestazione	Numero beneficiari	Pensione media	Spesa totale in mln	Numero di beneficiari
Vecchiaia	69.808	8.136,27	567,98	-1,5%
Invalidità/inabilità	5.019	4.251,22	21,34	-0,3%
Superstiti	36.831	4.686,47	172,61	1,5%
Totale	**111.658**	**6.823,70**	**761,92**	**-0,5%**

La spesa per le pensioni di vecchiaia si è arrestata negli ultimi due anni, rimanendo per lo più costante per l'effetto combinato da un lato, del decremento nel numero di pensioni erogate, dall'altro, dell'incremento del costo medio di pensione pari all'1,3%, dovuto all'adeguamento annuale delle prestazioni.
Come diretta conseguenza dell'abolizione delle pensioni di vecchiaia anticipata, entrata in vigore alla fine del 2005 ma con effetti fino a tutto il 2006, si è avuta un'accelerazione delle richieste entro tale data da parte di coloro che ne avevano maturato il diritto, senza distinzione di genere con un tasso medio annuo che si attesta attorno all' 11%.
Per quanto riguarda la distribuzione per sesso del numero di pensioni in godimento, rispetto alle diverse tipologie di pensioni, si segnala una quota di pensioni di vecchiaia destinata alle donne pari al 12,3%; mentre, con riferimento al complesso dei trattamenti, la quota femminile sale al 40,1% del totale, grazie al peso delle pensioni di reversibilità, poiché per il 96,7% sono beneficiarie le donne. Il 12% delle prestazioni pagate per invalidità permanente totale e parziale va a beneficiari donna.
L'incidenza della spesa per beneficiari donne pesa complessivamente per il 28%, di cui per la quota delle pensioni di reversibilità prevalentemente femminili, il 98%, lasciando quote più basse per le altre tipologie di prestazione: il 7% per le pensioni di vecchiaia, il 6% per le pensioni di invalidità permanente totale e parziale.
Nel 2008 l'età media al pensionamento della categoria si colloca intorno a 66,14 anni per gli uomini e 66,64 anni per le donne, per quest'ultime incide maggiormente l'elevata percentuale delle pensioni ai superstiti. In generale, l'età media di pensionamento è aumentata negli anni per tutte le tipologie di prestazione, maggiormente l'età media dei beneficiari delle pensioni di vecchiaia poiché con il nuovo Regolamento non vengono più erogati i trattamenti di vecchiaia anticipati. Nel 2008 questa è stata pari a 66,60 anni per gli uomini, 62,11 anni per le donne. Il numero medio di anni di contribuzione, pari a 24 anni per la totalità dei pensionati e a 20 anni per le pensionate, indica carriere lavorative brevi e piuttosto discontinue.
Gli importi medi del complesso delle pensioni di vecchiaia sono pari, nel 2008, a poco più di 8 mila euro annui: circa 5 mila per le donne e 8 mila 600 per gli uomini, con tassi di crescita annui intorno all'1,7%. Minori appaiono gli importi delle pensioni di invalidità permanente ed ai superstiti: circa 2 mila 200 per le donne e 4 mila 500 per gli uomini, con tassi di crescita annui intorno al 3,9%. L'importo medio di pensione ai superstiti è circa 4 mila 800 per le donne e 2 mila 300 per gli uomini, con tassi di crescita annui intorno all'1,2%.
Le prestazioni previdenziali Enasarco sono, come già ribadito, prestazioni integrative di quanto già percepito dall'INPS come "primo pilastro". Il rapporto tra pensione media e monte provvigionale medio per agente risulta pari al 15% circa. Se a tale considerazione aggiungiamo il fatto che la contribuzione media, come detto nelle pagine che precedono, si attesta tra il 3% ed il 6,75% della provvigione media percepita dall'agente, appare evidente che l'importo medio della pensione risulta abbastanza significativo.
Se si pone attenzione alla distribuzione del numero di pensioni erogate in riferimento all'importo della rata mensile percepita, si nota che complessivamente circa 89% dei beneficiari percepisce una rata che si attesta intorno ai 1.000 euro. Per le pensioni di vecchiaia la distribuzione dei beneficiari vede valorizzare anche le classi di importo superiori ai 1.000 euro. Infatti il 9% percepisce una rata compresa tra i 1.000 ed i 1.500 euro ed il 3,5% tra i 1.500 e i 2.000 euro. Per osservare la differenza tra i sessi, si evidenzia che tra coloro che percepiscono una pensione per un importo prossimo ai 1.000 euro, la frequenza degli uomini si attesta all'83%, quella delle donne sale al 96%. Le prestazioni per invalidità permanente come

Variazione % 2007 - 2008		Variazione % 2004 - 2008		
Pensione media	Spesa totale in mln	Numero di beneficiari	Pensione media	Spesa totale in mln
1,3%	-0,2%	-0,2%	6,9%	6,7%
3,1%	2,8%	1,9%	16,7%	19,0%
1,3%	2,8%	8,6%	4,8%	13,8%
1,0%	**0,6%**	**2,6%**	**5,8%**	**8,5%**

pure quelle ai superstiti presentano importi inferiori rispetto alle pensioni di vecchiaia, pertanto la quasi totalità dei beneficiari percepisce in media una rata di pensione mensile prossima ai 444 euro.
I flussi annui che movimentano lo stock di pensioni - cessate e nuove liquidate - indicano un aumento dell'8,4% delle cessazioni (in misura superiore quelle con beneficiari donne) a fronte di una riduzione delle prime liquidazioni erogate, 3,6%. Infatti l'indicatore rappresentato dal rapporto tra cessazioni e nuove liquidazioni è pari a 1,13 senza distinzione di sesso, inferiore all'unità per le donne. Tali andamenti risentono dell'influenza della modifica dei requisiti per l'accesso al pensionamento (età e anzianità contributiva) entrata in vigore a partire dal 1° gennaio 2004.
Se si confrontano le pensioni vigenti con le nuove liquidate, gli importi delle nuove sono in media (uomini e donne) inferiori a quelli dell'insieme delle pensioni vigenti per il complesso dei trattamenti pensionistici (3 mila euro nel 2008). L'indicatore che misura l'effetto sulla spesa dell'entrata di nuove pensioni, il così detto effetto rimpiazzo, dato dal rapporto tra gli importi delle nuove pensioni liquidate e quelli dello stock di pensioni, con riferimento al complesso dei trattamenti, si attesta intorno ad un valore molto ridotto, pari a 0,014.
In conclusione, l'incremento della spesa per pensioni derivante dal crescere degli importi medi, dunque, è estremamente modesto e indica l'efficacia delle misure volte a modificare i sistemi di calcolo delle pensioni sin qui intraprese, nell'ottica di un contenimento della spesa, in prospettiva, che potrà contribuire a riportare gli indicatori di equilibrio della gestione su più ampi margini di sicurezza. Il numero dei pensionati contribuenti (coloro che continuano l'esercizio della professione dopo il pensionamento) è stato a fine 2008 pari a 2.235 unità, corrispondente ad un tasso di attività di circa il 2% (pensionati contribuenti/titolari di pensione di vecchiaia). L'indice di pensionamento, ossia il rapporto fra attivi e pensionati, pari a 2,3, indica che per ogni pensionato ci sono due attivi. Il grado di copertura delle entrate complessive, rispetto alla spesa totale per pensioni, è pari a 1,01. Si evidenzia che le entrate contributive coprono la spesa per pensioni in essere da cui emerge una gestione in equilibrio.

