

Obiettivo dell'indagine

La Commissione parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale ha deliberato, nella seduta del 5 novembre 2008, lo svolgimento di un'indagine conoscitiva sulla situazione economico-finanziaria delle Casse privatizzate anche in relazione alla crisi dei mercati internazionali, con la finalità di verificare se ed in quale misura gli enti privatizzati abbiano investito propri fondi in strumenti o prodotti finanziari ad alto rischio.

A tale scopo è stato analizzato l'*asset allocation* dei patrimoni mobiliari delle Casse dei professionisti per valutare le eventuali perdite patrimoniali subite e quindi le ripercussioni negative sull'equilibrio gestionale e, dunque, sui rispettivi bilanci. In linea generale, si è ritenuto opportuno verificare le conseguenze di tali investimenti sulla sostenibilità del sistema previdenziale nel medio e nel lungo periodo.

L'analisi svolta dalla Commissione ha inteso accertare gli effetti di tale esposizione finanziaria delle Casse privatizzate con particolare riguardo all'equilibrio della gestione mobiliare, indicando nel contempo gli interventi necessari per garantire la stabilità delle gestioni previdenziali per un arco temporale non inferiore a trent'anni, così come prescritto dalla legge finanziaria per il 2007.

L'indagine, attraverso l'acquisizione dei dati relativi alla composizione dei portafogli mobiliari delle Casse, ha avuto altresì lo scopo di verificare la congruità delle riserve destinate alle prestazioni previdenziali obbligatorie, al fine di valutare l'efficienza del servizio in relazione alle esigenze degli utenti, all'equilibrio delle gestioni e all'utilizzo dei fondi disponibili, così come prevede la legge n. 88 del 1989, istitutiva della Commissione parlamentare di controllo sugli enti gestori, all'articolo 56, comma 2.

La Commissione, a conclusione dell'indagine, intende offrire con il presente documento un quadro ricognitivo delle evidenze emerse, fornendo nel contempo alcuni spunti per eventuali ipotesi di riforma del sistema dei controlli sugli investimenti delle Casse privatizzate al fine di assicurarne sia la stabilità di lungo periodo, sia la congruità delle prestazioni previdenziali.

CAPITOLO I

GLI EFFETTI DELLA CRISI FINANZIARIA DEL SISTEMA CREDITIZIO/BANCARIO SUGLI INVESTIMENTI DELLE CASSE

1. Crisi finanziaria, investimenti a rischio e titoli tossici.

La recente crisi finanziaria internazionale ha avuto conseguenze negative sull'economia reale, tanto che taluni Paesi dell'area "euro" hanno rischiato e tuttora rischiano la bancarotta. La causa primaria di tale crisi è stata la spregiudicata immissione nei mercati mondiali di titoli finanziari ad alto rendimento, ma con correlato e non quantificabile alto rischio: aspetto questo ultimo al quale non è stato dato adeguato rilievo da parte delle emittenti, né adeguato apprezzamento da parte degli investitori.

La crisi finanziaria ha avuto origine nel mercato immobiliare degli Stati Uniti, con l'emissione da parte del sistema bancario di una gran quantità di titoli garantiti da mutui ipotecari. Questi mutui, cosiddetti *subprime*, sono stati erogati dagli istituti di credito a soggetti con scarsa affidabilità economica, che non offrivano le necessarie garanzie in ordine alla capacità di restituzione delle somme prese in prestito. Alcuni istituti bancari per erogare tali prestiti hanno reperito i capitali mediante l'emissione di prodotti finanziari di tipo obbligazionario che sono stati venduti non solo negli Stati Uniti, ma anche nei mercati internazionali. La convenienza per le banche è risultata notevole grazie alle commissioni che incassavano sia dai mutuatari, sia dagli acquirenti dei titoli obbligazionari.

In buona sostanza, la garanzia del pagamento delle cedole e del rimborso del capitale del prestito obbligazionario erano fondati sulla capacità di pagamento delle rate di mutuo da parte di sottoscrittori poco affidabili: i titoli sono risultati pertanto altamente "tossici", ovvero ad elevata probabilità di insolvenza. L'erogazione di tali mutui ha fatto lievitare il prezzo degli immobili a causa della forte domanda che si è generata. Tutto il sistema finanziario, strutturalmente piuttosto complesso, legato a tale meccanismo, è entrato in crisi nel momento in cui una parte molto elevata dei mutuatari è risultata insolvente: il livello di insolvenza è stato molto superiore a quello valutato mediante i modelli matematici.

La causa principale di tale crisi finanziaria è da ricercarsi soprattutto nel consistente rialzo dei tassi di interesse, che ha determinato un aumento delle rate dei mutui indicizzati. Le quotazioni immobiliari sono crollate a causa dell'immissione sul mercato di immobili ipotecati a garanzia di prestiti erogati e non restituiti, rendendo di fatto impossibile il recupero del capitale mutuato. L'insolvenza dei mutuatari si è trasformata nell'impossibilità di fare fronte agli impegni nei confronti dei sottoscrittori delle obbligazioni. L'effetto domino è risultato devastante e inarrestabile: ha travolto non solo tutto il sistema del credito legato al settore, ma l'intero sistema bancario e la conseguente stretta creditizia ha comportato una crisi senza precedenti sia del sistema finanziario che di quello economico degli Stati Uniti. La crisi - che ha comportato massicci interventi di salvataggio del sistema bancario sia da parte della *Federal Reserve* (FED), che del Dipartimento del tesoro degli Stati Uniti - stante la globalizzazione dei mercati, ha avuto effetti a livello mondiale.

La mancata valutazione della correlazione tra rischio e rendimento costituisce la più frequente causa dei fenomeni di crisi finanziaria. L'illusione di poter controllare il rischio correlato ad investimenti ad alto rendimento è spesso alimentata dall'utilizzo e dalla pubblicizzazione di strumenti e competenze di calcolo di elevato profilo. Sotto tale aspetto non appare irrilevante il ruolo giocato a livello internazionale dalle riviste scientifiche di tipo finanziario - economico.

