COMMISSIONE PARLAMENTARE DI CONTROLLO SULL'ATTIVITÀ DEGLI ENTI GESTORI DI FORME OBBLIGATORIE DI PREVIDENZA E ASSISTENZA SOCIALE

RESOCONTO STENOGRAFICO

INDAGINE CONOSCITIVA

35.

SEDUTA DI MERCOLEDÌ 22 DICEMBRE 2010

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE **GIORGIO JANNONE**

INDICE

PAG.

Sulla pubblicità dei lavori:

Jannone Giorgio, *Presidente* 3

INDAGINE CONOSCITIVA SULLA SITUAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA DELLE CASSE PRIVATIZZATE ANCHE IN RELAZIONE ALLA CRISI DEI MERCATI INTERNAZIONALI

Esame del documento conclusivo.

Jannone Giorgio, *Presidente* . 3, 4, 5, 6, 8, 9, 10

PAG.

Berretta Giuseppe (PD) 8, 9

Cazzola Giuliano (PdL) 8

Lannutti Elio (IdV) 4, 6

Maraventano Angela (LNP) 6

Motta Carmen (PD) 7, 10

Santagata Giulio (PD) 4

ALLEGATO: schema di documento conclusivo 11

PAGINA BIANCA

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE GIORGIO JANNONE

La seduta comincia alle 8,30.

(La Commissione approva il processo verbale della seduta precedente).

Sulla pubblicità dei lavori.

PRESIDENTE. Avverto, se non vi sono obiezioni, che la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso l'attivazione di impianti audiovisivi a circuito chiuso.

(Così rimane stabilito)

Esame del documento conclusivo.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca l'esame del documento conclusivo dell'indagine conoscitiva sulla situazione economico-finanziaria delle casse privatizzate anche in relazione alla crisi dei mercati internazionali.

Ricordo che il termine dell'indagine è prossimo alla scadenza, pertanto sarebbe opportuno approvarlo quanto prima.

In premessa ritengo opportuno stigmatizzare il comportamento di chi, avendo ricevuto in anteprima la bozza del documento per proporre modifiche o integrazioni, in qualità di componente della Commissione, ha invece ritenuto opportuno darne un'ampia diffusione alla stampa economica specialistica e, in alcuni casi, anche ai vertici di alcune Casse ancor prima che la Commissione avesse modo di discuterne, tanto che è stato addirittura pubblicato su *internet* un *link* con l'intera bozza del documento nella versione grafica inviata ai parlamentari e sono state ricevute da parte degli Uffici telefonate dei vertici degli enti con richieste di modifica di alcuni dati.

Mi auguro che tali comportamenti, che espongono la Commissione a critiche e comunque a prese di posizione della stampa antecedenti le delibere, non si ripetano più e invito i colleghi a un comportamento più consono, altrimenti dovremo procedere con altre metodologie, in quanto il documento è stato mandato dagli Uffici a tutti i parlamentari per *e-mail* per avere il tempo di approfondirlo, non certo per darlo alla stampa prima della concreta approvazione da parte della Commissione.

Passando al contenuto, preciso che nella prima parte, dopo aver esaminato l'obiettivo dell'indagine, si sono presi in considerazione gli effetti della crisi finanziaria del sistema creditizio-bancario sugli investimenti delle Casse; si è quindi analizzata la tipologia degli investimenti effettuati dalle Casse e gli *advisors* coinvolti nelle scelte finanziarie degli enti privati.

Particolare attenzione è stata poi dedicata alle Casse maggiormente esposte, analizzando lo squilibrio delle gestioni mobiliari e le relative conseguenze sui bilanci. Si è ritenuto anche di evidenziare l'*asset allocation* delle Casse meno esposte, soffermandosi in particolare su una composizione classica, diversificata rispetto al rischio dei relativi portafogli mobiliari.

Nel secondo capitolo si è focalizzata invece l'attenzione sull'esigenza di stabilità finanziaria delle Casse di previdenza, analizzando le relative questioni e prospettive e riportando le valutazioni in tal senso espresse dalle associazioni di categoria e dalle parti sociali interessate.

Infine si offrono spunti di riflessione in merito a ipotesi di controlli ministeriali più incisivi sugli investimenti delle Casse, anche alla luce della recente normativa contenuta nella manovra finanziaria preestiva, sulla quale ha riferito in particolare il Ministro del lavoro e delle politiche sociali, senatore Maurizio Sacconi, nell'audizione che abbiamo avuto il 1° dicembre scorso.

Do quindi la parola ai colleghi che intendano intervenire per svolgere considerazioni o proporre integrazioni e modifiche.

GIULIO SANTAGATA. Grazie, Presidente. Mi associo alle sue parole in merito alla diffusione del lavoro della Commissione prima di questa seduta, ammesso – e non vedo perché no – che questa sia la seduta definitiva di approvazione.

Nel merito, trovo molto puntuale la sintesi delle audizioni e del lavoro svolto. Ho solo una sottolineatura e una richiesta da fare: nelle nostre conclusioni in buona sostanza avanziamo alcune proposte in merito a dove le Casse dovrebbero investire. Credo che noi facciamo bene a sottolineare l'invito alla prudenza e alla diversificazione, ma ci troviamo ad agire sempre su quello stretto confine che ci ha accompagnato per questi due anni e cioè quanto dobbiamo essere rispettosi dell'autonomia e quanto dobbiamo invece trovare forme di garanzia e di tutela degli assicurati.

In un tal senso credo che noi faremmo bene a non entrare nel merito delle tipologie: faccio riferimento specifico ai titoli di Stato e al *social housing* che possono essere al limite citati come possibilità, ma non indicati come se fossero una sollecitazione specifica della Commissione, sottolineando al contempo il fatto che noi saremmo per rafforzare le forme di vigilanza più che dare indicazioni sull'utilizzazione dei patrimoni. Chiederei quindi che quella parte diventasse meno prescrittiva – anche se di prescrittivo ovviamente non c'è niente –, ed inoltre forse sarebbe il caso di avere un poco più di coraggio nell'indicare quali potrebbero essere per noi le forme di vigilanza.

Dalle mie parti si dice che il cane di due padroni muore di fame; è questo un modo per dire che l'ente vigilato da troppi vigilanti alla fine potrebbe fare quel che gli pare. È del tutto evidente che sulla sostenibilità di lungo periodo debba intervenire il Ministero; è altresì del tutto evidente che il nostro ruolo investe la capacità di conoscenza del Parlamento. C'è però anche una vigilanza sulla bontà delle scelte da effettuare che a mio giudizio potrebbe avere delle attinenze a quella che Covip svolge sui fondi di pensione integrativa. Credo quindi che forse potremmo spingerci fino a indicare l'esigenza di avere strumenti che *ex ante* e in continuo, non all'approvazione dei bilanci consuntivi, affianchino le funzioni di controllo già esistenti.

Detto questo lascio la parola agli altri colleghi, ribadendo l'opinione che il lavoro sia stato molto utile, interessante ed approfondito. Immagino che le Casse non abbiano sempre gradito, ma immagino che anche i loro assistiti non sempre abbiano gradito l'operato delle stesse, e quindi penso che in buona sostanza abbiamo fatto un buon lavoro.

PRESIDENTE. Ritengo che si possa prendere atto dei suggerimenti dell'onorevole Santagata, che tra l'altro condivido. Cerchiamo quindi di mitigare l'invito ad effettuare determinate tipologie di investimenti, in quanto non rientra nel nostro ruolo istituzionale, così come inseriamo la necessità di una maggiore definizione dei controlli, indicando anche con più coraggio, come si diceva, qualche soluzione. Proporrei di trovare una soluzione ai suggerimenti che emergeranno dalla riunione odierna attraverso degli emendamenti al testo, che vi verrà successivamente rinviato, sperando che questa volta non ci sia alcun inconveniente, anche se so benissimo chi ha diffuso il testo.

ELIO LANNUTTI. Signor Presidente, chiedo scusa se dopo il mio intervento mi

dovrò allontanare, ma presso un'altra Commissione ho degli adempimenti che richiedono la presenza del numero legale.

Di professione faccio il giornalista, e sotto un tale punto di vista intendo osservare come il lavoro svolto con questa indagine conoscitiva sia stato un lavoro poderoso. Mi ritengo quindi soddisfatto di come abbiamo condotto le audizioni e delle conclusioni a cui siamo pervenuti, pur nella opportunità di dare delle indicazioni che non siano però prescrittive. Attraverso il nostro lavoro noi abbiamo evidenziato, come risulta agli atti dell'indagine, il fatto che quasi tutte le Casse al 31 dicembre 2009 erano esposte con titoli a rischio e che ci sono ancora Casse che hanno titoli strutturati fino al 20 per cento. Tra l'altro anche i soggetti auditi hanno convenuto che non è bene rischiare le future pensioni su titoli tossici o rischiosi e che quindi sarà bene per il futuro non ripetere errori che in passato sono stati commessi per suggerimento delle banche, leggerezza, o clientela.

Quella che abbiamo condotto quindi è un'indagine molto seria e approfondita; io – come detto – faccio il giornalista, ma non avrei mai dato ai colleghi un documento che era appetibilissimo. Dobbiamo quindi stigmatizzare il fatto che in una Commissione parlamentare c'è chi non rispetta sia il lavoro svolto sia i colleghi, anche perché se ci mettiamo a fare la gara tra chi è più bravo a fare la talpa e fornire i documenti, non si finisce più. Io non so chi sia stato, ma è necessario far capire all'autore di questa soffiata che non gli si potrà consentire in futuro di ripetere questa operazione, che è tra l'altro sicuramente di opportunità per le relazioni con i giornalisti. Io che faccio questo mestiere so come funzionano le cose, si dà il documento e in cambio si ottiene, ad esempio, un'intervista; ma non sono queste situazioni consone a una Commissione bicamerale seria che – come nel nostro caso – ha indagato con scrupolo sui problemi, le prospettive e gli effetti della crisi finanziaria.

Non intendo dilungarmi più di tanto e ribadisco che il lavoro è egregio. Se ritenuto necessario sfumiamo quello che c'è da sfumare, anche se le indicazioni riportate sono quelle emerse nell'ambito delle indagini che abbiamo svolto.

Un'ultima cosa che volevo dire, se mi si consente, è che da questa indagine ha avuto modo di emergere anche la questione della dismissione del patrimonio immobiliare delle Casse. Devo dire che la questione presenta degli elementi di preoccupazione soprattutto nella città di Roma; ricevo molte *e-mail* al riguardo, ed ho anche prodotto un'interrogazione parlamentare che è stata pubblicata ieri. Tra gli elementi di preoccupazione voglio citare il caso dell'Enasarco, che ha indetto la gara e ha espletato le procedure; però se si vanno a leggere i dettagli emergono situazioni che non vanno, ad esempio per quanto concerne la concessione dei mutui. Come detto, ho prodotto al riguardo un'interrogazione, e chi è interessato la può acquisire.

Concludo ringraziando ancora la Commissione e gli Uffici per il lavoro svolto e mi scuso se devo andare via.

PRESIDENTE. Ringrazio il senatore Lannutti, oltre che per il suo condivisibile intervento, anche per il contributo che ha apportato nel corso dell'indagine. Voglio ricordare infatti come attraverso una pressante attività di *moral suasion* effettuata in particolare da alcuni di noi su determinati temi – come quello poc'anzi ricordato sui titoli strutturati – siamo riusciti a tutelare gli interessi di qualche milione di professionisti. Ritengo quindi che la Commissione abbia fatto veramente un lavoro egregio, anche a costo di avere dovuto subire l'arrabbiatura di qualche vertice delle Casse; a tal proposito vi assicuro che anche io sono stato più volte sollecitato a smettere o comunque a moderare i toni.

