




POSTA CERTIFICATA:

**POSTA CERTIFICATA:**

Da: Per conto di: protocollo@pec.covip.it [posta-certificata@pec.actalis.it]  
Data: 1-lug-2013 10.53  
A: <dgpoliticheprevidenziali@mailcert.lavoro.gov.it>, <rgs.ragionieregenerale.coordinaimento@pec.mef.gov.it>, <dipartimento.tesoro@pec.mef.gov.it>


Cc:  
Allegati:  daticert.xml (1.3 KB)  
 smime.p7s (3.3 KB)  
 Senza titolo (3.5 MB)

Messaggio di posta certificata  
Il giorno 01/07/2013 alle ore 10.53.17 (+0200) il messaggio  
" " è stato inviato da "protocollo@pec.covip.it"  
indirizzato a:  
dgpoliticheprevidenziali@mailcert.lavoro.gov.it  
dipartimento.tesoro@pec.mef.gov.it  
rgs.ragionieregenerale.coordinaimento@pec.mef.gov.it  
Il messaggio originale è incluso in allegato  
Identificativo del messaggio: opec272.20130701105317 31984 01 1 2@pec.actalis.it

*protocollo*  
*3<sup>a</sup>*  
*6<sup>a</sup>*  
*[Signature]*



null

Da: protocollo [protocollo@pec.covip.it]  
Data: 1-lug-2013 10.53  
A: <dgpoliticheprevidenziali@mailcert.lavoro.gov.it>, <rgs.ragionieregenerale.coordinaimento@pec.mef.gov.it>, <dipartimento.tesoro@pec.mef.gov.it>  
Cc:  
Allegati:  ENASARCO P. 4613 Approf..pdf (3.5 MB)

null





*Commissione di Vigilanza  
sui Fondi Pensione*

**Servizio Vigilanza  
Casse professionali**

Al Ministero del Lavoro e delle Politiche  
Sociali  
Direzione Generale per le politiche  
previdenziali e assicurative

[dgpolicheprevidenziali@mailcert.lavoro.gov.it](mailto:dgpolicheprevidenziali@mailcert.lavoro.gov.it)

Al Ministero dell'Economia e delle  
Finanze

- Ragioneria Generale dello Stato
- I.GE.SPE.S.
- I.G.F.
- I.GE.CO.FI.P.
- Dipartimento del Tesoro

[rgs.ragionieregenerale.coordinaamento@pec.mef.gov.it](mailto:rgs.ragionieregenerale.coordinaamento@pec.mef.gov.it)

[dipartimento.tesoro@pec.mef.gov.it](mailto:dipartimento.tesoro@pec.mef.gov.it)

Trasmissione via pec

Roma, 28 GIU. 2013  
Prot. n. 4643

Oggetto: Ente Nazionale di Assistenza per gli Agenti e Rappresentanti di commercio (ENASARCO). Esito degli approfondimenti condotti sulla gestione delle obbligazioni strutturate detenute.

Come noto, l'art. 14, comma 1, del Decreto Legge n. 98 del 7 luglio 2011, convertito dalla Legge n. 111 del successivo 15 luglio, ha attribuito alla COVIP il "controllo sugli investimenti delle risorse finanziarie e sulla composizione del patrimonio" degli Enti previdenziali privati, prevedendo altresì che la stessa "riferisce ai Ministeri vigilanti delle risultanze" di tale controllo. Le modalità attraverso cui tale attività di referto deve essere espletata, sono state definite con Decreto ministeriale del 5 giugno 2012 (pubblicato sulla Gazzetta Ufficiale del successivo 31 ottobre).

Detto decreto prevede in particolare la predisposizione da parte della COVIP di una relazione – da trasmettere ai Ministeri vigilanti entro il 31 ottobre di ogni anno – nella quale, per ciascun Ente, devono essere fornite informazioni sulla complessiva articolazione delle attività detenute, sia di natura mobiliare che immobiliare, sulla relativa redditività, sulla politica di investimento, sul sistema di gestione e controllo dei rischi, nonché sul processo di impiego delle risorse.

La scrivente Commissione ha pertanto provveduto, con riguardo all'anno 2012, alla rilevazione – tuttora in corso – dei dati e delle informazioni necessari per la predisposizione della suddetta relazione.

Nell'ambito dei controlli di competenza sono state inoltre realizzate una serie di istruttorie su specifici ambiti di operatività inerenti a singoli Enti. Quanto all'Ente in oggetto, si è in particolare ritenuto opportuno condurre un approfondimento sull'insieme delle obbligazioni strutturate detenute, anche in considerazione della significativa incidenza di tali strumenti finanziari – di particolare complessità – sul portafoglio mobiliare dello stesso.

A tal fine, con lettera del 28 giugno 2012 la scrivente Commissione ha richiesto all'Ente di fornire dettagliate informazioni in merito alle specifiche iniziative poste in essere (a partire dall'anno 2011) per la gestione dei titoli in questione, avendo cura di rappresentare anche i costi complessivamente sostenuti per tale attività e, con riferimento ai soggetti esterni coinvolti nella stessa (*advisor, risk manager, gestori, studi legali etc*), le modalità di selezione, la struttura e l'ammontare della relativa remunerazione. È stata altresì richiesta la trasmissione dei documenti contrattuali in cui risultavano disciplinati i rapporti con detti soggetti esterni. Il riscontro della suddetta lettera è stato poi sollecitato con nota del 19 settembre 2012.

Alla luce delle informazioni e dei documenti trasmessi, rispettivamente con note pervenute il 2 ottobre e il 6 novembre 2012, la scrivente ha provveduto a richiedere una serie di chiarimenti e di ulteriori informazioni con lettera del 24 gennaio 2013, integrata con successiva nota del 7 febbraio, che traeva origine anche da alcune notizie di stampa nel frattempo pubblicate in argomento. Dette richieste sono state riscontrate dall'Ente con nota del 22 febbraio 2013.

Infine, con lettera del 16 aprile scorso sono stati richiesti chiarimenti in merito ai contenuti di alcuni documenti pervenuti alla scrivente, attinenti principalmente ad alcune specifiche operazioni finanziarie poste in essere nel recente passato, già oggetto degli interventi sopra menzionati. L'Ente ha riscontrato detta ultima richiesta con nota pervenuta il 6 maggio, fornendo al contempo, con separata comunicazione, un'informativa su una questione connessa al fallimento di Lehman Brothers, di cui lo stesso è venuto a conoscenza solamente nei primi giorni dello scorso mese di aprile.

L'esame delle informazioni e della documentazione qui trasmessa ha messo in evidenza, relativamente all'operatività finanziaria posta in essere dall'Ente nel recente passato, una serie di profili di criticità – anche gravi – e di scarsa chiarezza. Risulta peraltro che a partire dalla seconda metà del 2012 l'Ente ha adottato alcune iniziative volte a una complessiva revisione della politica e delle procedure di investimento.

Stante la connotazione problematica dei risultati delle verifiche condotte, si trasmette, per le valutazioni e le iniziative di competenza, l'allegata relazione in cui vengono rappresentati in dettaglio i profili sopra richiamati.

Si fa inoltre presente che in data odierna è stata inviata all'Ente una lettera per informarlo del fatto che la scrivente Commissione, ad esito dell'esame delle informazioni e della documentazione dallo stesso trasmessi, ha reso le proprie valutazioni a codesti Ministeri. In tale occasione è stato altresì richiesto all'Ente di

tenere informata la scrivente, tempestivamente e continuativamente, sullo sviluppo delle attività inerenti agli aspetti che hanno formato oggetto di approfondimento, ivi compresa, in particolare, quella di *audit* interno che risulta attualmente in corso, come riferito per le vie brevi, sulle operazioni finanziarie poste in essere a partire dall'inizio dell'attuale consiliatura (luglio 2011).

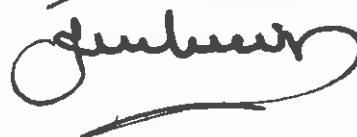
Nel rimanere a disposizione per ogni eventuale chiarimento, si porgono distinti saluti.



All: c.s.

Il Presidente f.f.

Dot. Rino Tarelli





*Commissione di Vigilanza  
sui Fondi Pensione*

**RELAZIONE CONCERNENTE L'ESITO DEGLI APPROFONDIMENTI CONDOTTI SULLA  
GESTIONE DELLE OBBLIGAZIONI STRUTTURATE DETENUTE DALL'ENTE.**

L'Ente, oltre a fornire le richieste informazioni sull'operatività posta in essere dal 2011 per la gestione delle obbligazioni strutturate all'epoca detenute, ha ritenuto opportuno ricostruire sinteticamente l'evoluzione del portafoglio di strumenti finanziari in questione a partire dall'epoca del suo commissariamento (intervenuto a novembre 2006). Da tali informazioni risulta che:

- il portafoglio di obbligazioni strutturate, alla data del commissariamento dell'Ente, aveva un valore nominale di circa 1,3 mld di euro;
- un primo intervento di ristrutturazione è stato realizzato sul finire del 2007, periodo in cui, a esito di una procedura di "beauty contest" posta in essere con il supporto dell'*advisor* finanziario Consulenza Istituzionale S.p.A. (soggetto che riveste tuttora tale ruolo nei confronti dell'Ente, come risultante dal contratto qui trasmesso che scadrà a dicembre prossimo), i titoli strutturati all'epoca detenuti sono stati sostituiti da una obbligazione emessa dalla società Anthracite Rated Investments Cayman Limited con valore nominale di 780,47 mln di euro e scadenza 2023 – strutturata da Lehman Brothers – e da cinque obbligazioni emesse dalle società Corsair Finance Ireland (series 97, 98 e 99) e Ethical Structured Products Jersey (limited series 6 e 7) con valore nominale complessivamente pari a 518 mln di euro e scadenze comprese tra i 10 e i 15 anni, strutturate da JP Morgan;
- un secondo intervento di ristrutturazione, conseguente alla situazione venutasi a determinare con il fallimento di Lehman Brothers, è stato realizzato tra la seconda metà del 2009 e i primi mesi del 2010, periodo in cui la nota Anthracite è stata sostituita da una obbligazione emessa dalla società Custom Market Securities, con medesimo valore nominale (come detto pari a 780,47 mln di euro) e scadenza prolungata al 2039, strutturata da Credit Suisse e HSBC – soggetti selezionati attraverso una procedura di "beauty contest" – e le note Corsair Finance series 99 ed Ethical Structured Products (unitamente alle quote del fondo di *private equity* CEC, presenti nel portafoglio mobiliare dell'Ente) sono state sostituite da una obbligazione emessa dalla società Flexis, con valore nominale di 263 mln di euro e scadenza 2030, strutturata da Nomura;
- al 1° gennaio 2011 erano presenti 6 titoli strutturati indicati dall'Ente "a capitale garantito", con valore nominale complessivamente pari a circa 1,4 mld di euro. Si tratta delle menzionate note Corsair Finance Ireland series 97 e 98 (con valore nominale pari rispettivamente a 200 mln di euro e 98 mln di euro, e scadenza rispettivamente 2026 e 2022), Custom Market Securities e Flexis, derivanti dagli interventi sopra richiamati che – si rileva incidentalmente – hanno prodotto non solo l'incremento, rispetto all'epoca del commissariamento, del valore nominale investito (solo in piccola parte riferibile alle quote del predetto fondo di *private equity*), ma soprattutto un significativo allungamento delle scadenze

Ø



(rappresentative del momento in cui avrebbe operato la garanzia di restituzione del valore nominale investito), con conseguente ampliamento dell'arco temporale di esposizione – e delle risorse esposte – ai rischi propri degli strumenti finanziari in questione. A dette note si aggiungono ulteriori 2 obbligazioni: una emessa dalla società Codeis Securities (sottoscritta a fine 2009) con valore nominale di 40 mln di euro e scadenza 2020 – strutturata da Société Générale – e una emessa da ABN Amro (sottoscritta nel 2008) con valore nominale di 30 mln di euro e scadenza 2012;