Passando ad analizzare nel dettaglio la materia degli investimenti a rischio, si ricorda che, nel corso dell'ultimo decennio, il mercato finanziario è stato invaso dai cosiddetti titoli derivati, strumenti finanziari il cui valore è legato a quello dei cosiddetti sottostanti che possono essere titoli o indici finanziari oltre che beni di qualsiasi altra natura. La creazione dei prodotti derivati ha, quindi, determinato una lievitazione della ricchezza finanziaria cui non corrisponde la crescita di alcuna ricchezza reale. Lo strumento derivato spesso poggia su di un altro strumento derivato secondo una costruzione in cui, grazie alla deregolamentazione, ognuno può costruire un piano basandosi solo sul piano sottostante, ignorando la solidità delle fondamenta. Il prezzo del derivato, di ben difficile valutazione, risulta non più basato su valori reali. Di conseguenza il concetto di rischio perde i riferimenti reali di valutazione. Si è quindi determinato a livello generale un elevato

rapporto di leva finanziaria - ossia di divergenza - tra il valore delle posizioni attive in titoli finanziari e il valore del patrimonio reale su cui poggiano i titoli stessi. In tale contesto "l'ingegneria finanziaria" ha prodotto i cosiddetti titoli strutturati, denominazione piuttosto generica che nella prassi si utilizza per definire un prodotto finanziario costituito da una componente di tipo obbligazionario e da un derivato. Per la parte obbligazionaria viene di solito garantito all'investitore il rimborso del capitale investito - si tratta in tal caso di titoli strutturati a capitale garantito - mentre la componente costituita dal derivato risulta quella a potenziale rendimento più elevato e pertanto con elevata e talvolta non trasparente e quantificabile esposizione al rischio.

Con riferimento alla valutazione della situazione finanziaria delle Casse di previdenza dei liberi professionisti, la considerazione base da cui partire è che tali Casse hanno come fine l'erogazione di prestazioni di tipo pensionistico e di tipo assistenziale, prestazioni quindi che debbono essere sottratte quanto più possibile ad ogni aleatorietà. Da tale considerazione scaturisce quale naturale conseguenza che gli investimenti finanziari delle Casse dovrebbero essere ispirati ad una logica di "sicurezza sostenibile", dovrebbe trattarsi cioè di investimenti non finalizzati a generare rendimenti tali da "battere il mercato", bensì rendimenti il cui livello deve risultare coerente con le migliori opportunità prudenziali di investimento che il mercato presenta: a tale livello di rendimento debbono essere correlate le promesse pensionistiche dell'ente previdenziale.

A tale proposito si rileva l'opportunità che gli amministratori delle Casse, compatibilmente con le strategie di investimento ed i prefissati *target* di rendimento e comunque nel rispetto della loro autonomia di scelta, valutino la possibilità di investire anche in titoli emessi dallo Stato italiano. Si ritiene che l'investimento in strumenti finanziari cosiddetti innovativi, quali i titoli derivati o strutturati, può conseguire solo da un'effettiva valutazione del ruolo e della finalità previdenziale con cui sono utilizzati nel portafoglio, finalità che spesso viene individuata in una non meglio precisata e precisabile "attività di copertura", laddove, invece, risulta evidente la speranza di guadagno connessa ad una pura scommessa speculativa.

Al riguardo si rileva che, nel corso delle audizioni svolte nell'ambito dell'indagine conoscitiva, da parte degli amministratori delle Casse non sempre sono state fornite risposte convincenti alle richieste di chiarimento in merito all'utilità di investire in tali strumenti finanziari innovativi. Risulta altresì necessaria, da parte di chi è intenzionato ad utilizzare tali strumenti finanziari, oltre che un'adeguata competenza, anche un'attenta valutazione del rischio di massima perdita che ne può derivare. E' altresì importante che gli organismi vigilanti controllino che gli strumenti finanziari innovativi non servano a coprire perdite già acquisite anche mediante l'erogazione nell'immediato di interessi rilevanti, interessi che sono successivamente recuperati in modo molto oneroso. Non appare inutile ricordare quanto accaduto in materia di derivati nell'ambito della finanza locale della Pubblica Amministrazione e nella piccola e media impresa.

2. Tipologia degli investimenti effettuati e advisors coinvolti

Dall'analisi dei portafogli mobiliari delle Casse di previdenza e dalle audizioni svolte sono emerse criticità di ordine finanziario, dalle quali possono scaturire ulteriori riflessioni di ordine economico e politico.

Al 31.12.2008, il valore nominale dei titoli ad emissione diretta del gruppo *Lehman Brothers* presenti nei portafogli delle Casse di previdenza era di circa 125 milioni di euro: l'esposizione, nei confronti della società finanziaria fallita nell'autunno del 2008, rappresentava circa lo 0,83% del patrimonio complessivo delle Casse esposte direttamente¹, come riportato nella tabella sottostante. A prima vista, quindi, non sembrerebbe essere di fronte a una problematica particolarmente preoccupante.

¹ Si fa presente che la percentuale dello 0,83% differisce dalla percentuale indicata nella tabella allegata al resoconto stenografico dell'11 febbraio 2009, in quanto in quest'ultima erano comprese tutte le casse: sia quelle esposte direttamente, sia quelle esposte indirettamente, sia quelle non esposte.