Grafico 9 - Grado di copertura

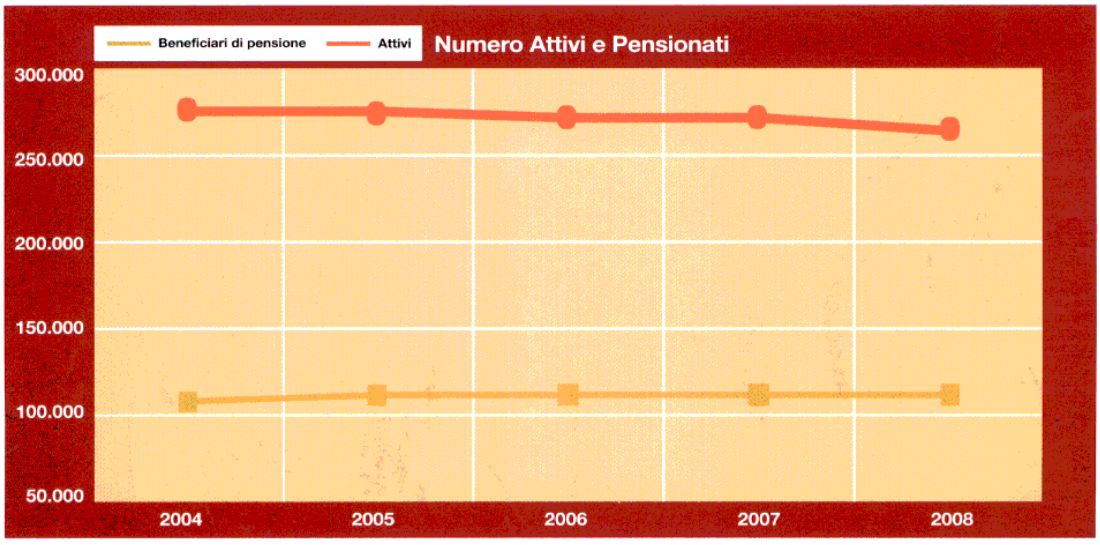
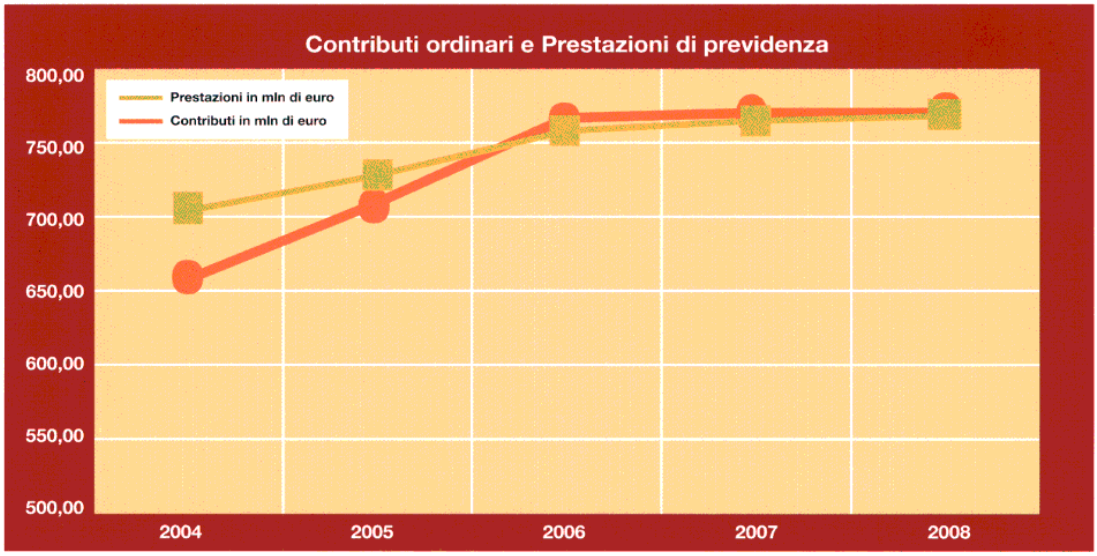


Grafico 9a - Contributi ordinari e Prestazioni di previdenza



Le prestazioni integrative di previdenza

La spesa complessiva per prestazioni assistenziali, che nel 2004 è stata pari a 9,70 milioni di euro nel 2008 è salita a 9,86 milioni di euro, con un aumento dell'1,7% e una variazione media annua dello 0,3% negativo. Il costo medio erogato, senza fare distinzione per tipologia di prestazione, ha registrato nel quinquennio un incremento pari all' 8,8%, mentre le domande di prestazioni integrative sono diminuite.

Nel periodo in esame si rileva un differente andamento del numero e della spesa per tipologia di prestazione erogata.

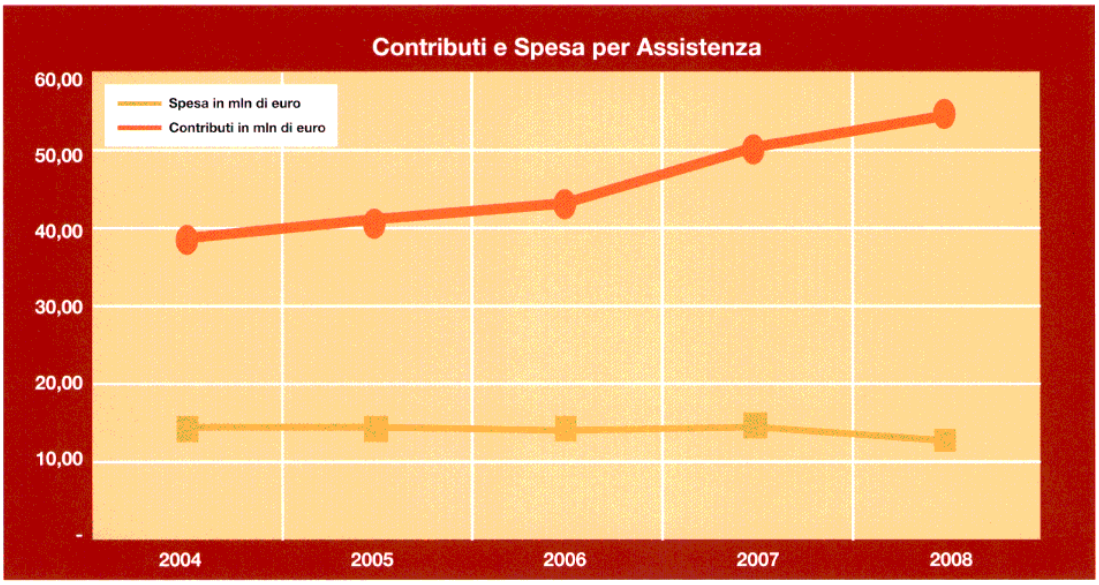
Le voci di spesa che registrano un incremento rispetto al 2007 sono le erogazioni straordinarie e le indennità di maternità a seguito dell'adeguamento dell'assegno erogato. Un lieve incremento del numero dei decessi ha causato un aumento della spesa per gli assegni funerari, mentre una lieve flessione dei costi è stata registrata per la spesa per le borse di studio, dovuta alla variazione negativa del numero dei beneficiari.

