

Previdenza

IL PERICOLO DERIVATI

Casse, investimenti per 5 miliardi in titoli strutturati

Gli istituti cercano di escludere il ricorso alle forme di impiego più rischiose

PAGINA A CURA DI
Vitaliano D'Angerio
Marco Lo Conte

Le obbligazioni strutturate tornano a far paura. Preoccupando gli iscritti alle Casse di previdenza che, come emerso dalla recente indagine della Commissione parlamentare di vigilanza, hanno investito ben 5,48 miliardi in strutture finanziarie, pari al 34,5% del loro patrimonio mobiliare e al 19,8% di quello complessivo (con gli immobili) in base ai dati 2009. A far riaccendere l'attenzione sul tema, sono stati cinque ordini dei medici (Bologna, Catania, Ferrara, Latina, Potenza) che hanno presentato un esposto ad autorità giudiziarie, Corte dei conti e Commissione parlamentare, per far luce sui «complessi investimenti patrimoniali effettuati da Enpam negli ultimi anni»: a fronte di tali operazioni una società di consulenza (Sri Capital Advisers) ha accertato «un danno patrimoniale di oltre un miliardo di euro». I vertici della Cassa dei medici hanno agito in giudizio contro Sri chiedendo un risarcimento di 43 milioni. È stata annunciata anche un'azione penale contro chi avrebbe diffamato e calunniato l'ente.

I sette Cdo Enpam

Dentro il portafoglio Enpam, quello che scotta sono sette Cdo, obbligazioni strutturate per un valore nozionale di circa 361 milioni. Strumenti finanziari più volte ristrutturati con successive spese e commissioni agli esperti. Uno di questi bond è lo Xelo II Camelot, il cui percorso di trasformazione viene spiegato nell'articolo a fianco. Due gli elementi da segnalare: il primo riguarda il bilancio della Cassa dei medici che fin dal 2008 aveva 400 milioni nel fondo oscillazione titoli per coprire parte delle potenziali perdite da Cdo. Cifra calata negli anni fino ad arrivare ai 296 milioni del

2010 vista, a detta degli amministratori, la diminuzione del rischio. Il secondo elemento è che gli strumenti finanziari in pancia a Enpam hanno avuto bisogno di ulteriori ristrutturazioni costate 84 milioni. Non ultima infine la storia del bond irlandese da 18 milioni: sull'acquisto la Cassa ha aperto un'inchiesta interna (si veda «Il Sole 24 Ore» di ieri). A fronte delle difficoltà, è scattata la richiesta a Mario Monti, international advisor di Goldman Sachs, di indicare le best practices internazionali per la gestione di Enpam. Fino al maggio 2010, consulente finanziario esperto (e consigliere nel cda Enpam) era stato il docente della Bocconi, Maurizio Dallochio.

Operazione Enasarco

In valore assoluto, la Cassa dei



Bond strutturato

La parola bond da sola può essere rassicurante. Lo è molto meno quando viene abbinata al termine «strutturato». Ecco perché bisogna starne alla larga: il primo motivo è che i rendimenti delle obbligazioni strutturate sono sempre variabili nel tempo e aleatori, in quanto legati all'andamento di uno (o più) altri strumenti finanziari. Da ciò discende lo stretto legame con la seconda parola da conoscere bene: «derivato», un'opzione nel caso dei bond strutturati, che scommette sull'andamento futuro di uno o più indici di Borsa oppure di uno o più titoli azionari. Con infinite combinazioni possibili.

medici è la più esposta agli strumenti visti i 2,9 miliardi investiti (al 2009). Ma un altro ente finito nelle pastoie finanziarie è stato quello degli agenti di commercio (Enasarco): 1,3 miliardi investiti in tali strumenti. La Cassa aveva iniettato 780 milioni in Anthracite, bond poi ristrutturato, e che oggi si chiama Cms. Soltanto i costi legali di tale operazione sono stati 2,1 milioni. Enasarco, però, sarebbe a una svolta: è in corso da un paio di settimane un'operazione che ha come oggetto gli investimenti tossici, al termine della quale le percentuali di incidenza degli strumenti scenderanno (a fine 2011) al 17,3% sulla parte mobiliare e all'8,80% sull'intero patrimonio.

Monitoraggio Inarcassa

Inarcassa (architetti e ingegneri) presenta un'esposizione a titoli strutturati per un valore di 824 milioni, pari al 16,3% del patrimonio complessivo e al 24,4% del mobiliare. Quote in riduzione, fa sapere l'ente, dopo l'uscita dal portafoglio di due di questi titoli: il primo, per un valore di 20 milioni è giunto a naturale scadenza ed è stato rimborsato; il secondo è stato venduto «per esigenze di asset allocation» realizzando un valore sopra la pari. Prosegue poi il monitoraggio su tale tipologia di strumenti: al momento non si registrano default o un «deterioramento della qualità del credito».

