

COMMISSIONE PARLAMENTARE DI CONTROLLO SULLE ATTIVITA' DEGLI ENTI  
GESTORI DI FORME OBBLIGATORIE DI PREVIDENZA E ASSISTENZA SOCIALE

Mercoledì 22 dicembre 2010

**Indagine conoscitiva sulla situazione economico-finanziaria delle casse privatizzate anche in  
relazione alla crisi dei mercati internazionali**

GLOSSARIO TERMINI TECNICI:

**Advisor:** consulente; nel testo consulente finanziario;

**Asset allocation:** composizione del patrimonio costituito da beni/attività materiali ed immateriali;

**Azione concorsuale:** inserimento nella procedura fallimentare di una entità economica dichiarata insolvente;

**Asset Liability Management:** gestione professionale delle attività e passività di una entità economica;

**Bilanci Tecnici:** verifica della sostenibilità pensionistica su proiezioni economico-patrimoniali minimo trentennali e per le variabili di maggior impatto su un arco di tempo auspicato di 50 anni;

**Calculation agent:** operatore finanziario che, in presenza di prodotti personalizzati (vedi *infra*), calcola il prezzo/valore dell'attività finanziaria strutturata;

**Casse/fondazioni/enti previdenziali privatizzati:** enti previdenziali pubblici privatizzati ex Dlgs 509/1994 (vecchie Casse) ed ex Dlgs 103/1996 (nuove Casse); nel testo si utilizza il termine generico Casse;

**Collateral Debt Obligation (CDO):** titoli obbligazionari sintetici (creati *ad hoc*) garantiti da crediti emessi da società veicolo appositamente create;

**Contratto Swap:** contratto che regola lo scambio (p.es. interessi fissi ed interessi variabili) tra due controparti che si scambiano gli effetti delle proprie esposizioni (nel caso specifico ai tassi di interesse)

**Costant Proportion Portfolio Insurance (CPPI):** gestione a capitale garantito dinamica per effetto dell'investimento di una parte del capitale in attività rischiose (azioni, fondi *hedge*, etc) e una parte in attività non rischiose, il cui andamento non sempre garantisce la copertura di eventuali perdite delle attività rischiose;

**Costo opportunità:** costo connesso con un investimento attivato che non consente di investire un pari valore in altro investimento alternativo al primo;

**Credit default swap:** scambio con la funzione di trasferire l'esposizione creditizia di prodotti a reddito fisso tra le parti contraenti; spesso utilizzato con la funzione di polizza assicurativa o copertura per il sottoscrittore di una obbligazione;

**Credit spread:** merito di credito dell'emittente di un titolo; grado di probabilità che ha un emittente di far fronte agli impegni assunti;

**Derivato:** contratto o titolo il cui prezzo è basato sul valore di mercato di altri beni come azioni, titoli, indici etc

**Fair Value:** valore corrente di mercato al quale il titolo può essere effettivamente scambiato tra controparti consapevoli ed in buona fede;

**Fondi hedge:** fondi speculativi che hanno l'obiettivo di produrre rendimenti costanti nel tempo attraverso strategie di gestione basate su investimenti ad alto rischio e tra loro poco correlati;

**Hedging:** attività di copertura del rischio (interessi, capitale, etc);

**Illiquidity premium:** grado di possibile non negoziazione del prodotto in funzione delle caratteristiche del mercato di scambio del prodotto;

**Indicizzare:** collegare il valore di un bene o di una prestazione alle variazioni di un indice di riferimento, quale p.es. il tasso di inflazione, il livello dei prezzi, etc;

**Investment grade:** valutazione dei titoli (*credit rating*) da parte delle principali agenzie di credito di qualità da buona a molto buona;

**Know how:** abilità, conoscenza tecnica specifica;

**Leva finanziaria:** divergenza tra il valore delle posizioni attive dei titoli finanziari e il valore del patrimonio reale di riferimento;

**Mark to market:** prezzo o valutazione di mercato di un titolo/prodotto definiti *fair* (equi) solo se desunti dalle quotazioni di mercati regolamentati (vedi *infra*);

**Mark to model:** valutazione di un titolo/prodotto in base a modelli matematici di difficile verifica e controllo da parte degli investitori;

**Mercati regolamentati:** mercati con regole a tutela della liquidità del titolo con un premio al rischio basso;

**Mercati over the counter:** mercati al di fuori dei circuiti borsistici con un rischio di illiquidità alto;

**Net Asset Value (NAV):** controvalore di mercato dei titoli e del risultato economico degli stessi,

**Obiettivo delle Casse:** l'erogazione di prestazioni di tipo pensionistico e di tipo assistenziale che debbono essere sottratte quanto più possibile ad ogni aleatorietà;

**Paesi off shore:** paesi con legislazione specifica che assicurano il massimo riserbo sulle operazioni e controparti finanziarie non recependo le convenzioni internazionali che limitano il cosiddetto segreto bancario;

**Paying agent:** ente creditizio autorizzato a eseguire i pagamenti (cedole, dividendi, rimborsi, etc) per conto delle società interessate con riferimento ad un prodotto personalizzato (vedi *infra*);

**Performance:** risultato complessivo di una attività economica;

**Private equity:** capitale di rischio di società, generalmente non quotate sui mercati regolamentati (vedi *supra*) con alto potenziali di sviluppo;

**Prodotto personalizzato:** prodotto gestito privatamente dalle controparti senza regole ufficiali di riferimento con un rischio di illiquidità massimo;

**Prodotti/strumenti finanziari:** prevalentemente titoli azionari, obbligazionari o strutturati;

**Prodotti/strumenti strutturati:** prodotto finanziario costituito da una componente di tipo obbligazionario (a garanzia del rimborso del capitale investito) e da un derivato (con potenziale rendimento più elevato e quindi di elevata rischiosità);

**Prodotto strutturato a capitale protetto:** titoli che, generalmente, hanno cedole legate all'andamento di uno o più strumenti finanziari o indici sottostanti di riferimento (fondo, paniere di mutui ipotecari, indici azionari, etc);

**Rischio spesa:** rischio originato dall'incremento dei costi della gestione dei prodotti personalizzati ovvero tossici (vedi *infra*), della loro necessaria ed opportuna ristrutturazione con altro intermediario finanziario;

**Sicurezza sostenibile:** investimenti coerenti con le migliori opportunità prudenziali di mercato senza eludere i Titoli di Stato, da assumere invece come termine di riferimento operativo;