- i titoli strutturati sopra richiamati sono quelli che l'Ente ha fatto presente di identificare come tali nel proprio bilancio "*coerentemente con la più diffusa prassi finanziaria*" che, ad avviso dello stesso, risulta far riferimento alla complessità dello strumento, alla presenza di una garanzia, esplicita o implicita, sul capitale investito e all'eventuale esposizione, attraverso contratti derivati, a rischi e profili di rendimento diversi da quelli direttamente legati al portafoglio di sottostanti. Adottando invece la "*più vasta definizione del regolamento CONSOB*" (il riferimento è da intendersi al Regolamento emittenti n. 11971, art. 51, comma 1, lett. b), l'Ente ha indicato, sempre con riguardo alla data del 1° gennaio 2011, ulteriori 4 titoli: l'obbligazione emessa dalla società Sulis Finance Company Limited – strutturata da JP Morgan – con valore nominale di 195 mln di euro e scadenza 2021, e tre obbligazioni bancarie di tipo *inflation linked* per un valore nominale complessivo di 60 mln di euro (più precisamente, obbligazione Intesa per 10 mln di euro, obbligazione Unicredit per 15 mln di euro e obbligazione UGF Banca per 35 mln di euro). Sulla base di tale secondo criterio di identificazione dei titoli strutturati, il relativo valore nominale alla predetta data del 1° gennaio 2011 ammontava complessivamente a oltre 1,6 mld di euro;
- un terzo intervento di ristrutturazione è stato realizzato – secondo modalità difformi dai precedenti – sul finire del 2011 attraverso il trasferimento di 5 delle suddette note (in quanto l'obbligazione ABN Amro era già stata venduta a marzo dello stesso anno) in due Sicav con l'obiettivo di procedere al successivo "smontaggio" delle stesse e alla gestione dei relativi sottostanti. Più specificamente, le note Custom Market Securities, Flexis e Codeis Securities – unitamente a liquidità e ulteriori strumenti finanziari già presenti nel portafoglio mobiliare dell'Ente (titoli di debito, tra cui le citate obbligazioni *inflation linked*, quote del fondo immobiliare Immobilium 2001 e alcuni fondi illiquidi, cd. *side pocket*) – sono state trasferite al comparto RES 1, "dedicato" all'Ente stesso, della Sicav di diritto lussemburghese Europa Plus SCA SIF (gestita da GWM Asset Management Limited, società di diritto maltese), per un valore complessivo pari a circa 1,5 mld di euro. Le note Corsair Finance Ireland series 97 e 98, integrate da liquidità, sono state conferite al comparto Newton della Sicav di diritto maltese Futura Funds (gestita da Futura Investment Management Limited, società anch'essa di diritto maltese), per un valore complessivo di oltre 300 mln di euro;
- al 27 settembre 2012 (data più recente alla quale sono disponibili informazioni quantitative "ufficiali"), risultavano già "sciolte" le note Custom Market Securities, Codeis Securities e Corsair Finance Ireland series 98, e scaduta l'obbligazione UGF Banca; a tale data il valore nominale dei titoli strutturati ancora in essere

ammontava quindi a oltre 600 mln di euro. Successivamente risulta intervenuto lo "scioglimento" anche delle note Flexis e Sulis. In proposito va tuttavia evidenziato che alcune delle realizzate operazioni di "smontaggio" delle obbligazioni in questione hanno comportato, a loro volta, l'acquisizione di altri titoli strutturati, rappresentativi di singole componenti sottostanti alle note originarie; di conseguenza, il patrimonio mobiliare dell'Ente presenta tuttora una componente di siffatti titoli – detenuta in parte direttamente e in parte per il tramite delle suddette Sicav – che sulla base delle informazioni fornite per le vie brevi ammontava a fine 2012 a circa 300 mln di euro (comprensivi anche di 25 mln di euro riferibili alle sopra citate obbligazioni *inflation linked* non ancora scadute).

\* \* \* \* \*

Preliminarmente all'analisi delle citate operazioni finanziarie realizzate dal 2011, si ritiene utile rappresentare i tratti salienti del sistema di *governance* dell'area finanza dell'Ente in essere all'epoca delle stesse e quale risultante a seguito degli interventi di revisione adottati a partire dalla seconda metà del 2012.

Sino al 20 dicembre 2012, il Servizio finanza (composto da due persone) ha operato in *staff* alla Direzione generale, coadiuvato dall'*advisor* finanziario sopra menzionato nell'analisi e selezione delle diverse opportunità d'investimento (come riferito per le vie brevi dall'Ente, detto *advisor* non ha tuttavia prodotto alcuna specifica analisi sulle operazioni finanziarie qui in esame); successivamente, ha invece iniziato a operare con riporto diretto al Consiglio di amministrazione dell'Ente.

La responsabilità di tale Servizio ha fatto capo al dott. Marco Di Vito da aprile 2008 (epoca di assunzione) a ottobre 2012 (peraltro, nei periodi aprile – ottobre 2008 e gennaio – settembre 2012, lo stesso ha anche sostituito il dirigente responsabile del Servizio bilancio, assente per maternità), quando, in considerazione del perdurare del periodo di malattia dello stesso, è stata affidata *ad interim* al dott. Roberto Lamonica che la detiene stabilmente a partire dal gennaio scorso, per effetto dell'intervenuta cessazione dal servizio del precedente responsabile.

La responsabilità della Direzione generale ha fatto capo al dott. Carlo Felice Maggi dal maggio 2002 fino al 23 novembre 2012, data di cessazione dal servizio intervenuta dopo un prolungato periodo di malattia (30 luglio – 22 novembre 2012). La stessa è stata quindi attribuita *ad interim* al Presidente dell'Ente nel periodo ottobre – dicembre 2012 (proprio in considerazione del perdurare del periodo di malattia del responsabile) e successivamente al dott. Carlo Bravi.

Da giugno 2012 risulta operativa la Funzione di controllo del rischio che opera con riporto diretto al Consiglio di amministrazione dell'Ente. Proprio al fine di supportare l'attività di tale Funzione, ad esito di specifiche procedure di gara, l'Ente ha affidato alla società Deloitte ERS i servizi di creazione, mappatura e supporto alla definizione di un sistema di gestione dei rischi operativi (il contratto è stato sottoscritto a dicembre 2012) e alla società Mercer Italia i servizi di creazione, mappatura e supporto alla definizione di un sistema di gestione dei rischi finanziari (il contratto è stato sottoscritto a gennaio 2013).

La responsabilità di tale funzione fa capo al dott. Antonio Zennaro dal 7 febbraio



scorso, mentre in precedenza era attribuita al dott. Lamonica. Peraltro, nel periodo in cui quest'ultimo ha avuto *ad interim* anche la responsabilità del Servizio finanza, per mantenere comunque un'adeguata separazione e autonomia delle due funzioni, l'Ente ha affidato alla società Deloitte ERS l'ulteriore incarico di supportare temporaneamente la Funzione in discorso nell'esercizio dei controlli di competenza (il relativo contratto è stato sottoscritto sempre a dicembre 2012).

Nell'ambito dell'attività di revisione delle procedure relative alla gestione finanziaria, l'Ente ha inoltre adottato, nello scorso mese di marzo, il "Regolamento per l'impiego e la gestione delle risorse finanziarie della Fondazione Enasarco", il "Codice dei principi di investimento" e i "Criteri di classificazione e valutazione in bilancio del portafoglio finanziario della Fondazione". Peraltro, con note pervenute il 23 aprile e il 9 maggio scorsi il Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali ha qui trasmesso i primi due documenti per un preventivo esame della scrivente, le cui risultanze sono contenute in una nota inviata allo stesso in data odierna.

È stato altresì avviato un processo di accentramento presso BNP Paribas Securities Services, in qualità di banca depositaria, dei titoli detenuti direttamente dall'Ente.

Risulta infine in corso una complessiva rivisitazione della politica di investimento dell'Ente, che comporterà la definizione di una nuova *Asset Allocation Strategica* derivante da una approfondita analisi delle attività e delle passività in essere (*Asset Liability Management*).

\* \* \* \* \*

Come detto in precedenza, l'Ente nel corso del 2011 ha proceduto a una complessiva ristrutturazione delle obbligazioni strutturate all'epoca detenute, secondo una modalità difforme da quelle seguite in precedenza e consistente nel trasferimento di tali strumenti finanziari – finalizzato al successivo "smontaggio" degli stessi – nel comparto RES 1 della Sicav Europa Plus SCA SIF (di seguito, Europa Sicav) e nel comparto Newton della Sicav Futura Funds (di seguito, Futura Sicav).

Tali operazioni intendevano attuare una strategia di progressiva eliminazione di questi titoli complessi dal portafoglio mobiliare dell'Ente, al principale scopo di dare seguito alle raccomandazioni in tal senso espresse dalla Commissione parlamentare di controllo e dai Ministeri vigilanti nei confronti degli Enti previdenziali privati.

Più specificamente, risulta la volontà di "trasformare" detti titoli in OICR, e in particolare in fondi focalizzati sul settore immobiliare. Le suddette Sicav si connotano infatti per una politica di investimento spiccatamente concentrata sulla componente immobiliare, anche nell'ottica di sfruttare vantaggiosamente la quotazione a "sconto" dei fondi immobiliari rispetto al loro *Net Asset Value* (NAV). Al riguardo si ritiene tuttavia che tale strategia non abbia tenuto in debita considerazione i rischi connessi a una eccessiva concentrazione degli investimenti nel *real estate*, già significativamente presenti – all'epoca ma anche tuttora – tra gli attivi dell'Ente attraverso sia i cospicui cespiti detenuti direttamente (circa 17 mila unità) sia le quote di fondi immobiliari già investite. Ciò, tenuto anche conto che il processo di dismissione immobiliare avviato nel 2008 (cd. "Progetto Mercurio"), stante l'entità del patrimonio interessato, avrebbe richiesto certamente diversi anni prima di pervenire

alla conclusione e che comunque in esso era previsto che l'invenduto sarebbe stato conferito in appositi fondi immobiliari all'uopo costituiti.

Il profilo appena evidenziato risulta comunque essere stato preso in considerazione, successivamente, nell'ambito della sopra citata recente attività finalizzata alla ridefinizione della complessiva politica di investimento dell'Ente.

Le principali motivazioni indicate dall'Ente a supporto della decisione di ricorrere a gestori professionali per l'attuazione della suddetta strategia di "smontaggio" del proprio portafoglio di titoli strutturati sono:

- la non disponibilità di una struttura interna adeguata per guidare il complesso processo di *unwinding* delle note strutturate e, soprattutto, per gestire gli attivi derivanti dallo "scioglimento" delle stesse (escludendo i titoli di debito a collaterale, in prevalenza quote di *hedge fund* e strumenti derivati di notevole complessità) e le connesse criticità;
- volontà di evitare l'affidamento di tale attività a controparti di mercato, come gli istituti bancari intervenuti nelle precedenti ristrutturazioni che si erano trovati a operare in potenziale conflitto di interessi, proponendo spesso nuovi investimenti in propri prodotti strutturati;
- necessità di affidarsi a soggetti "indipendenti", non appartenenti al sistema bancario, in grado di gestire la potenziale contrapposizione con le banche *arranger* dei titoli in essere nell'ambito del processo di *unwinding* delle stesse;
- volontà di trasferire gli attivi in fondi dotati della necessaria flessibilità, ma comunque sottoposti a regole (in materia di *risk management*, revisione contabile e banca depositaria) e vigilanza da parte delle competenti Autorità di paesi facenti parte della Unione Europea; ciò in rottura con la pregressa esperienza;
- volontà di perseguire una migliore conoscenza diretta degli investimenti sottostanti mediante una reportistica continuativa e strutturata secondo modalità concordate.

Quanto alle modalità seguite per l'individuazione dei gestori che avrebbero dovuto mettere a disposizione le Sicav a cui trasferire i titoli in portafoglio, risulta che le società GWM Asset Management Limited e Futura Investment Management Limited non sono state selezionate ad esito di una procedura di "*beauty contest*", ma tenendo conto sia del fatto che l'Ente aveva già sperimentato, in precedenti occasioni, la loro professionalità sia della loro indipendenza rispetto ai soggetti bancari a cui erano riconducibili gli strumenti finanziari da gestire. Peraltro il profilo della conoscenza pregressa, avuto specifico riguardo a Futura Sicav, sembra potersi riferire, sulla base dei documenti qui disponibili, non tanto alla società Futura Investment Management Limited, effettivo gestore della stessa, quanto invece alla società Optimum Asset Management, indicata erroneamente in detto ruolo negli atti interni propedeutici a tale investimento. Quest'ultima era infatti nota all'Ente in quanto gestore di un fondo immobiliare di cui lo stesso già deteneva alcune quote. Le due società presentano comunque un collegamento rappresentato dall'aver in comune il "*Director*" Alberto Matta.

Tale scelta non è tuttavia coerente con la più opportuna linea di condotta

seguita in occasione delle operazioni di ristrutturazione pregresse (vale a dire il ricorso a procedura di "beauty contest" esperita con il supporto dell'*advisor* finanziario sulla base di specifici incarichi allo stesso conferiti). Tale incoerenza assume ancor più rilievo, se si tiene conto del fatto che l'ammontare delle risorse coinvolte, soprattutto nell'operazione facente capo a Europa Sicav, è significativamente superiore a quello oggetto degli interventi più risalenti. Ciò peraltro prescindendo da qualunque valutazione circa gli eventuali obblighi imposti per siffatte operazioni dalle disposizioni contenute nel d.lgs. 163/2006 (a cui gli Enti previdenziali privati risultano essere stati assoggettati per effetto dell'art. 32, comma 12, del dl. 98/2011) che comunque l'Ente – sulla base di una sommaria valutazione quantomeno dubbia – ha ritenuto non sussistenti in virtù della specifica esclusione, dal campo di applicazione del decreto stesso, prevista per i contratti pubblici "concernenti servizi finanziari relativi all'emissione, all'acquisto, alla vendita e al trasferimento di titoli o di altri strumenti finanziari".

Suscita particolari perplessità la modalità con cui viene costruita l'operazione Europa Sicav – che movimentata, come detto, un valore nominale di circa 1,5 mld di euro – a partire da una precedente decisione di investimento, del valore di 60 mln di euro, non più attuata.