Proprio in virtù della bontà del lavoro che abbiamo svolto mi sono molto seccato del fatto che sia stato dato all'esterno il testo del documento prima della sua approvazione, in cambio di quello che definirei un favore *ad personam*, perché questo ha svilito un lavoro molto importante.

Quello che abbiamo fatto noi non è una cosa da poco: tutti i vertici delle Casse sanno che da ora in poi sono sotto la lente di ingrandimento se utilizzano certe tipologie di investimento. Mi permetto di dire che tale circostanza, che non era avvenuta in passato, ha reso e renderà particolarmente prudenti queste persone, in quanto il messaggio che abbiamo lanciato è chiaro; ovvero quello di fare estrema attenzione perché, se nell'ambito della loro libertà e discrezionalità di azione, alcune Casse persevereranno in certi errori, noi andremo ogni volta ad approfondire e a richiamare l'attenzione.

ELIO LANNUTTI. Presidente, dal momento che io sono già d'accordo, ritengo sia sufficiente ricevere per posta elettronica come notifica quelle variazioni prudenziali che vogliamo fare e successivamente potremmo approvare il testo.

PRESIDENTE. Di questo vi ringrazio, se è possibile.

ANGELA MARAVENTANO. Presidente, intervengo brevemente per esprimere il mio apprezzamento per il contenuto del documento.

CARMEN MOTTA. Signor Presidente, anch'io tengo a fare alcune osservazioni.

Con riferimento alla prima considerazione che intendo esprimere, devo dire che in genere guardo attentamente la stampa che può interessarsi ai lavori di questa Commissione. Onestamente questa settimana non l'ho fatto e quindi ho appreso durante la seduta del fatto accaduto, che giudico disdicevole per due ordini di motivi. In primo luogo perché questa è una Commissione bicamerale che, nell'ambito della sua funzione di vigilanza, ha svolto un lavoro che può apparire anche meno visibile di altre Commissioni, ma sicuramente approfondito e sempre tenendo il punto sul merito delle questioni che sono state poste all'attenzione. Si è bruciata quindi la sintesi di una nostra seria e scrupolosa attività semplicemente per poter dire di aver passato il foglio fresco rispetto ad altri, senza attendere qualche giorno, perché poi alla fine si trattava di questo. La cosa che mi rincresce di più, Presidente, è che è stata vanificata la possibilità a tutta la Commissione di dare conto del nostro lavoro, anche attraverso lo strumento di una conferenza stampa.

Quello che a me brucia di più è questo: non vedo perché come membro di un Ufficio di Presidenza ma anche come membro di una Commissione mi è stata pregiudicata la facoltà e anche l'orgoglio di presentare alla stampa un lavoro collettivo, merito di tutti, e per il quale ci siamo spesi tutte le sante mattine alle otto e mezzo di tutte le settimane.

Anch'io non sono abituata ad avere pensieri maligni su nessuno, però non siamo nati ieri. Se fossi in lei, Presidente, farei – nelle forme che riterrà più opportune – un richiamo, che in questo caso va rivolto a tutti, con il quale lei stigmatizza, se mi permette anche a nome dell'Ufficio di Presidenza, il fatto che è avvenuto.

Lo ripeto, noi ci siamo bruciati la possibilità di fare nei confronti dell'esterno un'uscita collegiale che avrebbe potuto dare conto del nostro lavoro e a me questa cosa sinceramente dispiace molto e la trovo scorretta.

Lei Presidente valuterà questa mia proposta. Non è la prima volta che un fatto del genere accade; però in questo caso è più grave che in altre situazioni, perché si tratta di una relazione finale e quindi la circostanza richiedeva maggiore correttezza anche nei confronti degli altri colleghi.

PRESIDENTE. Certamente faremo una lettera che necessariamente dovrà avere i caratteri della generalità. L'ulteriore beffa è che questa volta avevamo in effetti l'intenzione di fare proprio una conferenza stampa ben congegnata, in quanto vi era particolare attesa su questo documento. Invece non solo è stato diffuso in maniera impropria, ma anche malamente: il fatto che sia stato dato a un giornale anziché ad un altro chiaramente ha fatto imbestialire gli altri interlocutori. Alcune testate mi hanno chiamato e mi hanno

fatto notare che dopo averci seguito e aver dato spazio ai nostri lavori, e dopo che io avevo garantito che al termine degli stessi avremmo fatto una conferenza stampa alla quale sarebbero state invitate, si sono viste bruciare la notizia perché il documento è stato dato ad altri.

Sarà antipatico ricevere il richiamo per chi non c'entra nulla, ma va comunque fatto categoricamente, data la gravità dell'episodio.

CARMEN MOTTA. Per quanto riguarda il merito invece, Presidente, condivido le osservazioni che ha fatto il collega Santagata, e le rafforzo un po', con riferimento a quando nelle conclusioni (ma qualche passaggio c'è anche in premessa) si dice che la Commissione ha invitato gli amministratori delle Casse, sempre nel rispetto dell'autonomia decisionale, a valutare l'opportunità di investire anche nel cosiddetto *social housing*; noi non possiamo invitare le Casse ad investire né nei *bond* né nel *social housing*, non è nostro compito.

Semmai noi dovremmo ribadire che la finalità delle Casse è quella di avere dei bilanci in ordine per pagare le pensioni. Questa è la loro prima finalità, garantire la sostenibilità del sistema. Forse questo concetto, mi permetto di dire, andrebbe maggiormente sottolineato in un passaggio nelle conclusioni o nella premessa. Questi enti devono garantire la copertura pensionistica dei loro iscritti in quanto questa, ripeto, è la loro prima finalità. Essi non hanno altri scopi, anche perché – come diceva il senatore Lannutti – se effettivamente ci fossero scopi di carattere sociale, allora bisognerebbe che nelle operazioni di dismissione immobiliare, per alcune realtà particolarmente critiche come quelle di Roma si facessero carico in modo molto più ampio di problematicità che io capisco invece essere talora poco conciliabili con un'autonomia gestionale di raggiungimento di obiettivi.

Per questo motivo sottolineo questi due aspetti e chiedo espressamente anche il consenso preventivo del Gruppo del Partito democratico affinché vengano accolti nel senso che ho esposto.

Intendo osservare anch'io che si tratta di un lavoro assolutamente pregevole con una ricostruzione estremamente puntuale; in esso viene ribadito il concetto espresso da lei in tutte le sedute, e confermato da tutti, circa la necessità della prudenza sugli investimenti ma ogni volta, me ne darà atto Presidente, non abbiamo mai dato indicazioni in quanto non sta a noi farlo.

Infine mi permetto di fare alcuni rilievi in lievissima differenza rispetto al collega Santagata, ma questo non è un dibattito che ci divide, bensì è l'occasione di un approfondimento. A pagina 41 del documento, nella parte concernente il punto di vista del Governo, c'è un passaggio in cui si dice che la Commissione nel corso della XIV legislatura ipotizzava l'affidamento dei controlli sulle Casse a un'autorità esterna ma indipendente, che al contempo relazionasse al Parlamento e che svolgesse come funzione primaria il controllo per la previdenza di primo pilastro, senza commistione tra i due tipi di controllo per la previdenza complementare e per quella primaria, che toccano ambiti completamente diversi.

Io non sono per creare una pletora di autorità, ma se dovessi esprimere un mio parere – nella eventualità che possa essere inserito nelle conclusioni ma anche in questo caso senza optare per una scelta – va ricordato che il Governo aveva indicato il possibile affidamento di questa funzione alla Covip: io credo che sarebbe opportuno avere davvero un controllo di un'autorità terza, che possa entrare nel merito pur nel rispetto dell'autonomia dell'attività e dei bilanci delle Casse.

Chiudo quindi dicendo che varrebbe la pena di sottolineare nelle conclusioni una disponibilità a portare un nostro contributo alla ridefinizione del sistema dei controlli teso ad una più puntuale efficacia degli stessi, e che pertanto – così come in una precedente legislatura era già stato svolto un lavoro e si era giunti a una conclusione – potrebbe essere utile aprire anche all'interno della Commissione un confronto per portare un'indicazione al

Ministero stesso e per verificare quale potrebbe essere la posizione prevalente della Commissione.

PRESIDENTE. Tali considerazioni sono tutte condivisibili. Nelle riformulazioni che verranno apportate al testo prenderemo quindi atto delle modifiche richieste ed aggiungeremo anche che nostro compito specifico è comunque quello di vigilare affinché vengano garantite la sostenibilità dei bilanci e le prestazioni pensionistiche.

GIULIANO CAZZOLA. Signor Presidente, non aggiungo altro rispetto alle cose dette sulla fuga di notizie, che peraltro a me era parzialmente sfuggita perché non leggo *Italia Oggi*; in ogni caso è un fatto grave soprattutto perché dalla lettura dei titoli mi pare che sia stata data una visione abbastanza allarmata della situazione. Comunque, io non credo che tale vicenda pregiudichi la possibilità di fare una conferenza stampa,in quanto la stessa potrebbe anche essere un'occasione per fare chiarezza e dare un'interpretazione corretta rispetto alle notizie che sono uscite.

Venendo al contenuto del testo, io ho già avuto modo di fare delle piccole osservazioni che poi sono state accolte; però ne avevo date anche due generiche che gli Uffici giustamente mi avevano sollecitato a qualificare, cosa che non ho fatto per mancanza di tempo.

La prima è una sottolineatura di stile: ho trovato un po' ridondante la prima parte, nel senso che in essa si fa la storia della crisi, partendo dalle vicende americane per arrivare al crollo del settore edilizio e dei mutui. A parte che può essere una visione che vede degli aspetti e non ne vede degli altri, sinceramente mi pare che questo aspetto sia acquisito dall'esame comune che si fa di queste cose. Comunque se non vogliamo toccarla e pensiamo di lasciarla così anche sulla base delle indicazioni che hanno fornito i consulenti, non c'è nessun problema.

Credo invece che sia importante a pagina 41 sviluppare maggiormente un concetto: mi riferisco al punto dove si dice che « nel caso delle Casse la sostenibilità è data dall'equilibrio tra contributi e prestazioni ma anche dalla redditività del patrimonio. Sulla redditività del patrimonio quello che è accaduto con gli investimenti mobiliari a rischio ha messo in serio pericolo la stabilità gestionale di lungo periodo ».

Per quanto riguarda questo punto, a mio avviso bisognerebbe indicare un ulteriore concetto di sviluppo, in relazione al fatto che la redditività del patrimonio nelle strategie delle Casse è stata assunta anche come elemento di tenuta finanziaria delle stesse, e che quindi in tutti i bilanci tecnici che sono stati fatti si è detto quale era il patrimonio e con quale redditività del patrimonio si sarebbe potuti arrivare tranquilli fino al 2040. Proporrei quindi una formulazione di questo genere, cioè che la sostenibilità è data dall'equilibrio tra contributi e prestazioni ma anche dalla redditività del patrimonio, che è stato assunto negli stessi bilanci tecnici come una garanzia di efficacia e di sostenibilità dei sistemi e delle riforme adottate.

Ritengo infine opportuno un segnale della Commissione riguardo alla possibilità che qualcuna di queste Casse si unifichi, al fine di risparmiare sui costi di gestione.