**Side pocket:** appositi veicoli (vedi *infra*) nei quali sono trasferite posizioni illiquide che potranno essere eventualmente dimesse alla naturale scadenza ovvero allorché risulti economica la dismissione senza incidere negativamente sulla performance (vedi *supra*);

**Sistema Contributivo:** la pensione è calcolata in base al montante contributivo accumulato da ogni iscritto con rivalutazione annuale in base alla variazione della media quinquennale del prodotto interno nominale calcolata dall'ISTAT;

**Sistema Retributivo:** sistema nel quale i contributi versati dai lavoratori sono utilizzati, in base al cosiddetto "contratto intergenerazionale" per pagare le pensioni correnti desunte da medie retributive trascorse;

**Società Intermediazione Mobiliare (SIM):** società per azioni che svolgono solo attività di intermediazione mobiliare (compravendita di titoli, etc) essendo l'intermediazione creditizia riservata alle banche;

**Special Purpose vehicle (SPV):** società create ad hoc per l'emissione di prodotti strutturati non comprese nel Bilancio delle Banche o Enti finanziari che originano i crediti sottostanti ai prodotti personalizzati (vedi *infra*);

**Stabilità previdenziale:** assetto reddituale e patrimoniale delle Casse protratto nel tempo (proiezione minima a 30 anni) che consente – presumibilmente - di far fronte agli impegni previdenziali nei confronti degli iscritti;

**Strumenti derivati:** prodotti finanziari il cui valore è legato a quello dei cosiddetti sottostanti che possono essere titoli, indici finanziari, beni di qualsiasi natura e possibile aumento della ricchezza finanziaria cui non corrisponde la crescita di alcuna ricchezza reale;

**Subprime:** titoli garantiti da mutui ipotecari erogati a soggetti con scarse capacità di restituzione delle somme prese a prestito;

**Titoli contabilizzati nel circolante:** titoli contabilizzati al minor valore d'acquisto tra il prezzo di acquisto ed il valore di mercato; eventuali riduzioni delle quotazioni determinano minusvalenze da registrare a conto economico attraverso gli accantonamenti;

**Titoli contabilizzati tra le immobilizzazioni:** titoli iscritti al valore di acquisto (integrato da eventuali differenze tra acquisto e rimborso = scarti di negoziazione) con possibili minusvalenze latenti;

**Titoli tossici:** titoli con rendimenti attesi superiori ai livelli medi di mercato e conseguente elevata probabilità di insolvenza, comunque maggiore di quella desunta da valutazioni dei modelli matematici, con conseguente impossibilità di far fronte agli impegni nei confronti dei sottoscrittori di obbligazioni emesse per reperire i capitali necessari all'erogazione dei mutui;

**Trustee:** agente amministratore che controlla direttamente la gestione del prodotto personalizzato (vedi *supra*);

**Vendita allo scoperto:** vendita speculativa operata senza avere il possesso materiale dei titoli e dei beni oggetto di vendita;

## OBIETTIVO DELL'INDAGINE

- se ed in quale misura le Casse abbiano investito propri fondi in prodotti/strumenti finanziari ad alto rischio;
- analisi della composizione del patrimonio per valutare eventuali perdite patrimoniali subite nonché le ripercussioni negative sull'equilibrio gestionale e conseguente valutazione della sostenibilità previdenziale delle Casse nel medio-lungo termine;
- riscontro dell'equilibrio della gestione mobiliare indicando gli interventi necessari per garantire la stabilità previdenziale su un periodo minimo di 30 anni;
- analisi della congruità delle riserve iscritte a patrimonio destinate alle prestazioni previdenziali obbligatorie;
- valutazione dell'efficienza del servizio offerto dalle Casse in relazione alle esigenze degli utenti, all'equilibrio delle gestioni, all'utilizzo dei fondi disponibili;
- considerazioni per eventuali ipotesi di riforma del sistema dei controlli previsti dalle norme in vigore.

## CAPITOLO 1

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

#### **1 - Crisi finanziaria, investimenti a rischio e titoli tossici**

Vedi glossario termini tecnici;

#### **2 – Tipologia degli investimenti effettuati e advisors coinvolti**

-) emerse diffuse criticità di ordine finanziario avendo attivato investimenti di pura scommessa speculativa per guadagni oltre le medie di mercato finalizzati a tentare di coprire perdite già

acquisite anche mediante l'erogazione nell'immediato di interessi elevati posticipando nel tempo il rimborso del capitale investito;

-) al 31.12.2008 esposizione diretta delle Casse verso Lehman Brothers (L.B.) pari a euro 125 milioni (0,83% del relativo patrimonio indicato in circa euro 15,1 miliardi);

-) al 31.12.2008 esposizione indiretta delle Casse verso L.B. (coinvolgimento in forme diverse dall'essere emittente di un titolo) pari a euro 948 milioni (5,84% del relativo patrimonio indicato in circa 16,2 miliardi);

-) al 31.12.2008 esposizione complessiva (diretta+indiretta) delle Casse pari a euro 1,1 miliardi equivalente al 3,42% del patrimonio complessivo di riferimento (euro 31,3 miliardi);

-) *asset allocation* delle sole Casse maggiormente esposte in titoli strutturati pari a circa il 35% medio del totale investimenti con conseguente rischio di illiquidità congiunto al rischio di concentrazione/esposizione che risultano massimi in caso di prodotti "personalizzati" non quotati sui mercati finanziari regolamentati;

-) prodotti finanziari nel portafoglio delle Casse acquistati a prezzi poco trasparenti perché non trattati in mercati regolamentati con il connesso rischio di pagare commissioni esplicite o implicite, a favore delle controparti finanziarie, rilevanti perché difficili da valutare e quindi da contrattare al meglio;

-) nei portafogli delle Casse sono presenti titoli strutturati, strutturati a capitale protetto, strutturati *CPPI*, strutturati *CDO*, strutturati con sottostanti in azioni, fondi *hedge*, *private equity* e con riferimento a veicoli *side pocket* (per le relative definizioni vedi *supra* "glossario termini tecnici");