Risulta infatti che con delibera del 25 novembre 2010 il Consiglio di amministrazione dell'Ente aveva deciso l'effettuazione di un investimento, appunto di 60 mln di euro, nel fondo GWM SIF – Aura Real Estate Securities 1, gestito da GWM Asset Management Limited. Tale operazione non va tuttavia a buon fine a causa dei ritardi nella piena effettuazione dell'apporto del patrimonio immobiliare commerciale dell'Ente ai fondi immobiliari dedicati, deliberato contestualmente, che avrebbe dovuto fornire la liquidità necessaria.

A maggio 2011 viene pertanto proposto dal Servizio finanza – e conseguentemente deliberato dal Consiglio di amministrazione (delibera 39/2011) – l'investimento in Europa Sicav, facente capo allo stesso gestore e indicata come dotata di caratteristiche del tutto analoghe al suddetto fondo, su cui vengono convogliati non solo i 60 mln di euro interessati dall'operazione originaria, bensì ulteriori strumenti finanziari per un valore nominale di oltre 800 mln di euro (trattasi, nello specifico, della nota Custom Market Securities e delle quote del fondo immobiliare Immobilium 2001). Nella proposta non è presente alcuna specifica valutazione circa la significativa differenza dimensionale tra le due operazioni, di cui la seconda appare semplicemente come la sostituzione di quella originaria non andata a buon fine.

Va inoltre rilevato che a ottobre 2011 viene poi proposto dal Servizio finanza – e conseguentemente deliberato dal Consiglio di amministrazione (delibera 32A/2011) – il trasferimento in Europa Sicav di ulteriori strumenti finanziari presenti nel portafoglio mobiliare dell'Ente (trattasi, nello specifico, delle note Flexis e Codeis Securities, delle obbligazioni *inflation linked*, di altri titoli di debito – le cd. "obbligazioni mutui" – e di alcuni fondi illiquidi in precedenza sottostanti alla nota Custom Market Securities), sino ad arrivare – tenuto conto di quanto precedentemente deliberato a maggio (e solo in parte già finalizzato) – a un valore nominale complessivo dell'operazione di circa 1,5 mld di euro. Ciò viene genericamente motivato dalla possibilità di realizzare, attraverso l'aumento della massa gestita, un incremento dell'efficacia della strategia



di investimento caratterizzante la Sicav (in particolare per effetto del potenziale accesso a operazioni di maggiori dimensioni e alla leva finanziaria).

Il trasferimento degli strumenti finanziari a Europa Sicav (fatta eccezione per le quote del suddetto fondo immobiliare) verrà poi perfezionato sul finire del 2011 e, sotto il profilo operativo, si concretizzerà in un'operazione di compravendita (da parte della Sicav medesima nei confronti dell'Ente) e non mediante conferimento in natura degli stessi (come invece previsto nei relativi *subscription agreement*).

Sul punto si rileva che l'adozione di siffatta soluzione operativa ha consentito, sulla base di un apposito parere legale acquisito in proposito, di effettuare il suddetto trasferimento senza la necessità di far redigere una perizia sul valore degli strumenti finanziari dalla società di revisione della Sicav (adempimento, questo, la cui tempistica, peraltro, non avrebbe presumibilmente consentito – come invece voluto dall'Ente – di chiudere l'operazione entro la fine del 2011); lo stesso è pertanto potuto avvenire sulla base del valore nominale degli attivi interessati. Le quote del fondo immobiliare Immobilium 2001 erano invece state oggetto di un precedente conferimento *in kind* e in tale occasione avevano subito una svalutazione di circa un milione di euro, proprio per effetto della perizia predisposta dalla società di revisione della Sicav.

Con riguardo alle caratteristiche delle due Sicav in questione, si fa presente, sulla base delle informazioni contenute nei prospetti informativi qui trasmessi, che le stesse presentano taluni profili – di assoluta rilevanza, anche per l'entità delle risorse coinvolte – non adeguatamente presidiati o, in alcuni casi, non del tutto chiari, soprattutto in materia di *governance*, di politica di investimento e di struttura commissionale. Ciò si ritiene sia da ricollegare alla rilevata assenza, sotto il profilo documentale, di una "robusta" attività istruttoria propedeutica all'effettuazione di tali operazioni di investimento, come peraltro in precedenza evidenziato con particolare riguardo a Europa Sicav.

In materia di *governance*, si rileva che in Europa Sicav, il cui comparto RES1 è "dedicato" all'Ente, la costituzione di un Comitato consultivo, quale sede in cui l'Ente medesimo può fornire le proprie valutazioni circa l'operatività posta in essere al Socio accomandatario (rappresentato da Europa Plus, *société anonyme* di diritto lussemburghese), era nell'esclusiva discrezionalità di quest'ultimo, che nella sua autonomia ha poi ritenuto opportuno di istituirlo (l'originario numero di 6 componenti – 4 consiglieri dell'Ente, il direttore generale e il direttore finanza – venne successivamente elevato a 7, in occasione delle modifiche apportate a fine 2012, di cui si dirà oltre, consentendo in tal modo la partecipazione di un altro consigliere). Si rileva altresì che non sono previsti specifici obblighi informativi nei confronti del citato Comitato e che i pareri dello stesso sono di tipo non vincolante. Detti ultimi profili trovano riscontro anche nella relazione predisposta a luglio 2012 dal responsabile della Funzione di controllo del rischio dell'Ente, al fine di fornire una rappresentazione delle caratteristiche del gruppo GWM. In essa viene infatti evidenziato come tale Comitato rappresenti solamente la sede in cui il gestore rende un'informativa sull'operatività realizzata; informativa i cui contenuti vengono definiti unilateralmente dallo stesso gestore GWM (risulta peraltro essere stata formulata, all'epoca, dall'Ente una richiesta finalizzata a estendere il *set* informativo).

Quanto a Futura Sicav – dove le risorse investite risultano di ammontare decisamente inferiore e il cui comparto Newton non è formalmente “dedicato” all’Ente – è sì prevista la costituzione di un Comitato consultivo, che esprime pareri vincolanti su operazioni di importo superiore ai 5 mln di euro, ma, come rappresentato per le vie brevi, detto Comitato non è stato ancora costituito (pur essendo previsto per tale adempimento il termine di settembre 2012).

La politica di investimento delle Sicav – significativamente concentrata, come detto in precedenza, sul *real estate* – risulta connotata da margini assai ampi e quindi da “gradi di libertà” a disposizione dell’*investment manager* di dubbia compatibilità con le logiche che devono guidare l’attività di impiego delle risorse di un investitore previdenziale quale è l’Ente. Più specificamente, in Europa Sicav i limiti all’operatività finanziaria sono definiti esclusivamente in termini di contenimento della concentrazione del rischio (prevedendo, con alcune eccezioni, il divieto di investire risorse o detenere posizioni corte pari a oltre il 30 per cento degli impegni totali del singolo comparto in titoli dello stesso tipo emessi dallo stesso emittente), di divieto di investimento diretto in beni immobili o diritti immobiliari e di leva finanziaria non superiore al 75 per cento degli impegni totali in essere. L’assenza di vincoli sugli investimenti risulta evidenziata anche nella sopra citata relazione del luglio 2012 del responsabile della Funzione di controllo del rischio dell’Ente. Tale circostanza è per di più da calare in un contesto connotato, in virtù di quanto detto precedentemente in materia di *governance*, da una certa limitazione della capacità dell’Ente di indirizzare e controllare gli investimenti. In Futura Sicav, sono presenti solamente limiti con riguardo agli investimenti inerenti a società in dissesto finanziario e agli investimenti – in forma diretta e indiretta – in mutui ipotecari e prestiti non garantiti.

Sotto il profilo commissionale, è soprattutto Futura Sicav a presentare elementi non del tutto chiari, in particolar modo in termini di motivazioni alla base delle scelte effettuate; ciò, pur tenendo conto delle delucidazioni fornite in proposito dall’Ente. Più specificamente, non è chiaro il motivo che ha portato a prevedere una commissione annua di gestione, pari all’1 per cento, calcolata sul GAV (*Gross Asset Value*) e non sul NAV (valore, quest’ultimo, preso invece a riferimento per la determinazione delle commissioni inerenti ad altri soggetti coinvolti nell’operatività della Sicav e anche della commissione di gestione prevista in Europa Sicav); peraltro per le note strutturate presenti in portafoglio detta commissione annua è pari allo 0,1 per cento del relativo costo di acquisizione. Non è inoltre chiara la ragione per la quale è stata prevista una commissione di *performance* – da corrispondere al gestore – pari al 100 per cento del rendimento realizzato dal comparto Newton, se tale rendimento è superiore all’8 per cento e al massimo uguale al 10 per cento (che peraltro costituisce il rendimento obiettivo del comparto stesso), e pari al 20 per cento dello stesso, in presenza di un rendimento superiore a tale ultimo valore.

In merito a tutti i profili sopra evidenziati, l’Ente ha comunque fatto presente che gli stessi sarebbero stati oggetto di specifica attenzione nell’ambito delle attività che, come detto in precedenza, sta svolgendo la società Mercer Italia in materia di rischi finanziari, ad esito delle quali avrebbero potuto essere valutati gli opportuni interventi correttivi.

Con specifico riguardo a Europa Sicav si ritiene utile evidenziare due ulteriori aspetti.

Il primo attiene alla possibilità per l'Ente di ottenere la restituzione del valore nominale originariamente investito nelle tre note strutturate in essa trasferite (come detto, Custom Market Securities, Codeis Securities e Flexis per un ammontare di 1.083,47 mln di euro). In proposito si rileva che la Sicav non fornisce alcuna garanzia formale in tal senso (anche se nel bilancio consuntivo 2011 è stato indicato a pag. 73 che "la particolare struttura del Fondo Europa garantisce alla scadenza il rimborso del capitale") e che invece la stessa ha proceduto, tra marzo e maggio 2012, all'acquisto di titoli di stato (nello specifico, BTP *Stripped*), con quota parte delle risorse disponibili, proprio al fine di assicurare sostanzialmente la restituzione, entro la data di chiusura del comparto (definita in 30 anni, prorogabili di altri due, con un periodo di *lock up* sino a dicembre 2014), del suddetto valore (come peraltro riportato a pag. 40 del menzionato bilancio). L'effettivo realizzo di tale circostanza dipendeva tuttavia dalla politica di investimento posta in essere dal gestore che però, in base a quanto previsto nell'originario prospetto informativo, non soggiaceva a specifici vincoli in ordine al perseguimento di una siffatta finalità.

Proprio al fine di ovviare alla suddetta carenza, l'Ente ha dovuto quindi sottoscrivere, a maggio 2012, una scrittura privata (con Europa Sicav e con il suo *investment manager* GWM Asset Management Limited) in cui è stato, tra l'altro, formalizzato l'impegno da parte della Sicav ad acquistare titoli obbligazionari per un valore nominale pari appunto a 1.083,47 mln di euro, su cui è stato anche posto un vincolo di indisponibilità (peraltro superabile nell'ipotesi in cui la Sicav stessa avesse bisogno di risorse per far fronte a obbligazioni di natura legale o regolamentare). In apposito allegato sono poi stati indicati i titoli all'epoca già detenuti dalla Sicav sia direttamente (trattasi di BTP *Stripped* con scadenza 1° agosto 2039 e valore nominale di 820,47 mln di euro, acquistati con quota parte delle risorse derivanti dallo "scioglimento" delle note Custom Market Securities e Codeis Securities) sia indirettamente (trattasi di BTP *Stripped* con scadenza 1° febbraio 2033 e valore nominale di 263 mln di euro, sottostanti – come collaterale – alla nota Flexis).

Successivamente, GWM ha apportato alcune modifiche alla Sicav (le quali hanno formato oggetto, in data 8 novembre 2012, di apposita delibera del Consiglio di amministrazione dell'Ente), divenute effettive il 16 gennaio 2013 a seguito dell'intervenuta approvazione da parte dell'Autorità di vigilanza lussemburghese (Commission de Surveillance du Secteur Financier – CSSF), anche al fine di rafforzare ulteriormente la "protezione" del valore nominale offerta, a scadenza, dai titoli di stato già detenuti. In particolare, è stato costituito il comparto RES Capital Protection (a cui si affianca, ad esito dello *split* dell'originario comparto RES1, il comparto RES Opportunity), le cui caratteristiche, come risultanti dall'aggiornato prospetto informativo, danno continuità ai contenuti della suddetta scrittura privata, nel senso di prevedere un vincolo di indisponibilità – negli stessi termini sopra indicati – su un ammontare nominale di BTP *Stripped*, con scadenza non oltre il 1° agosto 2039, sempre pari a 1.083,47 mln di euro (peraltro anche i titoli a collaterale della nota Flexis, a seguito del relativo "scioglimento", erano oramai detenuti direttamente dalla Sicav). In detto comparto sono stati inoltre allocati i sottostanti delle tre note sciolte, i fondi illiquidi e parte dei titoli di debito sopra menzionati, vale a dire le obbligazioni *inflation linked* e le cd. "obbligazioni mutui".

Tali titoli di stato (come pure le altre obbligazioni conferite) sono peraltro





soggetti a una specifica commissione annua di gestione pari allo 0,325 per cento del relativo costo di acquisizione (per gli altri strumenti finanziari detta commissione è pari all'1,5 per cento del NAV). È prevista anche una commissione di *performance* pari al 30 per cento dei rendimenti realizzati, se superiori al 6 per cento, e pari al 50 per cento se tali rendimenti superano il 15 per cento, esclusivamente per la quota eccedente detto limite.

