PRESIDENZA DEL PRESIDENTE GIORGIO JANNONE

La seduta comincia alle 8.35.

(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).

Seguito dell'esame del documento conclusivo.

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

Ricordo che, nel corso dell'ultima seduta del 22 dicembre 2010, erano state concordate alcune modifiche allo schema di documento conclusivo, e che le stesse sono state inviate via *e-mail* a tutti i componenti della Commissione al fine di poterne prendere visione.

Do quindi la parola ai colleghi che intendano intervenire per svolgere ulteriori considerazioni.

ELIO LANNUTTI. Signor Presidente, ritengo che noi oggi possiamo approvare questo importante documento, in quanto le proposte di integrazione o modifica che erano state formulate nella scorsa seduta sono state recepite.

Intendo ribadire che il lavoro che la Commissione ha svolto nel corso di questa indagine conoscitiva è un lavoro che considero egregio, e di ciò intendo ringraziare ancora tutti coloro che sono intervenuti e gli uffici. Proporrei inoltre, una volta approvato il documento e se sarà possibile, di indire una conferenza stampa, in quanto anche se il nostro compito non è quello di dare direttive agli enti gestori, in questo documento sono presenti alcuni utili suggerimenti, che mi auguro possano essere presi in considerazione.

Approfitto del mio intervento per ricordare che, proprio qualche giorno fa, sulla questione *Lehman Brothers* c'è stata un'importantissima sentenza contro l'istituto bancario « San Paolo » da parte del Tribunale di Torino. La sentenza, oltre a risarcire una famiglia di 475 mila euro, ha censurato per la prima volta il sito dell'ABI « PattiChiari », che reclamizzava i titoli *Lehman* come sicuri e affidabili, a differenza di altri titoli, come i BTP, che considerava invece rischiosi.

In ultimo, desidero anche informarvi che rispetto alla situazione finanziaria, che è ancora in pericolo, c'è un'importante inchiesta della Procura della Repubblica di Trani su *Moody's*, la quale il 6 maggio scorso emise un *report* nel quale affermò che l'Italia rischiava di fare la fine della Grecia. Quel *report* fu corretto il giorno dopo, ma ci furono denunce presso diverse Procure. La Procura di Trani ha dunque aperto quest'inchiesta, ha ascoltato finora i rappresentanti dell'agenzia Fitche e l'ex presidente del Consiglio Romano Prodi; nei prossimi giorni ascolterà i Ministri Tremonti, Sacconi e Frattini, l'ex presi-

dente dell'ABI Corrado Faissola e il governatore della Banca d'Italia, Mario Draghi. Ho voluto ricordare questa inchiesta in quanto ritengo che, anche se l'Italia ha un grande debito pubblico e ci sono delle criticità all'interno dei sistemi previdenziali, sia comunque presente una forte capacità di reagire contro eventuali attacchi speculativi che ci possono essere, capacità alla quale anche i parlamentari responsabili devono dare il loro contributo.

PRESIDENTE. Grazie senatore Lannutti. Credo che siamo tutti d'accordo sull'idea di organizzare una conferenza stampa – nonostante l'inconveniente del documento diffuso prima della sua approvazione, con la relativa conseguenza di avere bruciato l'interesse giornalistico per lo stesso – o un convegno che dia conto dell'attività svolta dalla Commissione nel corso dell'indagine conoscitiva.

Concordo sull'utilità del lavoro che abbiamo svolto; con la nostra insistenza sui titoli *Lehman* e sui derivati, nonché con la particolare attenzione che abbiamo rivolto agli investimenti rischiosi di alcuni enti, oggi tutti sono molto più attenti nelle scelte di portafoglio. Quindi, certamente abbiamo contribuito a diminuire il grado di rischio e di volatilità del patrimonio che gli amministratori degli enti hanno il compito di gestire.