PRESIDENTE. Quest'ultimo concetto è già presente, eventualmente possiamo rafforzarlo.

Riguardo alla ricostruzione storica della crisi data in premessa, questa vuole rappresentare una chiave di lettura; forse non vale la pena sminuirne il contenuto, anche se le motivazioni della crisi internazionale sono leggibili da più fronti perché ci sono diverse teorie.

GIUSEPPE BERRETTA. Signor Presidente, anche se può apparire ripetitivo ritengo necessario stigmatizzare il fatto che il documento sia stato reso pubblico prima che la Commissione lo approvasse; ciò sia per una ragione di rispetto istituzionale che per una ragione più generale che attiene all'importanza che il documento assume e alle valutazioni che il suo contenuto può determinare nella platea dei soggetti coinvolti.

Da questo punto di vista so già che ci sono state delle reazioni da parte di alcune Casse: l'inserimento in una o in un'altra tabella è stata considerata come una scelta in qualche modo lesiva della loro autonomia e in ogni caso alcune Casse hanno fatto già pervenire delle considerazioni di contrasto rispetto alle cose che noi abbiamo detto. Questo ovviamente sarebbe stato utile se fosse avvenuto in un momento successivo, a documento approvato, in quanto si sarebbe potuto aprire un dibattito con coloro i quali ritenevano di dover sollevare delle questioni.

Abbiamo quindi l'anomalia di considerazioni attinenti al nostro documento che precedono la conclusione dei nostri lavori e che possono in qualche modo incidere anche sull'autonomia delle scelte e delle nostre valutazioni. Questa è una circostanza che sicuramente non ci fa onore ed è un rammarico che ribadisco.

Nel merito ho una domanda da fare relativa a una tabella presente a pagina 27, « Enti che detengono solo titoli strutturati »: questa tabella mi sembra giustapposta rispetto a ciò che la precede e a ciò che segue. Probabilmente è un mio limite di comprensione, però lo volevo sottoporre per avere qualche chiarimento.

PRESIDENTE. Tale tabella, nell'ambito dell'analisi delle Casse meno esposte, apre il paragrafo relativo agli enti che detengono solo titoli strutturati. Possiamo dare maggiore chiarezza grafica ai titoli dei vari paragrafi.

GIUSEPPE BERRETTA. La mia non era una critica, ma solo una difficoltà di comprensione.

Per quanto riguarda invece pagina 42 si fa menzione di una emananda direttiva. Deve essere chiaro che noi non condividiamo né rifiutiamo il comportamento del Ministero, ma sono scelte di quest'ultimo, altrimenti la sensazione potrebbe essere quella di una scelta condivisa che ovviamente non ci compete. Sempre in riferimento alla direttiva in corso di emanazione, in questo ambito credo ci sia – o perlomeno mi arrivano segnali in questo senso – un contrasto tra direttive già emanate da parte del Ministero dell'economia, e quindi scarsa capacità dei due Ministeri di collaborare e trovare una sintesi.

Io credo che invece l'esigenza di una doppia lente economica del Ministero del lavoro sia assolutamente da ribadire. Quindi in questo senso è stato assunto un impegno a emanare un decreto interministeriale, che ritengo sia lo strumento più utile, al fine di contemperare davvero i bisogni dell'economia con i bisogni del lavoro dal punto di vista dei Ministeri, oltre che dal punto di vista sociale ed economico.

Voglio inoltre dire di avere apprezzato il fatto che nell'ambito del documento si sia affrontato con molto equilibrio il tema dei soggetti che in qualche modo hanno svolto il ruolo di *advisor*.

Infine, il tema dei conflitti di interesse rimane sullo sfondo, ma non possiamo andare oltre. Mi domando però quale sia il ruolo di alcune strutture, come ad esempio « Itinerari previdenziali », nonché quello di alcuni soggetti che hanno una funzione fondamentale nell'ambito della vigilanza ma che poi rischiano di compromettere o di velare questa funzione attraverso un esercizio di attività che possono indurre a rischi di sovrapposizioni di ruoli che sicuramente non sono utili in questo ambito.

PRESIDENTE. Certamente noi abbiamo un ruolo istituzionale di terzietà rispetto al Governo, e quindi appare utile ribadirlo come poc'anzi suggerito.

Voglio inoltre ricordare che nell'ambito della nostra attività noi abbiamo cercato di creare forme di coordinamento e collaborazione a tutti i livelli e quindi anche con gli Uffici della Camera. Questo ha portato dei vantaggi significativi anche in termini di costi, perché attraverso l'analisi dei bilanci effettuata dai Servizi Studi e Bilancio della Camera abbiamo conseguito l'obiettivo di risparmiare circa 100.000 euro all'anno, oltre al fatto di avere ottenuto dei buoni lavori.

Stiamo inoltre cercando di far capire che se comunichiamo di più si evitano sovrapposizioni, perché noi predichiamo la sinergia e la riduzione dei costi, ma dobbiamo anche essere in grado di attuarla. Ciò non toglie che condivido il fatto che deve essere ribadita la nostra terzietà rispetto all'Esecutivo o a qualsiasi altro ruolo che non sia quello di una Commissione bicamerale di vigilanza.

Sulla questione che sollevava prima l'onorevole Cazzola, mi permetto di dire che purtroppo la conferenza stampa è stata bruciata, perché quello che era atteso era il documento, ma nel momento in cui viene dato prima, è chiaro che non c'è più il clima.

Potremo successivamente trovare altri argomenti, ma per il momento si è creato anche un certo astio e malcontento da parte di chi non ha avuto il documento rispetto a chi è stato invece privilegiato.

Anche sulla base delle considerazioni dell'onorevole Motta, un richiamo verrà fatto certamente a tutti, però sul metodo di lavoro futuro io credo sia corretto continuare ad inviare i documenti per dare modo a tutti di leggerlo, eventualmente richiamando quanto è successo e nella speranza che non accada più.

CARMEN MOTTA. Quando verrà inviato il nuovo testo è possibile avere le modifiche evidenziate ?

PRESIDENTE. Verranno evidenziate in neretto.

CARMEN MOTTA. In secondo luogo, volevo segnalare che tra gli articoli messi in distribuzione ne trovo uno del 20 dicembre 2010 di *Italia Oggi* che riferisce che la scorsa settimana avremmo sconvocato la Commissione per questo episodio. Ciò va smentito, Presidente.

PRESIDENTE. Assolutamente. Quell'articolo è figlio di questo episodio, per fortuna è un articolo non troppo visibile, ma è comunque una cosa grave e fastidiosa, perché sembra quasi che noi siamo subalterni.

CARMEN MOTTA. Lei deve esplicitare i motivi per cui la settimana scorsa non abbiamo riunito la Commissione.

PRESIDENTE. L'ho fatto; ovviamente mi hanno detto che ne prendevano atto ma come spesso accade non hanno scritto nulla, al contrario di quello che è stato pubblicato.

Queste cose vanno a danno sia dell'immagine che del lavoro che abbiamo svolto. La Commissione è stata sconvocata per un problema oggettivo, ovvero capire come si porrà il Gruppo di « Futuro e Libertà per l'Italia » all'interno della Commissione. Questo tema è stato giustamente posto dagli Uffici delle Commissioni ai massimi livelli. Ossia bisognerà valutare se rivedere, essendo una Commissione bicamerale, la composizione. C'era quella questione, e c'era anche, vi ricorderete, un clima molto particolare nella città per delle manifestazioni in corso, per cui alcuni avevano chiesto di andar via.

Mi dispiace per le polemiche che hanno occupato buona parte della seduta, però ribadisco la gravità del gesto e mi auguro che non accada più.

Provvederemo a rinviare il testo con le correzioni in modo tale da guadagnare tempo, dal momento che sono tutte cose condivise. Ringrazio i colleghi e dichiaro chiusa la seduta.

La seduta termina alle 9,20.

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE
DELLA CAMERA DEI DEPUTATI

DOTT. GUGLIELMO ROMANO

Licenziato per la stampa
il 28 gennaio 2011.

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

ALLEGATO

SCHEMA DI DOCUMENTO CONCLUSIVO DELL'INDAGINE CONOSCITIVA SULLA SITUAZIONE ECONOMICO-FINANZIARIA DELLE CASSE PRIVATIZZATE ANCHE IN RELAZIONE ALLA CRISI DEI MERCATI INTERNAZIONALI

Obiettivo dell'indagine.....

CAPITOLO I

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

1. *Crisi finanziaria, investimenti a rischio e titoli tossici.*
2. *Tipologia degli investimenti effettuati e advisors coinvolti.*
3. *Le Casse maggiormente esposte: squilibrio delle gestioni mobiliari e conseguenze sui bilanci.*
4. *Le Casse meno esposte e tipologia dei relativi investimenti mobiliari.*

CAPITOLO II

L'ESIGENZA DI STABILITÀ FINANZIARIA DELLE CASSE DI PREVIDENZA: PROBLEMI E PROSPETTIVE

1. *La valutazione delle associazioni di categoria e delle parti sociali.*
2. *Il punto di vista del Governo: ipotesi di controlli ministeriali più incisivi sugli investimenti delle Casse.*

Considerazioni conclusive

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'*assett 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 FINANZARIA 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 é 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 direttamente[1], 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%
ONAOSI	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%
	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]	[illegible]

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, *Costant 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 Obbligation*), 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 C*alculation 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 Dallocchio. Alcuni di tali *advisor* svolgevano servizi di consulenza sull'*assett allocation* dei portafogli mobiliari per più di una Cassa.

Alla luce degli eventi del 2008, l'Enpap ha congedato Prometeia; l'Epap il professor Dallocchio, l'ONAOSI 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 mobiliare[3] e su quello complessivo delle Casse dei titoli strutturati.

Tabella 2 – Esposizione in strutturati
(Dati al 31.12.2009)

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

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%
ONAOSI (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%
	5.487.820	15.876.132	34,57%	27.621.329	19,87%

(1) Il valore dell'attivo di Onaosi 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 prudenziale 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 *Lehamn,* 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%
ONAOSI	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%
ENPACL	5.000	53.000	570.868	10,16%
ENPAF	5.000		1.161.653	0,43%
ENASARCO		780.000	6.383.870	12,22%
ENPAM		80.000	9.309.150	0,86%
	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.

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 4,2% rispetto al patrimonio complessivo. Tale esposizione è stata originata da un prodotto strutturato *ITLGDP 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, 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%
Totale	100%	100%

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 4,15% 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 propose.

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 *Lemhan*

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%
Totale	**80.000.000**	**67.255.000**	**-12.745.000**	**20.750.000**	**26%**

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*[4]. 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 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

[4] 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 Riscontri Passivi.

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%
Totale	**100,00%**

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 spesate 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%**
Totale	**100,0%**

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
Totale	**52.955.000**	**53.000.000**

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%
Totale	**100,0%**	**100,0%**

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 comparti 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[5] e quelle di più recente istituzione *ex* decreto legislativo n. 103/96.[6]

---

[5] 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.

[6] 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.

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 appare 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 *assett 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 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[7] 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 dell'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.

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

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

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%
	41,99%

Mobiliare:

Azioni	9,18%
Fondi d'investimento e gestioni mobiliari	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%
	58,01%

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%
Hedge Funds	11,43%
Fondi immobiliari	0,356%
Obbligazioni	0,003%
Totale	**100%**

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 mobiliare dal 2003 ad oggi, risulta, nonostante il dato negativo del 2008, pari al 5% netto.