Per completezza si fa presente che tra i vantaggi della suddetta operazione di *split* è stato indicato quello di avere, in tal modo, una più chiara evidenza del perimetro della "protezione" offerta, a scadenza, dai BTP *Stripped*, anche al fine di agevolare la rappresentazione contabile delle quote della Sicav nel bilancio dell'Ente (che, sulla base di quanto riferito per le vie brevi, dovrebbe avvenire, in sede di bilancio consuntivo 2012, indicando distintamente il valore dei due comparti). Sotto tale ultimo profilo, si rileva che i 1.083,47 mln di euro (valore nominale totale delle note Custom Market Securities, Codeis Securities e Flexis) – i quali unitamente al valore nominale degli altri strumenti finanziari trasferiti hanno condotto a una contabilizzazione della Sicav nel bilancio consuntivo 2011 (ultimo approvato) per circa 1.500 mln di euro – sono oggi rappresentativi del valore di rimborso a scadenza dei suddetti BTP *Stripped* (in parte nel 2033 e in parte nel 2039), il cui costo di acquisto è stato tuttavia, proprio in virtù delle caratteristiche dei titoli *zero coupon* quali quelli in questione, significativamente inferiore. Tenuto conto che la "protezione" connessa a detti titoli di stato non è più contenuta – differentemente dal passato – all'interno di "strutture" finanziarie complesse (in quanto oramai "sciolte"), si ritiene che la possibilità di contabilizzarli al valore di rimborso a scadenza, e non al costo di acquisto, andrebbe quanto meno approfondita, in particolar modo sotto il profilo dell'idoneità di tale modalità a fornire, tempo per tempo, una rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale e finanziaria dell'Ente. Si tenga peraltro conto, a mero titolo esemplificativo, che nel bilancio di un altro Ente previdenziale privato la contabilizzazione al valore nominale di BTP *Stripped* acquistati direttamente – situazione, ad avviso della scrivente, non sostanzialmente dissimile da quella in esame – veniva rettificata mediante apposita voce riportata tra i "risconti passivi", proprio per tener conto, tempo per tempo, della sola quota effettivamente maturata dell'importo predefinito rimborsabile a scadenza.

Il secondo aspetto della Sicav in questione che si ritiene utile evidenziare è l'assenza della funzione di *risk management*, rilevata nella sopra menzionata relazione predisposta a luglio 2012 dal responsabile della Funzione di controllo del rischio dell'Ente. Sul punto veniva peraltro rappresentato che "la mancanza di procedure di controllo del rischio e di una struttura all'uopo dedicata è già stata identificata dal management come area di miglioramento ed esiste l'impegno a colmare il vuoto".

Gli elementi complessivamente sopra descritti mettono in evidenza come le operazioni aventi ad oggetto il trasferimento delle obbligazioni strutturate detenute dall'Ente nelle due Sicav siano state il frutto di proposte basate su analisi non adeguatamente approfondite di profili di assoluta rilevanza, stante anche l'entità delle risorse coinvolte. Ciò ha successivamente comportato la necessità di porre in essere iniziative correttive volte a colmare carenze nel frattempo venute all'attenzione; iniziative che, in virtù di quanto descritto in precedenza e rappresentato dall'Ente, si

ritiene non abbiano ancora esaurito tutti i necessari ambiti di intervento. Va per di più evidenziato che talune delle carenze riscontrate, come quelle – rilevate pure dall'Ente – in materia di *risk management* e di informativa sulle attività di investimento attuate, attengono proprio a profili il cui perseguimento è stato invece indicato dall'Ente stesso tra le motivazioni alla base del ricorso alle due Sicav per lo "smontaggio" delle obbligazioni strutturate detenute.

\* \* \* \* \*

Si ritiene a questo punto utile soffermare l'attenzione su alcune delle obbligazioni strutturate in questione e sulle specifiche iniziative che le hanno interessate, anche proprio in funzione del trasferimento alle suddette Sicav.

#### Nota Custom Market Securities

La nota emessa dalla società di diritto irlandese Custom Market Securities (di seguito, nota CMS) – strutturata da Credit Suisse e HSBC – ha sostituito a settembre 2009 la nota Anthracite a seguito del fallimento di Lehman Brothers. Tale titolo, rispetto alla nota sostituita, aveva medesimo valore nominale di 780,47 mln di euro (importo più elevato tra tutte le obbligazioni strutturate detenute dall'Ente), medesimi sottostanti e scadenza prolungata dal 2023 al 2039.

In merito a tale sostituzione è appena il caso di rilevare che è vero che la stessa è stata realizzata – come evidenziato dall'Ente – "senza esborso di liquidità o assunzione di ulteriori impegni", ma ciò ha richiesto – quale elemento di compensazione – il suddetto significativo posticipo della scadenza (e quindi del momento in cui avrebbe operato la garanzia di restituzione del valore nominale investito). Ciò, tuttavia, se da una parte consentiva di avere più tempo a disposizione per poter recuperare le considerevoli perdite maturate sui sottostanti (principalmente a causa della crisi dei mercati finanziari prodottasi in seguito al citato fallimento), dall'altra comportava un elevato rischio di compromissione dell'obiettivo di rendimento originariamente assegnato all'investimento, dal momento che l'eventuale redditività positiva ottenuta avrebbe potuto non essere più adeguata rispetto al grado di immobilizzo delle risorse (considerevolmente più elevato rispetto a quello iniziale in quanto da riferire oramai a un arco temporale superiore al trentennio).

Per comprendere appieno le iniziative che hanno interessato tale titolo in funzione del suo successivo trasferimento a Europa Sicav, occorre preliminarmente descriverne sinteticamente le principali caratteristiche.

Il veicolo societario emittente della nota in questione (appunto, Custom Market Securities) possedeva come unico attivo le azioni di un altro veicolo (la società, con sede alle Cayman, Anthracite Balanced Company R-26 Limited, di seguito Anthracite R-26) che effettuava investimenti secondo un meccanismo di ri-bilanciamento dinamico denominato *Constant Proportion Portfolio Insurance* (cd. CPPI), attuato in accordo tra Credit Suisse – quale *calculation agent* – e l'Ente, sulla base di quanto previsto dal *calculation agency agreement*.

In base al suddetto meccanismo CPPI, il portafoglio detenuto era composto in parte da titoli obbligazionari, perlopiù di tipo *zero coupon*, emessi dallo stesso Credit

Suisse – aventi una funzione di “protezione” del valore nominale investito – e in parte da *hedge fund* (cd. *risky asset*), che avrebbero dovuto assicurare una *extra performance*. Il ruolo del *calculation agent* consisteva proprio nel porre in essere il ri-bilanciamento continuo di queste due componenti in modo tale che, in ogni momento, il valore complessivo del portafoglio non fosse inferiore al valore di uno *zero coupon* in grado di garantire a scadenza (30 giugno 2039) il rimborso di un nominale pari a 780,47 mln di euro (cd. *bond floor*).

La composizione del portafoglio variava pertanto, dinamicamente, nelle sue due componenti a seconda del valore assunto, tempo per tempo, dai *risky asset* e dagli *zero coupon*, dipendente rispettivamente dal relativo grado di liquidità e volatilità e dal livello dei tassi di interesse. In momenti di particolare *stress* dei mercati finanziari, in virtù di tali regole di gestione la componente *risky asset* poteva ridursi notevolmente e di conseguenza veniva sensibilmente pregiudicata la possibilità che l'investimento generasse profitti oltre la semplice restituzione del capitale a scadenza.

La nota era inoltre assistita da un'opzione *put* che attribuiva all'Ente il diritto di venderla al Credit Suisse a una data prestabilita (giugno 2039) e a un prezzo predeterminato pari al valore nominale della stessa. Il contratto era stato stipulato dall'Ente ad aprile 2009 – ad esito di una procedura di “*beauty contest*” avviata a fine 2008 e di un successivo complesso processo di valutazione – quale primo intervento sulla nota Anthracite volto alla sostituzione della fallita Lehman Brothers che ne era l'originario soggetto garante.

Detta garanzia si aggiungeva pertanto al sopra descritto meccanismo di protezione CPPI, proprio al fine di assicurare la restituzione del valore nominale dell'investimento anche laddove tale meccanismo, a causa delle contingenti situazioni avverse dei mercati finanziari, non fosse stato in grado di ristabilire un valore complessivo del portafoglio almeno pari al *bond floor*.

Risulta che per concedere tale garanzia Credit Suisse aveva introdotto previsioni contrattuali cogenti sia sul livello del *bond floor* che sulle attività in cui lo stesso poteva essere investito; all'Ente rimaneva invece la facoltà di scelta esclusivamente sugli investimenti in *risky asset* (previa accettazione da parte del medesimo Credit Suisse). Va pertanto rilevato, come anche evidenziato dall'Ente, che in definitiva la responsabilità delle scelte di investimento sulle attività rischiose era comunque riconducibile direttamente all'Ente medesimo. In proposito si fa tuttavia presente, sulla base di quanto riferito per le vie brevi, che tali decisioni di investimento sembrerebbero non essere state oggetto di specifiche deliberazioni del Consiglio di amministrazione dell'Ente ma piuttosto di un coinvolgimento esclusivo, quantomeno sotto il profilo formale, del Servizio finanza dell'Ente medesimo.

Viene pertanto il dubbio che tale complessa architettura di veicoli societari anche di tipo *off-shore* abbia potuto simulare agli occhi del Consiglio di amministrazione dell'Ente la presenza di una gestione svolta per il tramite di intermediari specializzati, coprendo invece una vera e propria gestione diretta delle risorse posta in essere non dal Consiglio stesso – unico soggetto competente in tal senso – ma dal Servizio finanza. In altri termini, il Consiglio avrebbe operato nella convinzione che il portafoglio di *hedge fund* sottostante alla nota CMS venisse gestito

da un operatore professionale, quando invece le specifiche iniziative che lo riguardavano (quali liquidazione o riduzione di alcuni fondi e inserimento di altri) erano prese direttamente dal proprio Servizio finanza.

Quanto appena rappresentato sembra trovare conferma nella circostanza che tra le motivazioni indicate dall'Ente a supporto della decisione di ricorrere a gestori professionali per l'attuazione della strategia di "smontaggio" del proprio portafoglio di titoli strutturati è stata, tra l'altro, indicata la non disponibilità di una struttura interna adeguata per guidare il complesso processo di *unwinding* degli stessi e, soprattutto, per gestire gli attivi derivanti da tale "scioglimento". Avuto specifico riguardo alla nota in questione – che si ricorda era la più importante tra quelle detenute dall'Ente – si ritiene infatti che ciò confermi quanto quest'ultimo fosse convinto della presenza di una gestione "esternalizzata" degli attivi sottostanti, tale per cui era inimmaginabile una gestione diretta dei medesimi da parte della propria struttura interna, ritenuta, anzi, inadeguata a un siffatto compito.

A fronte della sopra descritta garanzia, il contratto prevedeva che l'Ente avrebbe pagato, sino al 2039, una commissione annua pari all'1,8 per cento del valore nominale dell'investimento, vale a dire circa 14 mln di euro all'anno; peraltro, a partire dal 2012 il livello sarebbe potuto scendere sino all'1,1 per cento in presenza di un grado di liquidità molto elevato degli *hedge fund* sottostanti (possibilità alquanto remota stante le caratteristiche degli investimenti effettivamente detenuti).

È evidente che un siffatto livello commissionale (che sino a scadenza avrebbe drenato risorse per oltre 400 mln di euro) – rappresentativo del costo connesso all'obiettivo di ottenere nel 2039 la restituzione del capitale originariamente investito nella nota Anthracite (la cui onerosità è da connettere, ovviamente, alla difficoltà della relativa realizzazione) – penalizzava pesantemente la redditività della nota in questione. Ciò peraltro senza dimenticare che il capitale corrisposto a scadenza avrebbe coinciso con quello originariamente investito solamente in termini nominali, mentre in termini reali, stante un arco temporale di riferimento superiore al trentennio, sarebbe potuto risultare di importo anche significativamente inferiore a quello iniziale. In siffatta situazione, risulta altresì evidente come la principale funzione della componente *risky asset* – attraverso i suoi eventuali positivi andamenti – non era più tanto quella di assicurare una *extra performance*, ma piuttosto quella di consentire innanzitutto un recupero in termini reali delle risorse inizialmente investite.

Alla commissione dovuta per la suddetta garanzia si aggiungeva quella da corrispondere, sempre sino a scadenza, a favore di HSBC – in qualità di banca *arranger* – pari allo 0,175 per cento del valore nominale dell'investimento, vale a dire circa 1,4 mln di euro all'anno.

Per completezza deve tenersi anche conto del fatto che erano comunque previste delle commissioni sugli investimenti in *hedge fund* (indicate dall'Ente in una commissione base, tipicamente compresa tra l'1,5 e il 2 per cento del NAV, e una commissione variabile, tipicamente pari al 20 per cento dell'incremento del NAV).