Credo che questo merito della Commissione sia stato riconosciuto da tutti, sia dalla stampa che dagli addetti ai lavori e dagli iscritti. Ovviamente, non sono mancati dei rilievi critici, nel senso che il nostro intervento è stato visto da alcuni come un'ingerenza nella autonomia delle Casse. Tuttavia, la nostra è una Commissione con compiti di controllo e vigilanza, ed è in un tale ambito che la nostra azione ritengo si sia esplicata.

NEDO LORENZO POLI. Mi scuso perché ultimamente non sono stato molto presente, a causa del sovrapporsi di altri impegni parlamentari. Anche io ritengo che oggi possa essere approvato il documento al nostro esame e che, come ha detto il Presidente, risulta molto importante perché cerca di mettere un « altolà » ad alcune situazioni che forse non erano state considerate con la dovuta attenzione. Quindi, si tratta di un lavoro egregio.

Ho esaminato il testo e penso – come ho detto – che sia possibile approvarlo nella sua interezza; eventualmente si potranno poi svolgere alcuni chiarimenti nel momento in cui gli uffici redigeranno il testo finale, in modo da esprimere meglio taluni punti in un senso però tecnico e non di sostanza.

PRESIDENTE. Da tempo stiamo lavorando sul testo, e abbiamo avuto diverse occasioni per analizzarlo ed emendarlo. Gli uffici hanno svolto un importante lavoro di raccordo, dal momento che tutto ciò che viene emendato, commentato e istruito deve poi essere reso coerente. Quindi, in questa sede ringrazio gli uffici per l'ottimo lavoro.

Se si vogliono proporre ulteriori modifiche o integrazioni, le stesse devono essere illustrate in corso di seduta, al fine di portarle a conoscenza di tutti ed eventualmente votarle. Resta salva la possibilità di apportare al testo finale degli aggiustamenti di dettaglio, i quali devono avere però carattere esclusivamente formale e non sostanziale.

ANTONINO LO PRESTI. Anch'io mi scuso per non essere stato molto presente nelle ultime sedute.

Intendo innanzitutto manifestare il mio apprezzamento per il contenuto della relazione, che magari nella parte relativa alle premesse poteva essere un po' più succinta, ma questo non è importante.

Vorrei soffermarmi su alcuni aspetti, due dei quali sono marginali, ovvero di armonizzazione del testo, mentre uno è di carattere sostanziale e riguarda gli indirizzi in materia di controlli sugli investimenti delle Casse, che in qualche modo ci siamo proposti di offrire.

Non intendo ovviamente proporre alcun tipo di modifica alla relazione, perché essa è abbastanza prudente, pur lasciando intravedere, in qualche modo, un favore

verso l'affidamento dei controlli a un soggetto esterno, come la COVIP. A tal proposito io francamente manifesto tutta la mia perplessità, perché ritengo che il sistema dei controlli debba essere perfezionato attraverso un procedimento di autoregolamentazione delle Casse stesse al loro interno. Infatti, se dobbiamo salvaguardare l'autonomia, essa non può evidentemente essere proposta a corrente alternata. Quindi, per i controlli, le procedure possono essere definite con legge, perché questo non è escluso; quello che è stato fatto nel caso delle società per azioni, si può fare anche per le Casse private.

A mio giudizio tali controlli devono essere, dunque, affidati in primo luogo alle Casse. Un controllo esterno è sicuramente necessario, ma per questo esiste già l'azione dei Ministeri del lavoro e dell'economia. La mia tendenziale contrarietà ad affidare funzioni di controllo alla COVIP od altri organismi esterni è legata anche al rischio di possibili conflitti di interesse, circostanza peraltro che può riguardare anche le stesse Casse di previdenza, all'interno delle quali si possono annidare *vulnus* di questo genere.

Con riguardo, invece, alle due questioni squisitamente tecniche di coordinamento del testo, nelle ultime tre righe della relazione si dice, con molta prudenza – e mi sta bene che sia formulato così – di « non poter escludere a priori la possibilità di piani di fusione e di accorpamento tra le Casse », cosa che la recente esperienza ha dimostrato essere quasi impossibile, e mi riferisco alle note vicende che riguardano la Cassa dei ragionieri e la Cassa dei commercialisti.