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

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%
Totale Patrimonio Mobiliare	**86,40%**
Patrimonio Immobiliare	10,80%
Fondi Immobiliari	2,80%
Totale Patrimonio Immobiliare	**13,60%**
Totale Patrimonio	**100%**

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 mobiliare 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 mobiliare 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 mobiliare rappresentava il 62,42% dell'intero patrimonio, mentre il patrimonio immobiliare rappresentava il 37,58%. Al 31/12/2009, il patrimonio mobiliare rappresenta il 62,81% del patrimonio totale e l'*asset allocation* del patrimonio mobiliare 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%
Totale	**100%**

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 mobiliari un capitale annuo medio di 1,8 miliardi e conseguito una redditività media netta pari al 3,2% dei capitali investiti.

Risultati gestione mobiliare 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
Risultato netto gestione immobiliare	**2,6**	**2,9**	**3,7**	**5,9**	**3,1**	**3,7**	**4,3**	**3,7**

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.

ENTI CHE DETENGONO SOLO TITOLI STRUTTURATI

Enti che detengono solo titoli strutturati	**Titoli Strutturati**		
	valore nominale	**% su patrimonio mobiliare**	**% su patrimonio totale**
CNPR	€ 124.976.000	14,88%	6,61%
CASSA COMMERCIALISTI	€ 165.625.000	6,96%	6,02%
ENPAB	€ 37.350.000	16,21%	16,10%
ENPAPI	€ 12.540.000	9,01%	8,95%
EPPI	€ 65.000.000	15,38%	12,60%
FASC	€ 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%
Totale Patrimonio	**100,0%**	**100,0%**

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%
Totale	**100,0%**	**100,0%**

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%[8] 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.

CASSA NAZIONALE DEI RAGIONERI E PERITI COMMERCIALI (CNPR)

[8] 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

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%
Totale	**1.889,04**	**100%**

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

Il patrimonio immobiliare registra nel 2009 una redditività lorda 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 ricomprendono 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 é 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 *assett 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, soprattutto per quanto riguarda la eleggibilità dell'investimento, con riferimento, per esempio, ai valori di *rating* delle aziende, alla liquidabilità della posizione e alla rischiosità dello stesso.

ENTE NAZIONALE DI PREVIDENZA DEI BIOLOGI (ENPAB)

Al 31/12/2008, l'85,21% del patrimonio totale era investito nel comparto mobiliare, mentre l'1,44% nell'immobiliare e il restante era rappresentato da altre attività (crediti diversi, attività materiali e immateriali). Al 31/12/2009, il patrimonio mobiliare rappresenta l'86,17% dell'intero patrimonio, mentre l'immobiliare rappresenta l'1,33%, ed il resto è costitutito da altre attività (crediti diversi, attività materiali e immateriali).

In base a quanto dichiarato nell'audizione del 30 giugno 2010 dal Presidente della Cassa, la filosofia dell'ENPAB è orientata alla prudenza e questo ha portato a definire un portafoglio costituito da pochissimi titoli azionari, con prevalenza di obbligazioni, titoli di Stato e obbligazioni garantite.

Il portafoglio mobiliare complessivo dell'ENPAB, conferma come nei precedenti anni un' impostazione volta al conseguimento del rendimento pari alla rivalutazione dei montanti contributivi prevista dalla Legge Dini 335/95.

Al 31/12/2009 il patrimonio titoli è così articolato:

Titoli di Stato	26,72%
Titoli garantiti da Stati	2,07%
Liquidità	8,17%
Obbligazioni	31,06%
O.I.C.R. *Short duration*/obbligazionari	26,23%
O.I.C.R. azionari/*Long short*	2,20%
Azioni	2,38%
Certificates & ETF	1,17%
Totale	**100%**

Sempre in base a quanto dichiarato nell'audizione dal Presidente, gli interventi di tipo tattico si concentrano nel 1° trimestre del 2009, in quanto si interviene sulla componente obbligazionaria del portafoglio, operando un deciso sovrappeso della componente *corporate*, privilegiando emissioni a breve termine che permettono all'Ente di raggiungere il predetto rendimento.

I rendimenti netti della gestione mobiliare sono stati:

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rendimento netto	3,96%	4,26%	3,66%	3,50%	0,15%	4,51%
Coefficienti di rivalutazione L.335/95	3,9272%	4,0506%	3,5386%	3,3937%	3,4625%	3,3201%

ENPAPI –Ente di previdenza e assistenza della professione infermieristica

Al 31/12/2008, il patrimonio mobiliare costituiva il 99,48% dell'intero patrimonio investito, mentre il restante 0,52% era investito nell'immobiliare. Al 31/12/2009, il patrimonio mobiliare corrisponde al 99,58%, mentre lo 0,42% corrisponde alla componente immobiliare.

Come riportato nel bilancio consuntivo 2008, l'Ente, fin dallo scorso 2007 aveva attuato, all'avvio della crisi del mercato immobiliare statunitense, una politica di particolare prudenza, riconvertendo la quasi totalità del portafoglio allora esistente, in strumenti appartenenti al mercato monetario. Questa politica è proseguita anche nel corso del 2008, nel quale è stata ripresa l'attività di investimento, con un orientamento verso una scelta che, peraltro, ha tenuto a distanza il portafoglio dalla profonda crisi che, a livello globale, ha colpito tutti i mercati finanziari.

In base a quanto dichiarato nell'audizione del 23 giugno 2010 dal Presidente della Cassa: "la gestione patrimoniale dell'ENPAPI si orienta alla prudenza", per questo circa il 72% del portafoglio finanziario si caratterizza per investimenti in obbligazioni e polizze assicurative, al fine di raggiungere l'obiettivo annuo di rendimento, pari alla rivalutazione dei montanti contributivi prevista dalla Legge Dini 335/95.

Per conseguire una rivalutazione reale del patrimonio dell'Ente si effettuano investimenti di medio termine nei fondi chiusi, legati al mercato immobiliare, e di lungo termine in iniziative connesse allo sviluppo infrastrutturale ed energetico.

La composizione del patrimonio mobiliare per classi di attività al 31/12/2009 è la seguente:

Emissioni obbligazionarie	56,04%
Polizze	15,79%
Portafoglio Fondi	3,62%
Portafoglio immobiliare e infrastrutture	17,32%
Attività a breve termine	7,23%
Totale	**100%**

La componente obbligazionaria del patrimonio mobiliare è costituita in minima parte da obbligazioni a tasso variabile, pari all'11,41 %, mentre quelle a tasso fisso, meno rischiose, rappresentano il 52,14 %.

La redditività netta del portafoglio finanziario è stata del 7,28% nel 2008 e del 4,37% nel 2009, ed è risultata superiore al tasso di rivalutazione dei montanti contributivi previsto per legge, pari rispettivamente al 3,46% nel 2008 e al 3,32% nel 2009.

EPPI – Ente di previdenza dei periti industriali

Al 31/12/2008, l'81,19% dell'intero patrimonio era investito nel comparto mobiliare, mentre il restante 18,81% era investito in quello immobiliare. Al 31/12/2009, il patrimonio mobiliare rappresenta l'83,55% dell'intero patrimonio, mentre il patrimonio immobiliare rappresenta il restante 16,45%; in dettaglio il patrimonio è così suddiviso:

Obbligazioni e titoli assimilati	68,47%
Azioni	1,68%
Fondi Comuni	5,28%
Fondi *Private Equity*	0,44%
Fondi Immobiliari	0,04%
Liquidità	7,64%
Fabbricati	16,45%
Totale	**100,00%**

Gli investimenti attuali sono principalmente in obbligazioni e titoli, che pesano per il 68%; le azioni per circa il 2%; i fondi comuni di investimento per circa il 6%; i fondi in *private equity* rappresentano una piccola parte.

In base a quanto risulta dalla documentazione consegnata nell'audizione del 19 maggio 2010 dai rappresentanti della Cassa, le obbligazioni strutturate costituiscono il 33% del portafoglio obbligazionario e il 18% dell'ammontare complessivo degli investimenti dell'Ente e "consentono di completare la diversificazione delle attività, al fine di massimizzare la probabilità di raggiungere nel

lungo periodo l'obiettivo di garantire la remunerazione prevista per legge sui montanti contributivi".

E' stato tuttavia ricordato come nel 2005 sia stato fatto un investimento indiretto pari a 35 milioni di euro con la *Lehman* che prestava soltanto una garanzia del capitale investito. Il veicolo era *Anthracite*, che per i primi due anni ha garantito il conseguimento di discreti tassi di interesse positivi, fino a quando il fallimento non ha messo in difficoltà l'Ente.

Come riferito dai vertici della Cassa, tuttavia, nel 2009, con il subentro della banca *JP Morgan* si é riusciti a proteggere nuovamente il capitale investito, con la differenza che, siccome prima l'investimento e, quindi, il contratto stabiliva il ritorno del 130 per cento del capitale investito, oltre ai rendimenti dati dal veicolo sottostante, è stato necessario spostare il termine dal 2022 al 2031. Il capitale e il 30 per cento della sua rivalutazione sono stati riconosciuti al 2031, oltre al rendimento del veicolo.

Il portafoglio mobiliare ha conseguito nel 2008 un rendimento lordo dell'1,24%; mentre il rendimento lordo dell'immobiliare è stato del 4,84% .

Nel 2009, il rendimento lordo del portafoglio mobiliare è del 4,79%; tale incremento deriva dalla ripresa dei mercati finanziari. Il rendimento lordo del portafoglio immobiliare nel 2009 è del 4,59%. Di seguito si evidenzia il confronto tra i rendimenti contabili conseguiti nell'ultimo quinquennio e la rivalutazione prevista dalla Legge Dini 395/95, per i montanti contributivi.

GESTIONE	RENDIMENTI LORDI %				
	2005	2006	2007	2008	2009
TITOLI	4,93	0,77	5,07	1,24	4,79
IMMOBILI	4,02	3,99	4,46	4,84	4,59
Totale Rendimento Attività Ente	**4,67**	**1,56**	**4,94**	**0,13**	**4,76**
Tasso di rendimento ex legge 395/95	**4,05**	**3,54**	**3,39**	**3,46**	**3,32**

FASC – Fondo agenti e spedizionieri corrieri

Al 31/12/2008, il patrimonio mobiliare, secondo i dati di bilancio, rappresentava il 79,5% dell'intero patrimonio, il 5% era investito nel comparto immobiliare, il resto in altre attività (crediti diversi, attività immateriali e materiali). Al 31/12/2009, il patrimonio mobiliare, secondo i dati di bilancio, rappresenta l'83,4%, mentre il patrimonio immobiliare rappresenta il 4,6% dell'attivo dello stato patrimoniale, il resto sono altre attività (crediti diversi, attività immateriali e materiali).

È tuttavia da rilevare che il patrimonio immobiliare della Fondazione, di rilevante entità, circa 400 milioni, (pari a poco meno di 2/3 dell'intero patrimonio), è gestito prevalentemente dalla Fasc Immobiliare, controllata al 100% dalla Fondazione Fasc; pertanto tale partecipazione figura in bilancio nel patrimonio mobiliare tra le immobilizzazioni finanziarie.

