

poiché la maggior parte dei prodotti presenti nel portafoglio è collocato tra le immobilizzazioni finanziarie, si è evitato un effetto negativo in bilancio.

L'*asset allocation* dell'intero portafoglio a valori di bilancio è evidenziato dalla tabella che segue:

Tabella 6

A valori di Bilancio	31/12/2008	31/12/2009
liquidità	12,3%	7,9%
immobili	37,0%	39,5%
contratti di capitalizzazione	3,4%	4,4%
obbligazionario	32,5%	33,7%
azionario	7,4%	9,8%
private equity	3,5%	3,5%
hedge fund	2,1%	
total return	1,7%	
swap		0,1%
obbligazioni convertibili		1,2%
<b>Totale</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Al 31.12.2008, il 36,2% del portafoglio era investito in obbligazioni, con incidenza di quelle strutturate sul totale del patrimonio in una misura pari a circa il 30%.

Il portafoglio immobilizzato, escludendo dal calcolo la Nota *Credit Suisse* di 25 milioni di Euro e ABN AMRO di 5 milioni, presenta al 31.12.2009 minusvalenze latenti per 14,7 milioni di euro. Le svalutazioni nette degli attivi circolanti ammontano a 1,28 milioni, tuttavia la gestione finanziaria ha prodotto un impatto in bilancio che è positivo di 3,3 milioni di euro.

Nel corso dell'audizione del 3 marzo 2010, il direttore generale, Giovanna La Marca, ha riferito che il fondo svalutazione titoli ammonta a circa 5,4 milioni di euro. Come riferito dal Presidente dell'ENPAV, Gianni Mancuso, nel corso del 2009 le strategie dell'ente sono state: BTP con scadenza al 2019 per 12 milioni di euro; polizze assicurative Cattolica e Generali, con tassi rispettivamente del 5% e del 5,2% per complessivi 11 milioni; fondo chiuso *Kairos-Target* con scadenza al 2014 per 5 milioni; obbligazioni *Nomura Bank* che acquisì *Lehman Brothers* con scadenza al 2019, rendimento minimo pari al 5,75% per 3 milioni; obbligazioni *Nomura* con scadenza al 2014 e rendimento pari al 4% per cento per 2 milioni.

#### *Fondazione ONAOSI – Opera nazionale assistenza orfani sanitari italiani*

Un altro ente particolarmente esposto è risultato essere l'ONAOSI. Per tale ente l'esposizione verso *Lehman Brothers* riguarda due obbligazioni per un totale di 15 milioni, con un'incidenza del 5,63% rispetto al portafoglio mobiliare e del 3,51% rispetto al patrimonio complessivo. Una prima obbligazione, in cui sono stati investiti circa 5 milioni di euro, fu acquistata nel 2004 con scadenza nel 2008, mentre la seconda, in cui sono stati investiti 10 milioni di euro, fu acquistata nel 2008 ed è attualmente in corso una vertenza con *Fineco Bank* del gruppo Unicredito che la propone.

Contemporaneamente a tale contenzioso la Fondazione ha valutato di iscriversi al passivo della procedura fallimentare della *Lehman Brothers* per il tramite delle due banche depositarie, ed è stato stimato un valore di recupero del 10% del nominale; si riporta a tal proposito quanto affermato da Giuseppe Nardi, funzionario della Fondazione, nel corso dell'audizione in Commissione, svolta il 10 febbraio 2010: "dalle notizie che abbiamo sull'*iter* di liquidazione degli *asset* di *Lehman*, sembrerebbe che vi sia un valore che, data la qualità del nostro credito, potrebbe anche portare a un recupero forse superiore al 10 per cento che prudenzialmente abbiamo stimato a bilancio. Abbiamo dunque un doppio filone di potenziale recupero del credito: il contenzioso e l'iscrizione al passivo, che è già attiva".

Sempre nel corso dell’audizione, sono stati riportati i dati relativi al portafoglio titoli della Fondazione, il cui valore nominale è pari a 265,531 milioni di euro ed è composto per il 36,8% da titoli di Stato italiano; per il 38,6% da obbligazioni bancarie italiane a tasso fisso; per il 12,9% da obbligazioni bancarie italiane ed estere a tasso variabile; per l’11,5% da obbligazioni bancarie estere indicizzate a indici di varia natura; il rimanente 0,4% è costituito da un fondo comune di investimento bilanciato.

Tutte le obbligazioni detenute in portafoglio sono di tipo *senior*, non subordinate, con emittenti ad alto merito di credito: il 77,8% dei titoli in portafoglio ha rating S&P’s A, il 10,2% di fascia AA/AAA ed il restante 12% ha rating BBB+.

Si evidenzia che il bilancio della Fondazione non è stato pubblicato nel sito *internet*.

#### *ENPAM – Ente Nazionale di Previdenza ed Assistenza dei Medici e degli Odontoiatri*

Dall’audizione dei rappresentanti dell’Enpam, svolta il 3 dicembre 2008, è emerso che l’ente ha un’esposizione indiretta nei confronti di *Lehman Brothers* significativa, e, in generale, un’esposizione in strumenti strutturati. Si tratta di tre titoli indirettamente legati alla *Lehman*, per un importo complessivo di 80 milioni di euro; due di questi tre titoli, per un importo complessivo di circa 35 milioni, hanno come garanzia sottostante titoli *General Electric* (con rating AAA); il terzo titolo è la *Note Anthracite*, per un’esposizione complessiva di 45 milioni di euro. Nell’audizione viene riferito che “questo titolo era interamente allocato in un fondo *hedge* del quale l’Ente può continuare a detenere le quote oppure uscirne e investire in un prodotto obbligazionario classico”. Complessivamente, quindi, l’esposizione rappresenta meno dell’1% del patrimonio obbligazionario dell’Enpam.

Nel Bilancio 2009 viene fornita una stima del valore delle tre obbligazioni:

Tabella 7 – Esposizione indiretta verso *Lehman*

Titolo	Valore di carico in bilancio 2009 e valore nominale	Stima di valore da parte dell’Ente	differenza con valore di carico	Fondo oscillazione	Fondo in %
Anthracite rated inv 100% Principal protected	45.000.000	34.740.000	-10.260.000	12.000.000	27%
Saphir Finance Plc Oak Harbour 2016	20.000.000	18.580.000	-1.420.000	5.000.000	25%
Saphir Finance Plc Oak Harbour III 2016	15.000.000	13.935.000	-1.065.000	3.750.000	25%
<b>Totale</b>	<b>80.000.000</b>	<b>67.255.000</b>	<b>-12.745.000</b>	<b>20.750.000</b>	<b>26%</b>

Risulta difficile stabilire se tali valutazioni rappresentino effettivamente il valore al quale queste attività possono essere liquidate.

Il patrimonio obbligazionario in gestione diretta al 31/12/2009 ammonta a circa 3,4 miliardi di euro. Con riferimento al rischio concentrazione, nel corso dell’audizione, i dirigenti dell’Ente rilevano che l’esposizione verso singoli emittenti risulta minore o uguale all’11% e che il 92% dell’investimento obbligazionario è “*investment grade*”. Tuttavia, dai dati riportati nel bilancio consuntivo del 2009, si evince che già a maggio 2009 la percentuale di titoli “*investment grade*” era scesa all’84,3%, con circa il 14,3% delle posizioni “*sub-investment grade*” e l’1,4% in titoli classificati come “*junk bonds*” (letteralmente, “titoli spazzatura”).