Ebbene, con riferimento a questo inciso, dopo: « laddove sussistano sia la garanzia di sostenibilità finanziaria » aggiungerei – se è possibile e se i colleghi sono d'accordo – « correlata alla piena compatibilità delle attività professionali gestite », perché una fusione tra Casse deve intanto guardare con attenzione alla piena compatibilità delle attività professionali che riguardano le due Casse in ipotesi da fondere.

Quindi, se siete d'accordo, vorrei che venisse aggiunta questa piccola precisazione che considero di sostanza, perché, sempre con riferimento all'esperienza recente della Cassa dei dottori commercialisti e della Cassa dei ragionieri, si è visto come, seppure le attività professionali delle due Casse fossero apparentemente compatibili, nei fatti una professione va verso l'esaurimento, mentre l'altra verso l'implementazione. Ebbene, ciò sta creando grossi problemi rispetto a quella che si auspicava potesse essere una integrazione funzionale.

Segnalo inoltre che a pagina 22 c'è un piccolo refuso, quando, con riferimento al sistema contributivo, si dice che le Casse « sono quindi di tipo contributivo e pertanto la pensione è 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[....] ». Qui bisognerebbe scrivere « è legata » non « appare legata ». Questo è sicuramente un refuso, quindi occorre una correzione di carattere formale.

PRESIDENTE. Quello da lei segnalato è un refuso, che provvediamo immediatamente a correggere. Il verbo « è » dà una determinazione certa, mentre « appare » dà un margine di probabilità che in questo caso non esiste.

Circa il riferimento che lei faceva sul ruolo della COVIP, ritengo che la formulazione presente nel documento non voglia proporre in maniera definita l'affidamento della struttura dei controlli alla COVIP, ma che semplicemente ponga il tema su questo argomento, senza indicare una soluzione definitiva. Poi, ovviamente, ciascuno ha un parere al riguardo.

ANTONINO LO PRESTI. Io non ho detto questo. Ho detto semplicemente che, anche con riferimento a quello che è stato detto nelle audizioni e viene riportato nella relazione, sembrerebbe esistere un gradimento su questa ipotesi di affidare i

controlli alla COVIP. Dunque, io, anche a futura memoria, chiedo che venga verbalizzata la mia netta contrarietà a questo tipo di impostazione.

PRESIDENTE. Ciascuno ha il proprio parere, più che legittimo, ma ribadisco che nel documento si illustra semplicemente un'ipotesi.

Invece, l'aggiunta emendativa da lei suggerita in merito ai piani di fusione tra Casse mi sembra corretta e anche pregnante, quindi a mio parere vale la pena di condividerla.

ANGELA MARAVENTANO. Signor Presidente, intervengo a nome del gruppo della Lega Nord per esprimere apprezzamento per il lavoro svolto. Secondo noi il documento deve essere approvato così com'è. Non abbiamo ulteriori modifiche da proporre.

GIULIO SANTAGATA. Anche noi del gruppo del Partito Democratico siamo soddisfatti del lavoro svolto. È stato un lavoro impegnativo e importante.

Intanto, la trasparenza e la maggiore conoscenza delle situazioni rappresentano un valore in sé, che aiuta e ha aiutato anche in questa occasione – come ricordava il Presidente – le singole Casse e le singole amministrazioni a fare maggiore chiarezza e a ripensare anche alcune decisioni.

Nel corso di questa indagine ci siamo trovati – lo ricordava anche il collega Lo Presti – a dover sempre trovare un equilibrio fra il tema dell'autonomia e quello del controllo, che deriva dall'obbligatorietà della prestazione.