-) al 31.12.2008 risultano investiti euro 815 milioni di nominale nella società veicolo *off shore Anhracite Rated Investment Limited* con personalità giuridica autonoma registrata nelle Isole Cayman i cui attivi non sono inseribili nella massa fallimentare della Banca Lehman Brothers (L.B.), garante dei titoli e Calculation Agent degli stessi; a seguito del fallimento di L.B. è divenuto praticamente impossibile effettuare vendite o anche richiami di capitale dai fondi sottostanti, costringendo le Casse a ristrutturare le operazioni in portafoglio oltre ad attivare le azioni concorsuali di rito;

-) al 31.12.2008 risultano investiti euro 60 milioni nel CDO sintetico *Saphir* nel quale L.B. era controparte del contratto *swap* che regolava il flusso cedolare e con titoli quali collaterali a garanzia del capitale investito; i tempi di recupero sono pertanto influenzati dall'andamento delle procedure fallimentari di L.B.;

-) possibilità di parziale rientro degli investimenti in *Athracite* e *Saphir* comunque definiti dal Presidente della Commissione On. Jannone "errati" con la conseguente necessità di puntare - in futuro - su investimenti di altra tipologia;

-) alcune Casse hanno iniziato e mantenuto investimenti nel comparto azionario pari a circa il 30% del proprio patrimonio mobiliare con perdite rilevanti nel corso del 2008 solo in parte esposte nei rispettivi bilanci;

-) la rischiosità di tali investimenti richiederebbe conoscenze specifiche di ingegneria finanziaria e di diritto internazionale che le Casse non hanno al loro interno;

-) necessità di metodologie Net Asset Value omogenee in mancanza delle quali non sono possibili comparazioni secondo prassi internazionali adottate da fondi di investimento o polizze assicurative;

-) consulenti finanziari (*advisors*) ben individuati (Prometeia, Fineco, Ersel, Prof. Dallochio) e in alcuni casi con contratti con più Casse con la conseguente necessità di verificare non solo eventuali situazioni di conflitto d'interesse ma anche i consigli professionali degli stessi.

### **3) – Le Casse maggiormente esposte: squilibri delle gestioni mobiliari e conseguenze sui bilanci**

-) perplessità che i veicoli finanziari ed i titoli strutturati in portafoglio realizzino la diversificazione degli investimenti ricercata dai CdA delle Casse;

- ) in presenza di patrimonio immobiliare, per definizione poco liquido, eventuali titoli strutturati potrebbero aggravare la situazione di illiquidità in caso di necessità di disinvestimento da parte delle Casse;
- ) necessità di introdurre ed adottare principi di gestione professionale delle attività/passività del capitale circolante e del patrimonio;
- ) decreto anticrisi n. 85/2008 consente di non allineare i valori del circolante al mercato (titoli al 31.12.2008 al valore dell'ultimo bilancio approvato ed acquisizioni 2009 al valore di acquisto) con possibili perdite latenti non esplicitate in bilancio.

Tutte le informazioni che seguono sono desunte dai bilanci al 31.12.2008 se non altrimenti indicato:

**ENASARCO** (agenti e rappresentanti di commercio)

- ) maggiore esposizione indiretta verso L.B. pari a 780 milioni attraverso il fondo *Antracite* ristrutturato da *HSBC* e *Credit Suisse* con costi legali di 2,1 milioni e perdite spalmate nel tempo con conseguenti nuovi costi opportunità; la nuova obbligazione è di diritto comunitario,
  - ) investimento in *private equity* pari a euro 59 milioni;
  - ) *Futura Invest* presenta una differenza negativa di euro 6 milioni tra quota patrimonio netto e valore di carico; nel bilancio al 31.12.2009 il valore di mercato sarebbe superiore al valore di patrimonio netto;
  - ) fondi immobiliari con redditività netta superiore al 5% p.a.;
  - ) titoli strutturati a fine 2009 pari a euro 1,3 miliardi pari al 47% del patrimonio mobiliare ed al 57% delle immobilizzazioni finanziarie;
  - ) obbligazione *Xenon Capital* pari a euro 90 milioni di nominale sostituita a fine 2008 con una obbligazione *J.P. Morgan* con esposizione su fondi *private equity* e su un fondo legato alla longevità;
  - ) esposizione complessiva verso *J.P. Morgan* pari a euro 518 milioni con scadenze comprese tra i 10 ed i 15 anni;
  - ) obbligazione *Flexis* della *Nomura* sottoscritta a fine 2009 per euro 263 milioni a capitale protetto con scadenza a 20 anni in sostituzione di 3 note in portafoglio e delle quote investite nel fondo di *private equity China Enterprises*;
  - ) obbligazione *Codeis* a capitale protetta con scadenza a 10 anni; non sono chiare le condizioni di eventuale uscita anticipata;
  - ) mutui attivi verso dipendenti ed assistiti per circa euro 96 milioni con redditività media del 4% p.a.;
  - ) portafoglio obbligazionario per circa euro 200-250 milioni con rendimento 2009 di circa il 4% p.a.;
- fondo oscillazione titoli pari a euro 3,6 milioni per variazioni euro/dollaro USA su obbligazioni a fine 2007 ritenute durature e riferite alle quote del fondo *China Enterprise* successivamente cedute;
- ) mancano accantonamenti prudenziali per oscillazione prezzi dei titoli strutturati in portafoglio;

**ENPAIA** (addetti ed impiegati agricoltura)

- ) maggiore esposizione diretta verso L.B. pari a euro 45 milioni con una correlata perdita di euro 36 milioni (70% del capitale) inclusa nel bilancio 2008 con l'utilizzo di riserve; azione legale in corso;
- ) svalutazioni 2009 (accantonamenti per fondo rischi e oscillazione cambi) pari a euro 11 milioni;
- ) minusvalenze latenti (per utilizzo del decreto anticrisi n. 85/2008) su titoli non immobilizzati pari a euro 9,4 milioni con un fondo oscillazione titoli di euro 7,9 milioni;
- ) fondo svalutazione titoli immobilizzati pari a euro 26 milioni;
- ) minusvalenze latenti (per utilizzo del decreto anticrisi n. 85/2008) su titoli immobilizzati pari a euro 30,7 milioni non coperti da accantonamenti;