Alla data del bilancio 2009, il 37% delle obbligazioni sono immobilizzate; il 75% delle obbligazioni immobilizzate sono di emittenti *corporate*<sup>4</sup>. Il valore di bilancio di queste obbligazioni ammonta a 2,93 miliardi a fronte di un valore di presumibile realizzo, stimato dall’Ente, di 2,49

<sup>4</sup> Le percentuali sono calcolate considerando il valore nominale delle obbligazioni immobilizzate, che corrisponde al valore con cui queste attività sono iscritte tra le immobilizzazioni finanziarie: sui titoli di Stato ci sono 630 milioni di scarti di negoziazione residui, imputati alla voce Risconti Passivi.

miliardi; le minusvalenze nette latenti ammontano a -442 milioni. L'Ente ha iscritto un valore inferiore (328,75 milioni) nel Fondo oscillazione valori mobiliari del bilancio 2009. Le posizioni, sulle quali l'Ente ha ritenuto di effettuare accantonamenti, rappresentano circa il 26% delle obbligazioni *corporate* immobilizzate e riguardano per 630 milioni posizioni su titoli con rischio capitale e per 265 milioni posizioni con rischio contrattuale.

Come si evince dalla Nota Integrativa, con “titoli a rischio capitale” si intendono titoli a capitale non garantito: già nel bilancio 2008, erano 14 le posizioni in titoli a capitale non garantito sulle quali l'Ente ha effettuato accantonamenti nel Fondo oscillazione (non si hanno evidenze esplicite di quali altre posizioni in obbligazioni *corporate* rientrino nella categoria dei titoli strutturati, anche se le denominazioni della quasi totalità dei titoli compresi nelle immobilizzazioni finanziarie fanno pensare ad emissioni dedicate o comunque con caratteristiche assimilabili alle obbligazioni strutturate). I vertici dell'Enpam nel corso dell'audizione hanno riferito che le posizioni obbligazionarie in portafoglio sono “*per la maggior parte a capitale garantito, salvo forse un paio di titoli che sono a capitale parzialmente garantito*”. E' legittimo chiedersi quale fosse l'effettiva percezione dei dirigenti sull'effettivo profilo di rischio finanziario della Cassa.

A supporto di queste perplessità, rileviamo che anche tra gli aderenti all'Ente, vi sono state denunce in merito alla gestione finanziaria effettuata e ai sistemi di *governance*. In considerazione della rilevanza che i titoli strutturati hanno sul totale del patrimonio, considerata la loro scarsa liquidità ed elevata volatilità si ritiene che il profilo di rischio del portafoglio finanziario dell'Ente sia, comunque, significativo e richieda un monitoraggio continuo e costante al fine di non minacciare la capacità di far fronte agli impegni nei confronti degli iscritti.

Rispetto al bilancio 2008, il fondo oscillazione titoli al 31/12/2009 è stato ridotto di complessivi 71,25 milioni poiché, come si legge in Nota Integrativa, l'Ente ritiene che siano venuti meno “per alcuni titoli i presupposti che avevano indotto l'Ente a tale accantonamento, sia per i miglioramenti registrati nei *trend* di mercato sia per le operazioni di riorganizzazione della porzione di portafoglio più sensibile all'andamento dei mercati finanziari; tali operazioni sono state avviate nel corso dell'esercizio e saranno portate a termine nel 1° semestre 2010”. Non è stato, tuttavia, possibile ricostruire come e con quali costi sia avvenuta la ristrutturazione di cui si parla.

Si rileva una esposizione nel *private equity* di circa 96 milioni al 31/12/2009 (a fronte della quale c'è un fondo svalutazione di circa -7,6 milioni), con un aumento di circa 9 milioni dal bilancio 2008 e un impegno residuo di sottoscrizione di fondi chiusi di *private equity* di 51,71 milioni nei conti d'ordine (di cui 3,68 milioni destinati al Fondo “DGPA” del professor Dallocchio, ex consigliere d'amministrazione della Cassa).

#### *EPAP- Ente nazionale di previdenza e assistenza pluricategoriale*

Un altro ente con un'esposizione diretta importante è l'EPAP, la cui situazione finanziaria è stata illustrata dai vertici nel corso dell'audizione del 21 aprile del 2010. L'Ente risultava esposto verso il gruppo *Lehman Brothers* con due titoli per un valore nominale complessivo di 15,7 milioni di euro, pari al 3,84% del patrimonio mobiliare. Il titolo più consistente (10,7 milioni di euro di valore nominale), sarebbe scaduto il 16 settembre 2008, mentre *Lehman* falliva il giorno prima; pertanto solo il titolo sarebbe esigibile.

L'EPAP ha avviato un'azione legale per entrambe le posizioni: (il titolo scaduto, in base al procedimento olandese perché sottoscritto con la *Lehman Brothers Treasury* che è olandese; con il procedimento statunitense per l'altro titolo perché della *Lehman Brothers Holdings*).

Al 31.12.2008 i titoli nel bilancio erano valutati al loro valore reale. Nel corso dell'audizione, Arcangelo Pirrello, Presidente dell'EPAP, ha riferito che la perdita è stata complessivamente pari al 15%. Per far fronte alle perdite sono state utilizzate le riserve. Le svalutazioni nel bilancio 2008 ammontano a 35,8 milioni, ma il saldo della gestione finanziaria in bilancio è stato positivo.

Nel 2009 invece, il saldo della gestione finanziaria è stato negativo per 9,7 milioni di euro malgrado il valore dei titoli *Lehman* sia stato rivalutato al 27%. L'*Asset Allocation* al 31.12.2009 risulta:

Tabella 8 - *Asset Allocation*

Asset Class	%
Comparto Azionario	37,33%
Comparto Obbligazionario	34,39%
Strutturati/Capitale protetto	28,19%
Comparto monetario	0,09%
<b>Totale</b>	<b>100,00%</b>

#### *ENPAP- Ente nazionale di previdenza e assistenza per gli psicologi*

Nel corso dell'audizione del 9 giugno 2010, il presidente dell'Ente, Angelo Arcicasa, ha fornito una ricostruzione della vicenda relativa alla detenzione del titolo *Lehman Brothers*, acquistato nel febbraio 2008 per un valore nominale di 10 milioni di euro con rendimento lordo effettivo superiore al 5% e scadenza a maggio 2011. Il titolo aveva un peso del 2,57% sul portafoglio ed era stato acquisito per raggiungere il rendimento *target* che l'Ente doveva assicurare ai montanti contributivi degli iscritti.

Di fronte al *default* della *Lehman Brothers*, l'Ente ha dato mandato allo studio legale Lovells di rappresentarlo nella procedura concorsuale e le perdite sono state spese completamente nei bilanci 2008 e 2009 senza rinviarle al futuro: in particolare, nel bilancio 2008, il titolo è stato svalutato a quota 560mila euro.

In data 18 marzo 2010 il titolo è stato venduto a *Macquarie Bank Limited* per 2,215 milioni di euro; l'operazione “*Lehman*” ha quindi comportato all'ente una perdita (prezzo di vendita meno costi di acquisto) pari a 7,34 milioni di euro.