A partire dalla primavera 2011, la suddetta struttura iniziò a mettere in evidenza tutti i suoi svantaggi, soprattutto in conseguenza della progressiva crescita dei tassi di interesse dei titoli della Repubblica italiana. In tale situazione, infatti, la garanzia sul capitale poteva essere ricostituita in modo più economico semplicemente con



l'acquisto di titoli di stato aventi una scadenza analoga a quella della nota in questione, vale a dire il 2039 (si noti che detta soluzione non era potuta essere adottata nel 2009 in quanto all'epoca il veicolo Anthracite R-26 non deteneva sufficiente liquidità). Ciò avrebbe ovviamente comportato l'esposizione al rischio di credito della Repubblica italiana che, pur essendo allora più elevato di quello del Credit Suisse, era ritenuto comunque più appropriato per un investitore previdenziale quale è l'Ente.

L'Ente pertanto a maggio 2011, in occasione della sopra richiamata delibera 39/2011 con la quale venne tra l'altro deciso il trasferimento della nota CMS a Europa Sicav, decise anche di negoziare con Credit Suisse lo "scioglimento" dell'opzione *put* allo scopo di pervenire successivamente allo "smontaggio" della stessa. A tal fine venne conferito, nel successivo mese di agosto, un incarico di assistenza in detta operazione a GWM Asset Management Limited che, a sua volta, si fece assistere dall'*advisor* finanziario Banca Leonardo e dagli studi legali Legance (per aspetti di diritto Italiano) e Sidley Austin (per aspetti di diritto Inglese). Sul punto si fa presente che gli oneri connessi a tali consulenze affidate da GWM rientrano in un'apposita voce di costo, prevista nel prospetto informativo di Europa Sicav per un ammontare massimo pari a 3 mln di euro e finalizzata proprio alla copertura delle spese relative alla ristrutturazione delle obbligazioni strutturate in essa conferite. Attualmente risultano essere state già sostenute spese per circa 2 mln di euro.

Dal parere predisposto da Banca Leonardo a ottobre 2011 risulta, in particolare, che la nota CMS, a fronte di un valore nominale di 780,47 mln di euro, deteneva un portafoglio di valore pari a 525 mln di euro, di cui 160 mln di euro rappresentativi dei titoli obbligazionari emessi da Credit Suisse e 365 mln di euro di *hedge fund* (al 31 dicembre 2011 il NAV, sulla base di quanto rappresentato dall'Ente, si attesta a 508 mln di euro, di cui 138 in titoli obbligazionari e 370 in *hedge fund*), e che all'epoca era possibile acquistare 135 mln di euro di BTP *Stripped* in grado di assicurare ad agosto 2039 il suddetto valore nominale dell'investimento. Conseguentemente, gli attivi monetari presenti nel portafoglio detenuto avrebbero non solo consentito l'acquisto di tale titolo ma anche la copertura di una parte dei costi da sostenere per lo "scioglimento" dell'opzione *put*.

A tale ultimo riguardo risulta, sulla base dei pareri resi dai suddetti studi legali, che l'impianto contrattuale con Credit Suisse era pienamente valido ed efficace e che non sussistevano motivazioni di carattere legale tali da consentire all'Ente di poter richiedere l'annullamento del contratto o la risoluzione dello stesso per giusta causa o comunque a condizioni non onerose.

L'Ente ha pertanto avviato, con l'assistenza dei suddetti soggetti, una lunga trattativa con Credit Suisse, che si è conclusa il 27 gennaio 2012, con la sottoscrizione di un accordo di risoluzione del contratto *put*, in virtù del quale è stato corrisposto a quest'ultimo un importo forfettario di 56 mln di euro, pari a circa 4 annualità di commissioni all'epoca in essere. Riguardo a tale iniziativa, Banca Leonardo aveva formulato nel proprio parere un giudizio positivo circa la relativa opportunità economico-finanziaria; giudizio che teneva anche conto dell'impossibilità di determinare in maniera univoca il *fair value* dell'opzione in questione a causa delle particolari condizioni contrattuali previste.

Avuto poi specifico riguardo al venire meno della garanzia di restituzione a scadenza del valore nominale investito, quale conseguenza dello "scioglimento" dell'opzione *put*, Banca Leonardo aveva evidenziato l'efficacia pressoché nulla di tale garanzia, in quanto offerta dallo stesso soggetto emittente dei titoli obbligazionari che avrebbero dovuto assicurare la "protezione" del suddetto valore nominale, consentendone la restituzione a scadenza.

La conclusione del rapporto con Credit Suisse comportò il venir meno del ruolo di *arranger* di HSBC, che conseguentemente presentò presso una corte inglese una richiesta di pagamento per circa 31 mln di euro (notificata all'Ente a luglio 2012), relativa alle commissioni a suo avviso dovute dall'Ente stesso in forza del contratto in essere.

A seguito delle conclusioni del parere legale reso a settembre 2012 da un avvocato inglese (appositamente interessato sulla questione) le quali evidenziavano per l'Ente un elevato rischio di soccombenza in giudizio, è stata avviata con la società HSBC una negoziazione ad esito della quale è stato definito, nei primi mesi del 2013, un accordo transattivo che ha previsto – a fronte della rinuncia a ogni ulteriore pretesa – un pagamento a quest'ultima di 10 mln di euro.

Si evidenzia conclusivamente che per effetto dell'adozione delle suddette iniziative, la struttura CMS che aveva sostituito, a settembre 2009, la nota Anthracite è stata "smontata" e non è quindi più presente nel portafoglio di Europa Sicav. Quest'ultima, e più precisamente il comparto RES Capital Protection, detiene quindi le quote di *hedge fund* (in parte direttamente e in parte ancora per il tramite del veicolo Anthracite R-26, di cui possiede delle *preference shares*; questa seconda parte, a fine 2012 ammontava a circa 100 mln di euro a seguito dei riscatti nel frattempo effettuati) e i BTP *Stripped* con scadenza 1° agosto 2039 (acquistati, come già detto, tra marzo e maggio 2012 con le risorse derivanti dagli attivi monetari, anch'essi in precedenza sottostanti alla nota medesima).

#### Nota Corsair Finance Ireland series 98

La nota emessa dalla società di diritto irlandese Corsair Finance Ireland series 98 (di seguito, nota Corsair 98) rientra tra i titoli – strutturati da JP Morgan – che sono stati sottoscritti dall'Ente alla fine del 2007, in occasione della prima operazione di ristrutturazione posta in essere sul portafoglio mobiliare in questione successivamente al commissariamento.

La nota Corsair 98 aveva scadenza giugno 2022 e valore nominale di 98 mln di euro e presentava come collaterale un'obbligazione emessa da Rabobank – legata al merito di credito della Repubblica italiana attraverso un *credit default swap* – che avrebbe assicurato, alla scadenza, il rimborso del nominale investito e una cedola minima del 15 per cento. La possibilità di *extra performance* della nota era invece legata alla replica sintetica dell'andamento del fondo obbligazionario Pars Aspire (trattasi, più specificamente, di una Sicav di diritto lussemburghese che aveva come gestore finanziario la società Pimco).

A marzo 2011 il Consiglio di amministrazione dell'Ente ha esaminato la proposta pervenuta dalla società Optimum Asset Management volta a "trasformare"

la nota in questione in quote di un fondo immobiliare, dando mandato alla Direzione generale e al Servizio finanza di procedere ai necessari approfondimenti. Peraltro, dal testo della delibera (3 marzo 2011) risulta che una precedente operazione di ristrutturazione, approvata il 6 maggio 2010, non era risultata poi fattibile a causa del successivo sfavorevole andamento dei mercati finanziari.

A maggio 2011, nell'ambito della sopra menzionata generale strategia volta a "trasformare" le obbligazioni strutturate all'epoca detenute in OICR, è stato pertanto proposto dal Servizio finanza – e conseguentemente deliberato dal Consiglio di amministrazione (delibera 39/2011) – di trasferire la nota in questione in Futura Sicav. Con la stessa delibera, come visto in precedenza, è stato anche deciso di negoziare con Credit Suisse lo "scioglimento" dell'opzione *put* e di trasferire in Europa Sicav la nota CMS, le quote del fondo immobiliare Immobilium 2001 e liquidità per 60 mln di euro.

Successivamente al suddetto trasferimento, finalizzato ad agosto 2011, è stata affrontata la questione inerente allo "smontaggio" della stessa. In proposito, a novembre 2011 il Servizio finanza evidenziava, in particolare, come una delle componenti più rilevanti nella determinazione del valore della nota era costituita dal valore dell'opzione sul fondo Pars Aspire, che rappresentava altresì *"la componente più difficile da valutare a causa della sua complessità, essendo alcune variabili non oggettive ma dipendenti dalle politiche di risk management e di margini attesi della controparte che la valuta"*. Lo stesso esemplificava detta difficoltà facendo presente che JP Morgan indicava, all'epoca, un valore dell'opzione pari a circa il 4 per cento del valore nominale della nota, mentre Optimum Asset Management lo quantificava nel 13 per cento.

Il Servizio finanza ha quindi rappresentato l'opportunità che, nell'ambito del processo di "scioglimento" della nota, Futura Sicav acquistasse detta opzione per mantenerla in essere, proponendo a tal fine l'assunzione, da parte dell'Ente, di un impegno a versare in essa liquidità per 30 mln di euro in modo da dotarla delle necessarie risorse. Deve tuttavia rilevarsi che tale proposta (approvata dal Consiglio di amministrazione con propria deliberazione 44A del 24 novembre 2011) non contiene alcuna indicazione circa le modalità sulla base delle quali è stato quantificato il suddetto importo che, in virtù di quanto evidenziato nei citati documenti, dovrebbe rappresentare, appunto, il prezzo di acquisto dell'opzione.

Risulta che Futura Sicav ha venduto la nota a JP Morgan in due *tranche*: la prima (corrispondente a 48 mln di euro di valore nominale) in data 25 maggio 2012 per un controvalore di circa 31,4 mln di euro, e la seconda (corrispondente a 50 mln di euro di valore nominale) in data 31 agosto 2012 per un controvalore di circa 36,2 mln di euro. In dette due date, in linea con quanto precedentemente deliberato dall'Ente, la Sicav ha contestualmente sottoscritto un *warrant*, strutturato sempre da JP Morgan ed emesso da Ter Finance (Jersey) Limited series 11, il cui valore è legato all'andamento dell'indice Pars Aspire. In particolare, il 25 maggio 2012 ha acquistato un nozionale di 48 mln di euro per un controvalore di circa 4,1 mln di euro e il successivo 31 agosto ha acquistato un nozionale di 50 mln di euro per un controvalore di circa 4,9 mln di euro.

È pertanto evidente come il costo complessivo sostenuto per l'acquisto della

suddetta opzione, pari a circa 9 mln di euro, risulti notevolmente inferiore ai 30 mln di euro di liquidità immessi a tal fine in Futura Sicav e come, conseguentemente, risulti dubbia l'effettiva finalità di tale immissione di nuove risorse.

Per completezza si fa presente che con la sopra citata delibera 44A del 24 novembre 2011 è stato anche deciso il trasferimento in Futura Sicav della nota emessa sempre dalla società Corsair Finance Ireland e denominata series 97; anch'essa rientrante tra i titoli – strutturati da JP Morgan – che sono stati sottoscritti dall'Ente alla fine del 2007.

A seguito dell'intervento di ristrutturazione posto in essere a giugno 2010, detta nota – tuttora presente nel portafoglio detenuto dalla Sicav – ha scadenza luglio 2026 e valore nominale di 200 mln di euro e presenta come collaterale un'obbligazione emessa da Lloyd Bank TSB – legata al merito di credito della Repubblica italiana attraverso un *credit default swap* – destinata a rimborsare, alla scadenza, 246 mln di euro, assicurando in tal modo una cedola minima del 23 per cento (a cui va aggiunto un ulteriore uno per cento connesso al suddetto *swap*, per un rendimento totale minimo – cd. "componente fissa" – pari al 24 per cento). La possibilità di *extra performance* della nota è invece legata all'andamento dell'indice JP Morgan AIS, rappresentativo di un paniere statico di strategie algoritmiche.

In merito al suddetto trasferimento, si rileva – in analogia a quanto rappresentato in precedenza con riguardo a Europa Sicav – che la proposta formulata in tal senso dal Servizio finanza viene genericamente motivata dalla possibilità di realizzare, attraverso l'aumento della massa gestita, un incremento dell'efficacia della strategia di investimento caratterizzante Futura Sicav (in particolare per effetto del potenziale accesso a operazioni di maggiori dimensioni e alla leva finanziaria).

Per detta nota è attualmente stimato un prezzo di possibile riacquisto da parte dell'emittente pari a circa il 72 per cento del relativo valore nominale.

#### Nota Sulis Finance Company Limited

L'obbligazione emessa dalla società Sulis Finance Company Limited (di seguito, nota Sulis) – strutturata da JP Morgan (presumibilmente a novembre 2008) – aveva scadenza 2021 e un valore nominale di 195 mln di euro; essa derivava dalla ristrutturazione di una precedente nota emessa dal veicolo Xenon Capital.