### **ENPAV** (veterinari)

- ) maggiore esposizione verso L.B. in termini di percentuale (4,2%) sul patrimonio per un importo di euro 9 milioni; tale percentuale si incrementa al 6,4% rispetto al patrimonio mobiliare;
- ) *CS Fixed Maturity Coupon Rate* investimento a seguito della ristrutturazione dell'esposizione verso L.B. con scadenza posposta al 2023 con conseguente diluizione delle perdite maturate; l'investimento ha raggiunto euro 25 milioni con rendimento a scadenza del 2,5% p.a.;
- ) obbligazioni in portafoglio pari al 36,2% del patrimonio, con un incidenza sul patrimonio delle sole strutturate pari al 30%;
- ) obbligazione ABN AMRO pari a euro 5 milioni;
- ) minusvalenze su immobilizzazioni finanziarie pari a euro 14,7 milioni;
- ) svalutazioni dell'attivo circolante pari a euro 1,28 milioni;
- ) fondo svalutazioni titoli consistente in euro 5,4 milioni;
- ) strategie investimenti gestione 2009 giudicate dall'ente prudenti e consistenti in Titoli di Stato (euro 5 milioni in BTP), euro 11 milioni in polizze assicurative Cattolica e Generali con tassi rispettivamente del 5% p.a. e del 5,2% p.a., quote per euro 5 milioni del fondo chiuso *Kairos-Target* con scadenza 2014 ed obbligazioni Nomura con scadenze 2014 (euro 3 milioni e rendimento minimo 5,75% p.a.), e 2019 (euro 2 milioni e rendimento 4% p.a.);

### **ONAOSI** (orfani sanitari italiani)

- ) esposizione importante verso L.B. per euro 15 milioni pari al 5,63% del portafoglio mobiliare e del 4,15% del patrimonio;
- ) vertenza nei confronti dell'*advisor Fineco Bank*;
- ) avvenuta iscrizione al passivo L.B. con stima del valore di recupero del 10% del nominale investito;
- ) portafoglio titoli pari a euro 265,5 milioni, tutte di tipo *senior* non subordinate;
- ) bilancio non pubblicato su *internet*;

### **ENPAM** (medici ed odontoiatri)

- ) esposizione diretta verso L.B. pari a euro 80 milioni, di cui euro 45 milioni con garanzia del fondo *Anthracite* ed euro 35 milioni con garanzia titoli *General Electric*;
- ) la valutazione 2009 dei predetti titoli evidenzia una minusvalenza di euro 12,8 milioni del nominale ed un fondo oscillazione titoli di euro 20,75 milioni: non sono esplicitati né i riferimenti di mercato né i criteri di valutazione;
- ) il patrimonio obbligazionario è composto al 92% da titoli *investment grade* ed esposizione verso singoli emittenti non superiore all'11%;
- ) a maggio 2009 il patrimonio obbligazionario si deteriorava essendo 84% *investment grade*, 14,3% *sub-investment* (rischio alto), 1,4% junk-bonds (titoli spazzatura, rischio altissimo o massimo);
- ) al 31.12.2009 le obbligazioni immobilizzate sono pari al 37% del totale di cui il 75% emissioni *corporate* (società di capitali quotate sui mercati regolamentati);
- ) valore complessivo di bilancio 2009 pari a euro 2,93 miliardi con un presumibile valore di realizzo di euro 2,49 miliardi;
- ) minusvalenze latenti 2009 pari a euro 442 milioni;
- ) accantonamenti 2009 pari a circa il 26% delle obbligazioni *corporate* immobilizzate e riguardano per euro 630 milioni rischio in linea capitale (per titoli a capitale non garantito) e per euro 265 milioni per rischio contrattuale;
- ) marcati dubbi sulla consapevolezza della percezione del rischio da parte del CdA;
- ) attivate denunce da parte degli aderenti in merito alla gestione finanziaria ed ai sistemi di governo societario e controllo interno;
- ) profilo di rischio molto accentuato che richiederebbe monitoraggio continuo e costante da parte degli organi societari preposti;

-) a fine 2009 esposizione in *private equity* incrementata da euro 90 (bilancio 2008) ad euro 96 milioni (con fondo svalutazione di euro 7,6 milioni) ed un impegno residuo di sottoscrizione di fondi chiusi di *private equity* di euro 51,7 milioni inclusi nei conti d'ordine (di cui euro 3,98 milioni destinati al fondo DGPA del Prof. Dallochio consulente ed ex componente del CdA;

#### **EPAP** (pluricategoriale)

-) esposizione diretta importante verso L.B. di euro 15,7 milioni pari al 3,84% del patrimonio mobiliare;  
-) azioni legali in corso;  
-) perdita pari al 15% del valore nominale dei titoli; sono state utilizzate le riserve; i titoli sono valutati al valore reale di mercato; svalutazione complessiva di competenza euro 35,8 milioni;  
-) nel 2009 gestione finanziaria negativa per euro 9,7 milioni, malgrado la rivalutazione del 27% dei titoli L.B. in portafoglio;

#### **ENPAP** (psicologi)

-) titolo L.B. di euro 10 milioni pari al 2,57% del portafoglio titoli;  
-) azione legale incorso;  
-) nel 2010 vendita del titolo a *Macquaire Bank Limited* per euro 2,215 milioni con conseguente perdita di euro 7,34 milioni (73% del nominale) completamente coperta nei bilanci precedenti;  
-) utilizzo delle riserve alimentate dal cosiddetto "contributo integrativo" con conseguente erogazione di minore assistenza agli iscritti senza incidere direttamente sulle pensioni degli stessi;  
-) nel bilancio al 31.12.2009 i fondi alternativi hanno determinato svalutazioni per euro 2,23 milioni;  
-) richiesto rimborso degli *Hedge Funds Celtic e Robur* ma l'*advisor Ersel* si è avvalso della clausola *side-pocket* con conseguente posponimento della liquidazione;  
-) acquisto e vendita nel corso del 2008 di n. 3 obbligazioni *Banco Popolare, Citigroup, Household* per complessive euro 30 milioni di nominale e conseguente perdita di euro 1 milione;