L'Ente non ha immobili e non vi sono titoli strutturati. L'*asset allocation* al 31 dicembre 2009 è mostrata nella tabella che segue:

Tabella 9

Fondi Azionari	6,0%
Fondi Obbligazionari	1,0%
Fondi Hedge	1,0%
Liquidità	14,0%
Polizze a capitalizzazione	1,0%
Obbligazioni	77,0%
<b>Totale</b>	<b>100,0%</b>

La perdita *Lehman Brothers* è stata compensata dal fondo di riserva che era stato costituito in gran parte con i risparmi del contributo integrativo. Infatti, nel caso di perdite finanziarie, l'unica opzione che resta all'ente per andare a pareggio di bilancio è operare un recupero dei fondi di riserva e dei fondi del contributo integrativo. Come affermato dal presidente della Cassa, Angelo Arcicasa, le perdite gravano indirettamente sull'iscritto, infatti, per compensare il *default* della vicenda *Lehman Brothers* occorre offrirgli meno assistenza: le quote di riserva del contributo integrativo potrebbero essere spese annualmente, non quando sono a riserva, per dare assistenza agli iscritti. “Rispetto alla sostenibilità, il sistema contributivo obbliga l'ente a rivalutare i montanti

contributivi per quello che sono, indipendentemente dalla situazione finanziaria annuale che viene compensata, se si può ovviamente dalle riserve. Quindi, la perdita *Lehman Brothers* non va a incidere direttamente sulla pensione degli iscritti”.

Nel bilancio 2009, i fondi alternativi hanno portato ad una svalutazione di 2,23 milioni, l’Enpap ha chiesto il rimborso integrale dei due *Hedge Funds* *Celtis* e *Robur* gestiti dalla società d’investimento torinese *Ersel*: il rimborso è avvenuto parzialmente, dato che la Sgr si è avvalsa della normativa sul *Side-Pocket*. Nel febbraio 2008 erano stati acquisiti altri tre titoli obbligazionari emessi da Banco Popolare, *Citigroup*, *Household* per un valore nominale complessivo di 30 milioni di Euro. I tre *bond* sono stati ceduti a novembre a causa del peggioramento del merito di credito degli emittenti e del correlato aumento del livello di rischio. La vendita anticipata (la scadenza per tutte e tre era il 2010) ha determinato una minusvalenza di un milione di euro.

#### *ENPACL – Ente nazionale di previdenza e assistenza dei consulenti del lavoro*

L’attività conoscitiva sulla situazione finanziaria dell’Enpacl ha avuto luogo nel corso delle audizioni del 7 ottobre 2009 e del 17 febbraio 2010.

Relativamente ai rapporti intrattenuti con la *Lehman Brothers*, la situazione risulta articolata nelle tre fattispecie che vengono di seguito descritte:

- esposizione diretta in obbligazioni per 5 mln di euro per la quale, già nel bilancio 2008, è stato effettuato un accantonamento del 70% (€ 3.484.950) al Fondo svalutazione, mantenuto nel bilancio 2009 in considerazione del fatto che il valore di recupero (*recovery rate*) viene stimato nel 30% del valore nominale dell’esposizione;

- esposizione in Fondi AMBIX, *ex Lehman Brothers*, Area Euro e Usa: tali posizioni sono state dismesse nel corso del 2009 facendo confluire le somme realizzate dalla cessione in due Fondi azionari Euro e Usa. La cessione ha determinato una plusvalenza di bilancio di € 280.178 per il Fondo Area Euro e una minusvalenza per il Fondo Usa, che è stata coperta utilizzando € 446.136 del Fondo oscillazione titoli creato a fine 2008. L’operazione ha determinato una perdita netta (anche se la *minus* non è passata dal conto economico) di € 165.958;

- esposizione indiretta attraverso le seguenti obbligazioni strutturate:

Tabella 10

Titolo	Valore di carico 31/12/09	Valore nominale
Saphir Finance plc variable 20/06/2016	9.985.000	10.000.000
Saphir Finance plc lkd 20/12/2017	14.970.000	15.000.000
Anthracite investment cayman 19/04/19	28.000.000	28.000.000
<b>Totale</b>	<b>52.955.000</b>	<b>53.000.000</b>

Considerando il valore di carico in bilancio, le tre esposizioni rappresentano il 25% del valore di carico investito in “Altre obbligazioni e polizze assicurative”; il 14% del valore di carico delle immobilizzazioni finanziarie (comprensivo anche dell’investimento in titoli di Stato, obbligazioni fondiarie, fondi /sicav, partecipazioni in controllate, collegate e altre società), il 9% sul totale dell’attivo di bilancio.

Si evidenzia che nel bilancio 2009, non viene fornita alcuna valutazione del presumibile valore di mercato corrente sulle tre posizioni che permetta di valutare la perdita potenziale che grava su di esse. Inoltre, non risulta siano stati effettuati accantonamenti al fondo oscillazione titoli relativamente alle tre posizioni indicate. Nella Nota integrativa, infatti, si evince che il Fondo oscillazioni titoli è valorizzato a € 4.418.169 dei quali, € 3.484.950, per l’obbligazione emessa direttamente da *Lehman*, € 494.725, per i Fondi in gestione diretta e, € 438.494, per le azioni del deposito a custodia.

Nel bilancio 2009 si espongono sopravvenienze passive di € 51.564 per consulenza e assistenza legale in relazione agli investimenti in portafoglio riconducibili alla problematica *Lehman Brothers*.

In particolare, il titolo *Antrhacite* è una obbligazione strutturata, con sottostanti alcuni fondi *hedge*, per la quale *Lehman* garantiva il valore di rimborso.

Nel corso della prima audizione, i rappresentanti dell'Ente affermavano di aver affidato a *JP Morgan* "la ristrutturazione di tale obbligazione con nuova controparte *swap*, che prenda il posto di *Lehman* nella gestione del meccanismo CPPI e nel fornire la garanzia dopo aver preso possesso dei fondi *hedge*." In altri termini, l'Ente sta cercando di trovare un'istituzione finanziaria che sostituisca *Lehman* sia per quanto riguarda il pagamento dei flussi cedolari (controparte dello *swap*), sia per quanto riguarda la garanzia del capitale.

Veniva inoltre aggiunto che nell'ambito delle richieste di liquidazione delle posizioni nei fondi *hedge* sottostanti: "da *Tarchon* abbiamo già ricevuto soldi liquidi, che sono posseduti da *JP Morgan*, la *Gottex* ha proposto di darceli entro il 31/12/2009, la *Terrapin* ci ha già restituito una somma rilevante".

Non è chiaro quanto dell'esposizione verso *Terrapin* sia stato già liquidato, ma dalle parole del presidente dell'Ente nel seguito dell'audizione, svoltasi in data 17 febbraio 2010, sembra ravvisarsi l'applicazione da parte del fondo *hedge* del cosiddetto "side pocket".

Inoltre, sempre nel corso della medesima seduta, emerge che, a febbraio 2010, *JP Morgan* non ha ancora provveduto a restituire all'Ente le somme liquidate dalla *Tarchon* e che, con riferimento ai costi sostenuti per l'operazione di ristrutturazione, la stessa *JP Morgan* si sarebbe impegnata a prendersi carico delle spese fino a 160 mila euro.