Tabella 7 - Prestazioni Integrative di Previdenza al 31.12.2008

Prestazioni integrative				
Tipologia di prestazione	**Numero beneficiari**	**Costo medio**	**Spesa in migliaia di euro**	**Numero di beneficiari**
borse di studio e assegni	1.772	394,24	698,60	-5,4%
erogazioni straordinarie	262	338,36	88,65	44,0%
assegni funerari	2.171	1.564,51	3.396,56	4,6%
spese per soggiorni in loc. climatiche e termali	5.551	635,10	3.525,46	-14,9%
indennità di maternità	4.194	462,94	1.941,58	2,8%
assegni concorso spese pensioni e case di rip.	50	2.461,10	123,05	0,0%
spese per colonie estive	145	626,85	90,89	-8,8%
Totale	**14.145**	**697,41**	**9.864,79**	**-5,3%**

Un consistente attivo caratterizza invece la gestione delle prestazioni integrative di previdenza, con un grado di copertura delle entrate superiore a 4 volte le uscite per prestazioni e un valore del saldo attivo che si aggira intorno ai 40 milioni di euro.

Grafico 10 - Contributi e Spesa per Assistenza



La situazione economico-patrimoniale e le riserve obbligatorie

Il confronto con il bilancio tecnico

In relazione alla situazione economico patrimoniale vengono riportati i dati relativi al risultato economico di esercizio e alla consistenza del patrimonio netto, al cui interno, tra le passività, viene evidenziata la riserva legale, che costituisce la garanzia al pagamento delle prestazioni per i propri iscritti. Il Dlg. N. 509/94 lett. c) comma 4 art. 1 ha previsto come condizione essenziale per la trasformazione degli Enti previdenziali in Enti privatizzati, una riserva legale in misura non inferiore a cinque annualità dell'importo delle pensioni in essere. Successivamente la finanziaria del '98 (L. 449 del 27/12/97) ha stabilito che l'importo cui fare riferimento per il calcolo della riserva fosse quello delle pensioni in essere per l'anno

Variazione % 2007 - 2008		Variazione % 2004 - 2008		
Costo medio	Spesa in migliaia di euro	Numero di beneficiari	Costo medio	Spese in migliaia di euro
3,2%	-2,4%	9,5%	-2,5%	6,7%
-9,5%	30,3%	95,5%	33,0%	160,0%
4,1%	8,9%	8,9%	-0,3%	8,6%
1,1%	-14,0%	-11,6%	4,1%	-8,0%
12,5%	15,7%	-13,1%	22,7%	6,6%
-5,3%	-5,3%	108,3%	-42,8%	19,2%
10,1%	0,4%	-40,6%	24,7%	-25,9%
5,3%	**-0,3%**	**-6,5%**	**8,8%**	**1,7%**

1994. Applicando detto criterio, l'ammontare minimo che la Fondazione deve garantire è pari a 1.801 milioni.
Di seguito si riporta il confronto tra i dati contabili relativi al patrimonio, ai contributi ed alle prestazioni e quelli previsivi del bilancio tecnico ministeriale. A tal fine si precisa che nel bilancio tecnico vengono sviluppate le previsioni secondo ipotesi economico-finanziarie e demografiche che presuppongono delle logiche differenti rispetto ai criteri utilizzati nella redazione del bilancio consuntivo e che assumono significato su di un arco temporale di lungo periodo. Ciò comporta che il confronto dei valori nel breve periodo diventa poco significativo e potrebbe dare adito ad interpretazioni non sempre corrispondenti al reale andamento della gestione previdenziale.
Di seguito i dati del bilancio tecnico ministeriale approvato dalla Fondazione, relativi a patrimonio, pensioni e contributi (valori in euro migliaia):

Anno	Patrimonio di fine anno	Entrate contributive	Pensioni correnti	Riserva legale*	Ris. legale / pat. netto
2007	3.829.985	795.294	769.587	3.847.934	1,00
2008	4.000.816	858.384	762.899	3.814.497	0,95

** La riserva legale iscritta a bilancio tecnico è calcolata come 5 annualità dell'ammontare delle pensioni dell'anno di riferimento.*

Riportiamo altresì gli stessi dati desunti dal consuntivo 2008 (valori in euro migliaia):

Anno	Patrimonio di fine anno	Entrate contributive	Pensioni correnti	Riserva legale*	Ris. legale / pat. netto
2007	3.829.985	805.629	769.587	3.829.985	1,00
2008	3.931.499	811.813	774.193	3.829.985	0,97

** La riserva legale comprende la riserva di rivalutazione immobili iscritta in bilancio in seguito all'operazione di valutazione effettuata nel 1997 dalla Fondazione sull'intero patrimonio immobiliare.*

Il bilancio consuntivo 2008: il conto economico riclassificato

Si riporta di seguito il conto economico riclassificato ed il confronto con il consuntivo 2007:

Descrizione	Consuntivo 2008	Consuntivo 2007
Saldo previdenza	6.683.661	10.007.040
Saldo assistenza	40.630.742	35.760.065
Altri ricavi e proventi	8.323.671	3.981.976
Saldo della gestione immobiliare	73.493.263	73.280.901
Spese generali	-5.583.180	-5.349.901
Spese per gli organi dell'ente	-1.430.928	-1.001.013
Spese per il personale	-25.074.401	-24.190.781
Trattamento di quiescenza e simili	-2.548.624	-2.504.524
Saldo dell'area finanziaria	85.799.922	67.097.095
Remunerazione al Firr	-41.402.514	-36.994.820
Accantonamenti e ammortamenti	-22.454.085	-18.294.564
Saldo area straordinaria	13.076.783	10.115.679
Imposte d'esercizio	-28.000.000	-32.000.000
Avanzo/disavanzo netto	**101.514.309**	**79.907.154**

Il Saldo previdenziale, scaturisce dalla differenza tra ammontare dei contributi previdenziali, comprensivi di contributi relativi ad anni precedenti dichiarati dalle ditte nel corso del 2008 e ammontare delle pensioni:

Descrizione	Consuntivo 2008	Consuntivo 2007
Contributi previdenza	775.656.411	773.765.436
Prestazioni previdenziali	-774.192.719	-769.586.880
Recuperi prestazioni	5.219.969	5.828.484
Saldo previdenza	**6.683.661**	**10.007.040**

Il Saldo dell'assistenza scaturisce dalla differenza tra ammontare dei contributi assistenziali e ammontare delle prestazioni assistenziali:

Descrizione	Consuntivo 2008	Consuntivo 2007
Contributi assistenza	54.680.918	50.408.470
Prestazioni assistenziali	-14.050.176	-14.648.406
Saldo assistenza	**40.630.742**	**35.760.065**

Di seguito il dettaglio delle voci che compongono i contributi previdenziali e le prestazioni previdenziali:

Descrizione	Consuntivo 2008	Consuntivo 2007
Contributi previdenza	745.379.698	750.289.944
Contributi Volontari	5.362.732	6.616.332
Contributi da verbali ispettivi	20.439.927	12.962.506
Contributi anni precedenti	4.474.054	3.896.654
Contributi previdenza	**775.656.411**	**773.765.436**