#### **ENPACL** (consulenti del lavoro)

-) esposizione diretta verso L.B. di euro 5 milioni con accantonamento per perdite pari al 70% del nominale con conseguente recupero stimato al 30%;  
-) esposizione indiretta verso L.B. di euro 53 milioni per n. 2 obbligazioni strutturate *Saphir* (euro 25 milioni) e *Athracite* (euro 28 milioni); tali obbligazioni sono esposte per il 25% del nominale nel circolante alla voce "altre obbligazioni e polizze assicurative", per il 14% nelle immobilizzazioni finanziarie e rappresentano il 9% del totale attivo di bilancio; manca la valutazione del presumibile *fair value*;  
-) nel corso del 2009 vi sono state spese per consulenza ed assistenza legale pari a 52.000 euro e non viene fornita alcuna valutazione del presumibile valore di mercato sulle tre posizioni che permetta di stimare la perdita potenziale connessa;  
-) incarico di ristrutturazione dell'obbligazione *Antracite* affidata a *J.P.Morgan* per la ricerca di una istituzione finanziaria in sostituzione di L.B. sia per quanto riguarda il pagamento dei flussi cedolari (controparte contratti *swap*) sia per quanto riguarda la garanzia sul capitale investito che potrebbe essere interessato, almeno in parte, dall'esercizio della clausola cosiddetta *side pocket*;  
-) tempi di recupero comunque lunghi perché influenzati anche da decisioni giurisprudenziali in Gran Bretagna e Stati Uniti;  
-) non è esplicitata la valutazione del sottostante (obbligazione *General Electric*) a garanzia dell'obbligazione *Saphir* (CDO sintetico con cedole indicizzate all'inflazione);  
-) fondi *AMBIX* (ex L.B.) dimessi nel 2009 con contestuale sottoscrizione di quote in n. 2 fondi azionari denominati rispettivamente euro e dollaro USA con una perdita in linea capitale di circa 165.000 euro;

#### **ENPAF** (farmacisti)

- ) esposizione diretta verso L.B. di euro 5 milioni pari allo 0.6% del patrimonio mobiliare;
- ) in essere procedure concorsuali;
- ) svalutazioni nette a bilancio esercizi 2008-2009 per complessivi euro 9 milioni;
- ) portafoglio obbligazioni esposto in immobilizzazione finanziarie per circa euro 358 milioni con una plusvalenza al momento potenziale di euro 10 milioni;

#### **INARCASSA** (architetti ed ingegneri)

- ) esposizione diretta verso L.B. di euro 13,8 milioni svalutata completamente nel 2008 con un'incidenza dello 0,4% sul patrimonio;
- ) nel bilancio 2009 sovraesposizione nei comparti monetario ed obbligazionario, sottoesposizione del comparto azionario rispetto agli indici di riferimento fissati dal CdA;
- ) attività finanziarie circolanti 2009 pari a euro 1,3 miliardi (59% dell'attivo circolante);
- ) attività immobilizzate 2009 pari a euro 2,1 miliardi (68% dell'attivo immobilizzato di cui l'84% - euro 1,7 miliardi - in obbligazioni ed azioni);
- ) nel bilancio 2008 euro 1,3 miliardi di attivi sono confluiti nell'immobilizzato evitando di esporre ulteriori svalutazioni per 155.000 euro;
- ) tra le attività immobilizzate 2009 il 47% sono obbligazioni strutturate a capitale garantito con minusvalenze latenti di euro 12 milioni;
- ) recupero parziale di valore nell'attivo circolante, non vi sono indicazioni per le immobilizzazioni;
- ) rischio *corporate* e liquidità deve essere attentamente monitorato e più efficacemente presidiato con valutazioni più accurate.

#### **4) – Le Casse di previdenza meno esposte: tipologia dei relativi investimenti mobiliari**

- ) apprezzate le scelte di investimento meno rischiose con una composizione equilibrata tra i comparti monetario, obbligazionario ed azionario in assenza di investimenti cosiddetti "alternativi";

#### Casse di recente privatizzazione ex Dlgs 103/1996 (cosiddette "nuove" Casse)

- ) gestiscono le pensioni con il sistema "contributivo" ai sensi della riforma Dini (L. 335/1995);
- ) sono stati conseguiti risultati del patrimonio investito in linea con la rivalutazione annuale ISTAT, tenendo presente che eventuali maggiori rendimenti annui non possono essere attribuiti ai montanti pensionistici;
- ) il tasso di rendimento considerato di riferimento per gli investimenti attivati dovrebbe essere la variazione ISTAT ai sensi della riforma Dini;
- ) esistono alcuni casi di investimenti alternativi in titoli strutturati ed in obbligazioni L.B.;
- ) potrebbe essere opportuna l'innalzamento dal 2% fino al 5% del contributo integrativo (proposta di legge dell'On. Lo Presti), così come peraltro già previsto per le cosiddette vecchie Casse.

#### Casse privatizzate ex Dlgs 509/1994 (cosiddette "vecchie" Casse)

- ) non vi sono obiettivi di rendimento previsti dalla legislazione vigente;
- ) gestiscono le pensioni con il sistema "retributivo" a ripartizione;
- ) conseguente necessità sia di rendimenti patrimoniali positivi sia della crescita del patrimonio gestito;
- ) assolutamente prioritaria la attenta e scrupolosa verifica delle ipotesi assunte nei cosiddetti "bilanci tecnici";
- ) attuali controlli inadeguati con stime delle prestazioni pensionistiche future decisamente troppo elevate.

#### Casse che non detengono investimenti né in titoli L.B. né in strutturati

#### **CASSA DEL NOTARIATO** (notai)

- ) asset allocation 2008-2009 stabile, mediamente 42% nell'immobiliare e 58% nel mobiliare;

- ) progressivo alleggerimento dell'azionario a favore dell'obbligazionario;
- ) rendimenti medi ultimi 5 anni: mobiliare 3,82% p.a., immobiliare 4,80% p.a.;
- ) entrate 2009: contributi euro 200 milioni, gestione immobiliare euro 70 milioni;

#### **INPGI (giornalisti)**

- ) asset allocation 2008-2009 stabile, mediamente 46% nell'immobiliare, 58% nel mobiliare, 7% prestiti e mutui;
- ) investimenti prevalentemente gestiti da terzi professionalmente competenti al riguardo;
- ) oculata diversificazione degli investimenti con strumenti alternativi classificati nelle immobilizzazioni finanziarie;
- ) rendimenti medi ultimi 6 anni: mobiliare 6% p.a., immobiliare 4.7% p.a.;