Infine, relativamente alla posizione di 25 milioni nominali nei titoli *Saphir* (10 milioni con scadenza 2016 e 15 milioni con scadenza 2017), i vertici dell'Ente non ravvisano motivi di eccessiva preoccupazione dal momento che si tratta di un "CDO sintetico con cedole indicizzate all'inflazione [...] e come sottostante *General Electric*": in altri termini, le cedole indicizzate all'inflazione venivano pagate da *Lehman* sulla base di un contratto *swap* tra l'Ente e la stessa *Lehman*, mentre a garanzia del recupero del capitale ci sono titoli di *General Electric Capital Euro Funding*. A tale riguardo l'ente ritiene possibile recuperare il capitale investito.

Il fallimento di *Lehman* ha determinato la risoluzione dei contratti *swap*. Come si evince dalla Relazione della società di revisione sul bilancio 2009, sono stati avviati contatti con *Lehman Brothers Special Financing Inc.* per determinare, in via transattiva, il valore di chiusura degli *swap* e il contestuale scioglimento delle due *Notes*, che darebbe il diritto a ENPACL di ricevere i proventi della liquidazione dei titoli a garanzia ovvero i titoli stessi, al netto di tutti i costi di natura legale, finanziaria, ecc..

In conclusione, deve evidenziarsi che i tempi di recupero dei tre investimenti potrebbero essere lunghi in quanto influenzati anche da decisioni giurisprudenziali degli Stati Uniti e in Gran Bretagna. Inoltre il costo complessivo delle operazioni di ristrutturazione o liquidazione dei titoli incide sul valore dell'investimento. Al momento le somme liquidate sul veicolo *Antrhacite* non sono nella disponibilità dell'Ente e risultano infruttifere, in quanto nella disponibilità di *JP Morgan*; la ristrutturazione in corso porta ad iscrivere in bilancio un'attività comunque illiquida.

Non vi sono elementi o informazioni più recenti che permettano di valutare se il rendimento *post* ristrutturazione risulta adeguato a remunerare il rischio di controparte e di illiquidità implicito nell'investimento, rispetto all'acquisto diretto di un titolo di Stato.

Si rileva infine che in nessun documento sembrerebbe essere riportata la valutazione di mercato o almeno una valutazione al *fair value* delle obbligazioni di *General Electric* che fungono da garanzia del capitale nei titoli strutturati *Saphir*.

*ENPAF- Ente nazionale di previdenza e assistenza farmacisti*

Nel corso dell'audizione svoltasi il 24 febbraio 2010 è stato riferito che l'Ente era esposto verso il gruppo *Lehman Brothers* attraverso tre obbligazioni acquistate nel 2003 e 2004 per un valore

nominale di 5 milioni di euro, con un'incidenza complessiva sul patrimonio mobiliare di circa lo 0,6%. Attualmente l'ente risulta insinuato nelle procedure concorsuali riferite alla banca americana.

Le svalutazioni in bilancio nel 2008 sono state di 12,6 milioni; quasi tre milioni sono state poi le riprese di valore nel 2009.

Anche sulla base della documentazione presentata, l'*asset allocation* ai bilanci risulta la seguente:

Tabella 11

PORTAFOGLIO ATTIVITA' FINANZIARIE	2008	2009
Liquidità e PCT	61,7%	56,0%
Titoli di stato e obbligazioni	30,5%	32,6%
Azioni	2,7%	3,6%
Fondo immobiliare	5,1%	7,8%
<b>Totale</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Del comparto obbligazionario, il 65,7% è composto da titoli di Stato italiani, il 4,7% da titoli di Stato esteri, il 28,5% in titoli *corporate* e il restante 1% in enti sovranazionali.

Più dell'88,26% del portafoglio obbligazionario complessivo ha *rating* superiore o uguale ad A e l'11,74% strettamente inferiore. Il 41,2% del valore nominale dei titoli *corporate* ha un *rating* strettamente inferiore a A e per il 61,46% è concentrato nel settore bancario.

Con riferimento al portafoglio obbligazionario, dalla Nota Integrativa al bilancio 2009 si evince che: "il controvalore, in base alle quotazioni medie del mese di dicembre, pari ad euro 358.312.319,76 raffrontato al valore di bilancio di euro 348.004.075,22 (comprensivo di titoli obbligazionari scadenti nell'esercizio 2010 pari ad euro 55.612.997,33) determina una plusvalenza di euro 10.308.244,54, la quale è, tuttavia, potenziale, considerato che, in virtù dell'avvenuta immobilizzazione dei titoli obbligazionari, questi sono sottratti all'andamento del mercato in quanto destinati ad essere rimborsati alla scadenza al valore nominale".

#### *INARCASSA – Cassa nazionale di previdenza e assistenza per gli Ingegneri e gli Architetti liberi professionisti*

Nel corso dell'audizione dei rappresentanti di Inarcassa - svolta nella seduta del 31 marzo 2010 - è stato riferito dalla presidente Paola Muratorio che Inarcassa aveva in portafoglio titoli della *Lehman Brothers* per 13,8 milioni - investiti nel 2005 e svalutati interamente nel 2008 - con un'incidenza dello 0,4 % sul valore del patrimonio.

Alla data di redazione del bilancio 2009, l'*asset allocation* effettiva mostra una sovraesposizione rispetto a quella strategica formulata dall'Ente, nella classe monetaria (esposizione effettiva 6,5%, a fronte di un *target* del 2%); una sovraesposizione del 2,4% sulla componente obbligazionaria e una sottoesposizione nei compatti azionario, immobiliare e investimenti alternativi (per questi ultimi l'esposizione effettiva è dell'11%, a fronte di un'allocazione strategica del 15%).

Con riferimento alla classificazione di bilancio, le attività finanziarie circolanti ammontano a 1299 milioni (59% dell'attivo circolante, che include anche liquidità, crediti verso banche, altri crediti e altre attività) e comprendono posizioni in azioni (155 mln), quote di fondi comuni (569 mln) e le gestioni patrimoniali (574 mln). Complessivamente, su tali posizioni si registrano riprese di valore per 204 milioni e svalutazioni per -8,4 milioni rispetto al bilancio 2008.

Nel comparto dell'attivo immobilizzato, le immobilizzazioni finanziarie ammontano complessivamente a 2069 milioni (68% dell'investimento totale in attività finanziarie); i titoli (obbligazionari ed azionari) ammontano a 1746 milioni (84% delle immobilizzazioni finanziarie).

Il peso del comparto immobilizzazioni finanziarie si è incrementato in occasione del bilancio 2008 a seguito della delibera del consiglio di amministrazione n. 15023 del 18/12/2008, che ha ridefinito i criteri di immobilizzazione del patrimonio mobiliare, e della successiva delibera n. 15583 del 26/03/2009, con la quale si è stabilito che “i titoli obbligazionari sono acquistati, in linea generale, per essere tenuti fino a scadenza e quindi devono essere allocati nell'attivo immobilizzato”. In questo modo, come rilevato anche dal Collegio sindacale nella Relazione al bilancio 2008 e dalla società di revisione nella certificazione del medesimo bilancio, 1306 milioni di attivi sono confluiti nel comparto immobilizzato, evitando alla Cassa di registrare a conto economico ulteriori svalutazioni per circa 155 milioni.

