



ANALISI DEGLI INVESTIMENTI MOBILIARI DELLA FONDAZIONE ENPAM

- Rapporto Finale -

VOLUME 1

9 dicembre 2010

ANALISI DEGLI INVESTIMENTI MOBILIARI DELLA

FONDAZIONE ENPAM

Rapporto Finale 9 dicembre 2010

INDICE

Premessa	3
I. Analisi del Portafoglio Mobiliare	8
1. Portafoglio Immobilizzato	8
1.1. Tipologia di obbligazioni e sottostanti	9
1.2. Profilo cedolare e del rimborso a scadenza	10
1.3. Durata	11
1.4. Rischio di Credito	12
1.5. Valore di mercato	14
2. Analisi dei Titoli CDO	15
2.1. Introduzione: i CDO (“Collateralized Debt Obligation”)	16
2.2. CDO strutturati da JPMorgan	17
2.3. CDO strutturati da Deutsche Bank	21
2.4. CDO strutturati da Barclays	25
2.5. Tabella riassuntiva CDO	29
2.6. Criticità	30
3. Il portafoglio non Immobilizzato	32
4. Evoluzione del portafoglio dal 2006	32
5. Redditività degli investimenti diretti	34

II.	Conclusioni relative all'Analisi degli investimenti mobiliari della Fondazione ENPAM	38
1.	Sintesi delle criticità	38
2.	Sintesi criticità emerse relativamente ai titoli CDO	42
3.	Conclusioni dell'analisi del patrimonio mobiliare	45
III.	Analisi delle azioni dell'Advisor Mangusta Risk	46
1.	Analisi relativa al "Contratto di assistenza tecnica e commerciale"	46
1.1.	Documentazione prevista da contratto	46
1.2.	Elenco documenti ricevuti dalla Direzione Enpam	47
1.3.	Analisi della documentazione	47
1.4.	Conclusioni	50
1.5.	Tabella Sinottica	52
1.6.	Compendio della Tabella Sinottica	59
2.	Analisi relativa al monitoraggio del rischio dei CDO	60
3.	Conclusioni dell'analisi sulle azioni dell'Advisor	61
	Bibliografia	63
A.	Bilanci	63
B.	Delibere	63
C.	Titoli	64
D.	Documenti relativi all'attività svolta dall'Advisor Mangusta	77

Premessa

Il presente rapporto costituisce una integrazione definitiva e conclusiva del precedente documento consegnato in data 4 novembre u.s. nelle mani del Presidente, Prof. Parodi, e deriva dall'incarico che la Fondazione ENPAM, con delibera del Consiglio di Amministrazione del 28 maggio 2010, ha attribuito a SRI Capital Advisers Ltd intorno alla effettuazione di una puntuale analisi del portafoglio mobiliare nel suo complesso e dei rispettivi titoli che lo compongono. Tale rapporto deve essere considerato definitivo in quanto il Direttore Generale, il 16 novembre u.s., ci ha informato che non sono disponibili e non ci saranno inviati i documenti richiesti ancora mancanti rispetto alla lista da noi ripetutamente sollecitata, tra i quali alcuni ritenuti essenziali.

L'analisi qui condotta si basa principalmente sui dati del Bilancio 31/12/2009 e sulla documentazione fornita dall'Ente ed elencata nell'apposito allegato del presente documento.

La documentazione include:

- schede tecniche dei prodotti presenti nel portafoglio immobilizzato a fine 2009;
- delibere del Consiglio di Amministrazione dal 2007 in poi e bilancio 2009;
- termsheets e prospetti dei prodotti presenti nel portafoglio della Fondazione.

Nel predisporre questo documento si fa rilevare che, mentre risultano disponibili tutte le informazioni relative ai titoli non strutturati, sono invece incomplete quelle ricevute dall'Ente relative a 32 titoli strutturati su 111, di cui:

- 20 titoli che prevedono una gestione dinamica dei sottostanti o di tipo CPPI¹, di cui mancano informazioni relative all'allocazione (colore giallo);
- 11 titoli che sono stati oggetto di varie ristrutturazioni di cui mancano documenti relativi alla struttura originale e/o ad una o più ristrutturazioni (colore rosa);
- 1 titolo di cui non ci è pervenuto alcun documento (colore arancione).

Elenchiamo di seguito i 32 titoli strutturati di cui mancano informazioni (vedi Tabella 1) e i 79 titoli strutturati per i quali invece disponiamo di documentazione sufficiente (vedi Tabella 2).

¹ CPPI (Constant Proportion Portfolio Insurance) è un meccanismo di allocazione dinamica tra uno o più investimenti rischiosi (ad esempio fondi comuni di investimento) e un investimento non rischioso (obbligazione zero coupon). L'allocazione viene modificata periodicamente in funzione della variazione dei parametri di mercato, al fine di garantire la protezione del capitale a scadenza

Tabella 1: Lista dei titoli strutturati di cui **manca documentazione**

ISIN	Emittente	Data Emissione	Data Scadenza	Nozionale
XS0342638680	Barclays Bank Plc	01/02/2008	01/02/2018	25,000,000
XS0261565138	Anthracite (SPE)	26/07/2006	26/07/2018	45,000,000
XS0338352213	Asset Repackaging Trust	20/03/2008	20/06/2023	100,000,000
XS0338352304	Asset Repackaging Trust	20/03/2008	20/06/2023	30,000,000
XS0243916128	Barclays Bank Plc	13/02/2006	27/02/2015	20,000,000
XS0334987566	BNP Arbitrage Issuance (SPE)	13/12/2007	13/12/2012	20,000,000
XS0182768365	Calyon Financial Products Guernsey Ltd	17/12/2003	17/12/2010	20,000,000
XS0172778713	Calyon Financial Products Guernsey Ltd	21/07/2003	21/04/2014	40,000,000
XS0187723969	Corsair Finance Abbacus SIM	22/03/2004	25/10/2032	10,000,000
XS0275057833	Deutsche Bank AG	21/11/2006	21/11/2016	10,000,000
XS0221912412	Deutsche Bank AG London	28/06/2005	28/06/2015	100,000,000
XS0370425364	Deutsche Bank AG London	25/06/2008	02/07/2013	15,000,000
XS0355923342	Eirles II (DB SPE)	31/03/2008	28/02/2013	15,000,000
XS0275159167	Eirles II (DB SPE)	06/12/2006	06/12/2016	35,000,000
XS0340679298	Goldman Sachs	29/01/2008	29/01/2018	10,000,000
XS0251442959	HSBC BANK PLC	26/04/2006	26/04/2018	30,000,000
XS0248828450	MEDIOBANCA	28/03/2006	28/03/2014	20,000,000
XS0248509357	SAPHIR FINANCE PLC	28/03/2006	20/03/2016	20,000,000
XS0261327034	SAPHIR FINANCE PLC	26/07/2006	20/09/2016	15,000,000
XS0233217859	SGA	23/10/2005	23/10/2017	35,000,000
XS0181479394	TER FINANCE LTD JERSEY	28/11/2003	24/04/2014	50,000,000
XS0153118608	TER FINANCE LTD JERSEY		01/11/2023	30,000,000
XS0163367187	TER FINANCE LTD JERSEY		18/12/2023	40,000,000
XS0181479477	TER FINANCE LTD JERSEY	28/11/2003	10/01/2013	50,000,000
XS0235773644	TER FINANCE LTD JERSEY		23/11/2017	100,000,000
XS0259719572	TER FINANCE LTD JERSEY	20/07/2006	20/07/2016	50,000,000
XS0279156714	TER FINANCE LTD JERSEY	08/01/2007	29/12/2016	35,000,000
XS0206078825	XELO II PLC	18/11/2004	20/03/2016	37,500,000
XS0196449366	Jubilee CDO			2,070,000
XS0241271922	Hyde Park CDO			1,425,000
XS0258133247	EIRLES 254	20/07/2006	20/07/2016	50,000,000
XS0276564712	EIRLES 312	08/01/2007	29/12/2016	35,000,000

Tabella 2: Lista dei titoli strutturati la cui **documentazione** risulta **completa**