I piccoli

Enpac (consulenti del lavoro) è in fase di riflessione. Il neo presidente Alessandro Visparelli, nominato di recente sta valutando la situazione: i consulenti del lavoro sono tra quelli che hanno investito in Anthracite (28 milioni). Consulente Enpac (dal 2002) è Mangusta Risk, così come per l'Enpam.

Il quadro. Torna alla ribalta l'indagine della commissione di vigilanza

Il campanello d'allarme. A riaccendere l'attenzione le polemiche sull'Enpam

L'esposizione

GLI INVESTIMENTI IN TITOLI STRUTTURATI DELLE CASSE PREVIDENZIALI

Ente	Strutturati	Patrimonio mobiliare	% strutturati/patrimonio	Patrimonio complessivo	% strutturati/patrimonio complessivo
Enpav (veterinari)	78.412	156.123	50,22	297.575	26,35
Enpam (medici)	2.928.091	6.724.701	43,54	11.185.123	26,18
Epap (pluricategorie)	118.097	419.042	28,18	501.318	23,56
Enasarco (agenti di commercio)	1.343.000	2.836.652	47,34	6.431.307	20,88
Inarcassa (ingegneri e architetti)	824.720	3.369.282	24,48	5.036.424	16,38
Enpac (consulenti del lavoro)	85.000	379.554	22,39	598.422	14,20
Onaosi* (assistenza orfani sanitari)	30.500	265.531	11,49	427.793	7,13
Enpaia (agricoltura)	80.000	853.040	9,38	1.314.453	6,09
Enpaf (farmacisti)	-	476.152	-	1.291.321	-
Enpap (psicologi)	-	396.055	-	537.593	-
TOTALE	5.487.820	15.876.132	34,57	27.621.329	19,87

Nota: valori in migliaia di euro; dati al 31 dicembre 2009; (*) l'attivo di Onaosi è riferito al 31 dicembre 2008. Fonte: indagine Commissione parlamentare di vigilanza

LE NUOVE STRATEGIE DEGLI ENTI

VETERINARI	MEDICI	AGENTI	INARCASSA	CONSULENTI
Dal preventivo 2011 dell'Enpav emerge che gli investimenti (34 milioni) saranno realizzati tenuto conto «della necessità di effettuare una scelta che contemperasse la sicurezza con l'esigenza di una soddisfacente redditività degli impieghi». Il 44% degli investimenti finirà in bond a breve, medio e lungo termine	Cambio di governance e maggiore trasparenza nella procedura degli investimenti per l'Enpam. Il cda sta analizzando il progetto presentato da Mario Monti, international advisor di Goldman Sachs, sulle best practice dei fondi pensione europei. Avviata un'inchiesta interna per risolvere la grana del bond Irish Life	Enasarco ha avviato da due settimane un'operazione che è finalizzata a ridurre il peso dei prodotti strutturati sul patrimonio complessivo dell'ente pensione. Se l'iniziativa dovesse andare in porto, la percentuale di questi strumenti finanziari verrà più che dimezzata entro la fine del 2011	Per la cassa di ingegneri e architetti continua il monitoraggio degli strumenti in portafoglio ma nessuno, al momento, secondo l'ente, è vicino al default. Due titoli sono usciti dal patrimonio senza effetti negativi. Da segnalare che Enpac (come Enasarco) è tra gli enti pensione che hanno investito in Anthracite	Alla cassa dei consulenti del lavoro (Enpac) si sono appena insediati (il 19 maggio) il neo presidente e il nuovo consiglio di amministrazione. Viene chiesto tempo per analizzare la situazione degli strutturati. Da segnalare che Enpac (come Enasarco) è tra gli enti pensione che hanno investito in Anthracite

Il caso. I medici

Camelot smontato (e pagato) quattro volte

Strutturate. Ossia complesse, articolate, complicate, costruite in modo da far incassare al sottoscrittore una cedola annua, in caso di raggiungimento di una serie moltiplice di valori di mercato. Sono le obbligazioni strutturate collegate a panieri di titoli di credito, i più colpiti dalla recente crisi finanziaria. Tra queste occupano un ruolo particolare i Cdo, collateralized debt obligation, ossia bond con un debito a garanzia. Che hanno creato più di un grattacapo alle Casse di previdenza. La loro complessità combacia con la loro opacità: è difficile monitorarne la performance, calcolarne i costi, circoscriverne il valore e stabilire una volta per tutte la scadenza, visto che spesso la durata viene allungata (oltre a iniettare nuova liquidità) per non iscrivere a bilancio le perdite.