In base a quanto dichiarato nell'audizione del 16 giugno 2010 dal Presidente della Cassa, gli investimenti mobiliari dell'Ente consistono in polizze a rendimento garantito pari a 46 milioni di euro, gestioni del risparmio, partecipazioni ai fondi per un ammontare di 76.398.000 euro, titoli di gestione e titoli strutturati per altri 20.482.000 euro, per un totale di circa 143 milioni di investimenti mobiliari. Inoltre, il patrimonio mobiliare, limitatamente alla voce "altri titoli", è gestito individuando un portafoglio titoli strategico, costituito da componenti obbligazionarie nella misura del 90% e da strumenti azionari nella misura del 10% del totale (secondo quanto deliberato

dal C.d.A. della Fondazione in data 6/2/2007). Tale portafoglio si prefigge un obiettivo di rendimento medio pari a circa il 4% ed un rischio massimo dell' 1% del capitale investito.

In base a quanto risulta dai bilanci consuntivi degli esercizi 2008 e 2009, il patrimonio mobiliare ha un rendimento lordo del 3,73%, a fronte del 3,21% del 2008; mentre il patrimonio immobiliare nel 2009 genera una redditività media lorda pari al 2,9%, a fronte del 2,8% del 2008.

CAPITOLO II

L'ESIGENZA DI STABILITÀ FINANZIARIA DELLE CASSE DI PREVIDENZA: PROBLEMI E PROSPETTIVE

1. La valutazione delle associazioni di categoria e delle parti sociali

L'approfondimento delle problematiche connesse alla situazione economico-finanziaria delle Casse e alle relative modalità di gestione dei patrimoni mobiliari è stato condotto anche attraverso l'audizione di organizzazioni rappresentative degli iscritti e degli ordini professionali.

a) ADEPP

Nelle sedute del 12 e 19 novembre 2008 la Commissione ha proceduto all'audizione di rappresentanti del Consiglio direttivo dell'Associazione degli enti previdenziali privati (ADEPP). In merito alle modalità di gestione del patrimonio mobiliare delle Casse, una delle criticità evidenziate dall'ADEPP sarebbe riconducibile all'esistenza di un inefficace sistema di regolazione e controllo dei mercati finanziari con la conseguente sussistenza di una situazione di "conflitto di interessi" per le società di *rating*. Da tale stato di fatto avrebbe peraltro trovato una conferma - come dichiarato dal presidente De Tilla nel corso del suo intervento nella seduta del 12 novembre 2008 - la validità del modello di autonomia normativa e gestionale riconosciuto attraverso la privatizzazione alle Casse di previdenza dei liberi professionisti, avendo consentito lo stesso il conseguimento di un maggior grado di responsabilità ed atteggiamenti abbastanza prudenziali nei piani di investimento effettuati. In tal senso si è anche inteso rilevare come da parte di alcune Casse vi sia anche stata - attraverso criteri stabiliti dagli organi elettivi - l'adozione di politiche di investimento finalizzate al conseguimento del rendimento programmato e con l'esclusione dall'*asset allocation* pianificato di determinati prodotti considerati a maggior rischio. Nell'ottica di rafforzamento di tale direttrice di condotta, l'auspicio formulato da parte dei rappresentanti dell'ADEPP (si veda in tal senso quanto riportato nel resoconto della seduta del 19 novembre 2008) è stato quindi quello di poter pervenire all'instaurazione di un sistema in cui gli ambiti di autonomia gestionale riconosciuti alle Casse si accompagnino ad un ruolo dello Stato che sia teso ad orientare le scelte di investimento verso un'attenta valutazione dei rischi in modo tale da poter garantire il rendimento del risparmio previdenziale in un'ottica di sostenibilità finanziaria di lungo periodo.

E' stato inoltre precisato che una tale attività di controllo e regolazione – fermo restando il riconoscimento della natura privata delle Casse – troverebbe in effetti una sua giustificazione nella particolare rilevanza delle funzioni demandate agli enti di previdenza dei liberi professionisti che, pur privatizzati nella gestione, assolvono a compiti di rilevo costituzionale con specifico riferimento all'articolo 38 della Costituzione.

Con riferimento al tema della sostenibilità finanziaria è stato inoltre ribadito che un elemento che incide negativamente sui rendimenti conseguiti è il persistere del regime della "doppia tassazione", ovvero la soggezione delle Casse privatizzate - al pari delle società di capitali - al cosiddetto sistema ETT (esenzione tassazione-tassazione), comportante una imposizione fiscale sia nella fase dell'investimento, che nella fase del pagamento dei trattamenti previdenziali. E' stata quindi evidenziata l'opportunità di prevedere un passaggio al sistema EET (esenzione-esenzione tassazione), con la conseguente possibilità di poter conseguire l'obiettivo di erogare migliori trattamenti previdenziali.

b) Confprofessioni

L'esigenza di addivenire ad una sinergia tra l'autonomia gestionale riconosciuta alle Casse privatizzate dal decreto legislativo n. 509 del 1994 e la definizione di indirizzi di controllo per le gestioni delle Casse private è stata oggetto di dibattito anche nel corso dell'audizione dei

rappresentanti della Confederazione sindacale italiana libere professioni (Confprofessioni), che costituisce la principale organizzazione dei liberi professionisti in Italia e alla quale aderiscono quindici sigle associative di settore. All'audizione dei rappresentanti della Confprofessioni, che si è svolta nella seduta del 22 settembre 2010, ha preso parte il presidente, Gaetano Stella, ed il coordinatore del comitato scientifico, Mauro Scarpellini.

Riguardo al corretto funzionamento dell'autonomia gestionale, la valutazione espressa dalla Confprofessioni è stata nel senso di rilevare una certa assenza di "coerenti linee di contenuto" da parte dell'azione governativa (segnatamente il Ministero del lavoro e delle politiche sociali) dal 1995 in poi. In particolare, si è inteso evidenziare anche da parte del presidente di Confprofessioni, la mancanza di un controllo preventivo tra l'obbligo di garantire le prestazioni pensionistiche nel lungo periodo e la "viscosità di certe forme di investimento mobiliare"; ciò in virtù del fatto che, nel quadro vigente, le normative ministeriali fissano il tetto dei rendimenti finanziari da inserire nel computo delle previsioni finanziarie di lungo periodo, non considerando e prescindendo - nel conseguimento degli stessi - dal tipo di investimenti effettuati. Sotto un tale aspetto, non si è mancato peraltro di esprimere un giudizio positivo sulle recenti linee di indirizzo assunte in seno alla Commissione europea che – attraverso le proposte presentate il 15 settembre dal Commissario per il Mercato interno e i servizi Michel Barnier – prevedono una riforma del mercato finanziario tesa ad una più stretta regolazione sulle vendite allo scoperto (*short selling*), sui *credit default swap* e sui derivati entro la fine del 2012; circostanza questa che ha rappresentato l'occasione per sottolineare l'esigenza di stabilire una normativa italiana specifica per la previdenza privata volta ad evitare la rischiosità di forme di investimento mobiliare più legate "alla speculazione" che all'assicurazione di prestazioni previdenziali a lungo termine.

Un altro elemento di criticità connesso alla salvaguardia della stabilità economico-finanziaria delle Casse dei professionisti nel loro complesso è stato indicato nelle variazioni che possono intervenire sul numero degli iscritti nelle diverse Casse a causa della mobilità demografico-professionale connessa all'andamento del mercato del lavoro e agli effetti delle modifiche sui titoli di studio; l'importanza relativa di tali variabili ha fatto esprimere alla Confprofessioni l'esigenza di dover pervenire ad un più organico assetto del sistema di previdenza dei liberi professionisti tale da poter garantire nel tempo - al sistema nel suo complesso e non alla singola Cassa - la propria stabilità e quindi la garanzia delle prestazioni previdenziali a scadenza. In particolare, è stato auspicato dai rappresentanti di Confprofessioni l'adozione di un "intervento legislativo non violento" che preveda delle tappe graduali di avvicinamento dei regimi previdenziali delle singole Casse, tale da poter pervenire ad un sistema strutturale "di vasi comunicanti" capace di fronteggiare eventuali *shock* di talune professioni e quindi della Cassa di riferimento.

c) Associazioni degli agenti e rappresentanti di commercio

La rilevanza della questione relativa alla detenzione nel portafoglio mobiliare dell'Enasarco di titoli *Anthracite* per 780 milioni di euro con garanzia della fallita banca *Lehman Brothers*, nonché l'esigenza di approfondire i successivi sviluppi della vicenda, ha fatto ritenere opportuno alla Commissione svolgere un'attività conoscitiva ad ampio raggio che ha coinvolto, oltre ai vertici istituzionali dell'ente, anche le varie associazioni sindacali rappresentative degli agenti di commercio.

Nella seduta del 15 settembre 2010 la Commissione ha audito i rappresentanti della Federazione autonoma degli agenti, subagenti, rappresentanti e intermediari di commercio e servizi in attività e pensionati (Federagenti-CISAL). Da parte degli stessi è stato sottolineato – nell'ambito di un più generale giudizio di non efficiente funzionamento dell'ente - che le scelte in materia finanziaria effettuate dall'Enasarco non appaiono condivisibili, sia in termini di soggetti coinvolti, sia in termini di sbilanciamento nei confronti di obbligazioni e *bond* strutturati rispetto ad altri investimenti ritenuti meno rischiosi e di maggiore rendimento; tale considerazione farebbe quindi ritenere necessario un rafforzamento del controllo da parte dei Ministeri competenti sulle scelte in

materia finanziaria degli enti previdenziali previsto dall'articolo 8, comma 15, della legge n. 122 del 2010 di conversione del decreto legge n. 78 del 2010.

Un altro aspetto che si è inteso evidenziare da parte dei rappresentanti della Federagenti è stato quello di ritenere "maturi" i tempi per verificare la possibilità di far confluire tutti i contributi versati obbligatoriamente presso l'Enasarco e l'INPS in un'unica gestione, prevedendo l'affidamento della stessa all'INPS in virtù della sua natura pubblica e della normativa pensionistica più equa; per ciò che concerne quest'ultimo profilo è stato infatti precisato che mentre l'INPS con l'entrata in vigore del sistema contributivo prevede la corresponsione di prestazioni anche con soli cinque anni di versamento, l'Enasarco, pur avendo adottato l'identico sistema contributivo, non eroga alcuna prestazione pensionistica a chi abbia versato meno di venti anni.

Va evidenziato che - sia relativamente alla prospettata ipotesi di confluenza dell'Enasarco nell'INPS, che ad una valutazione negativa sulla situazione attuale dell'ente - una posizione opposta è stata espressa dalle altre organizzazioni sindacali degli agenti di commercio. In tal senso nel corso della audizione dei rappresentanti della Federazione nazionale associazioni agenti e rappresentanti di commercio (F.N.A.A.R.C.) - svoltasi il 29 settembre 2010 congiuntamente a quella di rappresentanti dell'U.G.L. Terziario - il vicepresidente vicario, Antonio Franceschi, ha inteso portare a conoscenza della Commissione che da parte del consiglio di amministrazione dell'ente sarebbero allo studio delle modifiche al regolamento atte a garantire - sulla base delle indicazioni attuariali disponibili - la sostenibilità finanziaria e l'adeguatezza delle prestazioni oltre il limite dei trenta anni previsto per la redazione del bilancio tecnico e come una tale linea di indirizzo si muova nell'ambito di una gestione della fondazione ritenuta positiva. Tale giudizio positivo è stato riferito anche agli investimenti mobiliari, per i quali è stato riportato il dato relativo al bilancio consuntivo 2009 che evidenzierebbe, nel campo degli *asset* finanziari, il conseguimento di un saldo positivo di 59 milioni di euro con una prevalente riconversione dell'investimento - come è stato detto - in obbligazioni a basso profilo di rischio, fondi immobiliari e titoli strutturati con il fine di eliminare dal portafoglio titoli precedenti divenuti più rischiosi a seguito della crisi finanziaria.