A seguito di una serie di interventi modificativi delle relative caratteristiche posti in essere a partire dal 2010, il valore della nota risultava legato a tre diversi sottostanti:

- il fondo di *private equity* Alpha CEE II Insured, per il quale era previsto un impegno di investimento pari a 63 mln di euro (di cui ne risultavano già versati circa 60); era inoltre presente un contratto di assicurazione con una società del gruppo Allianz in virtù del quale il rimborso a scadenza non avrebbe potuto essere inferiore al capitale versato, rivalutato del 3 per cento annuo;
- il fondo di *private equity* Sator, per il quale era previsto un impegno di





investimento pari a 65 mln di euro (di cui ne risultavano già versati circa 22);

- un'obbligazione strutturata emessa dalla società di diritto olandese JP Morgan Structured Products B.V., indicizzata a un portafoglio di prestiti ipotecari vitalizi denominati in sterline (e per questo indicata come "obbligazione piv") e avente valore nominale di 67 mln di euro e scadenza 2059 (peraltro anticipabile alla data in cui detti prestiti risultavano completamente estinti o, a discrezione di JP Morgan, in cui il relativo numero scendeva sotto 100). La stessa prevedeva la garanzia di restituzione a scadenza del valore nominale e la corresponsione di una cedola annuale – rappresentativa dei rimborsi connessi a detti prestiti – nettata dei risultati della copertura del rischio di cambio euro/sterlina (la prima, di importo pari a circa 2,5 mln di euro, è stata corrisposta ad agosto 2011, mentre ad agosto 2012 l'importo è stato nullo proprio a causa degli effetti negativi di tale copertura del rischio di cambio).

Nella nota era inoltre presente una dotazione di liquidità, pari a circa 52 mln di euro, che avrebbe dovuto consentire di far fronte ai successivi "richiami" da parte dei suddetti fondi di *private equity*.

In merito alla nota Sulis va rilevato che è l'unica, tra quelle presenti nel portafoglio mobiliare dell'Ente, a non essere stata interessata dalle operazioni di trasferimento nelle Sicav Europa e Futura, poste in essere nel corso del 2011. In proposito l'Ente ha fatto presente di non essere in grado di ricostruire le ragioni alla base di tale scelta e ha addotto, a giustificazione di tale impossibilità, il fatto che il responsabile del Servizio finanza e il Direttore generale, competenti nella valutazione delle suddette operazioni finanziarie proposte al Consiglio di amministrazione, hanno lasciato il loro incarico alla fine del 2012. È appena il caso di rilevare come tale circostanza evidenzi la presenza di limiti nella tracciabilità delle scelte operate dall'Ente – quantomeno in epoca più risalente – nella gestione delle proprie risorse.

Risulta comunque che in data 27 dicembre 2012 l'Ente ha finalizzato l'operazione di "scioglimento" della nota in questione, la quale, sulla base degli elementi di informazione qui disponibili, consentiva in particolare di eliminare i costi di gestione del veicolo emittente (pari a circa 37 mila euro annui), di rientrare in possesso della liquidità disponibile (come detto, pari a circa 52 mln di euro) e di generare una plusvalenza di circa 5 mln di euro netti.

Conseguentemente l'Ente è ora titolare di 60 mln di euro di quote del fondo Alpha CEE II Insured (la cui valorizzazione al 30 giugno 2012 si attestava a circa 50 mln di euro) e di 22 mln di euro di quote del fondo Sator (la cui valorizzazione al 30 giugno 2012 si attestava a circa 15 mln di euro), oltre che della citata "obbligazione piv" per un nominale di 67 mln di euro.

\* \* \* \* \*

Particolarmente significativa è la vicenda connessa agli investimenti nella società, con sede alle Mauritius, The Four Elements Pcc, e più specificamente nelle sue due "celle" Athena Fund Euro (di seguito, Athena Fund) e Athena Special Situation Fund (di seguito, Athena SS); vicenda che ha anche formato oggetto di



diversi articoli pubblicati nei mesi scorsi su alcuni quotidiani.

Tenuto conto che tali investimenti erano detenuti – prima delle più recenti iniziative di cui si dirà oltre – dalla nota CMS e di quanto detto a proposito della riconducibilità della responsabilità delle scelte di investimento nei *risky asset* ad essa sottostanti direttamente all'Ente e più precisamente al relativo Servizio finanza, tale vicenda desta gravi perplessità in ordine alle modalità gestionali seguite all'epoca da quest'ultimo, le cui carenze hanno prodotto, nel caso di specie, la totale assenza di controllo sull'effettiva destinazione di impiego delle risorse dell'Ente stesso.

A settembre 2011, il Servizio finanza metteva in evidenza gli svantaggi connessi alla presenza – tra i sottostanti della citata nota CMS – di alcuni fondi illiquidi (cd. *side pocket*), vale a dire fondi i cui gestori avevano limitato i diritti di riscatto degli investitori in conseguenza della crisi dei mercati finanziari successiva al 2008.

Tali svantaggi erano da ricollegare al meccanismo di ri-bilanciamento dinamico CPPI attraverso il quale veniva gestito il portafoglio detenuto e in particolare al fatto che la presenza di questa componente riduceva l'ammontare massimo investibile in *risky asset*, su cui stava incidendo negativamente anche l'incremento del *bond floor* (vale a dire il valore dei titoli obbligazionari detenuti), dovuto al forte movimento ribassista dei tassi di interesse di lungo termine registrato all'epoca. Di conseguenza, gli investimenti in *hedge fund* effettivamente detenuti si trovavano ad avere un valore superiore a quello massimo teoricamente investibile; ciò portava Credit Suisse – nel suo ruolo di *calculation agent* – a richiedere, proprio al fine di ripristinare l'equilibrio tra le suddette due componenti, l'effettuazione di operazioni di disinvestimento, che, seppur acconsentite in una fase iniziale (sulla base dell'aspettativa di una ripresa dei mercati finanziari), il Servizio finanza non riteneva più convenienti, stante il perdurare di una situazione di *stress* dei mercati, in quanto riducevano la possibilità di ottenere *extra performance*.

Al fine di evitare che Credit Suisse procedesse a effettuare autonomamente i disinvestimenti richiesti (come consentito dal *calculation agency agreement*), il Servizio finanza proponeva l'immediato trasferimento di questi fondi illiquidi nel portafoglio mobiliare dell'Ente – a un controvalore corrispondente all'ultimo NAV disponibile (presumibilmente pari a circa 67 mln di euro) – in cambio di liquidità. Stante l'urgenza, la proposta veniva approvata con la delibera presidenziale n. 15 del 21 settembre 2011 (ratificata dal Consiglio di amministrazione con delibera n. 23A del successivo 12 ottobre) e così il 5 ottobre 2011 veniva trasferito in capo all'Ente l'investimento in Athena SS per 30 mln di euro, unitamente ad altri fondi illiquidi per ulteriori 35,6 mln di euro.

Con la più volte citata delibera 32A del 27 ottobre 2011, il Consiglio di amministrazione dell'Ente decideva quindi di trasferire detti fondi illiquidi in Europa Sicav, prevedendo altresì di far fronte a eventuali successivi "richiami" di capitale da questi provenienti, connessi a impegni di investimento già precedentemente sottoscritti.

Prima della finalizzazione del suddetto trasferimento, l'Ente effettuava, in data 16 dicembre 2011, l'investimento diretto in Athena SS per ulteriori 40 mln di euro. È stato rappresentato che le operazioni di acquisto sono avvenute mediante bonifici a Standard Bank (Mauritius) Limited, eseguiti da BNP Paribas che avrebbe effettuato



le segnalazioni obbligatorie all'Archivio Unico Informatico, in ottemperanza a quanto stabilito nel provvedimento della Banca d'Italia attuativo dell'art. 37, commi 7 e 8, del d.lgs. 231/2007.

Relativamente a tale operazione va rilevato, sulla base dei documenti qui disponibili e delle ulteriori informazioni richieste per le vie brevi, che la stessa non risulta aver formato oggetto di specifica deliberazione da parte del Consiglio di amministrazione dell'Ente. Non è pertanto chiaro se sia stata effettuata a fronte di "richiami" connessi a precedenti impegni di investimento assunti – e quindi in linea con i contenuti della sopra menzionata deliberazione – oppure se si sia trattato di un vero e proprio nuovo impiego di risorse; circostanza, quest'ultima, che suscita perplessità, tenuto conto che il fondo in questione era stato valutato già da tempo come prodotto illiquido. È stato comunque riferito per le vie brevi che i suddetti bonifici recavano nella causale un non meglio specificato riferimento alla citata delibera 32A/2011.

In data 28 dicembre 2011, per effetto del trasferimento a Europa Sicav dei fondi illiquidi – tra cui quello in questione – e della nota CMS, la stessa si trovava a detenere un investimento in The Four Elements Pcc pari complessivamente a 149,8 mln di euro, di cui 79,8 inerenti alla "cella" Athena Fund, provenienti appunto dal portafoglio CMS, e 70 inerenti alla "cella" Athena SS, provenienti dal portafoglio dell'Ente.

Risulta che l'attività di *due diligence* condotta, nel corso del 2012, dal gestore di Europa Sicav (vale a dire GWM Asset Management Limited) su tale investimento – con il supporto dello studio legale Sidley Austin – aveva messo in evidenza diversi profili di criticità. Questi profili di criticità, in tutta la loro gravità, trovano conferma nel parere di fine febbraio 2013 che il Presidente dell'Ente ha commissionato al prof. Mario Comana al fine di effettuare una valutazione *ex post* sulla convenienza dell'operazione di ristrutturazione dello stesso, posta in essere a fine dicembre 2012 e di cui si dirà più avanti. Tale iniziativa del Presidente risulta assunta anche a seguito di alcune contestazioni mosse allo stesso dal vice Presidente Pozzi in occasione della riunione consiliare del 7 febbraio 2013, in merito a tale investimento, e più in generale alla complessiva gestione finanziaria dell'Ente, nonché in merito all'asserita carenza di informazioni rese al Consiglio su tale materia; contestazioni comunque poi rientrate come risultante dal verbale della riunione consiliare del successivo 14 marzo. Di tale vicenda risulta peraltro essere stata fornita apposita informativa ai Ministeri vigilanti da parte del Collegio sindacale dell'Ente.

Come risultante dal citato parere, a novembre 2012 i fondi Athena ammontavano a 185,8 milioni di euro (con un NAV di agosto 2012 pari a 155,6 mln di euro), in aumento rispetto ai 149,8 mln di euro di fine 2011. In particolare, mentre l'investimento in Athena SS era stabile a 70 mln di euro, quello in Athena Fund – si ricorda, sottostante alla nota CMS sino al suo "scioglimento" (intervvenuto il 27 gennaio 2012) – era salito a 115,8 mln di euro. In proposito va evidenziato come risultino essere state effettuate, tra dicembre 2011 e gennaio 2012 (comunque prima di detto "scioglimento" e quindi sulla base delle modalità operative contenute nel *calculation agency agreement* che regolava la struttura CMS), nuove sottoscrizioni di quote da parte del veicolo Anthracite R-26, per un ammontare complessivo di 150 mln di euro (di cui 50 a dicembre 2011 e 100 a gennaio 2012). Tale circostanza



suscita perplessità, in quanto si tratta di ulteriori investimenti in un fondo valutato già da diverso tempo come illiquido.

L'investimento nei fondi Athena era principalmente affetto, oltre che dalla forte opacità informativa (derivante dalla residenza legale alle Mauritius, in quanto tali fondi costituiscono, come detto, delle "celle" di The Four Elements Pcc), dai potenziali ed effettivi conflitti di interesse caratterizzanti le operazioni finanziarie poste in essere (conseguenza anche di un assetto di *governance* che non prevedeva la costituzione di comitati al fine di consentire una partecipazione alla gestione da parte degli investitori).

Dalla *due diligence* operata da GWM erano infatti emerse evidenze circa la vicinanza e, in alcune occasioni, la confusione di ruoli tra il gestore dei fondi Athena (Apollo Multi Asset Management) e i beneficiari ultimi (la società Time & Life e Capl Trust, proprietario di quest'ultima) – formalmente diversi, ma di fatto unico, con una conseguente elevata concentrazione di rischio – dei finanziamenti dagli stessi erogati, quale principale forma di investimento delle relative risorse. Era inoltre emerso che il finanziere Raffaele Mincione rivestiva molteplici ruoli nelle varie entità coinvolte nell'operazione; in particolare, era beneficiario unico di Capl Trust, e, quindi, di Time & Life (a sua volta beneficiaria, come detto, dei finanziamenti erogati dai fondi Athena) ed era unico azionista, *General partner*, membro del consiglio di amministrazione e del comitato investimenti di Athena Capital Special Situation Fund 1 (di seguito, Athena Lux), comparto di Athena Capital Fund Sicav, fondo di diritto lussemburghese in cui erano investite parte delle risorse del fondo Athena Fund.

Siffatta confusione di ruoli tra gestori e beneficiari rappresentava un significativo elemento di criticità che esponeva Europa Sicav (e in definitiva l'Ente) a un rischio di controparte molto elevato. Si veniva infatti a creare una situazione in cui chi concedeva il prestito era controllato, ovvero soggetto a una forte influenza, da parte del soggetto che ne beneficiava.