Anch'io credo che non sia questa la sede per dare soluzioni a questo tema. Si tratta di un argomento che però io credo debba trovare una sua attenzione particolare, anche in relazione a quella che sarà la futura attività della Commissione. Personalmente ritengo che di un tale tema sarebbe bene che il Parlamento se ne facesse carico, in termini non più di analisi, ma di decisione.

È meritorio che noi abbiamo fatto un'analisi *ex post* di quello che è successo, però dobbiamo dotarci – io credo – di un sistema che controlli in corso d'opera le situazioni e renda più chiaro a tutti cosa sta avvenendo. Detto questo, penso che facciamo bene ad approvare il documento e anche a trovare una forma di pubblicizzazione di questo lavoro, che serva a sollecitare il Governo e il Parlamento a prendere le decisioni necessarie.

GIULIANO CAZZOLA. Anche io credo che sia stato fatto un buon lavoro e che le valutazioni che sono state fatte anche questa mattina, con le risposte che lei, Presidente, ha dato all'onorevole Lo Presti, ci tranquillizzino sulle questioni che l'onorevole stesso ha affrontato.

Peraltro nel documento è presente un riferimento a una valutazione sulla COVIP fatta dal professore Geroldi, il quale – pur non entrando nel merito di un'eventuale scelta politica – ha evidenziato una serie di criticità nel caso di un affidamento dell'attività di controllo alla COVIP.

Personalmente, pur concordando con la lettura della relazione data dal Presidente, anch'io sarei abbastanza perplesso nei confronti di una discesa in campo della COVIP che ha, in primo luogo, una competenza che riguarda la previdenza complementare, mentre qui siamo nel campo della previdenza obbligatoria. Inoltre, la COVIP ha la fortuna che la previdenza complementare non decolla – o decolla in maniera limitata – perché se dovessimo avere un'improvvisa esplosione dei fondi la COVIP farebbe la fine della rana che vuole assomigliare ad un bue, ovvero scoppierebbe perché non ha la forza e la struttura per affrontare impegni di questo genere.

Certo, capisco anch'io che dire che il controllo ce l'hanno il Ministero del lavoro e quello dell'economia e delle finanze è una frase tranquillizzante. Mi pare comunque che si profili l'ipotesi di un'*authority* che possa occuparsi di certi aspetti delle Casse. Quindi, mi sembra che da questo punto di vista possiamo stare tranquilli, per quanto riguarda le indicazioni offerte dalla Commissione.

Diversamente dall'onorevole Lo Presti, non ho tante preoccupazioni circa l'indicazione degli accorpamenti. In primo luogo, perché tali indicazioni erano previste nella legge delega n. 243 del 2004, ovvero la riforma Maroni, in secondo luogo perché soprattutto in alcune Casse – quelle di nuova istituzione – probabilmente un accorpamento potrebbe essere utile.

Faccio notare che c'è una Cassa intercategoriale, dove sono accostate professioni ben poco simili dal punto di vista professionale. In ogni caso, mi pare che le considerazioni che faceva l'onorevole Lo Presti tutto sommato non stravolgano questo impianto. Tuttavia, questa correlazione tra le attività svolte mi convince poco, perché se prendiamo in considerazione il fondo intercategoriale ci rendiamo conto che le sei categorie che vi confluiscono non hanno una grande correlazione. Trattandosi di sistema contributivo, mi pare che sia abbastanza semplice applicarlo anche a situazioni lavorative diverse. Comunque – ripeto – mi pare che le considerazioni dell'onorevole Lo Presti siano abbastanza equilibrate.

Confesso di essere stato investito dagli interessati su Enasarco. Ci sono alcune valutazioni – che non so neanche se patrocinare – di cui una sola mi sembra in qualche modo fondata e accoglibile, laddove nel paragrafo relativo ad Enasarco si chiede di aggiungere, come sviluppo della vicenda di *Anthracite*: « Enasarco aveva un contratto di garanzia sul capitale da parte di *Lehman* sulla nota *Anthracite*. Per effetto della chiusura anticipata di tale contratto, Enasarco ha presentato un credito di 60 milioni di dollari verso la società *Lehman* che forniva tale garanzia. A fronte dei costi legali sostenuti, è stato realizzato (nell'ambito della nuova nota CMS) un provento netto di circa 17 milioni di euro per la chiusura di uno dei rapporti contrattuali preesistenti ». Ometto le altre considerazioni che erano state poste alla mia attenzione, in quanto mi sembrano ultronee.