Con particolare riferimento a quest'ultimo aspetto è stato puntualizzato che, pur essendo uno di questi titoli l'obbligazione *Anthracite*, ciò non ha tuttavia comportato un investimento in titoli della *Lehman Brothers*, avendo avuto quest'ultima solo una funzione di garanzia sul capitale investito.

Analoghe indicazioni sia di apprezzamento per l'attività svolta dal Consiglio di amministrazione in carica che di contrarietà ad una ipotesi di confluenza nell'INPS sono giunte anche da parte dei rappresentanti della Federazione italiana agenti e rappresentanti di commercio (FIARC) e dell'Unione sindacati agenti e rappresentanti di commercio italiani (USARCI), auditi nella seduta del 13 ottobre 2010. L'azione degli attuali organi di governo della Fondazione è stata difatti giudicata "in linea con il documento sottoscritto da tutte le organizzazioni sindacali di parte agente e di parte datoriale al Ministero del lavoro e delle politiche sociali al termine del commissariamento", come dichiarato dal presidente della FIARC Domenica Cominci, e tale da smentire "visioni catastrofiche" - secondo l'espressione utilizzata dal presidente dell'USARCI Umberto Mirizzi - che si intenderebbero riportare sull'ente. Con riferimento alla questione relativa al titolo *Anthracite*, da parte di ambedue le associazioni si è rimandato - al pari di quanto già asserito da parte del presidente della Fondazione, Brunetto Boco, nel corso della sua audizione del 14 ottobre 2009 - a quanto contenuto nel cosiddetto "Libro Bianco di *Anthracite*" che, acquisito dalla Commissione, è stato messo agli atti dell'indagine conoscitiva come comunicato nella seduta del 1° dicembre 2010.

Il ciclo di audizioni delle parti sociali si è concluso nella seduta del 17 novembre 2010, alla quale hanno preso parte i rappresentanti della FILCAMS-CGIL e UIL-TUCS. I primi, nel ritenere comunque utile la sopravvivenza dell'ENASARCO per le funzioni di previdenza complementare svolte, per quanto concerne la gestione finanziaria dell'Ente, non essendo presenti nel c.d.a., hanno manifestato soltanto il proprio apprezzamento per la regolare approvazione dei bilanci.

I rappresentanti della UIL-TUCS, infine, hanno dichiarato di condividere il documento presentato dalla FIARC nella seduta del 13 ottobre 2010 - pubblicato in allegato al resoconto stenografico - e sottoscritto anche dalla FISASCAT-CISL, in cui in riferimento agli *assett* finanziari della Fondazione si apprezza sia la diversificazione degli investimenti, sia il conseguimento di un saldo positivo di 59 milioni di euro nel bilancio 2009.

d) AIGA E OUA

La Commissione ha ritenuto di procedere - nell'ambito della fase iniziale dell'indagine conoscitiva - ad un approfondimento delle problematiche relative alla sostenibilità finanziaria della Cassa forense attraverso lo svolgimento di una audizione dei rappresentanti dell'Associazione italiana giovani avvocati (AIGA), che ha avuto luogo il 25 febbraio 2009. Tale circostanza è stata dettata anche dal verificarsi del concomitante avvio dell'*iter* (iniziato con delibera del Comitato dei delegati della Cassa Forense del 19 settembre 2008) del progetto di riforma della previdenza forense, successivamente approvato dal Ministero del Lavoro il 19 novembre 2009 - come da comunicazione pubblicata nella G.U. del 31 dicembre 2009 - ed entrata in vigore il 1° gennaio 2010. Si rileva peraltro che nella versione definitiva dello stesso sembrerebbero aver trovato accoglimento, in una certa misura, alcune criticità che erano state illustrate alla Commissione dall'AIGA; in particolare quella relativa al periodo di attuazione dell'innalzamento dell'età pensionabile a 70 anni, la cui iniziale ipotesi di intervallo temporale 2012–2027 (che nel corso dell'audizione era stato ritenuto dal presidente dell'Associazione Giuseppe Sileci eccessivamente lungo e tale da originare la creazione di ulteriori diritti quesiti a favore delle generazioni più anziane di professionisti con ripercussioni negative sul patrimonio della Cassa) ha trovato, nella versione definitiva della riforma, una rimodulazione in 2011-2021.

Il consenso della categoria degli avvocati alle modifiche previdenziali intervenute a partire dalla privatizzazione della Cassa forense è stato espresso da Maurizio De Tilla, audito nella sua qualità di presidente dell'Organismo unitario dell'avvocatura (OUA) nella seduta del 6 ottobre 2010, congiuntamente ad un apprezzamento per l'atteggiamento prudenziale tenuto dagli organi di gestione della Cassa in materia di investimenti mobiliari, con l'esclusione di prodotti a rischio quali derivati e *hedge funds*. Nel corso della stessa seduta è stata inoltre rimarcata l'importanza - sulla base dell'esperienza e della funzione già svolta in tale ambito dall'ADEPP - di rafforzare il rapporto di sinergia e scambio di conoscenze tra le Casse in materia di investimenti finanziari adeguati, anche ipotizzando - attraverso accordi di tipo consortile - la creazione di gestioni comuni di *know how*, con l'obiettivo di poter conseguire dei vantaggi riconducibili soprattutto alle Casse di minori dimensioni.

2. Il punto di vista del Governo: ipotesi di controlli ministeriali più incisivi sugli investimenti delle Casse

La questione degli investimenti mobiliari a rischio delle Casse dei professionisti è stata oggetto di grande attenzione, sin dalla seconda metà del settembre 2008, da parte del Ministero del lavoro che, tramite la Direzione generale per le politiche previdenziali, di concerto con il Nucleo di valutazione della spesa previdenziale, ha avviato una raccolta di dati relativi alla composizione dei rispettivi portafogli mobiliari. Su tali aspetti hanno riferito alla Commissione il professor Giovanni Geroldi, all'epoca Direttore generale per le politiche previdenziali del Ministero del lavoro, nel corso delle sue audizioni svoltesi il 10 dicembre 2008 e l'11 febbraio 2009; il dottor Alberto Brambilla, Presidente del Nucleo di valutazione della spesa previdenziale presso il medesimo dicastero, nell'audizione svoltasi l'11 novembre 2009 e, da ultimo, il Ministro del lavoro e delle

politiche sociali, senatore Maurizio Sacconi, audito dalla Commissione il 1° dicembre 2010 a conclusione dell'indagine conoscitiva.

Tale attività di raccolta dati - mai svolta in precedenza in considerazione della natura privatistica delle Casse dei professionisti - ha preso impulso, come é stato riferito dal professor Geroldi, da una serie di inchieste giornalistiche e da una richiesta di chiarimenti avviata in sede parlamentare a seguito di notizie allarmanti concernenti le enormi perdite patrimoniali subite dalle Casse a seguito di investimenti in titoli "tossici".

Per poter entrare nel merito delle scelte di portafoglio delle Casse è stato necessario impostare il nuovo compito di vigilanza in una chiave di tutela e di difesa dei soggetti assicurati, in quanto trattandosi di previdenza obbligatoria, in attuazione dell'articolo 38 della Costituzione, si è ritenuto di considerare i patrimoni come un elemento di garanzia della sostenibilità delle pensioni future. Tale impostazione è stata concordata e condivisa con i rappresentanti delle Casse in una serie di incontri svoltisi presso la Direzione generale del ministero.

Come sottolineato dal professor Geroldi nell'audizione dell'11 febbraio 2009, esistono due diverse scuole di pensiero su questo tema: "da un lato, c'è una corrente di pensiero che sembrerebbe prospettare una linea di indirizzo simile a quella contenuta nel decreto ministeriale n. 703 del 1996 per la previdenza complementare: una linea molto dirigista, perché di fatto determina la composizione dei portafogli secondo regole precise. Dall'altro lato, esiste invece un approccio - che è quello che si è ritenuto di seguire - che consiste nel non entrare più di tanto nel merito delle scelte allocative - che sono una componente essenziale dell'autonomia decisionale che sottostà all'autonomia gestionale, patrimoniale ed economica delle Casse - lavorando invece su analisi di misurazione del rischio".

A tale proposito è stato sottolineato come il compito di monitoraggio e di vigilanza del Ministero in tale settore debba svolgersi senza andare contro la natura privata delle Casse, cioè evitando di entrare nel merito delle scelte sulla composizione del portafoglio, in quanto tali Enti ritengono lesivo della propria autonomia patrimoniale ed economica che un soggetto vigilante possa spingerle a comprare un certo prodotto piuttosto che un altro. "Le Casse devono poter comporre il proprio portafoglio con una certa libertà, a maggior ragione nella scelta dei titoli da acquistare". Una volta composto il portafoglio in piena autonomia, però, il Ministero del lavoro, come ente vigilante primario, ha titolo per valutarne il relativo livello di rischio.

Al riguardo, un elemento di criticità posto in evidenza dal presidente del Nucleo di valutazione della spesa previdenziale, Alberto Brambilla, nel corso dell'audizione dell'11 novembre 2009, sarebbe rappresentato dall'assenza di un quadro normativo che regoli le modalità e le tipologie di scelta. E' stato infatti ricordato come precedentemente alla privatizzazione vi fosse l'obbligo per le Casse di approntare il cosiddetto Piano di impiego - posto sotto la vigilanza del Ministero del lavoro e del Ministero dell'economia - sulla cui base si effettuavano gli investimenti che risultavano essere comunque limitati ai buoni postali, titoli di Stato ed immobili. In seguito alla privatizzazione, attuata con i decreti legislativi n. 509 del 1994 e n. 103 del 1996 – e quindi in seguito al conseguimento dell'autonomia gestionale – è venuta a mancare per le Casse dei professionisti una disciplina normativa di riferimento in tema di investimenti finanziari, a differenza di quanto invece avvenuto per i fondi di previdenza complementare, per i quali la definizione dei limiti di investimento - congiuntamente ad una configurazione dei conflitti di interesse e del sistema di controlli - si è avuta attraverso il decreto del Ministero del Tesoro n. 703 del 1996 e il decreto legislativo n. 252 del 2005.

Si è peraltro evidenziato come proprio la portata delle previsioni ivi contenute abbia evitato per i fondi pensione il rischio di perdite connesse a operazioni di vendita allo scoperto (espressamente vietate) e abbiano consentito – pur in presenza di una componente azionaria – un riallineamento *post* crisi abbastanza soddisfacente. In considerazione di ciò è stata quindi espressa la necessità della costituzione di un tavolo di studio ministeriale atto ad aprire una riflessione circa l'instaurazione, anche per il primo pilastro previdenziale, di un sistema di monitoraggio sui

patrimoni e sugli investimenti, sulla scorta dell'esperienza del decreto ministeriale n. 703 del 1996. Tale eventualità - come è stato aggiunto - potrebbe peraltro rappresentare l'occasione per una rivisitazione del decreto stesso, al fine di integrare la portata delle previsioni ivi contenute riferendola anche ai prodotti finanziari di recente istituzione come, ad esempio, i titoli strutturati.

Il lavoro di controllo e monitoraggio sul patrimonio degli Enti previdenziali svolto dalla Direzione generale per le politiche previdenziali è consistito innanzitutto nel chiedere a tutte le Casse privatizzate di fornire dati dettagliati sul possesso diretto di titoli *Lehman Brothers*, fornendo il relativo valore nominale, la percentuale sul totale del patrimonio mobiliare dell'ente, nonché la percentuale sul totale del patrimonio complessivo. Sono stati inoltre richiesti dati circa la detenzione di titoli strutturati, relativamente ai quali le Casse hanno dovuto fornire le rispettive percentuali sia rispetto al proprio patrimonio mobiliare, sia rispetto al totale dello stesso.