Tabella 1 – Esposizione diretta e indiretta 2008 delle Casse verso *Lehman*

ENTE	Esposizione diretta	PATRIMONIO COMPLESSIVO al 31.12.2008	Esposizione Diretta/ Patrimonio Complessivo	Esposizione indiretta	PATRIMONIO COMPLESSIVO al 31.12.2008	Esposizione complessiva / Patrimonio Complessivo
ENPAIA Ente Naz. Prev. Ass. Addetti e Impiegati agricoli	45.000	1.268.367	3,55%			3,55%
EPAP	15.700	486.951	3,22%			3,22%
ONAOISI	15.000	427.793	3,51%			3,51%
INARCASSA	14.230	4.395.009	0,32%			0,32%
ENPAP	10.000	459.531	2,18%			2,18%
ENPAV	9.068	268.874	3,37%			3,37%
ENPACL	5.000	570.868	0,88%	53.000		10,16%
ENPAF	5.000	1.161.653	0,43%			0,43%
CASSA FORENSE	3.000	4.217.150	0,07%			0,07%
CASSA GEOMETRI	1.500	1.763.680	0,09%			0,09%
ENPAIA Periti agrari	1.000	73.439	1,36%			1,36%
ENPAIA Agrotecnici	200	11.659	1,72%			1,72%
ENASARCO				780.000	6.383.870	12,22%
ENPAM				80.000	9.309.150	0,86%
EPPI				35.000	546.956	6,40%
TOTALE	124.698	15.104.974	0,83%	948.000	16.239.976	3,42%

Se, però, si allarga l'analisi considerando anche l'esposizione indiretta, la situazione delle Casse appare in una prospettiva diversa. Può osservarsi, in primo luogo che, con esposizione indiretta, si intendono quegli investimenti in attività finanziarie nelle quali il coinvolgimento della *Lehman* si concretizza in forme diverse dall'essere l'emittente di un titolo, quali per esempio: essere garante del rimborso/recupero del capitale nominale investito; essere controparte di contratti derivati (quali ad esempio *interest rate swap* che modificano la struttura cedolare dei titoli obbligazionari, trasformandoli da titoli a tasso fisso a tasso variabile/indicizzato o viceversa); essere garante di un rendimento minimo su certi investimenti, ecc. Se si considerano anche queste tipologie di investimenti, l'esposizione verso *Lehman* sale al 3,42%.

Questa tipologia di esposizione caratterizza, tipicamente, l'investimento nei cosiddetti "titoli strutturati", ossia strutture complesse nelle quali si combinano spesso diverse tipologie di attività finanziarie (tra cui anche derivati) e nelle quali il rendimento cedolare e/o il valore di rimborso sono legati alle *performance* di predefiniti valori di riferimento, denominati "sottostanti", che possono essere obbligazioni, indici, investimenti alternativi o *private equity*, mutui ipotecari, ecc.

Per le Casse con un'esposizione indiretta, si pone, quindi, il problema di valutare come e in che misura il fallimento della Banca d'affari americana metta a rischio la redditività e la recuperabilità del capitale investito.

Tuttavia, la vicenda *Lehman* offre lo spunto per ulteriori riflessioni, allorché si analizza l'*asset allocation* delle Casse di previdenza maggiormente esposte e si osserva che, a differenza per esempio dei portafogli delle compagnie di assicurazione sottoposte a vigilanza prudenziale, il 35%² circa degli investimenti mobiliari è in "titoli strutturati": si tratta di prodotti poco trasparenti, spesso fortemente illiquidi e che comportano un importante rischio di concentrazione, ossia di esposizione, verso il settore bancario, principale emittente e distributore di tale tipologia di investimento.

La complessità di questi titoli (che generalmente combinano in un unico pacchetto investimenti con profili di rischio/rendimento diversi, le cui *performance* possono essere legate al verificarsi di specifici eventi e che, spesso, creano un'esposizione verso mercati poco liquidi, molto volatili e/o poco trasparenti) impone una complessa analisi *ad hoc* da parte dell'investitore, al fine di formulare un giudizio di convenienza e valutare l'opportunità di inserirlo in portafoglio.

² La percentuale è ricavata prendendo come riferimento le casse maggiormente esposte del paragrafo 3.

Il prezzo di questi strumenti dipende dai tassi di interesse di mercato privi di rischio, maggiorati di un premio al rischio; quest'ultimo, a sua volta, è influenzato principalmente da due fattori: il merito di credito dell'emittente (*credit spread*) e il grado di illiquidità del prodotto (*illiquidity premium*). Il merito di credito è collegato alla probabilità che ha un'emittente di far fronte agli impegni assunti; mentre il grado di illiquidità dipende dalle caratteristiche del mercato di scambio del prodotto.

Se il prodotto è trattato su mercati regolamentati liquidi, il premio al rischio è basso; se il prodotto non è trattato su un mercato regolamentato, ma la negoziazione si svolge al di fuori dei circuiti borsistici ufficiali (*over the counter*), il rischio di illiquidità è superiore; se è un prodotto personalizzato, senza mercato, ed è gestito "privatamente" dalle controparti, il rischio è alto. In quest'ultimo caso, nel contratto di sottoscrizione dovrebbero essere definiti due aspetti. Il primo riguarda le modalità di calcolo del valore di scambio, in quanto non esiste un prezzo di mercato (*mark to market*) e la valutazione è effettuata in base a modelli matematici (*mark to model*) che risultano di difficile verifica e controllo da parte degli investitori. Il secondo aspetto riguarda la fase legale di definizione dei termini e delle clausole del patto di riacquisto, ossia le modalità di riacquisto di una quota o di tutto il titolo da parte dell'emittente.

Intorno a queste operazioni finanziarie personalizzate, gravitano diversi attori tra cui il *Calculation agent* che è l'operatore *market maker* che calcola il prezzo/valore dell'attività finanziaria strutturata; il *trustee* che, in qualità di amministratore, controlla direttamente la gestione dell'investimento e il *Paying agent* che è l'ente creditizio autorizzato a eseguire i pagamenti di cedole, dividendi e rimborsi di capitale per conto delle società interessate. Va da sé che i prezzi poco trasparenti comportano il rischio di pagare commissioni esplicite o implicite rilevanti perché difficili da valutare e quindi da contrattare. Spesso tali prodotti strutturati vengono emessi da società-veicolo create *ad hoc* (*special purpose vehicle*, *Spv*) fuori dal bilancio delle Banche che originano i crediti sottostanti ai prodotti.