PRESIDENTE. La considerazione è corretta. Certo, non è che la Commissione abbia un approccio particolare con Enasarco. È abbastanza oggettivo che in quel caso il problema è stato di particolare evidenza.

ELIO LANNUTTI. Quando si tratta delle banche, ci troviamo sempre di fronte al fatto di negare l'evidenza. Allora, è condivisibile la richiesta che è stata fatta in precedenza, però io voglio ricordare ancora una volta – e non perché sia ossessionato – che questi signori delle banche continuano ancora a piazzare prodotti e cartolarizzazioni di ogni tipo; oggi ho presentato un'interrogazione su un prodotto finanziario del gruppo Monte dei Paschi di Siena, chiamato Cassaforte, attraverso il quale si è arrivati a cartolarizzare addirittura gli affitti.

Allora è nostro dovere – o almeno io ne sento la responsabilità – che su queste situazioni venga posta la giusta attenzione e vengano dati degli indirizzi. Noi abbiamo i costi dei conti correnti più alti d'Europa; lo dice la Commissione europea mentre loro dicono che non è vero. Basta con il fatto che la Banca d'Italia, invece di vigilare, continua a condividere le malefatte delle banche. Noi abbiamo i tassi sui mutui dello 0,50 più alti che in Europa, e anche questa circostanza continua ad essere negata.

Io mi appassiono a questi argomenti, perché penso che i parlamentari debbano avere il dovere di difendere l'interesse generale, non quello di questi faccendieri e delle loro cricche, che pagano il consenso, anche quello dei *mass media*, e cercano di far apparire lucciole per lanterne. Quindi, io mi scuso se mi appassiono a questi temi, ma vorrei che si smettesse di negare l'evidenza.

PRESIDENTE. La passione in politica è sempre positiva.

Tornando al tema della vigilanza, qualunque sia la soluzione che sarà prospettata in sede parlamentare o da parte dell'Esecutivo, io credo che la Commissione, con questo lavoro, abbia fortemente

rivendicato la centralità del suo specifico ruolo di controllo ed attenzione che tutti hanno riconosciuto. Quindi, qualunque sarà la soluzione prospettata, noi abbiamo il compito di mantenere il nostro ruolo.

Il fatto che ci sia rispetto e timore di quello che noi diciamo – come dimostra anche l'ultimo intervento su Enasarco – certamente significa che c'è un'attenzione forte sulla nostra attività. Secondo me, questo è un dato estremamente rilevante.

Dobbiamo insistere con l'impostazione che ci siamo dati in questa legislatura, in quanto ritengo che ciò sia estremamente utile, non tanto a noi quanto agli iscritti, e quindi in generale a tutti i cittadini.

Nessun altro chiedendo di intervenire, possiamo procedere alla votazione del documento conclusivo, come integrato dalle proposte di modifica suggerite dai componenti la Commissione.

Pongo in votazione la proposta di documento conclusivo *(vedi allegato)*.

(La Commissione approva all'unanimità).

Ringrazio tutti i presenti e dichiaro conclusa la seduta.

La seduta termina alle 9.10.

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

DOTT. GUGLIELMO ROMANO

Licenziato per la stampa
il 22 febbraio 2011.

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

ALLEGATO

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

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%
TOTALE	**124.698**	**15.104.974**	**0,83%**	**948.000**	**16.239.976**	**3,42%**

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Il capitale può essere protetto da obbligazioni, oppure la garanzia può essere collegata a una tecnica di gestione nota come CPPI, *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