Descrizione	Consuntivo 2008	Consuntivo 2007
Pensioni di vecchiaia	-576.728.490	-577.836.335
Pensione di invalidità parziale	-15.523.460	-14.845.119
Pensione di invalidità totale	-6.562.966	-6.383.261
Pensione ai superstiti	-175.377.803	-170.522.165
Prestazioni previdenziali	**-774.192.719**	**-769.586.880**

Allo stesso modo si riporta il dettaglio delle voci che compongono i contributi assistenziali e le prestazioni assistenziali:

Descrizione	Consuntivo 2008	Consuntivo 2007
Contributi assistenza	52.919.767	48.954.484
Quote di partecipazione alla previdenza integrativa	1.761.151	1.453.986
Contributi assistenza	**54.680.918**	**50.408.470**

Descrizione	Consuntivo 2008	Consuntivo 2007
Borse di studio e assegni	-698.600	-715.680
Erogazioni straordinarie	-88.650	-68.050
Assegni funerari	-3.396.558	-3.117.728
Spese per soggiorni	-3.525.457	-4.098.578
Indennità di maternità	-1.941.580	-1.677.893
Premi assicurativi	-4.185.382	-4.750.000
Assegni per case di riposo	-123.055	-129.927
Spese per colonie estive	-90.894	-90.550
Prestazioni assistenziali	**-14.050.176**	**-14.648.406**

Di seguito sono riportati gli indicatori contabili di analisi relativi ai saldi previdenza ed assistenza:

Descrizione	Consuntivo 2008	Consuntivo 2007
Contributi Previdenza	775.656.411	769.868.782
Contributi Assistenza	54.680.918	50.408.470
Totale contributi	**830.337.329**	**820.277.252**
Prestazioni previdenziali	774.192.719	769.586.880
Prestazioni assistenziali	14.050.176	14.648.406
Totale Prestazioni	**788.242.895**	**784.235.286**
Indice di copertura delle prestazioni	**1,05**	**1,05**

Descrizione	Consuntivo 2008	Consuntivo 2007
Contributi Previdenza	775.656.411	769.868.782
Prestazioni previdenziali	774.192.719	769.586.880
Indice di copertura delle prestazioni previdenza	**1,01**	**1,00**

Descrizione	Consuntivo 2008	Consuntivo 2007
Contributi Assistenza	54.680.918	50.408.470
Prestazioni assistenziali	14.050.176	14.648.406
Indice di copertura delle prestazioni assistenziali	**3,89**	**3,44**

Descrizione	Consuntivo 2008	Consuntivo 2007
Prestazioni previdenziali	774.192.719	769.586.880
Prestazioni assistenziali	14.050.176	14.648.406
Totale Prestazioni	**788.242.895**	**784.235.286**
Patrimonio netto della Fondazione	**3.931.498.922**	**3.829.984.613**
Incidenza delle prestazioni sul patrimonio	**0,20**	**0,20**

Come evidenziato i contributi di previdenza coprono totalmente la spesa. Per l'assistenza i contributi rappresentano quasi quattro volte il valore delle prestazioni, con un avanzo che, dunque alimenta positivamente il risultato d'esercizio. Infine, rispetto alle prestazioni nel loro complesso, il patrimonio è sostanzialmente cinque volte il loro valore.

In chiusura d'analisi si riporta di seguito la sintesi delle spese generali sostenute dalla Fondazione. In parti-

colare viene riportata la quota di spese generali riferita alla gestione istituzionale, depurata dunque della quota relativa alla gestione immobiliare e mobiliare:

Descrizione	Consuntivo 2008	Consuntivo 2007
Contributi Previdenza anno corrente	771.182.357	769.868.782
Contributi Assistenza anno corrente	54.680.918	50.408.470
Totale contributi anno corrente	**825.863.275**	**820.277.252**
Spese generali	**-29.247.071**	**-27.473.234**
Rapporto spese generali contributi previdenza	**3,79%**	**3,57%**
Rapporto spese generali su contributi totali	**3,54%**	**3,35%**
Rapporto ipotizzano nel bilancio tecnico	**4%**	**4%**

Le spese generali rappresentano il 3,5% del totale contributi e rimangono al di sotto dei limiti previsti nel bilancio tecnico e raccomandati dai Ministeri vigilanti.

La remunerazione del ramo Firr

Il fondo contributi Firr accoglie la quota capitale dell'indennità di risoluzione rapporto da riconoscere agli agenti e rappresentanti al termine della loro attività. Detto fondo, come illustrato anche nella nota integrativa, è alimentato dalle somme versate annualmente alla Fondazione dalle ditte preponenti, per contributi a loro carico ed a favore degli iscritti, calcolati sulle provvigioni ai medesimi erogate nell'esercizio precedente, e si decrementa a fronte degli importi liquidati nell'esercizio ad agenti e rappresentanti che hanno cessato l'attività.
Nell'ambito della gestione del Firr, Il 20 dicembre 2007 è stata sottoscritta la nuova Convenzione per la gestione del trattamento di fine rapporto degli agenti.
A partire dalla gestione Firr dell'anno 2007 è stato riconosciuto al ramo lo stesso rendimento realizzato sul patrimonio complessivo investito della Fondazione, decurtato del costo della polizza assicurativa agenti gravante sulla gestione Firr. L'elemento innovativo è che viene meno la quota fissa del 4% prevista nella precedente Convenzione che era totalmente a carico della Previdenza riducendo la stabilità di lungo periodo.
È stata rinnovata nel corso del 2008 la polizza assicurativa a favore degli agenti di commercio.
La polizza oltre a coprire le garanzie previste negli accordi economici collettivi, a carico degli agenti (garanzia in caso di morte per infortunio, in caso di invalidità permanente per infortunio, per coloro che hanno un'età non superiore a 75 anni e con almeno 5 anni di anzianità contributiva previdenziale), prevede altresì, in linea con gli scorsi esercizi, la garanzia in caso di morte per infortunio e in caso di invalidità permanente per infortunio, oltre ad una diaria da ricovero e/o degenza a seguito di infortunio o malattia, per tutti gli agenti di commercio, finanziata con il ramo assistenza.

Si riporta di seguito il tasso di rendimento Firr per l'anno 2008:

Consuntivo 2008	Importi
Fondo FIRR medio 2008	1.736.806.842,62
Risultato ramo FIRR bilancio 2008	41.502.514,37
Costo polizza esercizio 2008 a carico degli agenti	5.885.526,51
Utile FIRR netto polizza	**35.616.987,60**
Utile lordo	2,38%
Polizza	0,34%
Remunerazione Firr 2008	**2,04%**

Si evidenzia che nel corso del mese di gennaio 2009 sono stati rinnovati gli accordi economici collettivi del settore commercio, scaduti nel corso del 2002.