Dall'analisi svolta dalla Commissione è emerso che nei portafogli delle varie Casse sono presenti, ad esempio, "strutturati a capitale protetto"; si tratta di titoli che, generalmente, hanno cedole legate all'andamento di uno o più strumenti finanziari o indici sottostanti (quali, per esempio, la *performance* di un fondo di fondi *hedge*, oppure di un paniere di mutui ipotecari, o ancora la *performance* dell'indice azionario di un paese emergente, ecc.). In tali casi la protezione del capitale investito può essere ottenuta con varie modalità.

Il capitale può essere protetto da obbligazioni, oppure la garanzia può essere collegata a una tecnica di gestione nota come CPPI, *Constant Proportion Portfolio Insurance*, anche chiamata gestione a capitale garantito "dinamica". Il principio della CPPI è di investire una parte del capitale in attività rischiose (fondi azionari, *hedge*, azioni etc) e una parte in attività non rischiose: la proporzione delle due tipologie di investimento cambia nel tempo in base all'andamento del loro valore, secondo un meccanismo matematico che dovrebbe assicurare di ottenere alla scadenza almeno il capitale investito. Tuttavia, le perdite di valore di una o, peggio, di entrambe le tipologie di attività finanziarie può essere tale da non consentire di raggiungere l'obiettivo.

Tra i titoli strutturati presenti nei portafogli mobiliari delle Casse di previdenza rientrano i CDO (*Collateral Debt Obligation*), titoli obbligazionari garantiti da crediti ed emessi da società-veicolo appositamente create, alle quali vengono cedute le attività poste a garanzia. I CDO sono solitamente garantiti da un portafoglio composto da prestiti, titoli obbligazionari o *credit default swap* e suddivisi in più categorie (*tranche*), a seconda della loro priorità di rimborso stabilita a priori.

Altri titoli strutturati hanno come sottostanti fondi di *private equity*, che investono nel capitale di rischio di società, generalmente non quotate, con alto potenziale di sviluppo, oppure fondi *hedge*, cioè fondi speculativi che hanno l'obiettivo di produrre rendimenti costanti nel tempo, attraverso strategie di gestione basate su investimenti ad alto rischio ma tra loro poco correlati. I tempi di smobilizzo di questa tipologia di strumenti possono essere lunghi, proprio perché spesso gli investimenti effettuati dagli *hedge fund* sono in attività poco liquide. Molti gestori, quindi, si

avvalgono di misure previste nei propri regolamenti di gestione, volte da un lato, a dilazionare i flussi di rimborso, dall'altro, a trasferire le posizioni illiquide del portafoglio in appositi veicoli (*side-pocket*). L'obiettivo è quello di salvaguardare l'interesse dei clienti, evitando di smobilizzare le attività del fondo su mercati illiquidi. Il *side-pocket* prevede un rimborso degli investimenti alla scadenza degli stessi o solo allorché risulti economico per il fondo dismetterli senza incidere negativamente sulla *performance* complessiva.

Guardando, quindi, all'esposizione indiretta nei confronti di *Lehman Brothers*, realizzata attraverso "titoli strutturati", risulta che, al 31.12.2008, 815 milioni di valore nominale delle Casse di previdenza erano collegati ad *Anthracite Rated Investment Limited*, una società-veicolo *offshore* (*Cayman*), che gode di autonomia giuridica; i suoi attivi, quindi, anche se garantiti da *Lehman Brothers*, non possono essere inseriti nella massa fallimentare della Banca d'affari. Sul mercato vi sono un migliaio di tipologie - *notes* - di prodotti confezionati tramite questo veicolo a cui sono collegati investimenti in fondi *hedge* o tradizionali, diversificati, con la garanzia sul recupero del capitale prestata da *Lehman Brothers*. Risulta evidente come, con il fallimento, sia venuta a mancare la garanzia e, d'altro canto, sia emersa una rilevante difficoltà di gestione dell'investimento: venendo meno il *Calculation agent* è divenuto praticamente impossibile effettuare vendite o anche semplici richiami di capitale dai fondi sottostanti. Da qui è sorta l'esigenza, per diverse Casse, di ristrutturare le operazioni, trovando una nuova istituzione che subentrasse come garante del capitale e come *Calculation agent*.

Saphir, invece, è un CDO sintetico nel quale *Lehman* era controparte del contratto di *swap* che regolava il flusso cedolare e con titoli quali collaterali, cioè a garanzia del capitale investito. L'esposizione delle Casse su tale prodotto ammonta a 60 milioni di euro. In questo caso, i tempi di recupero del capitale sono legati alle procedure fallimentari di *Lehman* che condizionano la risoluzione delle *notes*, il prezzo di liquidazione dei contratti *swap* e il recupero dei titoli a garanzia.

Con riferimento ad entrambe le tipologie di investimenti citati, sembra ravvisarsi la possibilità per le Casse di rientrare almeno in parte degli investimenti; il danno complessivo deriva dalle perdite di valore dei titoli oggi subite, ancorché spalmate nel tempo tramite le ristrutturazioni, più le spese legali e i costi opportunità, ed è a tutt'oggi di difficile quantificazione. In ogni caso "il fatto che se ne possa oggi recuperare una parte non deve farci dimenticare che si è trattato di un investimento sbagliato [...], per il futuro occorre puntare su investimenti di altra tipologia" così come sottolineato nella seduta di mercoledì 14 ottobre 2009, dal Presidente della Commissione bicamerale di controllo sugli enti, onorevole Giorgio Jannone.

