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.