Il bilancio tecnico

Ai sensi del Decreto Ministeriale del 29 novembre 2007, nel corso del 2008 è stato nuovamente redatto, dallo studio attuariale incaricato dalla Fondazione, il bilancio tecnico al 31 dicembre 2006, con riferimento ai dati dell'ultimo bilancio consuntivo disponibile, quello al 31 dicembre 2007. Sono diverse le novità introdotte dal Decreto rispetto alle previgenti linee guida tracciate dal Ministero del Lavoro e della Previdenza Sociale, prime fra tutte l'allungamento del periodo di stabilità da 15 a 30 anni e l'estensione del periodo di previsione fino a 50 anni. Al riguardo, è bene sottolineare che il bilancio tecnico fornisce un'indicazione di tendenza sulla simulazione tecnico-finanziaria della gestione strettamente dipendente dal quadro di ipotesi scelto: ipotesi demografiche ed economico-finanziarie su un arco temporale di 50 anni tese a valutare lo sviluppo della collettività assicurata, i flussi finanziari in entrata e in uscita, la consistenza patrimoniale nonché il rapporto con la riserva legale.

Inoltre, il Decreto stabilisce che tale previsione deve essere effettuata sulla base di parametri standard riferiti al complesso della popolazione dei lavoratori; qualora l'Ente presenti elementi di specificità che rendono non appropriato o poco prudenziale l'utilizzo di tali ipotesi standard, il bilancio tecnico deve sviluppare proiezioni in base alle indicazioni peculiari riscontrate – bilancio tecnico specifico – e comunque, in aggiunta, l'Ente deve produrre il bilancio tecnico redatto con le ipotesi standard. Per la Fondazione il bilancio specifico coincide con il bilancio tecnico ministeriale.

Secondo le valutazioni attuariali per il bilancio tecnico ministeriale risulta in sintesi: il saldo previdenziale rimane positivo per 19 anni e cioè sino al 2025, il saldo totale è positivo per 23 anni e cioè sino al 2029 e quindi il patrimonio a fine anno si incrementa sino a tale anno e rimane positivo fino al 2045.

Gli Indicatori

Il Decreto, che ha delineato i criteri per la realizzazione dei bilanci tecnici per gli Enti di cui al D.lgs n. 509/1994 e quelli di cui al D.lgs n. 103/1996, ha stabilito, tra l'altro, i criteri per la verifica della stabilità e di adeguatezza delle prestazioni.

Circa il parametro che deve essere preso in considerazione quale indicatore di stabilità, nelle disposizioni non è presente alcuna indicazione puntuale. Il bilancio tecnico ministeriale riporta come ultimo anno con saldo corrente positivo il 2029, mentre le previsioni conseguenti alle modifiche al regolamento, descritte nel paragrafo che segue, riportano il saldo corrente positivo sino al 2032, coprendo 26 anni rispetto ai 30 previsti. Per quanto riguarda invece la positività del Patrimonio a fine anno, rispetto ai 39 anni del bilancio tecnico ministeriale, le previsioni conseguenti alle modifiche regolamentari portano la stessa a 50 anni, cioè fino al 2056. In ogni caso, per una migliore cognizione dell'impatto riguardante le modifiche approvate al Regolamento sarebbe plausibile effettuare proiezioni su un periodo più esteso che interessi le generazioni dei nuovi assicurati investiti dalla riforma. Si precisa che il bilancio tecnico, nelle ipotesi economico finanziarie formulate non tiene conto dell'impatto derivante dall'operazione di dismissione del patrimonio immobiliare. Della stessa si terrà conto nel bilancio tecnico 2008 che sarà redatto entro la fine dell'esercizio 2009. Le prime simulazioni attuariali effettuate portano gli indicatori di stabilità rispettivamente al 2039 ed al 2063 a seconda che si tratti di saldo corrente o patrimonio a fine anno.

Per quanto riguarda gli indicatori di adeguatezza ci si riferisce all'analisi dei tassi di sostituzione al lordo e al netto del prelievo fiscale contributivo per l'intero periodo di previsione, effettuato per alcune figure-tipo significative. Il tasso di sostituzione è il rapporto esistente fra la pensione maturata al momento del pensionamento e l'ultimo reddito percepito, la finalità dei suddetti tassi è proprio quella di valutare l'adeguatezza delle prestazioni. Secondo le valutazioni del bilancio tecnico ministeriale se si osserva ad esempio la

figura-tipo di un agente maschio plurimandatario, coerentemente con le vigenti condizioni per l'erogazione della pensione di vecchiaia (65 anni di età e 20 anni di anzianità), il tasso di sostituzione lordo decresce con l'aumentare degli anni passando dal 25,6% nel 2007 all'11,3% nel 2047; netto varia da 31,9% a 15,6% per gli stessi anni. Considerando un'anzianità contributiva superiore, pari a 30 anni, si evidenzia un netto miglioramento dell'indicatore che per il 2007 è pari a 38,9% e nel 2047 pari a 16,5% al lordo del prelievo fiscale, mentre al netto si passa dal 49,0% del 2007 al 23,0% del 2047. Si ribadisce che la prestazione Enasarco è integrativa e pertanto il tasso di sostituzione va analizzato tenendo conto di tale elemento.
L'indicatore costruito come rapporto tra la riserva legale, pari a 5 annualità delle prestazioni correnti, e il patrimonio alla fine di ciascun anno è pari a 1 nel 2007 per la sostanziale eguaglianza dei due valori; dal 2008 al 2026 assume valori inferiori all'unità con un andamento prima decrescente e poi crescente; infine dal 2027 in poi assume valori superiori all'unità aumentando progressivamente al diminuire del patrimonio netto, positivo fin quando è positivo quest'ultimo, 2045.

Eventi successivi

Nel 2008 sono state approvate le modifiche previste ai commi 3 e 5 dell'art. 14 del Regolamento Istituzionale della Fondazione riguardanti:

- l'applicazione dei coefficienti di trasformazione del montante contributivo in rendita, costruiti in base alle probabilità di morte della collettività dei pensionati della Fondazione;
- la rivalutazione annua del montante contributivo, relativo alla quota di pensione post 1 gennaio 2004, effettuata in base ai seguenti tassi:
  - per il 2007 e il 2008 pari alla media quinquennale del PIL di cui alla legge 335/95;
  - per gli anni 2009-2011 pari al maggiore tra il tasso medio dei rendimenti netti del patrimonio realizzati nel triennio precedente l'anno da rivalutare e la media quinquennale del PIL;
  - dal 2012 in poi pari al tasso medio dei rendimenti netti del patrimonio realizzati nel triennio precedente l'anno da rivalutare.

Si è proceduto alla valutazione di tali modifiche al Regolamento rielaborando il bilancio tecnico ministeriale al 31 dicembre 2006. Secondo la "Nota tecnica attuariale", la cui validità è ovviamente legata allo scenario di ipotesi adottato, risulta in sintesi: il saldo previdenziale rimane positivo per 20 anni, cioè sino al 2026, e il saldo totale è positivo per 26 anni, cioè sino al 2032, anche se entrambi i saldi risultano successivamente di nuovo positivi per un numero limitato di anni; infine il patrimonio a fine anno si incrementa sino al 2032 e rimane positivo oltre il 2056. Risulta, inoltre, che il patrimonio è almeno pari alla riserva legale sino al 2029.
La tabella riporta gli incrementi positivi di alcuni indicatori calcolati tenendo conto delle modifiche ai coefficienti di trasformazione e della misura di rivalutazione confrontati con i valori del bilancio tecnico ministeriale. Tali sviluppi verranno consolidati ed approfonditi in occasione della redazione del prossimo bilancio tecnico al 31.12.2008.