Un Consiglio di amministrazione che si assume la responsabilità delle scelte di investimento e dell'*asset allocation* strategica decide quanto investire, assumendo rischi collegati ai tassi di interesse, al mercato immobiliare, al mercato azionario o al rischio controparte collegato al *rating* dell'emittente. Tuttavia, quando si fa riferimento a "strutturati", strumenti confezionati *ad hoc* da istituzioni finanziarie, oltre ai rischi finanziari che in alcuni casi sono presenti tutti contemporaneamente e combinati nelle forme più diverse, vi è il rischio di illiquidità e il rischio-spesa connesso all'incremento dei costi della gestione dei titoli stessi. Alle Casse, così come alla maggioranza degli investitori, risulta impossibile determinarne il prezzo/valore generando una totale dipendenza dai modelli matematico/statistici delle banche d'affari, dalle agenzie di *rating* e dai consulenti. La consapevolezza della rischiosità di questi investimenti richiederebbe quindi un *know how* specifico di ingegneria finanziaria e di diritto internazionale che le Casse al loro interno generalmente non possiedono.

In assenza di limiti agli investimenti, alcune Casse hanno quote significative, fino a quasi il 30% del patrimonio mobiliare, allocate in titoli azionari che, nel 2008, hanno comportato perdite rilevanti, parte delle quali rilevate in bilancio. Come evidenziato dal Presidente del Nucleo di valutazione della spesa previdenziale, dottor Alberto Brambilla, nell'audizione dell'11 novembre 2009, sarebbe opportuno avere "modalità omogenee per il calcolo del *Net Asset Value* (NAV) - controvalore di mercato dei titoli in portafoglio - e delle *performance*. Attualmente le modalità per calcolare le *performance* annuali sono assai diverse per le Casse privatizzate e non consentono

comparazioni omogenee come avviene in tutto il mondo per i fondi d'investimento o le polizze.” (Relazione preliminare sui bilanci tecnici riferiti al 31 dicembre 2006 del Nucleo di valutazione della spesa previdenziale).

Per quanto riguarda i consulenti finanziari coinvolti nelle scelte di investimento delle Casse dei professionisti, si evidenzia come il giudizio sull'operato degli *advisors* sia stato formulato analizzando *ex-post* i risultati positivi e/o le perdite conseguite. Nel 2008, gli *advisors* delle Casse esposte a *Lehman* erano: Prometeia Advisor Sim, Fincor, Mangusta Risk, Banca Fineco del gruppo Unicredit, il professor Maurizio Dallochio. Alcuni di tali *advisor* svolgevano servizi di consulenza sull'*asset allocation* dei portafogli mobiliari per più di una Cassa.

Alla luce degli eventi del 2008, l'Enpap ha congedato Prometeia; l'Epap il professor Dallochio, l'ONAOISI ha fatto causa a Banca Fineco. Come sottolineato dal Presidente del Nucleo di valutazione della spesa previdenziale, Alberto Brambilla, nella richiamata seduta, è rilevante anche sapere se e quando si possono configurare situazioni in conflitto di interesse. L'attenzione pertanto va posta in relazione sia alle decisioni degli organi di governo, sia ai consigli degli *Advisor*.

3. Le Casse maggiormente esposte: squilibrio delle gestioni mobiliari e conseguenze sui bilanci

Sulla base degli elementi emersi nel corso delle audizioni svolte e delle tipologie di investimenti effettuati dalle Casse, si è definito l'insieme di quelle che possono definirsi “maggiormente esposte” alla crisi finanziaria di questi ultimi anni. Oltre all'esposizione diretta e indiretta verso *Lehman*, si è valutata l'esposizione al rischio su prodotti strutturati che, come già accennato nel precedente paragrafo, sia per la complessità della loro struttura finanziaria, sia per l'esposizione su mercati rischiosi o su strumenti (per es. gli *hedge fund*) poco trasparenti e poco liquidi, comportano un profilo di rischio elevato e forse non adeguatamente percepito, anche dopo gli eventi che hanno determinato ingenti perdite di valore di tali titoli.

Sorgono, in particolare, delle perplessità sul fatto che i veicoli e i titoli strutturati presenti in portafoglio siano atti a realizzare quella diversificazione (per mercati di riferimento, emittenti, tipologia di strumenti) che a detta dei responsabili delle Casse viene ricercata e perseguita nelle scelte allocative e di gestione di portafoglio. Infine, poiché una quota importante del patrimonio di molte Casse è rappresentata da immobili, attività per definizione poco liquide, gli strutturati potrebbero accentuare il rischio di non riuscire a disinvestire, se necessario, a prezzi in linea con quelli di bilancio e sufficienti a coprire gli impegni verso gli iscritti.

In tale contesto le analisi di *Asset Liability Management* dovrebbero essere necessarie ma sembrano invece assenti o poco adeguate (come si evince dalla Relazione del Nucleo di valutazione della spesa previdenziale, cui si fa riferimento nell'audizione dell'11.11.2009).

Nella tabella che segue si dà conto dell'incidenza sul patrimonio mobiliare³ e su quello complessivo delle Casse dei titoli strutturati.

³ Il patrimonio mobiliare è al lordo del fondo oscillazione titoli e al netto della liquidità.

Tabella 2 – Esposizione in strutturati
(Dati al 31.12.2009)

ENTE	Strutturati	Patrimonio mobiliare	% Strutturati/ patrimonio	PATRIMONIO COMPLESSIVO	% Strutturati/ PATRIMONIO COMPLESSIVO
ENPAV	78.412	156.123	50,22%	297.575	26,35%
ENPAM	2.928.091	6.724.701	43,54%	11.185.123	26,18%
EPAP	118.097	419.042	28,18%	501.318	23,56%
ENASARCO	1.343.000	2.836.652	47,34%	6.431.307	20,88%
INARCASSA	824.720	3.369.282	24,48%	5.036.424	16,38%
ENPACL	85.000	379.554	22,39%	598.422	14,20%
ONAOI (1)	30.500	265.531	11,49%	427.793	7,13%
ENPAIA	80.000	853.040	9,38%	1.314.453	6,09%
ENPAF	0	476.152	0,00%	1.291.321	0,00%
ENPAP	0	396.055	0,00%	537.593	0,00%
TOTALE	5.487.820	15.876.132	34,57%	27.621.329	19,87%

(1) Il valore dell'attivo di Onaoi è riferito al 31.12.2008.