ISIN	Emittente	Data		Nozionale
		Emissione	Scadenza	
XS0261262157	ABN Amro Bank	26/07/2006	26/07/2022	70,000,000
XS0146060842	ABN Amro Bank	05/04/2002	05/04/2022	15,000,000
XS0187695225	ABN Amro Bank	08/03/2004	20/03/2017	10,000,000
XS0350381249	BANCA INTESA SPA	04/03/2008	04/03/2013	20,000,000
IT0004148968	Banca Nuova Spa	20/11/2006	20/11/2013	10,000,000
IT0004193758	Banca Nuova Spa	15/02/2007	15/02/2017	10,000,000
IT0003950828	Banca Nuova Spa	10/11/2005	10/11/2015	10,000,000
IT0003754170	Banca Pop. Vicenza	12/11/2004	12/11/2014	10,000,000
IT0003703136	Banca Pop. Vicenza	13/08/2004	13/08/2010	5,000,000
XS0345444508	Banesto Financial (SPE)	18/02/2008	18/02/2016	15,000,000
XS0273484088	Banesto Financial (SPE)	06/11/2006	06/11/2021	10,000,000
XS0126129666	Banque et Caisse d'epargne de l'Etat - Luxembourg	30/03/2001	21/03/2016	25,000,000
XS0201293445	Barclays Bank Plc	28/09/2004	28/09/2012	15,000,000
XS0261579782	Barclays Bank Plc	21/07/2006	21/07/2023	50,000,000
XS0335455928	Barclays Bank Plc	11/12/2007	11/12/2013	20,000,000
XS0285465307	Barclays Bank Plc	08/02/2007	08/02/2019	5,000,000
XS0285465729	Barclays Bank Plc	08/02/2007	08/02/2019	5,000,000
XS0294148829	Barclays Bank Plc	03/04/2007	08/04/2019	5,000,000
XS0342786281	Barclays Bank Plc	28/01/2008	29/01/2018	20,000,000
XS0209040970	Bear Stearns	05/01/2005	05/01/2020	20,000,000
XS0208332113	Bear Stearns	20/12/2004	15/12/2010	10,000,000
XS0287598279	BNP Arbitrage Issuance (SPE)	20/02/2007	20/02/2017	10,000,000
XS0369565188	BNP Arbitrage Issuance (SPE)	18/06/2008	18/06/2013	20,000,000
XS0274190973	BNP Paribas	15/11/2006	15/11/2016	15,000,000
XS0166881424	BNP Paribas	16/04/2003	16/04/2013	10,000,000
XS0212765704	Class Ltd (SPE DB)	28/02/2005	20/03/2015	50,000,000
XS0309481819	Commerzbank AG	06/07/2007	06/07/2015	35,000,000
XS0243385688	Corsair (SPE JPM)	27/02/2009	20/03/2016	30,000,000
XS0254468019	Corsair (SPE JPM)	26/05/2006	20/02/2029	141,900,000
FR0010206300	Credit Mutuel Arkea	30/06/2005	28/12/2015	40,000,000
XS0471035336	Credit Suisse	04/12/2009	04/12/2024	35,000,000
XS0291962578	Credit Suisse Intl	13/04/2007	15/04/2019	20,000,000
GB00B2PJZJ97	Credit Suisse Intl	06/02/2008	06/02/2013	20,000,000
XS0246618572	Credit Suisse London	14/03/2006	14/03/2011	30,000,000
XS0308850238	Credit Suisse London	06/08/2007	06/08/2022	30,000,000
XS0365150233	Credit Suisse London	19/06/2008	19/06/2018	25,000,000
XS0525122718	Credit Suisse London	26/07/2010	26/07/2021	65,000,000
XS0233384832	Deutsche Bank AG	03/11/2005	03/11/2012	10,000,000
XS0256436311	Deutsche Bank AG London	13/06/2006	13/06/2016	15,000,000
XS0370302100	Deutsche Bank AG London	25/06/2008	20/06/2013	20,000,000

ISIN	Emittente	Data		Nozionale
		Emissione	Scadenza	
XS0297117805	Dexia Crediop Local	03/05/2007	03/05/2022	35,000,000
XS0257738533	Dexia Crediop SPA	23/06/2006	23/06/2011	10,000,000
XS0238703390	Ethical CDO 1 Ltd(SPE JPM)	22/12/2005	22/12/2015	30,000,000
XS0343171608	Fortis Lux Finance	15/02/2008	15/02/2016	30,000,000
XS0274130136	Goldman Sachs	09/11/2006	09/11/2016	35,000,000
XS0368682109	INTESA SANPAOLO SPA	09/06/2008	09/06/2013	25,000,000
XS0226409687	Investment company - Bermuda	11/01/2006	30/09/2018	25,000,000
XS0133963024	IRISH LIFE & PERMANENT	30/08/2001	30/08/2011	18,000,000
XS0294986103	JP MORGAN CHASE BANK NA	05/04/2007	20/06/2016	20,000,000
XS0310440069	JP MORGAN CHASE BANK NA	10/09/2007	10/09/2017	20,000,000
XS0334928636	JP MORGAN CHASE BANK NA	13/12/2007	13/12/2017	20,000,000
XS0273975499	JP MORGAN INTL DERIVATIV	15/11/2006	15/11/2016	10,000,000
XS0243328290	JP MORGAN INTL DERIVATIV	13/02/2006	15/02/2016	20,000,000
XS0241451581	KOMMUNALKREDIT AUSTRIA	06/02/2006	06/02/2016	10,000,000
XS0233362788	LLOYDS TSB BANK PLC	03/11/2005	03/11/2020	10,000,000
XS0340293934	MEDIOBANCA	25/01/2008	25/01/2018	20,000,000
XS0323461037	MEDIOBANCA	15/10/2007	15/10/2013	10,000,000
XS0346539504	MEDIOBANCA	13/02/2008	13/02/2018	30,000,000
XS0261709744	MEDIOBANCA	18/07/2006	18/07/2013	15,000,000
XS0208725944	MEDIOBANCA SPA	22/12/2004	22/12/2014	60,000,000
XS0133872498	MELIORBANCA SPA	16/08/2001	16/08/2011	6,196,800
XS0233693463	MERRILL LYNCH & CO	24/10/2005	24/10/2015	15,000,000
XS0270480139	MERRILL LYNCH & CO	05/10/2006	05/10/2011	20,000,000
XS0352544125	MERRILL LYNCH & CO	17/03/2008	17/03/2018	20,000,000
XS0371849422	MERRILL LYNCH SA LUX	25/06/2008	25/06/2013	22,500,000
XS0238128861	ROYAL BK OF SCOTLAND PLC	28/12/2005	28/12/2021	30,000,000
XS0207813600	ROYAL BK OF SCOTLAND PLC	30/12/2004	02/01/2015	15,000,000
XS0233328508	SGA	25/10/2005	21/12/2015	50,000,000
XS0249385732	SGA	30/03/2006	30/03/2016	20,000,000
XS0276351995	SGA	27/11/2006	28/11/2016	25,000,000
XS0312007338	SGA	20/07/2007	11/09/2017	60,000,000
XS0190924539	SGA	19/04/2004	19/08/2016	20,000,000
XS0171445967	SGA	01/07/2003	01/07/2013	40,000,000
XS0157958918	SOCIETE GENERALE ACCEPTANCE	19/11/2002	21/11/2011	25,000,000
XS0261107261	Svensk ExportKredit Nomura	19/07/2006	19/07/2013	15,000,000
XS0244529482	UBS AG JERSEY BRANCH	24/02/2006	21/04/2016	30,000,000
IT0003109987	Unicredit B.ca Mediocredito	23/05/2001	23/05/2011	2,066,000
XS0336628150	UNICREDIT SPA	21/12/2007	21/12/2017	10,000,000
XS0324333086	XELO PLC	22/10/2007	20/12/2017	140,000,000

L'analisi condotta si divide in tre parti:

- 1) Radiografia del patrimonio **mobiliare** dell'Ente che include in particolare:
 - un'analisi delle caratteristiche dei titoli presenti nel portafoglio dell'Ente;
 - un paragrafo dedicato ai titoli CDO con focus sulle recenti ristrutturazioni;
 - analisi di redditività del portafoglio;

- 2) **Conclusioni relative all'analisi del patrimonio mobiliare**, che include:
 - sintesi delle criticità emerse;
 - conclusioni.