#### Casse che detengono solo titoli Lehman Brothers (L.B.)

##### **CASSA NAZIONALE FORENSE (avvocati)**

- ) asset allocation 2008-2009 stabile, mediamente 86% mobiliare, 14% immobiliare;
- ) nel corso del 2009 si riducono gli investimenti nei comparti azionario, obbligazionario e gestioni bilanciate a favore di Titoli di Stato indicizzati all'inflazione;
- ) la componente "altri investimenti" nel 2009 si incrementa dal 4,7% al 9,1%;
- ) rendimenti lordi 2009, mobiliare circa 5% p.a., immobiliare circa 6% p.a.;
- ) interventi del CdA per orientare la gestione operativa con regole stringenti e sicurezza dei controlli interni;
- ) obbligazioni corporate L.B. per euro 3 milioni in gran parte svalutate nel 2008 con ripresa di valore nel 2009 per allineamento al valore corrente di mercato;

##### **CASSA GEOMETRI (geometri)**

- ) asset allocation 2008-2009 stabile, mediamente 62% mobiliare, 38% immobiliare;
- ) nel periodo 2003-2009 investimento medio annuo di euro 1,8 miliardi con una redditività media netta del 3,2% p.a.;
- ) nel periodo 2003-2009 redditività mobiliare netta annua di circa euro 3,7 milioni pari a circa l'1,8% del valore a bilancio degli immobili;
- ) investimento diretto 2007 in obbligazioni L.B. per euro 2,9 milioni ridotti nel 2008 a euro 1,2 milioni pari allo 0,12% del patrimonio mobiliare;
- ) conferito mandato a *Rothschild* per inserimento nelle procedure concorsuale statunitense;

#### Casse che detengono solo titoli strutturati

##### **CNPADC (dottori commercialisti)**

- ) patrimonio 2009 pari ad euro 3,2 miliardi, di cui 11% liquidità, 76% mobiliare, 13% immobiliare;
- ) obbligazioni strutturate pari a circa il 5% del patrimonio;
- ) la gestione è completamente esternalizzata per l'azionario, mista (interna ed esterna) per l'obbligazionario;
- ) marcata diversificazione nell'obbligazionario (*governative e corporate*) e nell'azionario in beni/attività non correlati;
- ) rendimento 2008-2009 del mobiliare negativo pari mediamente a circa il 2,85%;
- ) al 31.12.2009 patrimonio mobiliare pari a circa euro 2,8 miliardi al lordo di liquidità per euro 362 milioni ed immobilizzazioni per euro 2,4 miliardi con minusvalenze latenti pari a 0,3%; nel 2008 le minusvalenze ammontavano all'11.6% del valore di bilancio senza costituzione dell'appropriato fondo svalutazione;

##### **CNPR (ragionieri e periti commerciali)**

- ) asset allocation 2009 evidenzia il 44% mobiliare e 56% immobiliare;
- ) contributi incassati nel corso del 2009 investiti nell'obbligazionario;
- ) redditività lorda 2009 pari al 3,9% per il mobiliare e il 5,1 per l'immobiliare;
- ) nel 2009 il comparto obbligazionario comprendeva *corporate*, *finance*, strutturati anche indicizzati all'andamento del tasso di inflazione;
- ) incidenza strutturati su patrimonio 2008 pari al 4,8% che si incrementa nel 2009 all'8,5% (limite massimo indicato dal CdA);
- ) esistenza di una SIM, vigilata dalla Banca d'Italia partecipata all'80% dalla Cassa ed al 20% dalla Banca Finnat Euroamerica in qualità di socio industriale;
- ) esistenza di un codice di condotta sugli investimenti con parametri relativi al rating delle aziende oggetto di investimento, liquidabilità e rischiosità dello stesso;

#### **ENPAB (biologi)**

- ) asset allocation 2008-2009 stabile con valori 2009 mobiliare 86%, immobiliare 1,3%, altre attività (crediti, attività materiali ed immateriali) 12,7%;
- ) adottato criterio di prudenza con preponderanza di obbligazioni (garantite e non) nonché Titoli di Stato;
- ) obiettivo di rendimento annuale necessario per eguagliare le rivalutazioni annuali dei montati pensionistici così come previsto dalla riforma Dini;
- ) nel corso del 1° trimestre 2009 interventi tattici per privilegiare il comparto obbligazionario con soprappeso della componente *corporate*;

#### **ENPAPI (infermieri)**

- ) asset allocation 2008-2009 stabile con valori 2009 mobiliare 99,6%, immobiliare 0,4%;
- ) criterio adottato e seguito di massima prudenza privilegiando l'investimento in obbligazioni al 72% del portafoglio finanziario con tasso fisso al 52% e variabile all'11,4%;
- ) obiettivo di rendimento annuale necessario per eguagliare le rivalutazioni annuali dei montati pensionistici così come previsto dalla riforma Dini;
- ) in portafoglio il 17% di fondi immobiliari chiusi nonché di iniziative di sviluppo infrastrutturale ed energetico;
- ) redditività netta del portafoglio finanziario 2008 pari al 7,28% e nel 2009 al 4,37% comunque sempre superiore alla rivalutazione annuale da applicare ai montanti pensionistici;

#### **EPPI (periti industriali)**

- ) asset allocation 2008-2009 stabile con valori 2009 mobiliare 84%, immobiliare 16%;
- ) privilegiato il comparto obbligazionario al 68%, i fondi comuni al 6% e l'azionario al 2%;
- ) obbligazioni strutturate in portafoglio pari al 33% del patrimonio obbligazionario ed al 18% del totale investito;
- ) sottoscrizione nel 2005 di obbligazioni *Antracite* e garanzia in linea capitale L.B. per euro 35 milioni, successivamente ristrutturate da *J.P.Morgan* mediante scadenza posticipata dal 2022 al 2031;
- ) rendimenti lordi 2009 mobiliare 4,8% ed immobiliare 4,6%;

#### **FASC (spedizionieri)**

- ) asset allocation 2008-2009 stabile con valori 2009 mobiliare 83%, immobiliare 4,6%;
- ) esistenza della FASC Immobiliare (100% della Fondazione) che detiene circa euro 400 milioni di patrimonio immobiliare (2/3 dell'intero patrimonio) e tale partecipazione è esposta nelle immobilizzazioni finanziarie;
- ) investimenti mobiliari 2009 pari a euro 143 milioni, di cui polizze a rendimento garantito euro 46 milioni, gestioni risparmio e fondi euro 76 milioni, titoli di gestione e strutturati euro 20 milioni;
- ) in altri titoli il 90% sono obbligazioni ed il 10% azioni;

- ) individuato l'obiettivo di rendimento minimo annuale al 4% con un correlato rischio massimo dell'1% per perdita del capitale investito;
- ) rendimenti lordi 2009 mobiliare 3,7% (2008 al 3,2%), immobiliare 2,9% (2008 al 2,8%).