In bilancio i titoli possono essere classificati come attività circolanti o immobilizzate.

In linea di principio, i titoli circolanti devono essere contabilizzati al minor valore tra il prezzo di acquisto e il valore di mercato; pertanto, in caso di riduzione delle quotazioni, le minusvalenze si traducono in costi registrati in conto economico attraverso gli accantonamenti.

Quando un titolo è immobilizzato, invece, rimane iscritto in bilancio al valore d'acquisto (aggiustato per gli "scarti di negoziazione", ove presenti), anche qualora maturi delle minusvalenze latenti. La scelta di immobilizzare una quota elevata di attività finanziarie può non rivelarsi prudentiale perché solo quando la perdita di valore dei titoli viene ritenuta durevole, essa viene registrata attraverso accantonamenti al fondo svalutazione. Nel caso si siano svalutati dei titoli e negli esercizi successivi la quotazione del titolo risale, avviene una ripresa di valore registrata tra le componenti positive di reddito.

In deroga, a questi principi generali, alcune Casse si sono avvalse della facoltà concessa dall'articolo 15, comma 13, del decreto legge 29.11.2008 n. 185, convertito con legge 28.1.2009, n. 2, di valutare i titoli già presenti in portafoglio al 31.12.2008 e classificati nel comparto attivo circolante al valore di iscrizione così come risultante dall'ultimo bilancio approvato, e per i titoli acquistati nel corso dell'anno 2008, di valutarli in base al costo di acquisto.

Per capire in modo approfondito l'incidenza e le dinamiche delle scelte dei consigli di amministrazione, occorrerebbe conoscere quindi le classificazioni in bilancio, il valore di bilancio e il valore di mercato dei titoli, che non sempre è rintracciabile nelle note integrative.

Nelle pagine che seguono, dopo aver fornito un prospetto riepilogativo relativo all'esposizione delle Casse verso *Lehman*, si espongono le particolarità delle singole situazioni ritenute più critiche e, ove possibile, si traccia la storia di come in bilancio sono state gestite le perdite del 2008.

Tabella 3. Casse maggiormente esposte verso *Lehman* nel 2008

ENTE	Esposizione diretta	Esposizione indiretta	PATRIMONIO COMPLESSIVO al 31.12.2008	% su PATRIMONIO COMPLESSIVO
ENPAIA Ente Naz. Prev. Ass. Addetti e Impiegati agricoli	45.000		1.268.367	3,55%
EPAP	15.700		486.951	3,22%
ONAO SI	15.000		427.793	3,51%
INARCASSA	14.230		4.395.009	0,32%
ENPAP	10.000		459.531	2,18%
ENPAV	9.068		268.874	3,37%
ENPA CL	5.000	53.000	570.868	10,16%
ENPA F	5.000		1.161.653	0,43%
ENASARCO		780.000	6.383.870	12,22%
ENPAM		80.000	9.309.150	0,86%
TOTALE	118.998	913.000	24.732.066	4,17%

ENASARCO- Ente nazionale di assistenza per agenti e rappresentanti del commercio

La Cassa con l'esposizione indiretta più significativa verso *Lehman Brothers*, risulta essere l'Enasarco, i cui rappresentanti sono stati auditi il 14 ottobre 2009. Al momento del fallimento, l'ente aveva un'esposizione di 780 milioni di euro, relativa ad *Anthracite*.

L'Enasarco ha fatto predisporre da una nota società di consulenza una relazione sull'obbligazione *Anthracite* che spiega in dettaglio, a partire dal 15 settembre del 2008, tutti i passaggi compiuti dalla Fondazione per recuperare i fondi contenuti in *Anthracite* e per sostituire la garanzia sull'obbligazione. Si precisa che l'Enasarco aveva un contratto di garanzia sul capitale da parte di *Lehman* sulla nota *Antracite*; per effetto della chiusura anticipata di tale contratto l'Ente ha presentato un credito di 60 milioni di dollari verso la società *Lehman* che forniva tale garanzia. A fronte dei costi legali sostenuti è stato realizzato (nell'ambito della nuova nota CMS) un provento netto di circa 17 milioni di euro per la chiusura di uno dei rapporti contrattuali preesistenti.

A tale riguardo, nel corso dell'audizione, il direttore generale dell'Enasarco, Carlo Maggi, ha affermato: "In merito ad *Anthracite* vorrei svolgere una piccola precisazione: esistono 1018 tipi di *Anthracite* a seconda delle tipologie di contratti o di garanzia, e di quanto fossero dentro o fuori dall'orbita *Lehman Brothers*. Il nostro è uno di quelli in cui si è riusciti a intervenire".

Nei mesi di aprile e maggio 2009, l'Ente ha formalizzato l'incarico per la ristrutturazione ad HSBC e *Credit Suisse*: l'accordo prevede in una fase iniziale, che durerà fino allo scioglimento della struttura di *Anthracite*, una protezione incondizionata sul capitale, garantita integralmente da *Credit Suisse*, e in una fase definitiva, dopo lo scioglimento della struttura, la separazione della protezione tra HSBC (per il 60% del capitale investito) e *Credit Suisse* (per il 40%). Poiché i sottostanti della Nota sono *hedge fund*, lo scioglimento della struttura e il recupero del capitale investito non sono immediati. Tuttavia, nella Relazione sulla gestione al bilancio 2009 si legge che "la vecchia obbligazione è stata finalmente dismessa, sostituendola con una nuova di diritto comunitario del medesimo valore nominale e con completa garanzia a scadenza. L'obbligazione, denominata CMS, è costituita da fondi *hedge* ben selezionati e da una liquidità pari a circa 200 milioni."