Tra le attività finanziarie immobilizzate, il 47% sono note strutturate a capitale garantito; nella Nota integrativa al bilancio 2009 (v. allegato n.5) si riportano i *fair value* forniti dalle controparti: complessivamente, le minusvalenze latenti su questi titoli strutturati ammontano a circa -12 mln. Dal confronto con i prezzi stimati al 31/12/2008, la maggior parte delle posizioni recuperano valore. Tuttavia, non c'è un'evidenza complessiva e puntuale sulle posizioni immobilizzate delle plus/minusvalenze latenti al 31/12/2009.

In conclusione, mentre sul comparto circolante è evidente il recupero di valore al 31/12/2009 delle posizioni in attività finanziarie (trattandosi per lo più di investimenti azionari, la permanenza nel tempo di tale recupero è comunque condizionata dall'elevata variabilità dei mercati azionari), non c'è la stessa evidenza di un avvenuto recupero anche sul comparto dei titoli immobilizzati, ad eccezione delle note strutturate indicate nell'allegato n.5.

Al di là delle perdite subite dal fallimento di *Lehman Brothers*, la presenza in portafoglio di attività finanziarie strutturate e legate a investimenti alternativi (*hedge fund, private equity*) introduce, nell'attuale fase di mercato, un elemento di rischio di controparte e liquidità che deve essere attentamente monitorato e presidiato e del quale non è data completa evidenza nei dati di bilancio.

D'altra parte, va rilevato che la struttura e il processo di investimento descritto dai vertici di Inarcassa durante l'audizione, il dettaglio delle analisi dei mercati e della congiuntura riportati nella relazione al bilancio, con i quali vengono contestualizzati i dati di bilancio, fanno ritenere che vi sia un presidio del rischio. Tuttavia, si ritiene opportuno suggerire una valutazione più accurata della effettiva rischiosità degli investimenti in strumenti per loro natura poco trasparenti e liquidi (quali veicoli, *hedge fund* od obbligazioni strutturate), per i quali i tradizionali modelli di *asset allocation* non riescono a catturare interamente l'effettivo profilo di rischio in essi implicito.

#### **4. Le Casse di previdenza meno esposte e tipologia dei relativi investimenti mobiliari.**

In linea generale, sono da valutare positivamente i comportamenti di quegli Enti che di fronte alle turbolenze dei mercati finanziari hanno optato per scelte di investimento “meno esposte”, riducendo la componente azionaria del portafoglio mobiliare e quindi optando chiaramente nella scelta tra rischio e rendimento a favore di una riduzione del primo con una conseguente correlata riduzione del secondo. Si tratta in sostanza di Casse che hanno portafogli mobiliari tradizionali, classici, con una composizione equilibrata tra settore azionario, bilanciato, monetario ed un conseguente livello di rischio calcolato.

Al fine di valutare la gestione degli investimenti da parte delle Casse dei professionisti appare opportuno mantenere la distinzione tra le due tipologie di Casse, quelle privatizzate *ex decreto legislativo n. 509/94*<sup>5</sup> e quelle di più recente istituzione *ex decreto legislativo n. 103/96*.<sup>6</sup>

Si ricorda che le Casse di più recente istituzione, *ex dlgs n. 103/1996*, che riguardano categorie professionali con un minor numero di iscritti (ENPAB, EPPI, ENPAPI, ENPAP, EPAP), sono sostanzialmente «agganciate», per quanto attiene alla modalità di calcolo della pensione, alla legge 8 agosto 1995, n. 335 recante «*Riforma del sistema pensionistico obbligatorio e complementare*», la cosiddetta Riforma Dini. Esse sono quindi di tipo contributivo e pertanto la pensione viene calcolata in base al montante contributivo accumulato da ogni iscritto, costituito dai contributi versati e dalla loro rivalutazione. Tale rivalutazione è legata a quanto previsto dalla predetta normativa di riforma del sistema pensionistico e cioè risulta in base alla « [...] variazione media quinquennale del prodotto interno lordo nominale, appositamente calcolata dall'Istituto Nazionale di statistica, con riferimento al quinquennio precedente l'anno da rivalutare [...] » (art. 1, comma 9, della legge n. 335 del 1995). Pertanto, tali Casse nell'investire il proprio patrimonio sono tenute a conseguire un risultato pari a quello prescritto dalla citata normativa.

Peraltro, come affermato dal Presidente dell'Ente nazionale di previdenza e assistenza a favore dei biologi (ENPAB): «qualora dovessimo avere un risultato più alto di quello che la legge n. 335 del 1995 ci prescrive, cioè la media quinquennale del PIL nominale, in realtà questo *extra* rendimento non potremmo spargerlo sui montanti degli iscritti; esso, cioè, non andrebbe a beneficio degli iscritti».

Va osservato che il tasso di variazione del PIL nominale, di segno largamente negativo nel 2009, inciderà pesantemente per un quinquennio nel ridimensionare i tassi di rendimento: per il 2010, il tasso di rendimento da riconoscere sui montanti contributivi risulta di poco inferiore all'1,8%.

Non appare inutile un'attenta considerazione in merito alla possibilità di prevedere per tali Casse un recupero di tali bassi rendimenti futuri sui contributi versati. Tale recupero potrà avvenire solo sulla base di effettivi successivi rendimenti patrimoniali superiori e subordinatamente alla verifica della effettiva attuabilità di tale recupero senza determinare problemi di sostenibilità, secondo modalità basate sull'utilizzo di adeguati indicatori predisposti a tale scopo.

In considerazione di ciò, il tasso di rendimento considerato di riferimento dagli amministratori delle Casse private per la gestione del patrimonio e del relativo *asset allocation* dovrebbe essere quello associato alla variazione quinquennale del PIL nominale.

L'attività conoscitiva svolta ha permesso alla Commissione di riscontrare una certa consapevolezza da parte degli amministratori degli Enti sul rendimento da riconoscere sui montanti contributivi degli attivi e, quindi, sull'effetto che tale esigenza comporta sulle scelte di investimento, che sono ispirate a replicare tale tasso di rendimento, cioè il tasso associato alla variazione del Pil nominale.

Sulla base delle considerazioni sin qui svolte, può dirsi che le Casse *ex Dlgs 103/96* da considerare virtuose sono quelle che hanno effettuato investimenti a bassa volatilità rispetto al rendimento obiettivo che si sono prefissate di conseguire, nel senso che non hanno corso rischi superiori a quelli strettamente necessari a conseguire tale rendimento.

E' tuttavia da rilevare che anche nell'ambito di tali Casse si riscontra una non irrilevante consistenza di titoli strutturati di cui risulta opportuno chiarire la natura e le funzioni nell'ambito della strategia di investimento previdenziale. Le Casse di nuova generazione che hanno fatto minore ricorso ai titoli strutturati sono l'Enpab, l'Eppi e l'Enpapi, che comunque presentano in portafoglio percentuali di tali titoli pari rispettivamente al 16% al 15% e al 9% circa. L'Enpap, tra le Casse di

<sup>5</sup> Attuazione della delega conferita dall'art.1, comma 32, della L. 24 dicembre 1993, n.357, in materia di trasformazione in persone giuridiche private di enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza.

<sup>6</sup> Attuazione della delega conferita dall'art.2, comma 25, della L. 8 agosto 1995, n.335, in materia di tutela previdenziale obbligatoria dei soggetti che svolgono attività autonoma di libera professione.

nuova generazione, è l'unica a non avere investito in titoli strutturati, pur essendo molto esposta verso *Lehman*, come visto nel precedente paragrafo.