Tabella 8 - Confronto tra Bilancio tecnico ministeriale al 31.12.2006 e Nota tecnica

Bilancio Tecnico Ministeriale al 31.12.2006	Ultimo anno con saldo previdenziale positivo 2025	Ultimo anno con saldo totale positivo 2029	Ultimo anno con patrimonio positivo 2045	Ultimo anno con patr. ≥ riserva legale 2027
Valutazione Nota tecnica	2026	2032	oltre 2056	2029
Positivi	+1	+3	+11	+2

La gestione degli asset mobiliari

Premessa

Il processo di riorganizzazione dell'asset allocation finanziaria, anche per il 2008 è rimasto tra i prioritari obiettivi di questo Consiglio.

Per ottemperare all'accordo programmatico siglato dalle Parti Sociali presso il Ministero del Lavoro e della Previdenza Sociale e per neutralizzare la crisi dei mercati dei derivati, che – in congiunzione alla crisi dei mutui subprime, avrebbe comportato per la Fondazione notevoli decrementi del fair value, alla fine dell'esercizio 2007 sono state effettuate ristrutturazioni di alcuni titoli in portafoglio con le banche JP Morgan e Lehman Brothers, aggiudicatarie del beauty contest indetto all'uopo.

Nella gestione del portafoglio mobiliare la Fondazione si è ispirata pertanto ai seguenti criteri:

- definire un portafoglio caratterizzato da un alto grado di trasparenza, in modo da fruire di informazioni chiare che riguardino sia le caratteristiche dirette del prodotto, che la composizione dei sottostanti;
- razionalizzare i costi di transazione diretti ed indiretti, riducendoli al minimo indispensabile;
- ristrutturare il portafoglio immettendo prodotti alienabili anche prima della scadenza, senza alcuna penale, caratterizzati da una valorizzazione marked to market in ogni istante del tempo.

A questi si aggiunga la considerazione che per rafforzare il monitoraggio del portafoglio e seguire direttamente le questioni inerenti la gestione dei prodotti finanziari, a partire dal 2008 la Fondazione ha assunto una risorsa dedicata altamente specializzata. In conseguenza dell'avvenuta ristrutturazione di portafoglio e delle mutate condizioni dei mercati finanziari, la Fondazione già alla fine del 2007 aveva incaricato l'Advisor esterno di predisporre un'asset allocation strategica che tenesse conto degli obiettivi prefissati e dei nuovi scenari presenti sui mercati finanziari. A marzo 2008 il Consiglio di Amministrazione della Fondazione ha approvato l'AAS come sviluppata dall'Advisor. Gli ultimi eventi sui mercati finanziari e la crisi di liquidità che si è manifestata nel mondo bancario, hanno condotto alla decisione di non dare seguito all'AAS nel 2008, limitatamente all'implementazione delle linee e dei mandati azionari ed obbligazionari. La sua verifica e realizzazione sarà, pertanto, una delle priorità del prossimo esercizio, tenendo conto dell'evolversi dei mercati e, di conseguenza, dell'opportunità e delle modalità con cui attuare completamente la riorganizzazione dell'asset finanziario, finalizzata alla massimizzazione dei rendimenti sempre nell'ambito del contenimento dei rischi.

Di seguito vengono illustrate le attività svolte e gli investimenti posti in essere dalla Fondazione nel corso del 2008. Per semplicità di analisi le argomentazioni sono riportate per tipologia d'investimento.

Investimento della liquidità a breve

Nel corso dell'anno la Fondazione ha mantenuto una notevole riserva di liquidità che ha investito in operazioni di Pronti contro Termine, generalmente a scadenza trimestrale. Tali operazioni hanno garantito un rendimento netto medio di circa il 5%, generando durante l'anno proventi netti per 34,6 milioni di euro.

Fondi immobiliari

La Fondazione detiene in portafoglio investimenti nei Fondi Michelangelo e Caravaggio gestiti da Sorgente SGR, e aveva ad inizio anno un impegno di investimento nel Fondo Donatello, richiamato a gennaio 2008 e per cui dunque sono state assegnate 200 quote del valore unitario di euro 50.000. Inoltre vi erano investimenti preesistenti nei Fondi Immobilium 2001 e Italian Business Hotel. Si segnala che il Fondo Immobilium 2001 ha deliberato, come preannunciato, la distribuzione di un dividendo 2008 (1,7 milioni di euro al netto delle imposte).

Nel mese di ottobre 2008 è stato sottoscritto l'accordo di acquisto di quote del Fondo Omega Immobiliare, per 80 milioni. Il Fondo Omega ha successivamente acquisito il patrimonio immobiliare di IMMIT S.p.A. (posseduta al 100% da Intesa San Paolo); si tratta di 284 immobili a prevalente destinazione direzionale e filiali, per un totale di circa 420.000 Mq, concentrati per la maggior parte nelle città di Roma e Milano, ad un valore di circa 850 milioni di euro (circa 2.000,00 euro al metro quadro in media, a fronte di un valore di mercato stimato dai valutatori indipendenti CB Richard Ellis nel febbraio 2008 pari a circa 1.160 milioni di euro, pertanto con uno sconto di apporto pari al 27%).
Gli immobili che il Fondo ha acquisito sono a reddito, circa il 90% del portafoglio è locato a canoni di mercato per un totale percepito pari a circa 63 milioni di euro all'anno, corrispondente ad un entry yield del 7,3%. Il 58% della superficie commerciale del Patrimonio Immobiliare è concesso in locazione a medio - lungo termine a società del Gruppo Intesa San Paolo. Tale quota corrisponde a circa il 68% dei canoni di locazione. Al 31 dicembre 2008 sono state richiamate quote per un controvalore di euro 54,9 milioni. La rimanente parte, pari ad euro 25,1 milioni sono state richiamate nei primi mesi del 2009. Al 31 dicembre 2008 il fair value della quota del fondo è superiore del 16,8% circa rispetto al valore di bilancio della stessa.
Nel mese di dicembre 2008, come riportato nella nota integrativa, è stata effettuata l'importante operazione di liquidazione della quota del Fondo Michelangelo e contestuale reinvestimento nel Fondo Donatello. Il Fondo Michelangelo si stava avvicinando alla scadenza (prevista per la fine del 2009), avendo generato rendimenti notevoli. Tuttavia le potenzialità di valorizzazione e rendimento del patrimonio immobiliare del Fondo sono state giudicate ancora estremamente interessanti. La Fondazione ha valutato positivamente la proposta del gestore Sorgente SGR di apportare il patrimonio del Fondo Michelangelo nel Fondo Donatello, di recente costituzione, al fine di sfruttarne le ulteriori potenzialità. La Fondazione ha venduto le quote del fondo Michelangelo ed ha contestualmente acquistato quote del Fondo Donatello. Queste ultime sono state valutate 90,1 milioni di euro, generando una plusvalenza di circa 36,8 milioni di euro, al netto delle imposte dovute. Tali quote del Fondo Donatello – comparto Narciso - si sono aggiunte a quelle già in possesso della Fondazione, del valore nominale di 10 milioni di euro (investiti nel comparto Tulipano del Fondo Donatello stesso).