- 3) **Analisi dell'operato dell'Advisor Mangusta Risk** relativamente a:
 - contratto di consulenza in essere;
 - attività di monitoraggio del rischio dei CDO.

I. Analisi del Portafoglio Mobiliare²

Se escludiamo le partecipazioni in società e fondi immobiliari, che sono più assimilabili ad un investimento immobiliare che mobiliare, il valore di libro del portafoglio di attività mobiliari a fine 2009 è pari a 5,139 miliardi di euro.

Tale valore è al netto di 630 milioni di euro di risconti passivi relativi ai titoli BTP Strip iscritti in bilancio tra le immobilizzazioni finanziarie al valore nominale.

Si opera questa rettifica al fine di rappresentare correttamente la distribuzione degli investimenti dell'Ente. Infatti, nel caso dei BTP Strip, l'Ente ha acquistato titoli, con una scadenza compresa tra i 18 e i 20 anni, per un valore nominale di 1,018 miliardi di euro, pagando complessivamente 365 milioni.

Da queste due informazioni – costo di acquisto 365 milioni e valore nominale (riportato in bilancio) 1,018 miliardi – si potrebbe erroneamente pensare ad una plusvalenza di 653 milioni; ovviamente non è così, semplicemente perchè trattandosi di titoli “zero-coupon”, ossia titoli che durante la loro vita non corrispondono alcun interesse al sottoscrittore, il loro rendimento è implicito nella differenza tra il valore di acquisto/sottoscrizione e il valore di rimborso. Tale differenza è proprio rappresentata dai 653 milioni (23 milioni relativi al 2009 più 630 milioni per gli anni futuri) che rappresentano quindi uno scarto di emissione che dovrà essere “spalmato” su tutta la vita residua del titolo. Bisogna allora considerare che l'investimento effettivo dell'Ente al 2009 risulta dato dal valore nominale rettificato di quella parte di scarto di emissione che competerà agli anni futuri pari appunto al risconto di 630 milioni di euro operato in bilancio, ma non considerato dall'Ente nella rappresentazione della distribuzione dei rischi del portafoglio mobiliare.

Tornando al portafoglio mobiliare si evidenzia che il 67% (pari a 3,452 miliardi di euro) fa parte del portafoglio immobilizzato e il restante 33% (1,686 miliardi di euro) fa parte del portafoglio non immobilizzato.

Il 21% del portafoglio totale (1,092 miliardi di euro, concentrati totalmente nel portafoglio non immobilizzato) è gestito esternamente, il restante 79% (4,047 miliardi di euro) è invece gestito direttamente dall'Ente.

Partiamo con l'analisi dal portafoglio di investimenti diretti della Fondazione al 31 dicembre 2009 (portafoglio immobilizzato e attivo circolante) per poi passare all'evoluzione dei portafogli dal 2006, che include un'analisi dei rendimenti generati dalla gestione, concludendo con una sintesi delle criticità riscontrate.

1. Portafoglio Immobilizzato

Al di là di una presenza marginale di fondi private equity (94,3 milioni di euro), polizze assicurative (41,7 milioni di euro) e azioni (800 mila euro), dai dati di bilancio 2009 **il portafoglio immobilizzato è costituito**

² Vd Bibliografia: A.4.b (Bilancio consuntivo 2009)

quasi interamente da titoli obbligazionari (3,316 miliardi di euro, equivalenti al 64,5% dell'intero portafoglio mobiliare).

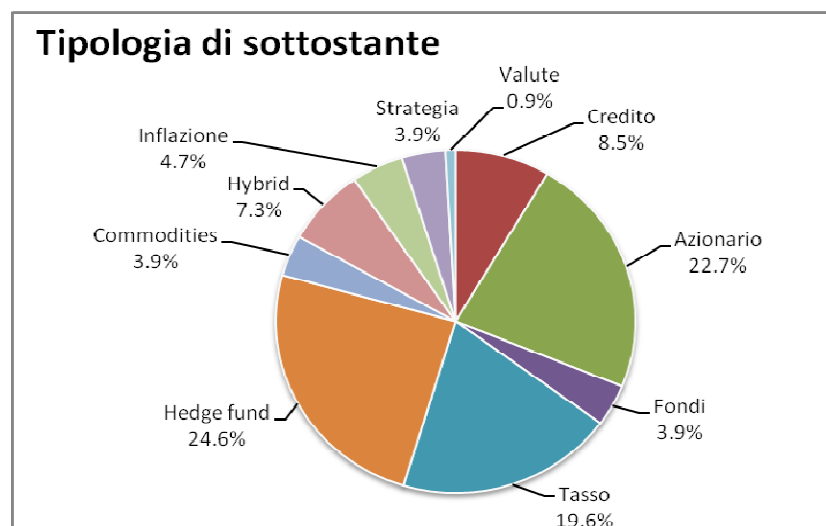
Data la preponderanza di questo portafoglio obbligazionario la nostra analisi si è concentrata prevalentemente su di esso, articolandosi in sei diverse aree:

- tipologia di obbligazioni e sottostanti;
- profilo cedolare e del rimborso a scadenza;
- durata;
- rischio di credito;
- valore di mercato;
- redditività (analizzata in una sezione successiva).

1.1. Tipologia di obbligazioni e sottostanti³

Il portafoglio immobilizzato di obbligazioni della Fondazione consiste per la quasi totalità di note strutturate (88% del valore nominale). La restante parte è rappresentata dai BTP Strip sottoscritti durante il 2009. Si chiarisce che una nota strutturata è un titolo di credito che invece di pagare un tasso fisso o variabile, come una normale obbligazione, prevede dei pagamenti (a titolo di interesse o di rimborso del capitale) indicizzati ad un parametro sottostante (che può essere un indice azionario, un paniere di azioni, un paniere di commodities o di valute, un hedge fund, etc., ovvero una combinazione degli stessi). Un esempio, tra gli infiniti possibili, potrebbe essere un titolo a cinque anni che paga cedole annuali dell'1% e poi a scadenza rimborsa il capitale iniziale maggiorato dell'eventuale apprezzamento del petrolio nel corso dei cinque anni.

Proponiamo ora una classificazione del portafoglio in essere al 30 settembre 2010 sulla base della tipologia di sottostante



NB – L'analisi è stata effettuata sul 100% del portafoglio.

³ Vd Bibliografia: A.4.b (Bilancio consuntivo 2009), C.1-C.113 (Documenti singoli titoli), C.114 (Prezzi titoli al 30 settembre)

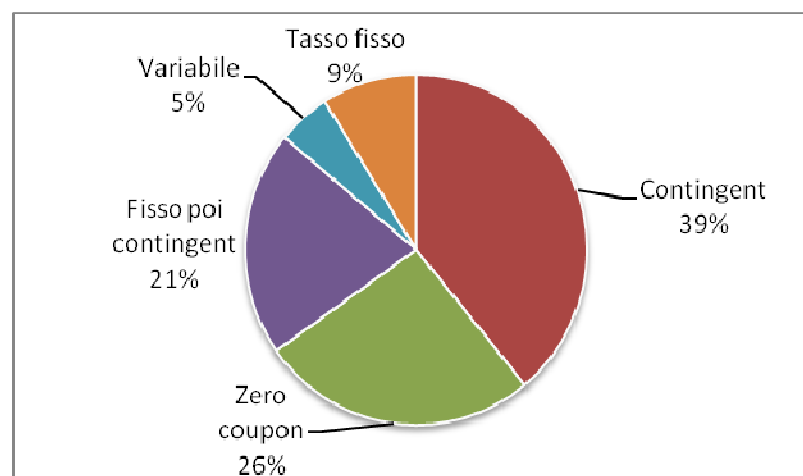
Questi dati sono molto diversi da quelli calcolati internamente da Enpam e questo è una dimostrazione del fatto che si tratta di **titoli complessi** che non si prestano ad essere classificati facilmente e della **poca trasparenza del bilancio**. Si può notare, in ogni caso, che la maggior parte degli investimenti sono legati ad attivi di credito, azionario ed hedge funds che sono state le asset class più colpite dalla crisi del 2008. Le potenziali minusvalenze (perdite sul nozionale), per le sole tre asset class citate, sarebbero in eccesso a 380 milioni di euro, calcolate come differenza tra i valori di bilancio 2008 e i valori di mercato. È anche corretto far presente che sulla base di valutazioni riferite al 30 settembre 2010 e relative però solo ad un 78% del portafoglio di titoli strutturati, risulterebbero recuperati circa 165 milioni di tali minusvalenze.