In tali Casse si riscontra altresì una notevole consapevolezza dell'esiguità della copertura pensionistica, ovvero della esiguità del tasso di sostituzione atteso, problema cui si deve dare soluzione principalmente favorendo una crescita consistente della aliquota contributiva. Non appare inopportuno fornire la possibilità a tali Casse di innalzare il contributo integrativo fino al 5%, a fronte del 2% attualmente previsto per legge, con l'esplicita finalità di destinare tale incremento ai montanti contributivi degli iscritti, secondo quanto previsto dalla proposta di legge di iniziativa del deputato Lo Presti, approvata in prima lettura alla Camera ed il cui testo potrebbe confluire in un decreto *omnibus*, come dichiarato in audizione dal Ministro del lavoro e delle politiche sociali, senatore Maurizio Sacconi.

Peraltro, come da più parti rilevato nel corso dell'indagine conoscitiva, tale aumento costituirebbe anche una questione di equità nei confronti delle vecchie Casse che già possono innalzare tale contributo fino al 5% e che inoltre già fanno ampiamente ricorso all'utilizzo dello stesso per pagare le pensioni.

Discorso diverso, deve essere fatto con riferimento alle Casse privatizzate *ex Dlgs 509/94* (ENASARCO, ENPAIA, ENPACL, ENPAM, CASSA FORENSE, CASSA GEOMETRI, INARCASSA, CASSA NOTARIATO, CASSA COMMERCIALISTI, CASSA RAGIONIERI, ENPAF, ENPAV, INPGI, FASC, ONAOSI) in merito alla redditività degli investimenti, per le quali non ci sono, vincoli di natura normativa sui *target* di rendimento da conseguire negli investimenti patrimoniali.

Per tali Casse, anzi, la previsione del conseguimento di elevati rendimenti futuri, abbinata spesso ad una previsione ottimistica e non sempre giustificata di entrate contributive future ha sistematicamente comportato, anche a causa di una normativa di controllo inadeguata, promesse pensionistiche decisamente troppo elevate.

E' importante rilevare che le "vecchie" Casse sono finanziariamente gestite secondo una logica di sostanziale ripartizione<sup>7</sup> e che pertanto una seconda, ma prioritaria componente da considerare, in aggiunta ai rendimenti patrimoniali, ai fini delle promesse pensionistiche verso gli iscritti, è quella derivante dalla crescita del patrimonio. Per cui una particolare attenzione deve essere posta nei confronti di quelle Casse per le quali si verifichi una strutturale riduzione del patrimonio, vuoi per una contrazione nel numero degli iscritti, vuoi per una contrazione della capacità produttiva derivante da crisi economiche settoriali o generali.

In tali casi, occorre provvedere a ristabilire la sostenibilità adottando adeguati provvedimenti o sul fronte delle entrate - anche agendo sull'incremento del contributo integrativo - e/o sul fronte della spesa, ridimensionando le prestazioni.

Nell'ambito di tali Casse sono da considerare virtuose quelle che forniscono promesse pensionistiche sulla base di previsioni realistiche e prudenti, previsioni cioè che risultino ragionevolmente verificabili nel corso del tempo.

Per le "vecchie" Casse è quindi assolutamente necessaria un'attenta verifica delle ipotesi assunte nei bilanci tecnici, è necessario cioè un sistematico riscontro tra le previsioni ivi contenute e gli effettivi andamenti delle variabili, in particolare, la redditività del patrimonio e la dinamica attesa dei redditi futuri, variabili sulle quali principalmente si basa la sostenibilità delle promesse pensionistiche assunte dall'Ente.

Rispetto a tali variabili appare altresì necessario verificare che non si riscontrino nelle previsioni "crescite ingiustificate" tra un bilancio tecnico ed il successivo.

Di seguito si dà conto nel dettaglio della composizione dei portafogli delle Casse dei professionisti risultate meno esposte alle conseguenze della crisi dei mercati internazionali.

<sup>7</sup> Si tratta di un sistema in cui i contributi versati dai lavoratori vengono utilizzati per pagare le pensioni correnti: "contratto intragenerazionale".

#### 4.1 *Enti che non hanno investimenti né in titoli Lehman, né strutturati*

##### *CASSA DEL NOTARIATO*

Al 31/12/2008, il 57,74% del patrimonio era investito nel comparto mobiliare, mentre il 42,26% era investito nel comparto immobiliare. L'*asset allocation* del patrimonio è molto diversificata e, al 31/12/2009, risulta che il 41,99% del patrimonio complessivo è investito nel comparto immobiliare, mentre il restante 58,01% è investito nel comparto mobiliare; in dettaglio:

*Immobiliare:*

Fabbricati	27,13%
Fondi di investimento immobiliare	14,85%
	<b>41,99%</b>

*Mobiliare:*

Azioni	9,18%
Fondi d'investimento e gestioni immobiliari	5,23%
Obbligazioni convertibili	0,37%
Titoli di Stato	19,56%
Obbligazioni a capitale garantito	2,72%
Altre obbligazioni	13,75%
Certificati di assicurazione	3,33%
PCT	2,19%
Liquidità	1,68%
	<b>58,01%</b>

Per quanto riguarda il comparto azionario, in base a quanto dichiarato nell'audizione del 26 maggio 2010 dal Presidente della Cassa, negli anni 2007, 2008 e 2009 è stato ridimensionato a favore del comparto obbligazionario, al fine di ridurre la volatilità complessiva del portafoglio.

Negli ultimi cinque anni il patrimonio immobiliare ha reso in media il 4,80%, mentre quello mobiliare ha avuto dal 2005 al 2009 un rendimento medio del 3,82%. È da rilevare che l'ammontare delle entrate contributive, che la Cassa ha raccolto nel 2009, sono state poco meno di 200 milioni, mentre circa 70 milioni sono pervenuti dalla rendita del patrimonio.

##### *INPGI – Istituto nazionale di previdenza dei giornalisti italiani*

Al 31/12/2008, il patrimonio mobiliare costituiva il 45,37% del patrimonio totale, mentre il patrimonio immobiliare costituiva il 49,05%, il resto era rappresentato da prestiti e mutui. Al 31/12/2009, il portafoglio mobiliare rappresenta il 47,14% del totale investimenti, mentre il patrimonio immobiliare il 46,49%, il resto sono prestiti e mutui.

Nello specifico il portafoglio mobiliare ai valori di bilancio è rappresentato da:

Fondi comuni d'investimento	88,211%
<i>Hedge Funds</i>	11,43%
Fondi immobiliari	0,356%
Obbligazioni	0,003%
<b>Totale</b>	<b>100%</b>

Per quanto riguarda gli investimenti mobiliari, il riequilibrio dei mercati finanziari genera una redditività fortemente positiva nel 2009, che determina un rendimento netto del 6,73% contro quello negativo del 2008 (-8,49%), che sconta l'andamento particolarmente sfavorevole dei mercati azionari. In particolare, gli investimenti sono costituiti, per la gran parte, da titoli gestiti presso terzi, consistenti prevalentemente in quote di fondi comuni d'investimento, comprese quote di fondi hedge e fondi immobiliari.

In base a quanto dichiarato nel bilancio 2008 l'Istituto ha iniziato “in un'ottica di lungo periodo, un processo d'investimento su strumenti alternativi, classificati tra le immobilizzazioni finanziarie, che consentono, in quanto non correlati in termini di rendimento con le altre classi di investimento (azioni ed obbligazioni) una maggiore diversificazione”.