Obbligazioni

Obbligazioni e polizze assicurative

La Fondazione aveva in portafoglio, dall'inizio dell'anno, un BTP con scadenza 2010 e tasso pari al 4,25% per 40 milioni di euro, e, per 10 milioni, delle obbligazioni del Banco di Sassari con scadenza 2008 e tasso al 5%, queste ultime andate a scadenza in dicembre. Inoltre la Fondazione detiene un portafoglio di obbligazioni bancarie a copertura dei mutui erogati a dipendenti e assistiti, per un valore complessivo pari a circa 118 milioni di euro, e con un rendimento medio che nell'anno è stato di circa il 3,6%.
Nel mese di giugno 2008 sono stati effettuati nuovi investimenti in questa Asset Class: si sono sottoscritte le obbligazioni Unipol (per 20 milioni di euro) e quelle Bancaperta (15 milioni), nonchè la polizza di assicurazione Cattolica (per 15 milioni), con scadenze rispettivamente di 2, 4 e 5 anni, e rendimenti netti annui superiori al 4%.

Titoli strutturati

Il portafoglio di titoli strutturati della Fondazione, all'inizio del 2008, era stato di recente ristrutturato, con la collaborazione delle Banche d'investimento JP Morgan e Lehman Brothers, selezionate in un Beauty Contest svoltosi nel corso dell'autunno 2007. Con la ristrutturazione la Fondazione aveva conseguito una complessiva riduzione del rischio di credito, una maggiore trasparenza sui criteri di calcolo del valore dei sottostanti e una maggiore possibilità di gestione degli stessi.

Il portafoglio JP Morgan

A seguito della ristrutturazione effettuata a fine 2007, la Fondazione possiede cinque diversi titoli obbligazionari strutturati da JP Morgan, aventi un valore complessivo di 518 milioni di euro e scadenza compresa tra 10 e 15 anni. Ogni titolo ha un rendimento indicizzato ad uno o più sottostanti: un Fondo obbligazionario (Pimco), un indice azionario (ECPI), sostituito nel corso del 2008 dal suddetto Fondo obbligazionario Pimco, un paniere di strategie algoritmiche, un paniere di Fondi di Fondi Hedge del gestore RMF e un Fondo di Fondi Hedge del gestore Good Steward. Su tali note sono state effettuati nel corso del 2008 diversi interventi di sostituzione dei sottostanti. Come accennato, a marzo 2008 l'indice azionario ECPI è stato sostituito con un esposizione al Fondo Pimco Aspire. Nel corso del mese di luglio 2008 è stata effettuata una parziale revisione dei componenti della nota a strategie algoritmiche, sostituendo l'indice Commodity IGAR con un altro indice sulle commodity, l'Optimax, dall'andamento meno volatile (la sostituzione era stata richiesta sulla base di attese, poi verificatesi, di inversione dell'andamento di mercato dei prezzi delle commodity ed in particolare del petrolio, ed è stata effettuata in un istante tale da realizzare tutto l'apprezzamento dell'indice stesso prima della caduta dei prezzi delle materie prime) ed è stato sostituito l'indice Income FX con un altro indice sui cambi valutari, lo Smart Carry Index. In settembre è stata effettuata la redemption dei sottostanti della nota RMF, a causa dell'andamento relativamente meno soddisfacente, dei ritardi nell'invio dei dati sull'andamento dei fondi e del fatto che la società di gestione non abbia seguito le indicazioni date nei mesi precedenti in accordo con JP Morgan (riduzione dell'esposizione ai mercati asiatici). All'inizio dell'anno era presente nel portafoglio della Fondazione anche la nota Xenon Capital, sottoscritta con Merrill Lynch, per un capitale di 90 milioni di euro, con una struttura particolarmente complessa, caratterizzata da due diversi sottostanti:

- per 27 milioni di euro la nota era legata all'andamento di un indice LPX Major Market (rappresentante un paniere di fondi di private equity);
- per 63 milioni di euro il capitale era impegnato nel fondo di private equity Alpha CEE II, operante su imprese dell'Europa dell'Est (esclusa la Russia) e Turchia.

Il Consiglio di Amministrazione della Fondazione nella riunione del 29 ottobre, ha deliberato la sostituzione dell'obbligazione Xenon, rimasta fuori dal processo di ristrutturazione avviato a fine 2007 a causa del protrarsi dei tempi necessari a contattare tutte le controparti e a concludere le trattative, con una nuova obbligazione strutturata da JP Morgan, con caratteristiche che meglio sposano gli obiettivi che la Fondazione si è posta nella costituzione del proprio portafoglio. L'obbligazione Sulis ha un valore nominale di euro 195 milioni ed ha come sottostanti tre diversi asset:

- Il fondo di Private Equity Alpha CEE II Insured, precedentemente sottostante dell'obbligazione Xenon, è un fondo di fondi di Private Equity concentrato su una regione specifica europea (Central ed Eastern Europe). L'impegno di investimento nel fondo è pari a 63 milioni.
- Un fondo di Private Equity operante in Italia nei settori industria, commercio e servizi. L'impegno di investimento nel Fondo è pari a 65 milioni.
- Un fondo legato alla longevità, con rendimento indicizzato a quello di un paniere di attivi legati al rischio di longevità, per un impegno pari a 67 milioni di euro. L'investimento in tale fondo si basa sul finanziamento di prestiti erogati a fronte di garanzie reali, per un valore non eccedente il 20% del bene che funge da garanzia. Tali prestiti sono remunerati a tassi di interesse sensibilmente maggiori (anche del 4%) di Libor / Euribor. I prestiti sono rimborsati in un'unica soluzione, a una data scelta del beneficiario. Dato l'alto livello del tasso di interesse sul quale si calcola l'importo del rimborso del prestito, il rendimento atteso da questa tipologia di investimento è crescente al crescere della durata, ovvero della speranza di vita dei prestatari (questa tipologia di prestiti di norma non viene rimborsata anticipatamente). In considerazione di quanto esposto e delle simulazioni effettuate, il rendimento atteso per questo investimento è di circa 6-7%.

Il portafoglio Lehman Brothers

La nota Anthracite, sottoscritta con Lehman Brothers per un capitale di 780 milioni di euro, ha come sottostanti un insieme di fondi hedge e di fondi tradizionali (long only, ovvero che non effettuano vendite allo scoperto). La nota era a capitale protetto secondo il meccanismo CPPI e utilizzava una moderata leva finanziaria, la cui entità complessiva è determinata dall'andamento del NAV dei sottostanti.

L'andamento dei sottostanti nel corso dei primi mesi del 2008 ha risentito dell'andamento negativo di mercato; il 2008 si è rivelato come il peggiore da sempre per i fondi hedge, anche da prima della crisi di settembre. La performance complessiva dei sottostanti della nota è stata migliore di quella degli indici di settore, ma comunque negativa. Nel corso dell'anno sono stati pertanto effettuati degli interventi di deleverage.

Ogni altra considerazione relativa all'andamento della nota passa in secondo piano rispetto al fallimento di Lehman Brothers avvenuto il 15 settembre. La Fondazione ha immediatamente verificato, con l'ausilio dei propri legali, contattati immediatamente, che non vi fosse il rischio che gli attivi sottostanti alla nota fossero attaccabili da eventuali richieste dei curatori fallimentari di Lehman ed avendo la conferma che la struttura in essere era efficace dal punto di vista della sicurezza dagli impatti del fallimento.