1.2. Profilo cedolare e del rimborso a scadenza⁴

Dato un certo sottostante, la nota può esservi indicizzata in molti modi diversi. Tornando all'esempio precedente della nota legata al petrolio, la nota potrebbe ad esempio corrispondere una cedola fissa il primo anno e successivamente cedole variabili legate all'andamento del sottostante, magari con un minimo dell'1%; oppure potrebbe non corrispondere nessuna cedola; o solo cedole legate all'andamento del sottostante, e a scadenza potrebbe rimborsare il capitale iniziale maggiorato dell'apprezzamento del petrolio ma con un massimo del 50%, oppure potrebbe pagare non il 100% dell'apprezzamento, ma solo il 30%, oppure ancora potrebbe prevedere che l'investitore partecipi al 100% del rialzo ma perda parte del capitale se invece si registra un ribasso superiore al 30%. Anche qui gli esempi possibili sono infiniti.

Le note presenti nel portafoglio immobilizzato di ENPAM esibiscono un'estrema varietà di profili cedolari e di rimborso. È possibile tuttavia ricavare alcuni dati di sintesi:

- Rimborso a scadenza
 - o 50,82% rimborso alla pari
 - o 45,44% rimborso a 100 + opzione su sottostante
 - o 3,75% capitale non garantito
- Profilo cedolare



NB – L'analisi è stata effettuata sul 100% del portafoglio.

⁴ Vd Bibliografia: A.4.b (Bilancio consuntivo 2009), C.1-C.113 (Documenti singoli titoli)

Come si può notare il 65% del portafoglio prevede cedole nulle o contingenti, ovvero che dipendentemente dall'evoluzione del sottostante potrebbero essere nulle o minime fino a scadenza.

In diversi casi queste cedole contingenti si basano su formule particolarmente complesse e di difficile monitoraggio. Prendiamo ad esempio il titolo RBS con scadenza dicembre 2021⁵: tale titolo paga una cedola pari a 10 volte la differenza tra il tasso swap⁶ in euro a 10 anni e il tasso swap in euro a 2 anni; tuttavia la cedola che può essere corrisposta ha un valore massimo, variabile e pari a 2 volte l'inflazione europea. Di fatto l'andamento di questo titolo dipende dall'evoluzione dei tassi di interesse, della pendenza della curva dei tassi di interesse e della curva dell'inflazione. Va da sé che, con così tanti parametri coinvolti, la valutazione pre-investimento dell'impatto dei vari movimenti di mercato sul valore del titolo stesso e sulle cedole future, e il monitoraggio del titolo durante la sua vita siano qualcosa alla portata solo degli attori di mercato più sofisticati.

Inoltre alcune note presentano una "leva" molto elevata, ovvero una variazione anche di piccola entità del parametro sottostante può avere un impatto di entità molto superiore sui pagamenti corrisposti. Proponiamo come esempio la nota Lloyds Snowball in dollari a 15 anni (ISIN XS02333362788)⁷. Questa nota paga due cedole molto elevate per i primi due anni (15% e 15,5%); successivamente paga una cedola pari a 1,4 volte la cedola precedente a cui va sottratto due volte il tasso in dollari a 3 mesi, con un massimo del 12%. Questo vuol dire che se a partire dalla prima data di fixing della cedola variabile, il tasso in dollari è uguale o inferiore al 2,4% la cedola rimane al 12%; tuttavia se il tasso sale sopra il 2,4% la cedola comincia progressivamente a ridursi. Ad esempio con tassi al 5% la nota pagherebbe 11,7% il terzo anno, 6,4% il quarto anno e poi 0% per gli undici anni successivi. Nel caso poi del titolo preso in esame, l'emittente ha il diritto di richiamare la nota a 100% a partire dalla fine del secondo anno, quindi anche in caso di andamento particolarmente favorevole dei tassi, il potenziale beneficio per l'investitore è limitato.

Per inciso in generale questo tipo di note sono spesso il risultato della ristrutturazione di una nota precedente che aveva perso molto valore: in questo modo si prova, o sacrificando un rendimento minimo ancora garantito dalla nota, o allungando la scadenza, o con altre modalità diverse caso per caso, a ridare una speranza di redditività alla nota, tuttavia, come visto, attraverso una scommessa che ha basse probabilità di realizzarsi. O in alternativa queste cedole molto in leva si associano a note che corrispondono cedole fisse iniziali molto alte, per aumentare la redditività a breve, compensate poi con una scommessa poco costosa sulle cedole successive.

1.3. Durata⁸

La distribuzione delle note del portafoglio ENPAM per scadenza risulta abbastanza omogenea, con la maggiore parte del portafoglio investita con un orizzonte temporale medio-lungo.

In particolare:

- 6,17% scadenza inferiore ai 3 anni;

⁵ Vd Bibliografia: C.90

⁶ Per tasso swap si intende il tasso di interesse interbancario utilizzato dalle principali banche mondiali nelle transazioni tra di loro

⁷ Vd Bibliografia: C.75

⁸ Vd Bibliografia: A.4.b (Bilancio consuntivo 2009), C.1-C.113 (Documenti singoli titoli)

- 42,32% intorno ai 5 anni;
- 29,60% intorno ai 10 anni;
- 8,32% intorno ai 15 anni;
- 13,59% intorno ai 20 anni o superiore.

1.4. Rischio di Credito⁹

Il rischio di credito è, in sintesi, il rischio che l'emittente di un titolo di credito fallisca e di conseguenza smetta di pagare gli interessi sul debito e non rimborsi, o rimborsi solo parzialmente, il capitale.

Tipologia di emittente

Il rischio di credito dipende quindi dall'emittente del titolo, perciò iniziamo ad analizzare gli emittenti selezionati da ENPAM. Si tratta nella quasi totalità dei casi di due tipologie di emittente:

- Istituti di credito
- Special Purpose Vehicles (o SPV).

Mentre è risaputo cosa sia un istituto di credito, lo stesso non si può dire di un SPV. Un SPV è un veicolo, una sorta di "scatola", creato da una banca ma al di fuori del bilancio della banca stessa. Per spiegarne il funzionamento consideriamo i due casi: se un investitore sottoscrive un titolo emesso da una banca, il capitale versato viene trasferito alla banca (che in questo modo fa raccolta) e di conseguenza l'investitore è soggetto al rischio di credito della banca stessa; se invece sottoscrive un'emissione di un SPV il capitale viene trasferito all'SPV, e l'SPV, che non esercita alcuna attività reale e dunque non ne ha bisogno per finanziarsi, lo utilizza per acquistare uno o più titoli di debito selezionati dall'investitore in accordo con la banca di investimento che struttura l'operazione e che ha creato l'SPV: l'investitore a questo punto non è più soggetto al rischio di credito della banca, ma al rischio dei titoli che si trovano all'interno dell'SPV.