I conflitti di interesse avevano determinato una situazione in cui i suddetti finanziamenti (per un totale di 105 mln di euro, pari al 57 per cento dell'investimento complessivo nei fondi Athena) erano stati erogati attraverso una varietà di strumenti di debito (la parte più importante – pari a 85 mln di euro – faceva capo al *Nominee Agreement* e all'*Unsecured Loan*, a cui si aggiungeva il titolo emesso da Minerva Capital Fund, veicolo con sede alle Cayman), quasi sempre sprovvisti dei requisiti legali minimi atti a garantire sia la permanenza dell'attività sottostante l'obbligazione, che il rimborso delle quote di capitale e di interessi. Inoltre, stante il sostanziale obiettivo di destinare tali finanziamenti all'acquisizione di una considerevole partecipazione nella Banca Popolare di Milano (di seguito, BPM), si veniva a realizzare un trasferimento di risorse finanziarie che appariva formalmente come un'obbligazione, ma che, in realtà, si concretizzava in un investimento azionario, il cui profilo di rischio era senza dubbio più elevato. Era in altri termini presente una marcata difformità tra il profilo formale e quello sostanziale dell'investimento.

Era inoltre presente una penalizzante struttura commissionale (caratterizzata anche da doppi livelli di *management fee* connessi alla struttura "fondo di fondi") e di *lock-up*; situazione, questa, che risulta ulteriormente peggiorata a seguito del previsto spostamento delle attività sottostanti ai fondi Athena (ad esclusione di



Athena Lux) nel fondo di diritto maltese EurAsia Alternative Investment Fund 2 (di seguito, Malta Fund), comparto di EurAsia Alternative Investment Fund Sicav, gestito sempre da Apollo Multi Asset Management; spostamento sollecitato da GWM proprio al fine di realizzare il passaggio di tali attività dalle Mauritius a un paese europeo dotato di un sistema di vigilanza finanziaria. Alcune condizioni contrattuali del nuovo fondo sarebbero infatti risultate più penalizzanti rispetto all'assetto previgente; peraltro, le stesse sarebbero state negoziate dal responsabile, dell'epoca, del Servizio finanza, come l'Ente ha appreso, per le vie brevi, nel corso della trattativa finalizzata alla ristrutturazione (in base a quanto rappresentato nel parere in questione, non vi sarebbero tuttavia documenti attestanti tale circostanza).

Più precisamente, il Malta Fund presentava le seguenti caratteristiche:

- un periodo di *lock-up* di 7 anni, con una commissione di riscatto anticipato pari al 20 per cento del capitale richiesto nel primo anno e al 10 per cento per i successivi 6 anni;
- una commissione di gestione dell'1,75 per cento del NAV;
- una commissione di *performance* (presumibilmente del 20 per cento) senza tuttavia la previsione del meccanismo *high water-mark* (vale a dire, il meccanismo che assicura la corresponsione di tale commissione solamente dopo che le perdite eventualmente prodotte siano state completamente recuperate).

L'Athena Lux si caratterizzava invece nei seguenti termini:

- un periodo di *lock-up* di 8 anni, con una commissione di riscatto anticipato pari al 20 per cento del capitale richiesto sino al 17 luglio 2013 e al 10 per cento per i successivi 7 anni;
- una commissione di gestione dell'1,2 per cento del NAV;
- una commissione di *performance* del 20 per cento senza tuttavia la previsione del meccanismo *high water-mark*.

In presenza delle sopra descritte numerose e rilevanti criticità, a partire dal mese di ottobre 2012 GWM ha avviato una lunga trattativa – a cui ha partecipato anche il Presidente dell'Ente – con il gestore Apollo Multi Asset Management e i rappresentanti di Time & Life, finalizzata ad attuare una profonda ristrutturazione dell'investimento in questione.

Ad esito della trattativa, in data 20 dicembre 2012 è stato sottoscritto l'accordo di ristrutturazione, i cui contenuti salienti hanno formato oggetto di un'apposita informativa resa dal Servizio finanza al Consiglio di amministrazione dell'Ente riunitosi in pari data; informativa peraltro richiamata tra le premesse della deliberazione con cui in tale occasione il Consiglio ha ratificato l'operato del Presidente sull'investimento nei fondi Athena.

L'accordo di ristrutturazione è caratterizzato dai seguenti principali profili:

- l'effettivo trasferimento delle attività detenute in un fondo maltese (Malta Fund) e in un fondo lussemburghese (Athena Lux) sottoposti alla vigilanza delle Autorità di controllo dei due paesi europei (sul punto deve infatti



tenersi conto che al momento della ristrutturazione la proprietà di detti fondi faceva ancora capo alle due "celle" di The Four Elements Pcc con sede alle Mauritius, vale a dire Athena Fund e Athena SS, in quanto Apollo Multi Asset Management non aveva sino ad allora dato seguito alla manifestata intenzione di liquidarle);

- la conversione dei tre strumenti di finanziamento a favore di Time & Life sopra richiamati in un unico prestito (*Refinancing Facility*) – facente capo al Malta Fund – di 113,8 mln di euro (importo comprendente anche la capitalizzazione degli interessi già maturati e non ancora corrisposti), la cui remunerazione è correlata alla *performance* delle azioni BPM presenti nel portafoglio della stessa Time & Life (in numero pari a circa 265 milioni). Quanto alle condizioni di rimborso, ne è previsto un primo di 20 mln di euro – ottenuto mediante la vendita di quota parte delle suddette azioni (in numero pari a circa 40 milioni) – a favore di Europa Sicav (con successivo versamento all'Ente, già intervenuto lo scorso 2 maggio), con restituzione, in un arco temporale di 3 anni (nuovo periodo di *lock-up*), della residua quota di circa 90 mln di euro, per la quale è anche contemplata la costituzione, a garanzia, di un pegno sulle parte restante delle citate azioni (pegno che tuttavia non è stato ancora formalizzato). È consentito anche il rimborso anticipato laddove la valorizzazione sul mercato delle azioni sia favorevole alla relativa vendita, prevedendo in tal caso la corresponsione al Malta Fund del 22,22 per cento dei profitti realizzati, per la parte eccedente i 90 mln di euro da restituire. È infine previsto un meccanismo incentivante della restituzione anticipata del prestito (entro il prossimo 30 settembre) – vero principale obiettivo della ristrutturazione – che riconosce il pagamento delle commissioni di gestione (pari all'1,75 per cento del NAV) per tutto il periodo di *lock-up* (attualizzate a un tasso di sconto del 5 per cento); incrementate del valore più basso tra il 22,22 per cento del profitto ottenuto dalla vendita delle azioni BPM e l'importo di circa 3,9 mln di euro;
- il miglioramento della struttura degli attivi sottostanti ad Athena Lux attraverso la liquidazione di parte del proprio portafoglio di azioni di banche italiane (ad aprile scorso sono ancora presenti circa 6 mln di euro di azioni BPM) al fine di finanziare l'investimento per circa 25 mln di euro in Athena Capital Real Estate & Special Situation 1, comparto (riferibile a Time & Life) dello stesso Athena Lux, che detiene la partecipazione in una società immobiliare destinata all'acquisizione di uno stabile sito a Londra – locato e di elevato pregio – interessato da un possibile intervento di valorizzazione mediante riconversione a uso residenziale. Proprio in relazione a tale eventualità (che darebbe luogo a un significativo incremento del valore del cespite), è previsto che i profitti rivenienti dalla vendita delle quote di detto fondo (caratterizzato ora da un periodo di *lock-up* di 5 anni) verrebbero riconosciuti ad Athena Lux (e per la differenza a Time & Life) in una percentuale del 45 per cento per la quota sino a 20 mln di euro e del 40 per cento oltre detto limite. Laddove inoltre, in virtù del meccanismo di incentivazione sopra menzionato, detta società procedesse al rimborso del finanziamento ottenuto entro il 30 settembre prossimo, tali quote verrebbero vendute al gestore per cassa al valore iniziale dell'investimento;



- l'istituzione, per il Malta Fund, di un comitato investimenti (precedentemente non previsto) a cui parteciperà un rappresentante di Europa Sicav con diritto di veto su operazioni in conflitto di interesse o che riguardino delibere su investimenti il cui orizzonte temporale ecceda il previsto periodo di *lock-up* (come detto, 3 anni);
- la possibilità, per Europa Sicav, di eleggere un proprio rappresentante nel comitato investimenti di Athena Lux e di indicare un *project manager* che possa seguire l'operazione di riconversione del suddetto immobile.

Il parere predisposto dal prof. Mario Comana, pur rilevando che l'accordo di ristrutturazione ha apportato una serie di benefici non marginali all'Ente (quale investitore finale), evidenzia che lo stesso non ha posto rimedio a tutte le criticità individuate, né poteva farlo alla luce del quadro contrattuale preesistente che, ancorché fortemente sfavorevole e per molti aspetti debole, era stato legittimamente allestito. Vengono pertanto rappresentate, quali ancora sussistenti, le seguenti criticità:

- composizione degli investimenti poco adeguata agli obiettivi strategici tipici dell'Ente;
- spese di gestione che presentano elementi di onerosità che non è stato possibile rimuovere nel corso della trattativa (ivi compresi i doppi livelli commissionali);
- elevata concentrazione di rischio connessa all'investimento in azioni BPM;
- incertezza piuttosto elevata circa il valore di realizzo dell'investimento;
- percorso di disinvestimento secondo un orizzonte temporale tendenzialmente più breve ma non pienamente definito.

\*\*\*\*\*

Tra le premesse della sopra menzionata deliberazione consiliare del 20 dicembre 2012 inerente alla ristrutturazione dei fondi Athena si fa riferimento, con riguardo specifico a The Four Elements Pcc – Athena Special Situation Fund, alla concessione di *“due finanziamenti a costo zero in favore della Fondazione, rispettivamente in data 13/1/2012 e in data 20/1/2012 (finanziamenti già restituiti dalla Fondazione in data 23/4/2012, 28/5/2012 e 25/7/2012 anche mediante retrocessione alla pari delle quote sottoscritte in data 28/3/2012)”*.

In merito a tale operazione l'Ente ha fornito delle informazioni piuttosto scarse, né è stato possibile chiarirne appieno tutte le caratteristiche in occasione dei contatti intervenuti con lo stesso per le vie brevi. Si ritiene che tale circostanza sia riconducibile al fatto che la stessa non risulta essere stata oggetto di specifica formalizzazione negli atti interni dell'Ente, né a livello di Servizio finanza né a livello di Consiglio di amministrazione. Quest'ultimo, come rappresentato dall'Ente, avrebbe infatti approvato e ratificato l'operato del Presidente relativamente a questa operazione proprio in occasione della suddetta delibera; ratifica intervenuta quindi ben 11 mesi dopo il perfezionamento dell'operazione stessa.

Risulta in particolare che a inizio 2012 l'Ente si trovò in una situazione di carenza di liquidità che lo stesso ha indicato come conseguenza del forte

rallentamento del processo di dismissione immobiliare dovuto alla crisi economica e del mercato immobiliare, alla stretta creditizia – e al suo impatto sull'erogazione dei mutui – e alle incertezze connesse allo specifico quadro normativo inerente a detta attività. Tutte queste circostanze avrebbero pesantemente inciso sulle previsioni di incasso all'epoca sviluppate dal Servizio finanza.

Quest'ultimo, unitamente alla Direzione generale, propose pertanto al Presidente di finalizzare, con urgenza, l'operazione di finanziamento a breve termine in questione, per un valore di 104,5 mln di euro. Tale importo reca però in dubbio che il prestito sia stato effettivamente erogato a carico del fondo Athena SS, il cui valore è stato sempre indicato in complessivi 70 mln di euro; il fondo interessato sembrerebbe invece essere più correttamente Athena Fund e, per la precisione, il sottostante Athena Lux.

Ciò troverebbe conferma nel fatto – riferito per le vie brevi – che la sottoscrizione di quote, da parte dell'Ente, riportata nella delibera fa riferimento a quelle emesse da Athena Lux a marzo 2012 per circa 20 mln di euro, restituite dall'Ente stesso, a pari valore, il successivo luglio 2012. Altra conferma si troverebbe nella considerazione, svolta anch'essa per le vie brevi da parte dell'Ente, secondo cui la sottoscrizione di quote, per 100 mln di euro, del fondo Athena Fund posta in essere a gennaio 2012 dal veicolo Anthracite R-26 (e di cui si è detto in precedenza) sarebbe stata funzionale a creare in tale fondo la provvista necessaria per far fronte all'operazione in questione.

Il riferimento presente nella delibera del 20 dicembre scorso sembrerebbe pertanto rappresentare un refuso, presumibilmente ricollegabile ai contorni non del tutto chiari dell'operazione in questione. In proposito è stato altresì riferito per le vie brevi che la finalizzazione della registrazione contabile dei bonifici connessi al suddetto prestito è rimasta in sospeso per diversi mesi proprio perché al Servizio competente non ne era chiara l'origine.

Sul generale tema del fabbisogno di liquidità – la cui puntuale quantificazione è un'esigenza imprescindibile per un ente previdenziale che eroga direttamente prestazioni pensionistiche – risulta che solamente a seguito delle verifiche condotte dalla Funzione di controllo del rischio tra giugno e settembre 2012 l'Ente è riuscito ad avere un quadro chiaro delle proprie necessità, a cui ha fatto seguito l'adozione, sul finire del 2012, di una serie di specifiche iniziative.