Gli effetti negativi del fallimento erano soprattutto legati alla perdita della protezione sul capitale a scadenza, e alla difficoltà nel gestire l'investimento, dovuta al venire meno del "calculation Agent", ovvero Lehman. Quest'ultima circostanza comportava l'impossibilità pratica di effettuare vendite o anche semplici richiami di capitale dai Fondi sottostanti.

Pertanto la Fondazione ha intrapreso una strategia volta a:

- preservare il valore dell'investimento;
- individuare partner (preferibilmente più di uno) tra istituzioni finanziarie di comprovata solidità, in grado di ristrutturare l'obbligazione e subentrare a Lehman nel ruolo di fornitori della protezione del capitale.

Sotto il primo aspetto, con la collaborazione degli studi legali Gianni Origoni Grippo & Partners e Sidley & Austin di Londra, è stata analizzata la documentazione relativa ai contratti che fanno capo alla società veicolo che detiene gli attivi dell'obbligazione. Sulla scorta di tali analisi, in data 17 settembre 2008, si sono diffidati il Trustee ed altre controparti dall'intraprendere azioni che potessero causare un'intempestiva liquidazione degli assets. Inoltre sono stati e sono tuttora attivamente monitorati i pagamenti delle "redemption" richiesti ai Fondi sottostanti in epoca precedente il fallimento di Lehman. Nel contempo si è analizzata nel continuo la situazione dei fondi sottostanti la nota, verificando che non vi fosse esposizione significativa verso Lehman al momento del fallimento di questa e, successivamente, eventuali situazioni di criticità dovute al periodo di mercato decisamente anomalo e difficile.

Come primo passo verso la ricostituzione della garanzia sulla nota Anthracite, all'inizio del mese di ottobre 2008, sono state invitate a presentare proposte finalizzate allo scioglimento dei rapporti contrattuali esistenti (primo passo verso la ristrutturazione) le Banche Barclays Capital, Credit Suisse e Société Générale. Sono state escluse le principali Banche americane, per considerazioni relative al ruolo di epicentro della crisi dell'economia americana, le principali Banche italiane perché molto esposte agli attuali movimenti di mercato e per avere limitati rapporti con l'emittente dell'obbligazione e le Banche tedesche, in considerazione delle difficoltà del sistema finanziario di tale Paese. Tra le Banche del resto d'Europa non si è ritenuto di coinvolgere l'estremamente solida BNP Paribas, a causa della forte esposizione della Fondazione verso tale soggetto, dal punto di vista dei rischi operativi derivanti dai numerosi rapporti già in essere. Si era inoltre esclusa dalla prima fase HSBC, in quanto sarebbe stata in conflitto di interesse in quanto Trustee dell'obbligazione Anthracite. Altre Banche europee selezionabili non avrebbero garantito la necessaria tempestività di intervento, dato che non operano stabilmente sul mercato italiano.

La strategia che la Fondazione ha condiviso con il proprio advisor e con le Banche suddette, per giungere alla

ristrutturazione dell'investimento e alla ricostituzione della garanzia sul capitale, prevedeva due fasi distinte:

1 trasferimento immediato della titolarità dell'obbligazione Anthracite ad un'unica Banca, in modo che questa potesse effettuare la chiusura di tutti i rapporti contrattuali esistenti in capo ad Anthracite, con le controparti del gruppo Lehman e con i terzi (Trustee, Paying Agent, ecc.) ;

2 la vera e propria ristrutturazione dell'investimento: a seguito di offerte economiche il trasferimento degli asset di Anthracite nelle società veicolo delle nuove obbligazioni a capitale protetto. In questa fase l'obbligazione viene "spezzata" tra le diverse Banche in modo da realizzare una maggiore diversificazione delle garanzie.

Per la fase 1, la proposta di Credit Suisse, su cui il Consiglio d'Amministrazione si è espresso favorevolmente con propria delibera del 29 ottobre 2008, è risultata la migliore in relazione al potere contrattuale verso le altre controparti (curatori fallimentari, Trustee e amministratori della nota, ecc.) e alle condizioni della garanzia offerta.
Il trasferimento di titolarità è avvenuto senza flussi alcuna movimentazione finanziaria tra la Fondazione e la Banca selezionata. Si è trattato infatti di uno scambio dei titoli Anthracite con altri titoli con rendimento totalmente indicizzato a quello di Anthracite. Inoltre lo scambio non ha addossato alla Fondazione ulteriori rischi di credito; la Fondazione ha mantenuto in pegno i titoli Anthracite, che in caso di fallimento di Credit Suisse rientrano in suo possesso. La Fondazione ha inoltre mantenuto pieno controllo sulle operazioni effettuate da Credit Suisse, obbligata a condividerle preventivamente con la Fondazione. Alla luce di quanto riportato, al 31 dicembre del 2008 la Fondazione detiene il certificato Credit Suisse di garanzia del capitale a scadenza per un valore pari esattamente al valore del titolo Antrachite (euro 780.470.000,00).
In merito all'evolversi della questione descritta si rimanda al paragrafo che segue "Eventi successivi".

La nota ABN Amro Alpha Dividend Black Swan
La nota Alpha Dividend Black Swan di ABN Amro, sottoscritta per 30 milioni di euro, ha durata 4 anni e prevede il pagamento di una cedola minima del 17% alla fine del periodo di investimento (superiore al 4% composto annuo), oltre al capitale protetto. Inoltre esiste un potenziale extra rendimento legato alla performance dei corsi dei titoli di due panieri di azioni: uno che rappresenta le grandi imprese che pagano dividendi e l'altro che rappresenta le aziende quotate in generale.

Fondi d'investimento
All'inizio del 2008 la Fondazione deteneva in portafoglio quote del Fondo China Enterprise Capital Ltd, per un ammontare di 24 milioni di dollari, completamente richiamato. Nei primi mesi dell'anno si era cercato di vendere tali quote, ma la trattativa non è stata finalizzata, a causa dell'andamento deludente dei mercati negli ultimi mesi, che ha reso impraticabile alla controparte individuata la conclusione dell'acquisto. La relazione semestrale del Fondo CEC, in ogni caso, ha evidenziato un buon andamento dell'investimento, soprattutto tenendo conto dell'attuale congiuntura. Tale andamento, e le buone prospettive del Fondo, sono state ribadite nel corso dell'incontro annuale con gli investitori, tenutosi a Londra in ottobre.
Nel mese di aprile 2008 sono stati assunti impegni di investimento rispettivamente per 15 milioni di euro nel Fondo Atmos II, e di 20 milioni di euro nel Fondo Ambienta I, entrambi specializzati in iniziative nel settore delle energie alternative e delle tecnologie orientate al rispetto dell'ambiente.
Si segnalano gli investimenti effettuati dal fondo Ambienta I per l'acquisto di una quota di un aumento di capitale di ICQ Holding S.p.A., società che progetta e gestisce siti e impianti per produzione energia e riciclaggio rifiuti, e, sempre tramite un aumento di capitale, l'acquisto di una notevole partecipazione in Italiana Pellets Spa che sarà uno dei principali produttori italiani di pellet, biocombustibile solido composto da biomassa legnosa essiccata e pressata, utilizzato per la produzione di energia e calore.