I costi legali sostenuti fino ad oggi per la ristrutturazione ammontano a 2,1 milioni di euro, come riportato nella Relazione della Corte dei Conti al Parlamento sull'attività di controllo svolta sull'Ente per gli esercizi dal 2007 al 2009 (Doc. XV, n. 240).

L'attività immobilizzata e iscritta a bilancio al valore nominale è stata ristrutturata/sostituita da un'attività di pari valore nominale, avendo spalmato le perdite nel tempo sostenendo nuovi costi opportunità.

L'analisi che segue sul portafoglio mobiliare dell'Ente si riferisce ai valori del bilancio 2009. Le considerazioni si basano su quanto riportato nella Relazione sulla gestione e sulla Nota Integrativa del bilancio 2009.

L'*asset allocation* al 31.12.2009 del patrimonio immobiliare dell'Ente è riportata di seguito:

Tabella 4 – *Asset Allocation* (valori in euro)

DESCRIZIONE TITOLO	% INVESTITA SU TOTALE	PORTAFOGLIO INVESTITO
FONDI MONETARI E LIQUIDITA' A BREVE	16,10%	454.998,39
OBBLIGAZIONI E POLIZZE	7,40%	209.653,72
FONDI IMMOBILIARI	17,20%	487.619,82
INVESTIMENTI ALTERNATIVI	56,10%	1.590.167,00
PARTECIPAZIONI SOCIETARIE	2,10%	58.292,14
PRIVATE EQUITY	1,10%	32.000,00
TOTALE PATRIMONIO	100%	2.832.731,07

Il patrimonio mobiliare dell'Ente risulta composto per il 2% da partecipazioni che, seppure non di controllo, rappresentano un investimento durevole in società immobiliari e di *private equity*. L'esposizione verso il *private equity* nelle immobilizzazioni finanziarie compare anche alla voce "Altri titoli" con un'esposizione complessiva di circa 59 milioni, esposizione che si è incrementata di circa 2/3 nel corso del 2009, a seguito del richiamo da parte dei gestori dei fondi delle quote sottoscritte dall'Ente. Inoltre, diverse obbligazioni strutturate hanno come sottostanti indici o fondi di *private equity*.

Come rilevato nella Relazione della Corte dei Conti sull'attività di controllo svolta sull'Ente, si segnala che per una delle partecipazioni inserite nelle immobilizzazioni finanziarie (*Futura Invest spa*) negli esercizi 2008 e 2009 si registra una differenza negativa tra la quota di patrimonio netto di competenza dell'Ente e valore di carico -6 milioni. In Nota Integrativa si afferma, comunque, che "per ciò che riguarda *Futura Invest SPA*, l'attivo è composto prevalentemente da partecipazioni in società non quotate, operanti in diversi segmenti di mercato, da quello energetico ed industriale a quello delle comunicazioni e dei beni di largo consumo. Il bilancio consuntivo 2009 conferma che il valore di mercato complessivo della società è superiore ai valori di patrimonio netto, sebbene siano stati già svalutati alcuni titoli immobilizzati per tenere conto della negativa congiuntura economica".

Le immobilizzazioni finanziarie ammontano complessivamente a circa 2.379 milioni, di cui 2.349 milioni compongono la voce "Altri titoli".

Nel corso del 2009 i fondi immobiliari si sono incrementati di 271 milioni; al netto delle cessioni realizzate, la variazione è stata pari a 195 milioni. La redditività, considerando i proventi ordinari e straordinari, è stata superiore al 5%.

L'ente nel 2006 aveva raggiunto un'esposizione in titoli strutturati pari al 50,54% del patrimonio, di cui la prima partita (780 milioni di euro) relativa ad *Anthracite*. Nel 2007 l'Ente ha avviato un processo di ristrutturazione delle obbligazioni strutturate in portafoglio. Spesso gli interventi si sono concretizzati nel modificare i sottostanti delle *Note* sulla base delle aspettative di rendimento e di evoluzione dei mercati di riferimento. A fine 2009 il portafoglio di titoli strutturati era pari a 1343 milioni che rappresentano il 47% del patrimonio mobiliare e il 57% delle immobilizzazioni finanziarie.

All'inizio del 2008 era presente nel portafoglio della Fondazione 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 legati al mercato del *private equity*. La ristrutturazione di questo titoli è stata avviata a ottobre 2008, giungendo alla sua sostituzione con un'obbligazione strutturata da *JP Morgan* che, comunque, prevede un'esposizione su fondi di *private equity* e su un fondo legato alla longevità.

Con riferimento alle strutture facenti capo a *JP Morgan*, a fine 2008, l'esposizione complessiva era di 518 milioni di euro con scadenze comprese tra 10 e 15 anni. Le *Note* prevedevano un rendimento indicizzato a uno o più sottostanti, legati a indici azionari, indici o fondi *hedge*, indici sulle *commodity*, indici sui cambi; le regole di indicizzazione di queste *Note* spesso si basavano su strategie algoritmiche (cioè su meccanismi di definizione dell'*asset allocation* dei sottostanti basati su algoritmi matematici). L'Ente è intervenuto sostituendo alcuni indici relativi al mercato delle *commodities* ma senza modificare i meccanismi di indicizzazione. Verso la fine del 2009, il consiglio di amministrazione della Fondazione ha deliberato la cessione al gestore *Nomura* di tre note detenute in portafoglio e delle quote investite nel fondo di *private equity* cinese "*China Enterprise*", divenendo titolare dell'obbligazione denominata "*Flexis*", del valore nominale di 263 milioni e capitale protetto alla scadenza massima di 20 anni con possibilità di uscita senza penali dopo i primi sette anni (da quanto si può dedurre dalla descrizione, la protezione del capitale sembra garantita solo alla scadenza dei 20 anni, non si hanno informazioni sul tipo di struttura e di sottostanti, né sul meccanismo di determinazione delle cedole).