Per capire il motivo per cui gli SPV sono diventati molto popolari nel corso degli anni 2000, prima del *credit crunch* del 2007, è necessario comprendere come si determina il rendimento su un titolo obbligazionario: il rendimento è la somma dell'interesse corrisposto da un titolo free-risk (ad esempio un governativo tedesco) a cui si aggiunge una componente (detta "spread") che è tanto più alta quanto maggiore è il rischio dell'emittente, come percepito dal mercato. Negli anni 2000 l'abbondante liquidità presente sui mercati ha determinato una significativa riduzione degli spread; le banche potevano permettersi di emettere obbligazioni pagando uno spread molto contenuto, penalizzando ovviamente il rendimento offerto agli investitori. In questa situazione gli investitori interessati ad ottenere uno spread (e quindi un rendimento) più alto hanno iniziato a fare largo uso di SPV inserendoci (ricordiamo che l'SPV è una scatola, in cui l'investitore ha ampia libertà di inserire gli strumenti finanziari che vuole) titoli obbligazionari che pagavano spread più elevati, o contratti di swap (strumenti derivati), che consentivano di ottenere uno spread e quindi un rendimento più elevato. Il prezzo da pagare era ovviamente un rischio di credito (o altri rischi tra cui quello di liquidità) maggiore, rischio che inizialmente durante il boom di mercato veniva comunque percepito come inesistente o molto contenuto, ma che poi, come la storia ha ampiamente dimostrato, tanto contenuto non era.

⁹ Vd *Bibliografia: A.4.b (Bilancio consuntivo 2009), C.1-C.113 (Documenti singoli titoli)*

Gli SPV sono stati utilizzati diffusamente per emettere *credit-linked notes* e in particolare i CDO che verranno discussi nel capitolo seguente.

Per quanto riguarda il bilancio di ENPAM, **notiamo come nel portafoglio immobilizzato gli emittenti siano:**

- **46% emittenti bancari**
- **42% SPV**
- **11% titoli emessi dallo Stato Italiano**
- **1% del portafoglio risulta investito direttamente** in una investment company.

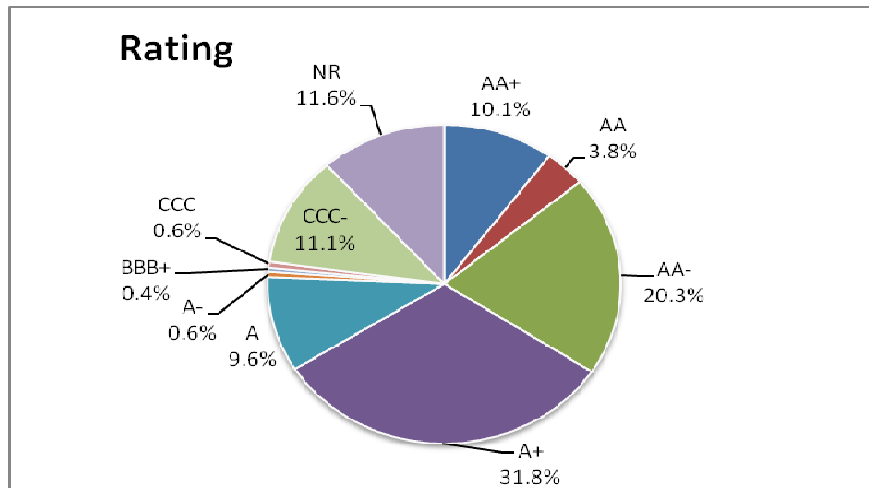
Inoltre le credit-linked notes costituiscono il 27,20% del portafoglio, con in particolare il 14,6% investito in CDO.

Rating

Si analizza ora la composizione per rating del portafoglio. Il rating è un giudizio, espresso da una agenzia specializzata (tra cui le principali sono Standard & Poor's, Moody's e Fitch) sulla capacità dell'emittente di ripagare il debito. Ad esempio nella scala usata da S&P abbiamo:

- 'AAA'- Capacità di soddisfare gli impegni finanziari estremamente elevata.
- 'AA'- Capacità di soddisfare gli impegni finanziari molto alta.
- 'A'- Forte capacità di soddisfare gli impegni finanziari, ma con una certa sensibilità a condizioni economiche e cambiamento di circostanze avversi.
- 'BBB'- Capacità adeguata di soddisfare gli impegni finanziari, ma maggiormente soggetta a condizioni economiche avverse.
- 'BB'- Meno vulnerabile nel breve termine (rispetto ad altre emissioni speculative), tuttavia si trova ad affrontare grandi incertezze nella sua esposizione ad avverse condizioni economiche, finanziarie e settoriali.
- 'B'- Più vulnerabile ad avverse condizioni economiche, finanziarie e settoriali, ma attualmente ha la capacità per soddisfare gli impegni finanziari.
- 'CCC'- Attualmente vulnerabile e dipende da condizioni economiche, finanziarie e settoriali favorevoli per soddisfare gli impegni finanziari.
- 'CC'- Attualmente molto vulnerabile.
- 'C'- È stata inoltrata un'istanza di fallimento o procedura analoga, ma i pagamenti e gli impegni finanziari sono mantenuti.
- 'D'- Situazione di insolvenza.
- 'NR' - Non esiste un rating.

Riportiamo ora la suddivisione per rating del portafoglio immobilizzato di ENPAM.



NB – La classificazione riguarda il 75,72% del portafoglio per il quale si sono trovate informazioni (Fonte Bloomberg)

È anche importante aggiungere, come indicato in nota al grafico, che per alcuni dei titoli immobilizzati presenti nel portafoglio al 30 settembre 2010, tra cui diverse credit linked notes, non è stato possibile rintracciare informazioni relative al giudizio di credito attribuito. Trattandosi come si è visto di titoli il cui rating può essere stato penalizzato, risulta ragionevole supporre che il peso dei titoli con rating speculativo potrebbe essere anche maggiore di quello rappresentato nel grafico. In particolare in questo caso si tratta di titoli emessi dai seguenti SPV:

SGA – Società General Acceptance (8 titoli) ¹⁰	nozionale EUR 272.937.500;
TER Finance (7 titoli) ¹¹	nozionale EUR 362.000.000;
XELO II (1 titolo) ¹²	nozionale EUR 37.500.000;
ETHICAL CDO (1 titolo) ¹³	nozionale EUR 30.000.000.

Notiamo infine che la maggior parte dei titoli sopra indicati sono stati acquistati nell'ultimo quinquennio e con il supporto di advisors pressoché sconosciuti che nella maggior parte dei casi non sono in alcun modo regolamentati da alcuna autorità di vigilanza (Consob/FSA/Banca d'Italia etc).

1.5. Valore di mercato¹⁴

Premettiamo che per i titoli presenti nel portafoglio immobilizzato di ENPAM non si può parlare di un vero e proprio valore di mercato, in quanto si tratta di titoli strutturati, talvolta emessi specificamente per l'Ente e di cui l'Ente è l'unico investitore, e perciò non scambiati su un mercato. Normalmente l'unico valore disponibile è quello fornito periodicamente dalla banca stessa che ha strutturato l'operazione, e questo

¹⁰ Vd Bibliografia: C.93, C.94, C.95, C.97, C.98, C.99, C.100, C.101

¹¹ Vd Bibliografia: C.103- C.109

¹² Vd Bibliografia: C.112

¹³ Vd Bibliografia: C.61

¹⁴ Vd Bibliografia: A.3.b (Bilancio consuntivo 2008), A.4.b (Bilancio consuntivo 2009)

ovviamente ha un grado di attendibilità inferiore rispetto ad un prezzo quotato su un mercato con più partecipanti presenti.

In mancanza di altri dati, per i motivi appena anticipati, utilizziamo i valori di libro e i valori di mercato che risultano dal bilancio 2009.

Il portafoglio di ENPAM ha un valore di libro al costo medio ponderato di 3,296 miliardi di euro. Il valore di mercato è invece pari a 2,863 miliardi.

Ciò si traduce in un valore di mercato inferiore al valore di libro per 433 milioni o, in termini percentuali, una perdita rispetto al valore di libro del 13,14%.

Nel bilancio 2008 erano stati operati da Enpam accantonamenti prudenziali al fondo svalutazione per 400 milioni di euro che nel bilancio 2009 sono stati ridotti a 328,75 milioni di euro, ritenendo la restante differenza tra valore di mercato e valore di libro – pari a 104 milioni di euro - come una perdita non durevole. A differenza del precedente bilancio, per il 2009 viene fornita la lista dei titoli per i quali erano stati eseguiti gli accantonamenti, insieme con l'ammontare delle riprese di valore operate nel corso del 2009. Tuttavia emergono delle criticità nella metodologia utilizzata.