Dal bilancio consuntivo 2009 si ricava che la media annuale dei rendimenti del patrimonio immobiliare dal 2003 ad oggi, risulta, nonostante il dato negativo del 2008, pari al 5% netto.

Nel 2009, la redditività media linda del patrimonio immobiliare è risultata pari al 4,79%, rispetto al 4,70% del 2008.

#### 4.2 Enti che detengono solo titoli Lehman

Enti che detengono solo titoli Lehman	Titoli diretti Lehman Brothers		
	valore nominale	% su patrimonio mobiliare	% su patrimonio totale
CASSA FORENSE	€ 3.000.000	0,09%	0,08%
CASSA GEOMETRI	€ 1.500.000	0,13%	0,07%

#### CASSA NAZIONALE FORENSE

Al 31/12/2008, l'86,4% dell'intero patrimonio era investito nel comparto mobiliare, mentre il restante 13,6% nel comparto immobiliare. Al 31/12/2009, la ripartizione percentuale del patrimonio tra le due componenti non ha, di fatto, subito modifiche, per cui l'86,4% si investe nel mobiliare e il restante 13,6% nell'immobiliare.

Il patrimonio complessivo risulta così composto:

Azioni e gestioni patrimoniali	25,80%
Obbligazioni e gestioni bilanciate	50,90%
Obbligazioni fondiarie	0,60%
Altri Investimenti (Liquidità e PCT)	9,10%
<b>Totale Patrimonio Mobiliare</b>	<b>86,40%</b>
Patrimonio Immobiliare	10,80%
Fondi Immobiliari	2,80%
<b>Totale Patrimonio Immobiliare</b>	<b>13,60%</b>
<b>Totale Patrimonio</b>	<b>100%</b>

All'interno del patrimonio mobiliare si registrano le seguenti principali variazioni rispetto al 2008: la componente azionaria si riduce, passando dal 29,3% al 25,8%, in quanto interessata da vendite al fine di realizzare plusvalenze seppur contenute, per la modesta ripresa dei mercati. La componente “obbligazioni e gestioni bilanciate” passa dal 51,5% al 50,9%, perché la Cassa effettua

investimenti in titoli di Stato legati all'inflazione, diminuendo quelli a tasso variabile stante l'andamento dei tassi sul mercato. La componente "Altri Investimenti" passa dal 4,7% al 9,1%.

La componente immobiliare aumenta in valore assoluto per effetto dell'acquisto di immobili. In base a quanto risulta dal bilancio consuntivo 2009, il rendimento lordo del patrimonio immobiliare nel 2009 è pari al 4,98% (netto del 4,55%); mentre il rendimento lordo del patrimonio immobiliare è del 6,16% nel 2009 e del 6,27% nel 2008.

Secondo quanto dichiarato dal Presidente della Cassa forense, nell'audizione del 21 ottobre 2009, l'ente non detiene né titoli derivati, né *hedge funds*. Inoltre da due anni a questa parte, la Cassa ha ritenuto di seguire regole assolutamente stringenti per la gestione del patrimonio immobiliare e immobiliare, che diano soprattutto la sicurezza di controlli, sia durante, sia *ex post*, formalizzate con una delibera del consiglio di amministrazione del 23 luglio 2009. Come riportato nei bilanci consuntivi 2008/2009, si segnala comunque la presenza in portafoglio di 3 milioni di obbligazioni *corporate Lehman Brother* acquistate in tempi non sospetti quando il *rating* era A+, per le quali sono state effettuate delle riprese di valore in considerazione di un prezzo di mercato superiore ai valori considerati nel passato esercizio ai fini della svalutazione del titolo.

#### CASSA GEOMETRI

Al 31/12/2008, il patrimonio immobiliare rappresentava il 62,42% dell'intero patrimonio, mentre il patrimonio immobiliare rappresentava il 37,58%. Al 31/12/2009, il patrimonio immobiliare rappresenta il 62,81% del patrimonio totale e l'*asset allocation* del patrimonio immobiliare si configura nel seguente modo:

Titoli di Stato	40,04%
Obb.ni in portafoglio	0,10%
Fondi Abitare Sociale e F2i	1,33%
Azioni	21,34%
Investimenti immobiliari	36,64%
Partecipazioni	0,56%
<b>Totale</b>	<b>100%</b>

L'esercizio 2009 risente positivamente degli accantonamenti prudenziali dell'anno precedente, in quanto realizza plusvalenze, proprio per il venir meno delle perdite ipotizzate dagli accantonamenti stessi; per questo il risultato negativo del 2008 deriva tanto da perdite, quanto da accantonamenti per possibili perdite future. In base a quanto dichiarato in audizione il 28 aprile 2010 dal Presidente della Cassa, nel periodo 2003-2009, la Cassa ha investito per impieghi immobiliari un capitale annuo medio di 1,8 miliardi e conseguito una redditività media netta pari al 3,2% dei capitali investiti.

Risultati gestione immobiliare e finanziaria (mln di euro)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	media
Redditi conseguiti	66,5	54,4	112	67,4	28,9	-9,8	-2,9	45,3
Prelievi e accantonamenti al fondo	-28,1	-1,6	-30,7	-2,1	-0,5	-55,7	25,7	-13,3
Risultato netto	38,4	52,8	81,6	65,3	28,4	-65,5	22,8	32

Sempre in base a quanto dichiarato in audizione dal Presidente della Cassa, il reddito medio annuo netto del patrimonio immobiliare nel periodo 2003-2009 ammonta a 3,7 milioni di euro ed è pari all'1,18% del valore medio netto di bilancio degli immobili.

Risultati gestione immobiliare (in mln di euro)	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	media
Redditi gestione immobiliare	19,9	21,9	22,1	27	23	23,1	23,6	22,9
Costi di gestione, ammortamenti e imposte	17,3	19	18,4	21,1	19,9	19,4	19,3	19,2
<b>Risultato netto gestione immobiliare</b>	<b>2,6</b>	<b>2,9</b>	<b>3,7</b>	<b>5,9</b>	<b>3,1</b>	<b>3,7</b>	<b>4,3</b>	<b>3,7</b>

Per quanto riguarda gli investimenti in titoli *Lehman Brothers*, il Presidente dell'Ente ha riferito che, al 31 dicembre del 2007, erano stati investiti 2,869 milioni di euro, nel senso che i gestori avevano nel loro portafoglio obbligazioni *Lehman* per tale importo. Solo uno di essi le ha mantenute, ragion per cui, a fine periodo del 2008, gli investimenti *Lehman* corrispondevano a 1,213 milioni di euro (pari allo 0,12% del patrimonio mobiliare complessivamente investito nell'anno 2008). Questi sono stati totalmente svalutati a bilancio e poi è stato dato mandato al gestore, nel caso di specie Rothschild, di attivare tutte le procedure di inserimento nella gestione concorsuale del fallimento della società statunitense.