Come si evince dalla Relazione sulla gestione al Bilancio 2009, "l'operazione ha permesso di annullare gli effetti negativi derivanti dall'andamento di mercato degli indici sottostanti le *note*. L'operazione di vendita è stata effettuata nel corso degli ultimi giorni di dicembre, generando una plusvalenza netta di euro 26 milioni. All'inizio di gennaio 2010 è stata conclusa la vendita dei titoli a collaterale, cioè a garanzia, delle obbligazioni precedenti, con un risultato superiore alle attese, che, insieme ad un favorevole andamento del tasso di finanziamento sul mercato (il cosiddetto "*spread*") di *Nomura*, ha generato un immediato incremento del valore della nuova obbligazione *Flexis*".

A dicembre 2009 è stato effettuato l'investimento nell'obbligazione *Codeis*. Si tratta di "un'obbligazione a capitale protetto a 10 anni, con la possibilità per la Fondazione di anticipare l'uscita in qualunque momento (non è chiaro a quali condizioni). L'obbligazione pagherà cedole periodiche, in funzione dei rendimenti della strategia *Emerald*, che ha garantito eccellenti risultati in tutte le condizioni di mercato".

La Fondazione detiene un portafoglio di obbligazioni bancarie a copertura dei mutui erogati a dipendenti e assistiti, per un valore complessivo oscillante intorno ai 96 milioni di euro e con un rendimento medio che nell'anno è stato di circa il 4%.

Nel corso del 2009, la Fondazione ha incrementato il portafoglio obbligazionario con investimenti in obbligazioni bancarie e polizze assicurative emesse da istituti di comprovata stabilità, con basso profilo di rischio e con un rendimento annuo molto soddisfacente (circa il 4% nel 2009). L'esposizione complessiva è di circa 200-250 milioni di euro.

Dal bilancio risulta un Fondo oscillazione titoli di 3,6 milioni che, come riportato in Nota integrativa, è stato costituito nel 2007 a fronte "dell'effetto negativo del tasso di cambio dollaro/euro al 31/12/2007, ritenuto duraturo sulla valutazione delle quote del fondo "*China Enterprise*"....". Non vi sono accantonamenti per oscillazione prezzi dei titoli strutturati in portafoglio.

ENPAIA - Ente nazionale di previdenza per gli addetti e per gli impiegati in agricoltura

La Cassa con l'esposizione diretta più significativa in termini assoluti verso *Lehman Brothers* risulta essere l'ENPAIA, i cui rappresentanti sono stati auditi il 14 aprile 2010. Tale

esposizione è stata originata da un investimento in titoli per 45 milioni di euro; “si trattava di titoli ... legati al discorso dell’imposizione fiscale dei vari Stati americani”, come affermato da Gabriele Mori, direttore generale dell’ENPAIA. La perdita è stata di 36 milioni di euro (70% del valore del titolo) che l’Ente ha portato nel bilancio nel 2008 e ripianato con i fondi di riserva.

Il direttore generale dell’ente nel corso dell’audizione ha affermato: “Poiché era un titolo *senior*, che è il primo a essere onorato, sull’onda di questa riflessione abbiamo dato incarico a uno studio internazionale che sta operando tutte le procedure necessarie per portare a casa il più possibile.”

Il risultato economico dell’esercizio 2009 è influenzato da svalutazioni, ossia da accantonamenti per i fondi rischi e oscillazioni titoli per un importo di 11 milioni di euro.

Il fondo oscillazione titoli sui titoli non immobilizzati ma attivi circolanti è di 7,9 milioni di euro nel 2008 e 7,6 milioni nel bilancio 2009. Tuttavia, poiché l’Ente si è avvalso del decreto anti-crisi, i titoli valutati all’attivo circolante presentano comunque minusvalenze latenti per 9,4 milioni di euro.

Al 31.12.2009, il fondo svalutazione titoli sui titoli immobilizzati ammonta a 26 milioni di euro.

Tabella 5 – *Asset Allocation*

Asset Class	2009	2008
Gestioni Patrimoniali	6,65%	4,17%
Obbligazioni	79,85%	69,60%
Polizze	1,96%	2,34%
Azioni/Fondi	6,84%	7,21%
Pronti contro Termine	0,00%	7,24%
Liquidità	4,69%	9,43%
Totale	100,00%	100,00%

Inoltre, nella Nota integrativa al bilancio 2009, si evince che le minusvalenze latenti, relative alle immobilizzazioni finanziarie non coperte da accantonamenti, ammontano a 30,7 milioni di euro.

ENPAV- Ente nazionale di previdenza e assistenza veterinari

La Cassa con l’esposizione diretta più significativa verso *Lehman Brothers*, in termini percentuali sul patrimonio, risulta essere l’ENPAV, i cui rappresentanti sono stati auditi il 3 marzo 2010.

L’esposizione ammonta a poco più di 9 milioni, con un’incidenza del 6,4% rispetto al portafoglio mobiliare, e del 3,37% rispetto al patrimonio complessivo. Tale esposizione è stata originata da un prodotto strutturato *ITL GDP Credit Linked Note* emesso da *Credit Suisse International*. L’acquisto è avvenuto in parte nel 2007 (5 milioni di euro) e in parte nel 2008 (4,95 milioni di euro).

Per recuperare il capitale a scadenza, ossia diluire la perdita maturata a seguito del *default*, si è provveduto a ristrutturare il prodotto sempre con *Credit Suisse*, prolungandone la scadenza fino al 20.11.2023 e acquistandone una nuova *tranche*. L’obbligazione strutturata originale è stata fatta confluire nell’obbligazione *CS Fixed Maturity Coupon Note* che ha raggiunto l’ammontare complessivo di € 24,95 milioni, con scadenza appunto 20 novembre 2023. Il rendimento a scadenza è di 2,5%.

Inoltre, nel 2008, a seguito anche del crollo dei mercati azionari, l’Ente ha creato un fondo di svalutazione nel quale accantonare le presunte perdite degli investimenti azionari. Tuttavia,