Non si riesce infatti ad individuare una sistematica corrispondenza tra l'ammontare degli accantonamenti operati e le potenziali perdite deducibili dai valori di mercato iscritti in bilancio. Ad esempio nel 2008 erano stati operati accantonamenti per un valore complessivo di 24 milioni di euro (pari al 30% del valore nozionale) a fronte di 4 titoli a capitale garantito emessi da JP Morgan che presentavano un valore di mercato mediamente pari a 83.15%. Allo stesso tempo, per un titolo come lo XELO 2017, che a fronte di un nominale di 140 milioni presentava un valore di mercato di soli 33,6 milioni di euro, l'accantonamento al fondo svalutazione ammontava a soli 65 milioni ossia meno del 50% del valore nozionale.

Nel 2009, per gli stessi titoli JP Morgan menzionati sopra, in bilancio viene indicata una ripresa di valore pari all'intero accantonamento del precedente anno che però non sembra trovare conferma nella valutazione di mercato degli stessi. Infatti il valore medio dei 4 titoli è pari a 78,35% addirittura inferiore a quello dello scorso anno e ci risulta che per gli stessi sia stata presa in esame a maggio una proposta di ristrutturazione¹⁵ in occasione della quale erano stati valutati 76,88%.

2. Analisi dei Titoli CDO

La Fondazione ENPAM detiene nel proprio portafoglio immobilizzato 9 titoli CDO, strutturati da JPMorgan, Deutsche Bank e Barclays Capital, per un nozionale totale di 446,5 milioni pari all'8,7% del totale delle attività mobiliari dell'Ente.

Questi titoli sono stati ristrutturati più volte, con le ultime ristrutturazioni nel settembre 2010. Presentiamo, dopo un'introduzione sui CDO, una descrizione dei singoli titoli, con dettagli sulle ristrutturazioni, e di seguito le criticità riscontrate.

¹⁵ Vd Bibliografia - B.e (Commissione investimenti mobiliari, Riunione del 11-05-2010)

Premettiamo che questa analisi si basa sulla documentazione che ci è stata inviata dall'Ente. Tale documentazione è incompleta, e nei singoli casi, dove rilevante, verrà precisato quali documenti abbiamo utilizzato.

Inoltre i documenti, richiesti il 26 agosto, ci sono pervenuti soltanto in data 6 e 7 ottobre, con l'eccezione di un singolo CDO (Ethical CDO) che ci era stato inviato il 20 settembre. Ciò ha complicato ulteriormente l'analisi, già di per sé impegnativa data la complessità dei prodotti coinvolti.

2.1. Introduzione: i CDO ("Collateralized Debt Obligation")

I CDO sono un particolare tipo di *credit-linked notes*, ovvero titoli in cui il pagamento degli interessi e lo stesso rimborso del capitale a scadenza non è garantito dalla banca emittente o che struttura l'operazione, ma è invece condizionato al mancato verificarsi di uno o più eventi di credito (fallimento, mancato pagamento, ristrutturazione del debito) su altre entità sottostanti (che possono essere imprese, stati, agenzie governative, ma anche prestiti o portafogli di mutui).

Questi strumenti sono talmente complessi che le banche stesse che li strutturavano non riuscivano a comprenderne appieno il funzionamento, e la dimostrazione sta nel fatto che le ingenti svalutazioni di bilancio che hanno costretto i governi a iniettare svariati miliardi di dollari di capitale nelle banche per salvarle, riguardavano proprio questi strumenti (ad esempio il gigante assicurativo americano AIG ha generato molti dei suoi profitti negli anni 2000 proprio vendendo garanzie su questi titoli: il risultato è che il governo americano ha dovuto stanziare circa 200 miliardi di dollari per salvarla).

Per spiegare il funzionamento, senza scendere troppo nelle tecniche del prodotto, ipotizziamo di avere un CDO con "subordinazione" 7 e "spessore" 5, che abbia come sottostante un portafoglio di 100 crediti (ad esempio obbligazioni governative e corporate). Assumiamo un recovery value, ovvero la percentuale del valore del titolo che i creditori riescono a recuperare in caso di evento di credito, del 30%. In questo esempio si possono verificare eventi di credito su 10 di questi titoli senza che ciò comporti una perdita di capitale. Il numero è dato da: subordinazione / (100% - recovery value del titolo).

Tuttavia quando si verifica l'undicesimo evento di credito il CDO riporta una perdita di capitale pari a (100% - recovery value del titolo) / 5, ovvero lo spessore: quindi con recovery 30% la perdita di capitale è pari a (100% - 30%) / 5 ovvero 14%. E ad ogni altro default successivo il CDO riporta una perdita di capitale calcolata secondo questa formula. Apparentemente può sembrare che il verificarsi di 11 default sia altamente improbabile, e questo è il motivo per cui questi prodotti sono diventati molto popolari in un periodo caratterizzato da pochi default come gli ultimi anni prima della crisi. Tuttavia una volta che si considera l'arco temporale della vita del CDO (che è destinato ad attraversare fasi di mercato positive, ma anche negative come gli ultimi 3 anni) e il fatto che dei 100 titoli iniziali una parte già inizialmente non abbia un merito creditizio particolarmente elevato, la probabilità di riportare una perdita di capitale diventa più evidente.

2.2. CDO strutturati da JPMorgan

I CDO strutturati da JPMorgan sono 3:

- Series 11 EUR 30,000,000 Rotating SPI Basket Variable Rate Secured Portfolio Credit-linked Notes due 2016 (ISIN XS0243385688) emesse da Corsair Finance (Ireland) No. 6 Limited (“**Corsair 6/11**”)
- Series 12 EUR 74,000,000 Rotating SPI Basket Linked Managed Portfolio Credit-linked Secured Notes due 2029 (ISIN XS0254468019) emesse da Corsair Finance (Ireland) No. 6 Limited (“**Corsair 6/12**”)
- Series 5 EUR 30,000,000 Variable Rated Secured Substitutable Portfolio Credit-linked Notes due 2016 (ISIN XS0238703390) emesse da Ethical Structured Products (Jersey) Limited (“**Ethical CDO**”).

– **Corsair 6/11 (acquistato tramite l’advisor E Partners)¹⁶**

Si tratta di un titolo emesso il 27 febbraio 2006 e con scadenza 20 marzo 2016, per un nozionale di 30 milioni di Euro.

Il titolo ha corrisposto una cedola fissa del 7% il primo anno.

Successivamente le cedole sono variabili e legate alla performance di due fondi – World Energy Fund e World Healthscience Fund – gestiti da Merrill Lynch International Investment Fund. La performance è calcolata secondo un meccanismo di allocazione dinamica di tipo CPPI, in cui cioè l’esposizione ai due fondi e ad un attivo non rischioso (zero coupon) cambia periodicamente sulla base di un algoritmo.

Dalla scheda prodotto fornita dalla Fondazione non risulta che siano state corrisposte altre cedole oltre alla prima.

Il rimborso del capitale (totale, parziale o nullo) dipende invece dal numero di eventi di credito che si verificano in un portafoglio di crediti sottostanti, secondo il meccanismo del CDO descritto precedentemente.

Il titolo è stato ristrutturato a due riprese l’1 aprile 2010 e il 18 maggio 2010.

La ristrutturazione è avvenuta congiuntamente agli altri due CDO strutturati da JPMorgan.

La ristrutturazione ha implicato la modifica delle caratteristiche del CDO (che ora sono uguali per tutti i tre titoli JPMorgan, come verrà descritto in seguito), l’introduzione di un Portfolio Manager (CQS Cayman LP) e di un Risk Assessment Agent (Mangusta Risk Uk Ltd), l’eliminazione del rating (il rating prima della ristrutturazione era CCC).