Tanti i dubbi su tali strumenti finanziari che, in molti casi, hanno bisogno di essere smontati e ristrutturati poco dopo il collocamento. Con annessi costi per i consulenti. Prendiamo, ad esempio, il titolo Xelo II Camelot, uno dei sette Cdo al centro della recente polemica in Enpam (medici). Acquisito dalla Cassa il 16 novembre 2004 per 37,5 milioni di euro, Xelo Camelot è un titolo zero coupon senza rating. Originariamente doveva rimborsare (nel 2016) «l'ammontare nominale corretto delle eventuali perdite sul basket creditizio sottostante». Xelo Camelot faceva parte del portafoglio gestito da Cortal Consors (rete di private banking all'epoca nel gruppo Bnp Paribas, ceduta nel 2006). Come altre, questa struttura doveva guadagnare con i rialzi dei sottostanti e garantire il capitale in caso di ribassi. Invece? Otto mesi dopo la sottoscrizione, il 27 luglio 2005, Camelot subiva la prima ristrutturazione, di cui non si conosce ancora il costo, ha modificato molti aspetti del Cdo: sostituito il gestore (che ora è Matrix), allungata la scadenza (dal 2016 al 2029), modificato il paniere di titoli sottostanti (85 invece che 38) e soprattutto iniettata nuova liquidità, pari a 18,2 milioni di euro, il 48,5% del valore iniziale. Oltre all'introduzione nel titolo, come garanzia collaterale, di un BTP strip scadenza 1° novembre 2029, acquistato per 34,8 milioni, con un valore nozionale di 90,5 milioni: prezzo che il sottoscrittore Enpam mette subito a bilancio, anche se soltanto alla scadenza incasserà capitale più tutte le cedole.

Nella ristrutturazione c'isono poi le commissioni pagate al portafoglio manager (Matrix) e ai controllori del rischio (Mangusta Risk). Enpam ha, infatti, stabilito che per monitorare il rischio, Mangusta percepisce lo 0,15% del valore nozionale dei Cdo, compresi collaterali e liquidità: circostanza curiosa, visto che uno strumento a garanzia (BTP), se tale, non è rischioso. La delibera dell'Enpam del 27 novembre 2009, stabilisce inoltre che al gestore Matrix venga riconosciuta una commissione dello 0,20% sull'intero nozionale, quindi anche sul collaterale a garanzia. Al contrario le commissioni di performance sono parametriche sul valore più basso, ossia quello nominale.

INTERVISTA | Giorgio Jannone | Comm. parlamentare

«Ridurre i controllori e favorire la fusione degli enti»

Ministero del Welfare, della Giustizia, la Commissione bicamerale di vigilanza sugli Enti; poi il Nucleo di valutazione della spesa pensionistica e infine la Corte dei Conti. Una folla di vigilanti, che non si è accorta di un sensibile scostamento di prezzo per il bond di Irish Life (si veda Il Sole 24 Ore di ieri). Presidente Jannone, com'è possibile?



Il «vigilante». Giorgio Jannone

«Sono un boccone ghiotto per advisor e gestori. L'autonomia non ostacola le verifiche dello Stato»

Non esplicitamente, anche se qualche volta è stato in qualche modo evocato. Nessuno mette in discussione l'autonomia, ma è prevalente l'interesse collettivo: si è creato il principio per cui se un ente va in default a rispondere è lo Stato, che ha la facoltà e il diritto di indagare su ciò che si fa con i patrimoni degli iscritti.

Avete sollevato l'attenzione anche sugli advisor delle Casse. Perché?

Questo sistema è un boccone ghiotto, forse il più grande sistema di investimenti di liquidità italiano. Basta farsi riconoscere

uno zero virgola qualcosa per ottenere frutti e consulenze enormi. Ancor più se vengono sottoscritti e ceduti titoli a rischio default, che provocano perdite per gli iscritti.

Cosa c'è da cambiare in questo mondo?

Non siamo la magistratura, abbiamo vincoli maggiori. Ma ultimamente abbiamo introdotto il criterio di tempestività dell'indagine: significa convocare subito le Casse interessate a un evento specifico. Come nell'ultimo caso che riguarda l'Enpam: appena abbiamo ricevuto l'esposto abbiamo convocato in giornata i vertici dell'ente, che hanno chiesto qualche giorno per raccogliere il materiale e rispondere alle domande dei membri della commissione parlamentare. Da cambiare c'è tanto: alcuni enti potrebbero accorparsi, riducendo Cda e consulenze esterne, che costituiscono una fonte di spesa non irrilevante. E insieme responsabilizzare chi governa gli enti. Certe decisioni sembrano prese in base alla durata dei mandati. Sarebbe utile poi rendere obbligatoria la banca depositaria, strumento di trasparenza. Il lavoro della nostra Commissione è proficuo e il ministro Sacconi ha lavorato bene, ma la forza delle lobby ha buon gioco sulla debolezza del sistema parlamentare.

real watches for real people

Oris ProDiver Chronograph
Movimento meccanico automatico
Lunetta unidirezionale con protezione R55
Valvola per l'olio automatica
Impermeabilità 1000 mt.

Per informazioni Interwatch Spa
Tel. 02 66.98.35.02 - interwatch@interwatch.it
Acquista il tuo orologio dal concessionario ufficiale Oris più vicino e registralo su www.oris.ch: in questo modo otterrai automaticamente l'estensione di un anno della garanzia del tuo orologio!

ORIS
Swiss Made Watches
Since 1904