Una prima iniziativa ha riguardato, nell'ambito della ristrutturazione dei fondi Athena, la previsione di una immediata restituzione di 20 mln di euro (come detto, intervenuta lo scorso 2 maggio); una seconda iniziativa è consistita nello "smontaggio" della nota Sulis che, come visto in precedenza, ha consentito di rientrare in possesso di liquidità per circa 50 mln di euro; una terza iniziativa ha portato a richiedere ai competenti uffici dell'Ente un'accelerazione delle dismissioni per l'ultimo trimestre del 2012, che ha prodotto 250 mln di euro.

L'Ente ha pertanto fatto presente di disporre ora di una riserva di liquidità – monitorata periodicamente – più che sufficiente a far fronte ai propri impegni, la quale a maggio scorso ammontava a oltre 300 mln di euro.

Si rileva in argomento che, per ovviare a contingenti esigenze di liquidità, è



stata inoltre introdotta, nell'ambito delle modifiche apportate a Europa Sicav a fine 2012, la possibilità per quest'ultima di prestare garanzie a favore di terzi, proprio allo scopo di rendere più agevole l'ottenimento di eventuali finanziamenti da parte dell'Ente.

Sempre in tema di gestione della liquidità si ricorda infine, per completezza, la vicenda – anch'essa oggetto di attenzione in diversi articoli pubblicati su alcuni quotidiani – degli investimenti, per complessivi 35 mln di euro, nei fondi Globersel Natural Resources e Algebris Financial Coco posti in essere dall'allora Direttore Generale, rispettivamente a maggio e settembre 2011; ciò sulla base della competenza allo stesso attribuita, dall'art. 4 del "Regolamento per l'attività negoziale" dell'Ente, a effettuare operazioni di investimento in strumenti liquidi e di breve termine (quali a titolo esemplificativo, pronti contro termine e fondi monetari).

All'epoca la Direzione Generale valutò tali investimenti come dotati delle caratteristiche richiamate dal citato art. 4, mentre, successivamente, la Funzione di controllo del rischio – operativa, si ricorda, a partire da giugno 2012 – evidenziò al Consiglio di amministrazione che le caratteristiche di tali prodotti non erano tali da poter essere classificati come investimenti di liquidità. Quest'ultimo, nella riunione del 13 giugno 2012, ratificò pertanto le due operazioni di investimento classificandole però tra le immobilizzazioni finanziarie.

\* \* \* \* \*

Con separata nota del 3 maggio scorso l'Ente ha fornito alla scrivente Commissione un'informativa su una questione connessa al fallimento di Lehman Brothers, di cui lo stesso è venuto a conoscenza solamente nei primi giorni di aprile. Tale questione, connotata in termini di particolare complessità in quanto regolata dalla giurisdizione di tre diversi paesi (Svizzera, Stati Uniti e Inghilterra), risulta ancora in corso di approfondimento.

Essa trae origine dalla ristrutturazione della nota Anthracite finalizzata a settembre 2009 mediante la relativa sostituzione con la nota CMS. Nell'ambito di tale operazione l'Ente aveva infatti acquisito la titolarità diretta di una richiesta di rimborso (cd. *claim*) verso Lehman Brothers Finance SA (di seguito, LBF), società svizzera del Gruppo Lehman che, attraverso un contratto *swap*, garantiva a scadenza il capitale investito nella nota Anthracite, e verso Lehman Brothers Holding (di seguito, LBH), capogruppo statunitense che a sua volta forniva una garanzia, sullo stesso impegno, alla propria consociata.

A inizio 2011 l'Ente, con l'assistenza della società di consulenza Pactum Advisers (oggi, Eidos Partners) e dello studio legale Sidley Austin, aveva presentato presso una corte inglese una richiesta di pronunciamento sul fondamento di tale credito. Nel successivo mese di luglio 2011 era intervenuto il pronunciamento del giudice inglese che, sulla base di quanto rappresentato in una memoria del dicembre 2011 del Direttore generale e del Servizio finanza, aveva riconosciuto "*in modo inequivocabile*" il credito dell'Ente verso LBF per 61,7 mln di dollari e aveva definitivamente rigettato la pretesa creditoria avanzata da LBF verso Anthracite Rated Investments Cayman Limited (emittente della nota Anthracite) per 43,7 mln di euro. Dette contrapposte pretese si ricollegavano proprio alla diversa valutazione e quantificazione degli effetti connessi alla chiusura anticipata del suddetto *swap* –



quindi al venir meno della garanzia di LBF – quale conseguenza del fallimento di Lehman Brothers. In altri termini, sia l'Ente che LBF ritenevano di aver subito un danno, diversamente quantificato, in conseguenza di tale evento.

Stante il risultato positivo dell'azione legale, era stata avviata, sempre con il supporto di Pactum Advisers, una procedura di *beauty contest* finalizzata alla cessione di detto credito a soggetti che risultavano già acquirenti di altri crediti verso il medesimo gruppo. Ad esito di tale procedura, tra le diverse offerte ricevute era stata considerata più conveniente quella presentata da Elliott Management che aveva offerto, per la componente LBF, il 41,5 per cento del valore nominale del credito (di cui il 70 per cento pagabile all'atto di cessione e il restante alla data di pubblicazione della lista dei creditori, se il credito fosse stato pubblicato per l'ammontare iscritto) e, per la componente LBH, il 12 per cento del valore nominale del credito (pagabile dopo l'ultima data utile per la contestazione, tenuto conto che la garanzia offerta da detta società non era firmata). L'offerta corrispondeva quindi complessivamente, al netto del compenso da riconoscere a Pactum Advisers, al 49,76 per cento del valore nominale del credito, per un importo di 30,7 mln di dollari.

Nella citata memoria il Direttore generale e il Servizio finanza avevano pertanto proposto di finalizzare la cessione entro la fine dell'anno, tenuto anche conto che questa sarebbe avvenuta a titolo definitivo (*pro soluto*) per il 70 per cento del prezzo concordato, limitando così il rischio dell'Ente solamente al residuo 30 per cento. In tale sede la convenienza a cedere velocemente il credito era stata legata anche al fatto che, essendo il contenzioso vinto con LBF inerente alla metodologia di calcolo del valore dell'opzione *put* sottoscritta con Credit Suisse (si ricorda, quale nuova garanzia, in sostituzione della precedente venuta meno a seguito del suddetto fallimento), esisteva comunque il rischio che LBF provasse a contestare in Svizzera il risultato del calcolo effettuato. Conseguentemente in data 14 dicembre 2011 il Consiglio di amministrazione aveva deliberato la cessione del credito.

Per effetto di tale deliberazione e delle conseguenti formalizzazioni contrattuali, in data 11 gennaio 2012 l'Ente aveva ricevuto da Elliott Management 13,8 mln di euro (corrispondenti alla conversione in euro, al cambio dell'epoca, del 70 per cento calcolato sul 41,5 per cento del valore nominale del credito, come detto, pari a 61,7 mln di dollari) e aveva pagato a Pactum Advisers una commissione di circa 965 mila euro. In proposito risulta che il suddetto incasso era stato iscritto nel bilancio consuntivo 2011 tra i crediti con contropartita "proventi di natura straordinaria" proprio perché, in base ai contenuti della memoria e della deliberazione sopra richiamate, detta cessione era stata considerata a titolo definitivo. Risulta altresì che in ordine a tale incasso era stata effettuata una verifica da parte della società di revisione dell'Ente (KPMG) mediante intervista al responsabile del Servizio finanza il quale aveva confermato il contenuto della memoria e della delibera richiamate.

Il 3 aprile scorso l'Ente ha ricevuto una comunicazione dalla quale ha appreso che, in seguito alla mancata iscrizione del credito in questione nel registro pubblicato di recente dal liquidatore di LBF, Elliott Management – in virtù di apposita clausola presente nel contratto di cessione all'epoca sottoscritto – intendeva ricederlo all'Ente stesso, il quale era tenuto a rimborsargli i 13,8 mln di euro rivalutati a un tasso calcolabile in circa il 5,5 per cento. Il successivo 15 aprile l'Ente, dopo aver verificato con l'assistenza degli studi legali Sidley Austin e Gianni, Origoni, Grippo, Cappelli &



P. la fondatezza della richiesta presentata, ha dovuto quindi versare alla suddetta società un importo di 14,7 mln di euro, che sarà peraltro rilevato nel bilancio consuntivo del 2012 quale sopravvenienza passiva, iscritta tra gli oneri straordinari.

Tale improvvisa evoluzione della vicenda in discorso risulta essere la conseguenza di una forte discrepanza tra quanto riportato nella suddetta memoria del Direttore generale e del Servizio finanza e il contenuto effettivo del contratto sottoscritto dall'Ente. In altri termini, diversamente da quanto a suo tempo prospettato, la cessione del 70 per cento del credito non è avvenuta a titolo definitivo; peraltro non vi sarebbe stata alcuna certezza circa il pagamento del residuo 30 per cento.

In proposito sembrerebbe non essere stato svolto alcun controllo da parte della Direzione generale, a cui il Servizio finanza all'epoca rispondeva, sul contenuto effettivo del contratto sottoscritto rispetto a quanto riportato nella citata memoria e successivamente approvato dal Consiglio. Va peraltro ricordato che all'epoca il responsabile del Servizio finanza aveva anche la responsabilità *ad interim* del Servizio bilancio, in assenza del dirigente preposto per congedo di maternità.

Per completezza si fa presente che risulta inoltre solamente una remota possibilità di incasso dell'ulteriore componente legata a LBH dovuta alla circostanza che i relativi liquidatori starebbero rigettando le garanzie relative a LBF in quanto non firmate.

La mancata pubblicazione del credito dell'Ente da parte del liquidatore di LBF, all'origine della problematica in discorso, risulterebbe attribuibile alle tre seguenti principali cause:

- diversa valorizzazione delle commissioni rappresentative del costo della garanzia;
- *gap* temporale tra il fallimento di Lehman Brothers (15 settembre 2008) e la quantificazione del conseguente danno che l'Ente stesso ha reputato di aver subito (effettuata a maggio 2009 sulla base delle valutazioni condotte da Credit Suisse, divenuto, come detto in precedenza, il nuovo soggetto garante);
- mancata presentazione di almeno due criteri di valorizzazione del credito in questione.

Secondo i consulenti legali dell'Ente esisterebbero tuttavia fondati elementi per aprire un confronto positivo su tutti e tre i punti.

A loro avviso, sulla base della documentazione disponibile, alcune obbligazioni sarebbero inoltre efficaci anche dopo che l'Ente è rientrato in possesso del credito. La più importante riguarda la possibilità da parte di quest'ultimo di procedere comunque a un nuovo trasferimento del credito a Elliott Management, a un prezzo pari al 41,5 per cento dell'importo ammesso nella procedura liquidatoria, a condizione che intervenga una definitiva valorizzazione dello stesso (da parte del liquidatore di LBF) entro due anni.

Quale conseguenza della mancata pubblicazione del credito dell'Ente, risulta che lo scorso 9 aprile gli avvocati di LBF hanno chiesto ad Anthracite Rated



Investments Cayman Limited il pagamento di circa 23 mln di euro, quale risarcimento del danno subito – a loro avviso – a seguito della chiusura anticipata del sopra menzionato *swap*. Detta richiesta è stata poi indirizzata all'Ente dal momento che, per poter realizzare tale intervento sull'originario contratto *swap* e quindi il conseguente "scioglimento" della nota Anthracite, lo stesso aveva dovuto sottoscrivere, in data 16 settembre 2009, un accordo di manleva ("*Indemnity deed*") con cui si era impegnato a tenere indenne Anthracite Rated Investments Cayman Limited da qualsiasi pretesa avanzata da LBF. L'Ente ha comunque chiesto a LBF l'annullamento della richiesta e, in caso di mancato positivo riscontro, sarà costretto ad avviare un contenzioso legale in Inghilterra per il rigetto della stessa. Risulta altresì che lo scorso 23 aprile l'Ente ha presentato, presso il competente tribunale svizzero, un ricorso avverso la decisione di LBF.

In merito a tale complessa vicenda l'Ente ha infine fatto presente di stare operando secondo le seguenti principali direttrici:

- complessiva ricostruzione economico-giuridica della vicenda del credito vantato nei confronti di LBF e LBH e di tutte le altre vicende a essa connesse;
- recupero del suddetto credito, attraverso il supporto degli studi legali Sidley Austin e Gianni, Origoni, Grippo, Cappelli & P. i quali dovranno, quasi certamente, avvalersi di strutture legali in Svizzera, Stati Uniti e Inghilterra, con conseguente significativo incremento di costi;
- redazione, già avviata, di una *due diligence* tecnico-legale che ricostruisca le ragioni alla base delle discrepanze rilevate tra quanto proposto e successivamente deliberato dal Consiglio di amministrazione in merito alla cessione del credito in argomento e quanto effettivamente contenuto nel relativo contratto a suo tempo sottoscritto. Ciò al fine di valutare puntualmente le conseguenze per l'Ente – non solo quelle già prodotesi ma anche quelle che si potrebbero produrre in futuro – e le più opportune iniziative da porre in essere per la tutela dei propri interessi in tutte le sedi competenti.