Nell’ambito della ristrutturazione Fondazione ENPAM ha effettuato un pagamento all’SPV emittente Corsair pari a **EUR 2.171.642** (ovvero il **7,23%** del nozionale), di cui EUR 2.159.142 depositati in un cash account che verrà utilizzato dal manager nella sua attività gestionale.

¹⁶ Vd Bibliografia: C.39, B.c (Delibera N.68/2009 del 27 novembre 2009)

– **Corsair 6/12 (acquistato tramite l’advisor Cortal Consors)¹⁷**

Si tratta di un titolo emesso il 26 maggio 2006 e che originariamente aveva scadenza 17 giugno 2016 e nozionale 74 milioni di Euro. Il 3 aprile 2009 è stato inserito a collaterale un titolo zero coupon emesso dalla BEI, con scadenza 20 febbraio 2029, per un nozionale di 67,9 milioni di euro.

La motivazione, come si evince dalla delibera del CdA di ENPAM del 27/11/2009, era di copertura del capitale. Dalle informazioni a nostra disposizione non è tuttavia chiaro il meccanismo con cui dovrebbe avvenire questa copertura del capitale.

Come conseguenza dell’inserimento di questo titolo BEI la scadenza delle Note è ora il 20 febbraio 2029 ed il nozionale totale è 141,9 milioni di Euro.

Da un punto di vista sostanziale il titolo originale e lo zero coupon BEI sono due titoli separati e possono essere analizzati come tali:

- il titolo BEI è un semplice zero coupon che rimborserà il nozionale alla data di scadenza nel 2029;
- il titolo originale è invece un CDO, con nozionale 74 milioni, e scadenza nel 2016 (formalmente il rimborso del capitale si tradurrebbe in un pagamento all’investitore sotto forma di cedola delle Note Corsair).

Il titolo ha corrisposto una cedola fissa del 7% il primo anno. Successivamente le cedole sono variabili e legate alla performance di un basket di fondi azionari/obbligazionari e di una strategia proprietaria di JPMorgan. La performance è calcolata secondo un meccanismo di allocazione dinamica di tipo CPPI, in cui cioè l’esposizione al basket e ad un attivo non rischioso (zero coupon) cambia periodicamente sulla base di un algoritmo.

Dalla scheda prodotto fornita dalla Fondazione non risulta che siano state corrisposte altre cedole oltre alla prima.

Il rimborso del capitale (totale, parziale o nullo) dipende invece dal numero di eventi di credito che si verificano in un portafoglio di crediti sottostanti, secondo il meccanismo del CDO descritto precedentemente.

Il titolo è stato ristrutturato a due riprese l’1 aprile 2010 e il 26 maggio 2010.

La ristrutturazione è avvenuta congiuntamente agli altri due CDO strutturati da JPMorgan.

La ristrutturazione ha implicato la modifica delle caratteristiche del CDO (che ora sono uguali per tutti i tre titoli JPMorgan, come verrà descritto in seguito), l’introduzione di un Portfolio Manager (CQS Cayman LP) e di un Risk Assessment Agent (Mangusta Risk Uk Ltd), l’eliminazione del rating (il rating prima della ristrutturazione era CCC-).

Nell’ambito della ristrutturazione Fondazione ENPAM ha effettuato un pagamento all’SPV emittente Corsair pari a EUR 24.450.000 in data 6 aprile 2010 e EUR 5.356.716 in data 3 giugno 2010, per un totale di **EUR 29.806.716** (pari al 40,28% del nozionale). Di questi EUR 2.069.216 sono stati depositati in un cash account che verrà utilizzato dal manager nella sua attività gestionale.

Di questo titolo non abbiamo informazioni sulla ristrutturazione dell’aprile 2009 in cui è stato inserito il titolo BEI.

¹⁷ Vd Bibliografia: C.40, B.c (Delibera N.68/2009 del 27 novembre 2009)

– **Ethical CDO**¹⁸

Si tratta di un titolo emesso il 22 dicembre 2005 e con scadenza 20 marzo 2016, per un nozionale di 30 milioni di Euro.

Le cedole del titolo sono variabili e legate alla performance di tre fondi “etici”. La performance è calcolata secondo un meccanismo di allocazione dinamica di tipo CPPI, in cui cioè l’esposizione ai fondi e ad un attivo non rischioso (zero coupon) cambia periodicamente sulla base di un algoritmo.

Dalla scheda prodotto fornita dalla Fondazione risulta che sia stata pagata una cedola il primo anno, pari al 7,21%, e nessun’altra cedola successivamente.

Il rimborso del capitale (totale, parziale o nullo) dipende invece dal numero di eventi di credito che si verificano in un portafoglio di crediti sottostanti, secondo il meccanismo del CDO descritto precedentemente.

Il titolo è stato ristrutturato a due riprese l’1 aprile 2010 e il 18 maggio 2010.

La ristrutturazione è avvenuta congiuntamente agli altri due CDO strutturati da JPMorgan.

La ristrutturazione ha implicato la modifica delle caratteristiche del CDO (che ora sono uguali per tutti i tre titoli JPMorgan, come verrà descritto in seguito), l’eliminazione di un “Portfolio Certification Agent” – Mittel Corporate Finance S.p.A. – presente nella precedente struttura e l’introduzione di un Portfolio Manager (CQS Cayman LP) e di un Risk Assessment Agent (Mangusta Risk Uk Ltd). La nuova struttura non ha rating e non sono state trovate informazioni su eventuali rating precedenti.

Nell’ambito della ristrutturazione Fondazione ENPAM ha effettuato un pagamento all’SPV emittente pari a **EUR 2.171.642** (ovvero il **7,23%** del nozionale), di cui EUR 1.496.142 depositati in un cash account che verrà utilizzato dal manager nella sua attività gestionale.

– **Dettagli ristrutturazione dei CDO strutturati da JPMorgan**¹⁹

Come anticipato nei paragrafi precedenti, attraverso le ristrutturazioni di aprile-maggio 2010 le caratteristiche dei tre CDO facenti capo a JPMorgan sono state modificate e ora tutti i CDO hanno le medesime caratteristiche (nella delibera del CdA di ENPAM del 27/11/2009 che approva l’operazione si parla di “fusione” dei CDO).

L’esecuzione delle ristrutturazioni ha comportato un **esborso di liquidità** (conferita ai veicoli) da parte di ENPAM di **EUR 34.150.000** (pari al 25,49% del nozionale).

Il nuovo CDO post ristrutturazione ha come sottostante un portafoglio di 119 nomi (“Reference Entities”), una subordinazione di 4,39% (al 30 settembre 2010, mentre al momento della ristrutturazione nel maggio 2010 era di 4,50%) ed uno spessore di 3,00%.

Ciò significa che il capitale è protetto dal primo 4,39% delle perdite, e tuttavia per ogni punto percentuale di perdite oltre il 4,39% il capitale viene eroso di un terzo, e quindi qualora le perdite dovessero

¹⁸ Vd Bibliografia: C.61, B.c (Delibera N.68/2009 del 27 novembre 2009)

¹⁹ Vd Bibliografia: C.39, C.40, C.61, B.c (Delibera N.68/2009 del 27 novembre 2009)

raggiungere il 7,39% il capitale sarebbe completamente annullato. Per offrire un'interpretazione di più facile lettura, assumendo recovery rate del 20% (ovvero che quando vi è un default di un emittente l'investitore recupera il 20% del proprio capitale), il CDO può sopportare 6 default sui 119 emittenti sottostanti senza che vi siano perdite; tuttavia al settimo default il capitale verrebbe intaccato e all'undicesimo default la Fondazione perderebbe il 100% del capitale.

La scadenza del CDO è il 20 marzo 2016.

Il **valore di mercato**²⁰ del CDO al 30 settembre 2010 (secondo il report del Portfolio Manager) è pari al **44,61%**.

– Inserimento Portfolio Manager²¹

Nell'ambito delle ristrutturazioni dell'aprile-maggio 2010 è stata introdotta la figura del Portfolio Manager, che dovrà gestire il rischio di credito delle Note, effettuando gli opportuni interventi sul portafoglio sottostante.

L'incarico è stato affidato a **CQS Cayman LP**, un manager basato alle Isole Cayman.