## CAPITOLO 2

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

#### 1 – La valutazione delle associazioni di categoria e delle parti sociali

##### **ADEPP** (Associazione degli enti previdenziali privati)

- ) inefficace sistema di regolazione e controllo dei mercati finanziari;
- ) conflitto di interesse presente nelle società di rating;
- ) affermata la validità del modello di autonomia normativa e gestionale delle Casse con conseguente maggiore consapevolezza, responsabilità e prudenza;
- ) alcune casse più virtuose delle altre avendo escluso prodotti di alto rischio perseguendo l'obiettivo di replica del rendimento programmato dai rispettivi CdA;
- ) auspicato un ruolo più attivo da parte dello Stato nell'orientare le scelte d'investimento con attenta valutazione dei rischi in un'ottica di sostenibilità finanziaria di lungo periodo;
- ) pur se privatizzate, le Casse assolvono a compiti di rilievo costituzionale ai sensi dell'art.38 Costituzione;
- ) problema della doppia imposizione (sia in sede di investimento che in sede di erogazione delle prestazioni) che dovrebbe essere sostituito con un sistema premiante della fase di investimento con conseguenti migliori trattamenti previdenziali;

##### **CONFPROFESSIONI** (confederazione libere professioni)

- ) rappresenta 15 sigle di settore;
- ) evidenzia una certa assenza di coerenti linee di contenuto in particolare da parte del M.ro del Lavoro;
- ) mancanza di controllo preventivo tra obbligo della prestazione sul lungo periodo e viscosità di alcune forme di investimento mobiliare;
- ) condivisione delle recenti linee adottate dalla Commissione europea sulla riforma del mercato finanziario in vigore dal 2012 comportanti più stretta regolazione sulle vendite allo scoperto, sui credit default swap e su i derivati;
- ) conseguente esigenza di allineamento della legislazione italiana;
- ) monitorare i fenomeni che possono influenzare il numero degli iscritti di ciascuna Cassa con possibile travaso tra le stesse;
- ) auspicato intervento legislativo per allineare nel tempo i diversi regimi delle Casse con l'obiettivo di creare un sistema strutturale di vasi comunicanti capace di fronteggiare eventuali criticità di talune professioni;

##### **ASSOCIAZIONE DEGLI AGENTI E RAPPRESENTANTI DI COMMERCIO**

- ) rilevanza preponderante dell'investimento ENASARCO in L.B. per circa euro 780 milioni;

##### **Federagenti CISAL**

- ) non efficiente funzionamento dell'Ente;
- ) scelte di investimenti finanziari non condivisibili;
- ) necessario rafforzamento dei controlli da parte del M.ro del Lavoro;
- ) auspicata la confluenza dei contributi dell'Ente nell'INPS e conseguente affidamento della gestione al medesimo perché Ente pubblico con normativa più favorevole nei confronti degli iscritti (p.es. minimo contributivo 5 anni anziché 20 come richiesto da ENASARCO);

### **FNAARC+UGL**

- ) il CdA dell'Ente ha allo studio modifiche al regolamento interno atte a garantire la sostenibilità finanziaria di lungo periodo e l'adeguatezza delle prestazioni anche grazie all'adozione di bilanci tecnici ultratrentennali;
- ) evidenzia il conseguimento di un saldo positivo di euro 59 milioni nella gestione finanziaria 2009;
- ) avvenuta ristrutturazione dell'investimento *Antracite* con altri strumenti meno rischiosi;

### **FIARC+USARCI**

- ) azione del CdA in linea con documento condiviso tra le parti sociale ed il M.ro del Lavoro al termine del commissariamento dell'Ente;

### **FICALMS CGIL**

- ) utile la sopravvivenza autonoma dell'Ente;
- ) pur non essendo presente nel CdA dell'Ente, esprime apprezzamento per la regolare approvazione dei bilanci;

### **UIL-TUCS**

- ) nel documento sottoscritto anche da **FISASCAT-CISL** si apprezza la diversificazione degli investimenti ed il conseguimento di un risultato positivo (euro 59 milioni) nella gestione finanziaria;

### **AIGA+ OUA (giovani avvocati ed avvocatura)**

- ) riforma previdenza forense in vigore da 01 gennaio 2010;
- ) progressivo innalzamento dell'età pensionabile a 70 anni nel periodo 2011-2021;
- ) apprezzamento per la prudenza nella gestione mobiliare della Cassa Forense;
- ) auspica la creazione di gestioni comuni di know how finanziario specifico.

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

- ) per la prima volta è stata completata una attività di raccolta dati capillare e completa;
- ) i patrimoni delle Casse elementi di garanzia e sostenibilità delle pensioni future;
- ) si è optato per un'analisi della misurazione del rischio, mentre nella previdenza complementare vi sono delle regole molto puntuali ex D. 703/1996 a riguardo della composizione del portafoglio;
- ) ribadita l'autonomia delle Casse nella composizione del patrimonio;
- ) responsabilità del M.ro del Lavoro per valutare il relativo rischio gestionale;
- ) assenza di un quadro normativo di riferimento che regoli le modalità e le tipologie di scelta;
- ) *Lehman Brothers*: investimenti diretti sono diffusi ma di portata economica complessiva limitata, anche se alcune Casse risultano molto esposte;
- ) titoli strutturati: situazione complicata sia per la difficoltà nella raccolta dati sia per la complessità del prodotto e della relativa valutazione;
- ) vecchie Casse ex Dlgs. 509/1994: mediamente 70% del patrimonio in strumenti mobiliari ed oltre 20% in immobili in gestione diretta;
- ) nuove Casse ex Dlgs. 103/1996: quasi il 100% del patrimonio in strumento mobiliari di cui circa il 50% in obbligazioni;
- ) criteri di monitoraggio: utilità previdenziale attesa, valutazione di rischiosità dei titoli, congruità della valutazione di bilancio;
- ) obbligo dei bilanci tecnici: su un arco minimo di sostenibilità a 30 anni che si estendono fino a 50 anni per i segnali strutturali della dinamiche maggiori;
- ) sostenibilità previdenziale: equilibrio tra contributi e prestazioni, redditività del patrimonio, consapevolezza che gli investimenti rischiosi minano la stabilità gestionale;
- ) necessità di modalità operative più omogenee, con particolare riferimento al tasso di rendimento di lungo periodo sul patrimonio gestito utilizzato nei bilanci tecnici sensibilmente inferiore al 3% annuo;