In relazione alla detenzione di titoli *Lehman Brothers* - come già illustrato nel capitolo precedente - è emerso che il possesso in via diretta di tali titoli costituisce un fenomeno diffuso nel mondo delle Casse, ma comunque di portata economica complessiva limitata anche se alcune Casse sono risultate più esposte rispetto ad altre. Decisamente più complicata - a causa sia di una oggettiva difficoltà nella raccolta dei dati, sia della complessità del prodotto - è risultata essere la situazione relativa al possesso di titoli strutturati, detenuti in percentuale rilevante nei portafogli di molte Casse.

L'attività di monitoraggio - come riferito dal Ministro Sacconi - si é svolta attraverso una serie di incontri tecnici tra i referenti del Ministero del Lavoro e i rappresentanti di Banca d'Italia e del Ministero dell'Economia, al fine di programmare una più ampia attività ricognitiva sulla composizione delle riserve patrimoniali dei suddetti enti. In particolare, sono state predisposte delle tabelle-tipo, suddividendo il patrimonio immobiliare a seconda che sia gestito direttamente oppure attraverso fondi immobiliari. Per quanto riguarda il patrimonio mobiliare, le principali sottocategorie riguardano le obbligazioni, distinte in pubbliche e private, le azioni e le altre attività, voce nella quale sono raggruppati i fondi comuni di investimento, i derivati, le liquidità ed altri strumenti del mercato monetario.

Da una prima analisi dei dati relativi al 2008, emerge che il 70% del patrimonio degli enti *ex* d.lgs. n. 509/94 è impiegato in strumenti mobiliari, a fronte di oltre il 20% in immobili a gestione diretta. Nel 2009 le quote destinate ad investimenti finanziari rimangono pressoché costanti, mentre cala leggermente la quota di immobili gestiti direttamente a favore dei fondi immobiliari.

Relativamente agli enti *ex* d.lgs. n. 103/96, considerato che la maggior parte di essi non dispone di patrimonio immobiliare ad uso terzi, la quasi totalità del patrimonio è destinata a impieghi mobiliari. In particolare, nel biennio 2008-09, le obbligazioni costituiscono oltre il 50% degli investimenti.

Considerata dunque la consistenza del patrimonio mobiliare complessivo delle Casse dei professionisti e la specificità del ruolo che il rendimento del patrimonio svolge in un ente di previdenza che gestisce il risparmio previdenziale degli iscritti al fine di provvedere al pagamento delle pensioni attuali e future, appare fondamentale vigilare sull'impiego di tale componente del patrimonio.

Per tali ragioni risulterebbe necessario un attento esame da parte dei Ministeri vigilanti, oltre che alla luce dei criteri che attengono all'utilità previdenziale attesa e alla valutazione di rischiosità di tali titoli, anche alla luce del criterio di congruità della loro valutazione in bilancio, specialmente allorquando si registri un'assenza di una quotazione di mercato degli elementi che compongono i titoli cosiddetti strutturati.

E' stato poi sottolineato come già l'articolo 1, comma 763, della legge finanziaria per il 2007, prevedendo l'obbligo di presentazione dei bilanci tecnici - entro il 31 dicembre di ciascun

anno - da parte di tutte le Casse, con proiezioni di sostenibilità almeno trentennali, avesse già sostanzialmente introdotto un sistema atto a verificare sia la sostenibilità finanziaria del debito pensionistico futuro, sia la cosiddetta adeguatezza delle pensioni, attraverso una procedura, che - come ricordato dal professor Geroldi - è, allo stato attuale, in fase di prima attuazione. La precedente normativa, contenuta nel decreto legislativo n. 509 del 1994, prevedeva infatti il termine inferiore di 15 anni come periodo di riferimento dei bilanci tecnici. Successivamente, è stato emanato il decreto interministeriale di attuazione dell'articolo 1, comma 763, della legge finanziaria per il 2007 che ha ulteriormente esteso a 50 anni l'indicazione relativa all'arco temporale di riferimento dei bilanci tecnici, pur trattandosi, come è stato ricordato, di un'indicazione di massima.

Si è infatti sottolineato come anche in precedenza, quando il decreto legislativo n. 509 del 1994 prevedeva un termine prescrittivo di 15 anni, si faceva riferimento ad un periodo più lungo: infatti, le Casse presentavano bilanci tecnici con proiezioni su un periodo di 40 anni. Anche in tal caso avviene la stessa cosa: "l'indicazione per i segnali di strutturalità delle dinamiche maggiori è prolungata fino a 50 anni; tuttavia, il termine prescrittivo in base al quale può essere eccepita la non sostenibilità finanziaria o sociale rimane quello di 30 anni, come prevede la norma primaria".

I bilanci tecnici consentono di verificare periodicamente la congruenza finanziaria delle gestioni delle Casse al fine di onorare l'impegno di garantire le pensioni di base, di primo pilastro, per tutte le categorie professionali, alcune delle quali ormai cominciano ad avere un numero piuttosto elevato di iscritti. Nel caso delle Casse la sostenibilità è data dall'equilibrio tra contributi e prestazioni, ma anche dalla redditività del patrimonio. Sulla redditività del patrimonio quello che è accaduto con gli investimenti mobiliari a rischio ha messo in serio pericolo la stabilità gestionale di lungo periodo.

A tale proposito è stata evidenziata - da parte del Presidente del Nucleo di valutazione della spesa previdenziale, Alberto Brambilla - l'opportunità di individuare modalità più omogenee nella redazione dei bilanci tecnici, con particolare riferimento alla determinazione del tasso di rendimento di lungo periodo sul patrimonio gestito, per il quale un calcolo prudenziale consentirebbe una migliore pianificazione nell'adozione di misure atte a perseguire la stabilità finanziaria di lungo termine.

Nel corso dell'audizione del Ministro del lavoro e delle politiche sociali, senatore Maurizio Sacconi, svoltasi il 1° dicembre 2010, sono stati meglio specificati i criteri di redazione dei bilanci tecnici di cui al decreto interministeriale 29.11.2007, contenuti nella circolare del Ministero del lavoro del 16 marzo 2010. In particolare, in relazione ai criteri per la definizione del tasso di rendimento del patrimonio nel bilancio tecnico, si è rilevato come sia il criterio di prudenzialità richiamato dal decreto del 2007, sia l'attuale situazione dei mercati finanziari, suggeriscano l'adozione di un tasso di rendimento del patrimonio sensibilmente inferiore al limite massimo del 3 per cento, rappresentato dal tasso di interesse adottato per la proiezione del debito pubblico nel medio e lungo periodo.

Si è poi ricordato come, allo stato attuale, siano in fase di trasmissione al Ministero del lavoro i bilanci tecnici riferiti al triennio successivo 2006-2009, per i quali si assume quale base contabile il bilancio consuntivo alla data del 31 dicembre 2009 e il termine per la loro presentazione sia stato fissato al 30 novembre 2010. Inoltre, al fine dello svolgimento dell'attività di vigilanza tecnico-finanziaria presso il Ministero del lavoro, si sono tenute nel 2009 le conferenze di servizi per la definizione della procedura amministrativa finalizzata al referto d'intesa sul bilancio tecnico, cui hanno partecipato i ministeri competenti ad esercitare la vigilanza.

Il tema dei controlli sugli investimenti delle Casse è stato posto in varie occasioni dai componenti la Commissione nel corso delle audizioni svolte con i rappresentanti del Governo. Alla luce di quanto accaduto relativamente alla vicenda *Lehmann Brothers* tutti hanno concordato sulla necessità di una loro più puntuale definizione, compatibilmente con l'autonomia delle Casse. Soprattutto si é rilevata la necessità di elevare il livello dei controlli e delle responsabilità, senza parcellizzarli all'infinito. Occorre in sostanza giungere ad un tipo di controllo sulla gestione delle

Casse previdenziali razionalizzando il relativo sistema. Allo stato attuale, infatti, le Casse dei professionisti sono controllate dai singoli Ministeri vigilanti, dalla Corte dei conti nonché dalla Commissione bicamerale sotto profili diversi ma complementari.

La Commissione, nel corso della XIV legislatura, ipotizzava l'affidamento dei controlli sulle Casse ad un'autorità esterna, ma indipendente, che al contempo relazionasse al Parlamento e che svolgesse come funzione primaria il controllo per la previdenza di primo pilastro, senza commistioni tra i due tipi di controllo - per la previdenza complementare e per quella primaria - che toccano ambiti completamente diversi (Doc. XVII-*bis*, n. 10).

In particolare, si era posta la questione circa l'eventuale affidamento alla COVIP - organismo che vigila sulla previdenza complementare ed in particolare sui Fondi pensione - del compito di vigilanza sulle scelte di portafoglio delle Casse. Tale ipotesi sembrava essere infatti contenuta nella bozza di un disegno di legge del Governo. Al riguardo i commissari si erano posti il problema circa l'opportunità di affidare ad un unico organismo il controllo sia della previdenza complementare, sia della previdenza primaria delle Casse di previdenza.

A tale quesito il professor Geroldi - in veste di Direttore generale per le politiche previdenziali del Ministero del lavoro - ha risposto di non poter entrare nel merito di un'eventuale scelta politica su ipotesi di eventuale riassegnazione di compiti di vigilanza, pur essendo a conoscenza dell'intenzione di coinvolgere la COVIP.

"Il problema - come rilevato - probabilmente è come coinvolgerla e avere una corretta conoscenza delle competenze attuali e di quelle future. La COVIP ha controllato la previdenza complementare; ha controllato i portafogli non nel merito del rischio, bensì in base al decreto ministeriale n. 703 del 1996, che non si basa su parametri di rischio, ma su parametri *benchmarking*, che sostanzialmente vuol dire avere dei punti di riferimento per i rendimenti, in modo che non si scostino più di tanto da un rendimento prefissato sulla base della composizione di portafoglio. È una cosa completamente diversa dalle analisi sui rischi del portafoglio".

Con particolare riferimento ai controlli da ultimo introdotti sulle operazioni gestionali delle Casse di previdenza, il Ministro del Lavoro, si è soffermato sull'impatto della manovra 2010 e nello specifico sulla previsione di cui all'articolo 8, comma 15, della legge n. 122 del 2010 di conversione del decreto-legge n. 78 del 2010 che, anche al fine di assicurare la sostenibilità finanziaria delle operazioni poste in essere dalle Casse, prevede che: "*le operazioni di acquisto e vendita di immobili da parte degli enti pubblici e privati che gestiscono forme obbligatorie di assistenza e previdenza, nonché le operazioni di utilizzo da parte degli stessi enti delle somme rivenienti dall'alienazione di immobili o delle quote di fondi immobiliari, sono subordinate alla verifica del rispetto dei saldi strutturali di finanza pubblica, da attuarsi con decreto di natura non regolamentare del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro del lavoro e delle politiche sociali*". Tale norma richiede quindi la preventiva autorizzazione al fine del rispetto dei saldi strutturali di finanza pubblica, delle operazioni di acquisto e vendita immobiliare, nonché di quelle concernenti il reimpiego delle somme derivanti da dette operazioni.