#### 4.3 Enti che detengono solo titoli strutturati

Enti che detengono solo titoli strutturati	Titoli Strutturati		
	Valore nominale	% su patrimonio mobiliare	% su patrimonio totale
<b>CNPR</b>	€ 124.976.000	14,88%	6,61%
<b>CASSA COMMERCIALISTI</b>	€ 165.625.000	6,96%	6,02%
<b>ENPAB</b>	€ 37.350.000	16,21%	16,10%
<b>ENPAPI</b>	€ 12.540.000	9,01%	8,95%
<b>EPPI</b>	€ 65.000.000	15,38%	12,60%
<b>FASC</b>	€ 23.512.640	9,72%	4,52%

#### CNPADC - Cassa nazionale di previdenza e assistenza dei dottori commercialisti

La situazione finanziaria della Cassa dei Commercialisti è stata illustrata nel corso dell'audizione del 5 maggio 2010.

Il patrimonio della Cassa al 31 dicembre 2009 ammonta a circa 3,2 miliardi, di cui il 13% circa nella componente immobiliare, l'11,36% in liquidità e il 75,62% nella componente mobiliare. Come mostra la tabella sotto riportata, l'allocazione del patrimonio dal 2008 è rimasta pressoché invariata.

## Allocazione del Patrimonio di CNPADC

	2009	2008
Immobiliare	13,03%	14,50%
Liquidità di CC	11,36%	9,39%
Patrimonio mobiliare	75,62%	76,12%
<b>Totale Patrimonio</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Dal 2007, anno un cui è iniziata la crisi dei mercati finanziari, la Cassa mantiene una componente rilevante di liquidità, investita in parte in strumenti del mercato monetario, come PCT, in parte in strumenti *total return*. Una parte consistente del patrimonio viene investita in obbligazioni gestite in parte direttamente e in parte attraverso la gestione esterna; la componente azionaria viene completamente gestita all'esterno, la componente alternativa, come mostra la tabella è molto residuale. Le obbligazioni strutturate al 31.12.2009 pesano in misura pari al 4,9% (5,8% al 31.12.2008).

*Asset Allocation* a valori di mercato

	2009	2008
Obbligazioni	57,7%	59,1%
Azioni	25,7%	19,3%
Total Return	16,2%	19,0%
Investimenti alternativi	0,3%	1,8%
Altro	0,1%	0,8%
<b>Totale</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>

Secondo quanto dichiarato in audizione dal Presidente della Cassa, le obbligazioni oggetto dell'investimento sono quelle *governative* e *corporate* e hanno lo scopo di mantenere i rendimenti costanti nel breve periodo, mentre nell'ambito azionario c'è una forte diversificazione in *asset* non correlati, al fine di contribuire alla redditività nel medio-lungo periodo.

Alessandra Pasquoni, responsabile del servizio patrimonio mobiliare della Cassa, ha specificato che per quanto riguarda il portafoglio obbligazionario diretto, più del 63 per cento è rappresentato da obbligazioni governative e poco più del 20 per cento da obbligazioni *corporate*: si tratta di obbligazioni con una forte concentrazione (quasi 80%) nella fascia di *rating AA*. Per quanto riguarda l'esposizione per *duration*, la maggior parte della componente obbligazionaria è investita in tasso variabile con bassa *duration*.

Secondo i dati dei bilanci consuntivi 2008/2009 il rendimento *time weighted (performance* di mercato) del patrimonio mobiliare è stato di -11,50% nel 2008 e di +9,77% nel 2009, pertanto negativo, -2,85%, sui due anni.

I titoli immobilizzati rappresentano il 97,6%<sup>8</sup> del patrimonio mobiliare (esclusa la liquidità), al 31.12.2009. Tale comparto mostra minusvalenze latenti per lo 0,3%; nel 2008, le minusvalenze ammontavano a 11,6% del valore di bilancio, ma non era stato costituito il fondo svalutazione titoli in quanto le perdite non erano state giudicate durature.

<sup>8</sup> Il patrimonio mobiliare ammonta a circa 2,8 miliardi di euro al lordo della liquidità che è pari a 362 milioni, la componente immobilizzata è pari a 2,364 miliardi di euro

**CASSA NAZIONALE DEI RAGIONERI E PERITI COMMERCIALI (CNPR)**

Al 31/12/2008, il 42% del patrimonio era investito nel comparto mobiliare, mentre il 58,02% era investito nel comparto immobiliare.

Al 31/12/2009, il patrimonio aumenta per effetto dei contributi nell'anno, anche se rimane preponderante il peso del settore immobiliare: il portafoglio mobiliare rappresenta infatti solo il 43,55% del patrimonio totale.

L'incremento della liquidità, come conseguenza all'incasso dei contributi, che si registra in tale esercizio è investito sul comparto obbligazionario, dove si cerca di selezionare le opportunità di investimento su titoli con alto *rating* e legati all'inflazione.

Al 31/12/2009 la composizione dell'intero patrimonio per *asset class* è la seguente:

Azionario	190,8	10,10%
Obbligazioni	463,01	24,51%
Alternativi	86,93	4,60%
Liquidità	82	4,34%
Immobili e Fondi immobiliari	1.066,30	56,45%
<b>Totale</b>	<b>1.889,04</b>	<b>100%</b>

La redditività linda del patrimonio mobiliare è del 3,9% nel 2009 ed è aumentata rispetto a quella linda del 2008 che era stata del 2,1%.

Il patrimonio immobiliare registra nel 2009 una redditività linda del 5,1%, minore rispetto a quella del 2008 che era stata pari all' 8,5%.

Nella documentazione prodotta in audizione viene elencata la composizione delle singole *asset class* al 30 giugno 2008 e al 31 dicembre 2009. Per quanto riguarda in particolare la parte obbligazionaria, la politica di investimento della Cassa comprende anche obbligazioni *corporate, finance* e anche qualche prodotto strutturato.

Nel 2009 - secondo quanto dichiarato nell'audizione del 12 maggio 2010 dal Presidente della Cassa - si registra anche un aumento dell'esposizione in titoli strutturati, come scelta strategica, finalizzata a migliorare l'efficienza dell'*asset allocation*, investendo in strumenti alternativi a capitale garantito. Con riferimento a questi ultimi prodotti, l'opinione espressa è stata quella di non giudicarne negativamente la scelta, perché nel termine «strutturato» si ricoprendono anche prodotti legati all'andamento del tasso di inflazione e quindi con una funzione compensatoria dello stesso. Si precisa che al 30 giugno 2008 l'incidenza dei titoli strutturati sul totale del patrimonio mobiliare era pari al 4,8%, mentre al 31 dicembre 2009 era pari all'8,47%.

Nei dati forniti in audizione viene altresì precisato che la detenzione di titoli strutturati avviene anche attraverso la sottoscrizione di azioni emesse da banche differenti, al fine di garantire una diversificazione del rischio e comunque senza mai superare la percentuale sul totale del patrimonio complessivo dell'8,5%.

Risulta inoltre che la CNPR è l'unica Cassa di previdenza che ha una propria società di intermediazione mobiliare (SIM), vigilata dalla Banca d'Italia, di proprietà della Cassa all'80 per cento, e con una quota di minoranza riservata a un socio industriale, Banca Finnat Euramerica. La SIM, costituita nel novembre 2000, svolge da dieci anni l'attività di *asset allocation* strategica per conto della Cassa, selezionando gli operatori e i prodotti in cui investire, fermo restando che le decisioni di investimento rimangono sempre in capo al Consiglio di amministrazione della Cassa.

Da tempo, come riferito nel corso dell'audizione, la Cassa ha adottato un codice di condotta sugli investimenti, mutuando le prescrizioni contenute nel decreto ministeriale n. 703 del 1996,