- ) bilanci tecnici riferiti al triennio 2006-2009 da presentarsi entro il 30 novembre 2010;
- ) necessità di una più puntuale definizione dei controlli e delle responsabilità;
- ) ipotesi di una autorità esterna – COVIP (Commissione Vigilanza sui Fondi Pensione) - scelta eminentemente politica, anche se tale autorità segue criteri di riferimento al mercato non di analisi del rischio;
- ) art.8 c.15 L.122/2010: introduce l'autorizzazione preventiva per la verifica del rispetto dei saldi strutturali di finanza pubblica nel caso di acquisto/vendita di immobili e reimpiego delle relative somme di danaro; tali somme non possono essere utilizzate per pagamenti correnti o acquisti diretti di immobili perché comporterebbero il peggioramento dei citati saldi strutturali;
- ) direttiva ministeriale dicembre 2010: fissai criteri generali per gli investimenti e la gestione del patrimonio accumulato prevedendo
  - analisi del rischio;
  - adeguati indicatori di livello dei rischi;
  - massima trasparenza e pubblicità nella selezione degli investimenti e di tutti i soggetti coinvolti, inclusa la fase di scelta degli *advisors*;
  - adozione di misure operative finalizzate a minimizzare le diverse tipologie di rischio;
  - eliminare potenziali conflitti di interesse da parte dei soggetti coinvolti nello svolgimento del mandato gestorio;
- ) decreto interministeriale 10 novembre 2010 che introduce l'obbligo di presentazione di piani triennali di investimento con prima presentazione in data 31 gennaio 2011;
- ) valutazione positiva della disponibilità manifestata dalle Casse alle iniziative di Social Housing, seppure condizionata ad una garanzia di effettiva redditività dell'investimento in coerenza con quanto promosso dal Piano Casa approvato nel luglio 2009.

### **Considerazioni conclusive**

- ) indagine condotta per verificare la reale esposizione delle Casse in relazione ai titoli cosiddetti "tossici" e relative conseguenze sui bilanci delle stesse;
- ) consuntivate consistenti perdite inficanti la sostenibilità del sistema previdenziale a medio-lungo termine;
- ) esposizione diretta complessiva verso Lehman Brothers(L.B.):
  - euro 125 milioni su euro 24 miliardi di patrimonio, pari allo 0,5% in termini di patrimonio mobiliare e 0,3% in termini di patrimonio totale;
  - esposizione ENPAV pari al 6,4% del patrimonio mobiliare gestito;
  - esposizione ONAOSI pari al 5,6% del patrimonio mobiliare gestito;
  - esposizione ENPAIA pari al 5,5% del patrimonio mobiliare gestito;
- ) esposizione diretta per titoli strutturati:
  - 13% del patrimonio mobiliare gestito ed 8,6% del patrimonio totale;
  - esposizione ENASARCO pari al 50%
  - singola esposizione ENPAV ed ENPAP pari al 30% del patrimonio mobiliare gestito da ciascuna Cassa;
- ) investimenti rischiosi attivati per scommessa speculativa e non per attività di copertura;
- ) mancanza di competenze specifica nelle Case e di valutazione del rischio di perdita potenziale;
- ) gli investimenti rischiosi non devono coprire perdite già acquisite con conseguente effettivo rischio amplificativi;
- ) scarsa trasparenza nella gestione, nei connessi aspetti contabili seguiti, nell'attendibilità delle valutazioni qualora effettuate;
- ) richiesta di pubblicare i bilanci dandone ampia diffusione anche a mezzo *internet*;
- ) valutazione positiva delle gestioni INPGI e CASSA NOTARIATO per le scelte prudenziali effettuate in sede di gestione del patrimonio;
- ) auspicabile riduzione del rischio con conseguente correlata riduzione del rendimento;
- ) valutare positivamente l'opportunità di investire in Titoli di Stato;

- ) massima attenzione nella scelta degli advisors tenendo presenti quelli coinvolti nei casi di maggiori rischi conclamati;
- ) valutazione positiva della gestione immobiliare che, così come già consuntivate, può conseguire redditività superiore agli investimenti mobiliari;
- ) la maggiore difficoltà di liquidabilità degli investimenti immobiliari deve essere gestita e tarata con i piani di uscite sempre pianificabili con sufficiente attendibilità;
- ) *investire nel social housing*;
- ) attivato un nuovo sistema di controlli ministeriali, “leggeri” in presenza di operazioni di acquisto e vendita di singoli immobili, “incisivi” in caso di operazioni di acquisto e vendita di masse immobiliari;
- ) apprezzamento per la direttiva ministeriale del dicembre 2010 che introduce criteri generali per gli investimenti e la gestione del patrimonio;
- ) promuovere la creazione di gestioni comuni di know how specifico finanziario;
- ) non escludere apriori la possibilità di piani di fusione o di accorpamento tra le Casse, verificate sia la sostenibilità finanziaria della gestione affidata alla nuove entità sia il parere favorevole dei competenti organi amministrativi della Casse coinvolte nei progetti di fusione(accorpamento).

=====

### **TABELLE PRESENTI NELL’INDAGINE CONOSCITIVA DELLA COMMISSIONE PARLAMENTARE DI CONTROLLO**

Tabella 1: Esposizione diretta ed indiretta 2008 delle Casse verso Lehman;

Tabella 2: Esposizioni in strutturati (dati 31.12.2009);

Tabella 3: Casse maggiormente esposte verso Lehman nel 2008;

Tabella 4: Asset Allocation con valori in euro;

Tabella 5: Assett Allocation ENPAIA con valori percentuali;

Tabella 6: Valori di Bilancio ENPAV 2008 e 2009;

Tabella 7: Esposizione indiretta ENPAM verso Lehman;

Tabella 8: Asset Allocation 2009 EPAP con valori percentuali;

Tabella 9: Asset Allocation 2009 ENPAP con valori percentuali;

Tabella 10: Esposizione indiretta 2009 ENPAVL in obbligazioni strutturate;

Tabella 11: Asset Allocation 2008-2009 ENPAF in valori percentuali;

Sono presenti ulteriori prospetti non codificati in relazione alle singole situazioni esaminate.