Come sottolineato nel corso dell'audizione, per il monitoraggio dei saldi di finanza pubblica particolare attenzione viene rivolta all'impiego delle somme derivanti da tali vendite, che qualora venissero utilizzate per pagamenti correnti o acquisti diretti di immobili comporterebbero un peggioramento dei saldi strutturali di finanza pubblica.

Sempre in relazione alle predette disposizioni dettate dal decreto-legge n. 78, è in corso di adozione da parte del Ministero del lavoro, d'intesa con il Ministero dell'economia e delle finanze, una direttiva che definisce i criteri generali cui si dovranno ispirare gli Enti previdenziali pubblici e privati nell'assumere decisioni in merito all'investimento dei fondi disponibili e alla gestione del patrimonio accumulato, attraverso specifiche previsioni nell'ambito dei propri regolamenti.

In particolare, i criteri riguardano: l'individuazione e l'utilizzo sistematico di un'analisi del rischio e, ove possibile, di adeguati indicatori del livello di rischio nella valutazione delle opportunità di investimento e delle operazioni di disinvestimento; la massima trasparenza e

pubblicità sui criteri di selezione degli investimenti e dei soggetti coinvolti nelle relative operazioni e sui relativi risultati gestionali; l'adozione di misure volte a minimizzare e gestire le diverse tipologie di rischio e a garantire il corretto svolgimento del mandato gestorio al fine di prevenire ed eliminare potenziali conflitti di interesse.

Inoltre, come sottolineato dal ministro Sacconi, è in corso di perfezionamento l'*iter* di emanazione del decreto interministeriale quadro del 10 novembre 2010 che prevede, al fine di conciliare la garanzia di autonomia nelle scelte gestionali di tali Enti con l'esigenza di verifica del rispetto dei saldi strutturali di finanza pubblica prevista dalla legge, la presentazione da parte delle Casse di un piano di investimenti triennale, che deve essere comunicato entro il 30 novembre di ogni anno al Ministero dell'economia e al Ministero del lavoro; in fase di prima applicazione il termine è fissato al 31 gennaio 2011.

Il piano deve evidenziare l'ammontare dell'operazione di acquisto e di vendita degli immobili, di cessione delle quote di fondi immobiliari, nonché delle operazioni di utilizzo delle disponibilità liquide provenienti dalla vendita di immobili o la cessione di quote di fondi immobiliari; il piano viene allegato al bilancio tecnico (ed entro il 30 giugno di ogni anno gli enti comunicano eventuali aggiornamenti dello stesso) ed è approvato entro 30 giorni dalla presentazione con decreto del MEF, di concerto con il Ministero del lavoro.

Si precisa altresì che, per ragioni di efficienza e speditezza, non sono oggetto di approvazione, bensì di mera comunicazione ai ministeri vigilanti che, entro 30 giorni, possono formulare eventuali osservazioni al riguardo, le operazioni che non hanno impatto sui saldi strutturali di finanza pubblica (tra esse, la sottoscrizione di titoli pubblici, la sottoscrizione di quote di fondi immobiliari o la costituzione di fondi immobiliari, la vendita diretta di immobili a privati, la vendita diretta di immobili da ente o cassa previdenziale ad ente o cassa previdenziale o ente della PA). In tali casi, trascorso il termine di 30 giorni, vale il principio del silenzio-assenso.

Infine, è stata valutata positivamente da parte del Ministro la disponibilità delle Casse alle iniziative relative al *Social Housing*, seppure condizionata ad una garanzia di effettiva redditività dell'investimento, coerentemente con quanto promosso con il Piano Casa approvato con il decreto del Presidente del Consiglio dei ministri nel luglio 2009.

Considerazioni conclusive

L'indagine conoscitiva, avviata dalla Commissione nel novembre 2008 e conclusa nel dicembre 2010, ha permesso di verificare la reale esposizione finanziaria delle Casse di previdenza dei professionisti in merito alla detenzione di titoli e prodotti finanziari ad alto rischio e le relative conseguenze sui bilanci.

La recente crisi internazionale dei mercati finanziari ha infatti colpito anche gli investimenti mobiliari delle Casse privatizzate, esponendole a consistenti perdite patrimoniali e mettendo a rischio in alcuni casi la sostenibilità del sistema previdenziale nel medio e nel lungo periodo.

In base all'analisi svolta e ai dati raccolti dal Ministero del Lavoro e delle politiche sociali nell'attività di monitoraggio e di vigilanza tecnico-finanziaria sul patrimonio degli enti previdenziali privati è emerso che il possesso in via diretta di titoli *Lehman Brothers* costituisce un fenomeno diffuso, ma comunque di portata economica complessiva limitata, rappresentando lo 0,5% circa del patrimonio mobiliare totale, che ammonta complessivamente a circa 24 miliardi di euro, e lo 0,3% del patrimonio totale delle Casse. Il valore nominale dei titoli ad emissione diretta o facenti riferimento all'area *Lehman* è di circa 125 milioni di euro.

Le Casse risultate maggiormente esposte in forma diretta alla crisi della banca d'affari statunitense sono: l'Ente di previdenza dei veterinari (Enpav), con una percentuale pari al 6,4% del patrimonio mobiliare; l'Opera nazionale assistenza orfani sanitari italiani (Onaosi), con una percentuale pari al 5,6%; ed, infine, l'Ente nazionale di previdenza per gli addetti e impiegati in agricoltura (Enpaia), con una percentuale pari al 5,5%.

Decisamente più complessa è risultata essere la situazione relativa al possesso di titoli strutturati, che costituiscono, in base ai dati raccolti, circa il 13% del patrimonio mobiliare complessivo delle Casse di previdenza dei liberi professionisti e circa l'8,6% del totale del patrimonio. Ci sono Casse, infatti, i cui portafogli presentano una rilevante percentuale di titoli strutturati: a fronte del dato medio poc'anzi ricordato, si arriva fino a punte del 30% circa per l'Ente di previdenza dei veterinari (Enpav) e per l'Ente pluricategoriale (Epap), sino a raggiungere il valore massimo del 50% per la Fondazione degli agenti e rappresentanti di commercio (Enasarco).

La Commissione ritiene che l'utilizzo di strumenti finanziari cosiddetti innovativi, quali i titoli derivati o strutturati, può conseguire solo da una 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".

Si ritiene pertanto opportuna, da parte di chi é intenzionato ad utilizzare tali strumenti finanziari, oltre che una adeguata competenza anche un'attenta valutazione del rischio di massima perdita che ne può derivare. E' infatti necessario che gli strumenti finanziari innovativi non servano a coprire perdite già acquisite, con il rischio di un effetto amplificativo.

Sono stati altresì rilevati nel corso dell'indagine taluni casi di scarsa trasparenza nella gestione, sia in merito agli aspetti contabili, sia in merito all'attendibilità delle valutazioni prospettiche fornite dai bilanci attuariali e non sempre sono state fornite risposte convincenti alle richieste di chiarimento in merito ad investimenti su strumenti finanziari rischiosi da parte degli amministratori delle Casse.

Proprio al fine di garantire un maggior livello di trasparenza, la Commissione ha invitato tutte le Casse ad inserire sui propri siti *internet* sia i rispettivi dati di bilancio, sia le relazioni degli organi di vigilanza.

Come è ovvio, la Commissione ha valutato positivamente i comportamenti di quegli Enti che, di fronte alle turbolenze dei mercati finanziari, hanno optato per scelte di investimento meno rischiose, 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. Tra le Casse meno esposte in tal senso si ricordano l'Istituto nazionale di previdenza dei giornalisti italiani (INPGI) e la Cassa nazionale del notariato.

Nel corso delle audizioni i componenti la Commissione hanno invitato 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, a valutare l'opportunità di investire anche in titoli del debito pubblico emessi dallo Stato italiano.

Pur nella consapevolezza che le scelte di investimento delle Casse di previdenza dei liberi professionisti sono adottate in piena autonomia dai rispettivi consigli di amministrazione, la Commissione ha comunque accertato che molte delle Casse coinvolte in scelte finanziarie altamente rischiose avevano come referenti i medesimi *advisors*. E, seppure il giudizio sull'operato di tali società di consulenza finanziaria sia stato formulato *ex post* in base ai rendimenti ottenuti ovvero alle perdite subite, la gran parte delle Casse ha preferito sostituire tali *advisors*.

La Commissione ha potuto altresì verificare che non necessariamente la componente mobiliare del patrimonio fornisce il rendimento maggiore: risultano, infatti, significativi esempi di gestione immobiliare con redditività superiore. La componente immobiliare, laddove ben gestita, può costituire pertanto una valida alternativa di investimento, con rilevante "efficacia difensiva" nei momenti di turbolenza dei mercati finanziari, e non necessariamente penalizzante in termini di rendimento. Appare opportuno rilevare che l'evidente maggiore difficoltà di liquidabilità di tale componente non deve costituire un disincentivo al suo utilizzo, in quanto la dinamica della spesa di un Ente previdenziale risulta abbastanza prevedibile su orizzonti temporali di medio periodo: sono pertanto attuabili strategie di investimento che tengano conto della tempistica delle "uscite" per pagare le prestazioni pensionistiche.

A tale proposito la Commissione ha quindi invitato gli amministratori delle Casse, sempre nel rispetto della loro autonomia decisionale, a valutare l'opportunità di investire anche nel cosiddetto *social housing*, cioè in quelle iniziative sinergiche con lo Stato italiano finalizzate al rilancio dell'edilizia residenziale pubblica.

In tema di controlli sulla gestione dei patrimoni delle Casse di previdenza dei professionisti, si ricorda inoltre che è stata definita di recente, in attuazione di quanto prescritto nella manovra finanziaria 2010, una nuova disciplina che definisce, da un lato, controlli leggeri sulle singole operazioni di acquisto o di vendita di beni immobili, con la previsione di una mera comunicazione seguita dal silenzio-assenso; e, dall'altro, controlli più incisivi sulle operazioni di vendita/acquisto di masse immobiliari, attraverso la predisposizione di un piano di investimenti triennale da sottoporre alla verifica dei ministeri competenti.

Inoltre, sempre in relazione alle predette disposizioni recate nella manovra finanziaria 2010, è in corso di adozione da parte del Ministero del lavoro, d'intesa con il Ministero dell'Economia, una direttiva che definisce i criteri generali cui si dovranno ispirare gli Enti previdenziali pubblici e privati nell'assumere decisioni in merito all'investimento dei fondi disponibili e alla gestione del patrimonio accumulato attraverso specifiche previsioni nell'ambito dei propri regolamenti di criteri relativi: all'analisi del rischio in materia di investimenti; alla massima trasparenza e pubblicità sui criteri di selezione degli stessi e sui relativi risultati gestionali; all'adozione di misure volte a minimizzare e gestire le diverse tipologie di rischio e a garantire il corretto svolgimento del mandato gestorio, al fine di prevenire ed eliminare potenziali perdite e conflitti di interesse.

Infine, il perseguimento di una maggiore efficienza gestionale sembrerebbe suggerire - così come evidenziato dai rappresentanti dell'ADEPP – l'opportunità di promuovere il rapporto di sinergia e scambio di conoscenze tra le Casse in materia di investimenti finanziari adeguati, anche ipotizzando - attraverso accordi di tipo consortile - la creazione di gestioni comuni di *know how*. In tale ottica, si ritiene peraltro di non poter escludere a priori la possibilità di piani di fusione o di accorpamento tra Casse, laddove sussistano sia la garanzia di sostenibilità finanziaria, sia una esplicita manifestazione di volontà espressa in tal senso dalle Casse medesime.

€ 4,00

16STC0011260