In virtù di questo incarico il manager riceverà una **commissione di gestione annuale dello 0,25%**, sul nozionale totale comprensivo della liquidità e degli zero coupon conferiti dall'Ente (al netto delle eventuali perdite di capitale riportate durante la vita dei CDO).

Questa regola porta ad una situazione paradossale: nel CDO Corsair 6/12, in cui il nozionale esposto al rischio CDO - ovvero quello che viene effettivamente gestito - è pari a 74 milioni di Euro, il Portfolio Manager riceverà le commissioni calcolate su ben 171.706.716 Euro (ottenuta sommando ai 74 milioni di Euro anche i 67,9 milioni dello zero coupon BEI, su cui non viene effettuata alcuna gestione, ed in più anche la liquidità inserita dall'Ente).

Le commissioni di gestione sono **garantite per due anni** (anche nel caso in cui l'Ente decidesse di interrompere il rapporto anticipatamente) e sono **corrisposte a partire dal 31 marzo 2010**.

Oltre alle commissioni di gestione il contratto prevede anche delle **commissioni di performance**, pari al 3% di 160.800.000 Euro (non ci è chiaro come sia stato calcolato questo numero) nel caso di un valore di liquidazione a scadenza compreso tra l'80% e il 90% del valore nominale dei CDO; al 4% nel caso di un valore di liquidazione a scadenza compreso tra il 90% e il 100% del valore nominale dei CDO; al 5% nel caso di un valore di liquidazione a scadenza compreso tra il 100% e il 110% del valore nominale dei CDO; al 6% nel caso di un valore di liquidazione a scadenza superiore al 110% del valore nominale dei CDO.

Ciò significa che: l'Ente ha speso fino ad ora 168.150.000 Euro nei tre CDO JPMorgan (134 mln per sottoscriverli + 34,15 milioni di iniezione di liquidità); se di questo ammontare dovesse recuperare 107,2 milioni (riportando dunque una perdita di 60,95 milioni) pagherebbe comunque una commissione di performance al gestore pari a 4.824.000 Euro; se l'ammontare recuperato dovesse salire a 120,6 milioni (con una perdita di 47,55 milioni) pagherebbe 6.432.000 Euro; e così via.

²⁰ Vd Bibliografia: C.39.y, C.40.y, C.61.v

²¹ Vd Bibliografia: B.c (Delibera N.68/2009 del 27 novembre 2009), C.39.p, C.39.m, C.39.t, C.40.p, C.40.m, C.40.t, C.61.l, C.61.i, C.61.q

– Inserimento Risk Assessment Agent²²

Nell'ambito delle ristrutturazioni dell'aprile-maggio 2010 è stata introdotta anche la figura del Risk Assessment Agent, che dovrà produrre periodicamente dei report sui CDO a favore dell'Ente basandosi sulle informazioni ricevute dal Portfolio Manager.

L'incarico è stato affidato a **Mangusta Risk Uk Ltd**, già advisor dell'Ente.

In virtù di questo incarico Mangusta riceverà una **commissione annuale dello 0,15%**, sul nozionale totale comprensivo della liquidità e degli zero coupon conferiti dall'Ente.

Come nel caso del Portfolio Manager questa regola porta alla situazione paradossale che nel CDO Corsair 6/12, in cui il nozionale esposto al rischio CDO è pari a 74 milioni di Euro, il Risk Assessment Agent riceverà le commissioni calcolate invece su 171.706.716 Euro.

Anche qui le commissioni sono **garantite per due anni** (anche nel caso in cui l'Ente decidesse di interrompere il rapporto anticipatamente), e vengono corrisposte in questo caso dall'1 gennaio 2010 (mentre la ristrutturazione è stata effettuata tra aprile e maggio 2010).

2.3. CDO strutturati da Deutsche Bank

I CDO strutturati da Deutsche Bank sono 4:

- Series 337 EUR 15,000,000 Variable Rate Portfolio Credit Linked Secured Notes due 2013 (ISIN XS0355923342) emesse da Eirles Two Limited ("**Eirles 337**")
- Series 309 EUR 35,000,000 (subject to increase to EUR 91,000,000) CPPI Strategy and Credit Linked Secured Notes due 2029 (ISIN XS0275159167) emesse da Eirles Two Limited ("**Eirles 309**")
- Series 254 EUR 50,000,000 Portfolio Credit Linked Secured Notes due 2016 (ISIN XS0258133247) emesse da Eirles Two Limited ("**Eirles 254**")
- Series 312 EUR 35,000,000 (subject to increase to EUR 91,000,000) Portfolio Credit Linked Secured Notes due 2029 (ISIN XS0276564712) emesse da Eirles Two Limited ("**Eirles 312**").

– **Eirles 337 (acquistato tramite l'advisor E Partners)²³**

Si tratta di un titolo emesso originariamente il 28 febbraio 2006, ma poi sostituito con il titolo attuale tra dicembre 2007 e marzo 2008. In questo caso si è trattato di una vera e propria sostituzione, avendo il nuovo titolo un ISIN e una data di emissione diversi rispetto al precedente.

Il nuovo titolo, per un nozionale di 15 milioni di Euro, è stato emesso il 31 marzo 2008 e ha scadenza 28 febbraio 2013. Questo titolo è stato poi a sua volta ristrutturato in data 11 agosto 2010.

Non abbiamo a disposizione la documentazione completa, tuttavia dalle informazioni a disposizione si può desumere che il titolo originale fosse una tranche di CDO Supersenior (ovvero con livello di subordinazione

²² Vd Bibliografia: B.c (Delibera N.68/2009 del 27 novembre 2009), C.39.s, C.40.s, C.61.o

²³ Vd Bibliografia: C.59, B.c (Delibera N.68/2009 del 27 novembre 2009)

particolarmente elevato), ma in leva (quindi con una perdita potenziale superiore rispetto al nozionale), tant'è che all'Ente era stato richiesto di depositare 37 milioni di Euro (oltre il nozionale di 15 milioni) per coprire Deutsche Bank da eventuali perdite superiori rispetto al nozionale.

Con la ristrutturazione dell'11 agosto 2010 il titolo è stato trasformato in un "normale" CDO e i 37 milioni nel deposito sono stati liberati. Sono stati inoltre introdotti un Portfolio Manager (CQS Cayman LP) e un Risk Assessment Agent (Mangusta Risk Uk Ltd).

Nell'ambito della ristrutturazione Fondazione ENPAM ha effettuato un pagamento a Deutsche Bank pari a **EUR 1.790.000** (ovvero l'**11,93%** del nozionale), di cui la parte rimanente dopo i costi della ristrutturazione sarebbe stata versata in un deposito utilizzato dal Portfolio Manager nella gestione. Deutsche Bank dovrebbe, secondo contratto, aver comunicato all'Ente l'ammontare inserito nel deposito ma questa informazione non ci è pervenuta.

Il nuovo CDO post ristrutturazione ha come sottostante un portafoglio di 120 nomi ("Reference Entities"), una subordinazione di 6,49% ed uno spessore di 3,10%.

Ciò significa che, assumendo recovery rate del 20%, il CDO può sopportare 9 default sui 120 emittenti sottostanti senza che vi siano perdite; tuttavia al decimo default il capitale verrebbe intaccato e al quindicesimo default l'Ente perderebbe il 100% del capitale.

La scadenza del CDO è il 20 dicembre 2012.

Le Note non hanno rating e l'ultimo rating disponibile prima della ristrutturazione era BB+ di S&P's.

Il titolo prevede un pagamento a scadenza legato alla performance di un basket di indici azionari, valute e commodities, con un minimo del 12%.

Il **valore di mercato**²⁴ del CDO (senza includere il pagamento opzionale a scadenza) al 30 settembre 2010 (secondo il report del Portfolio Manager) è pari al **91,52%**.

– **Eirles 309**²⁵

Si tratta di un titolo emesso il 6 dicembre 2006 e che originariamente aveva scadenza 12 giugno 2016 e nozionale 35 milioni di Euro.

Il titolo è un CDO, con rimborso del capitale che dunque dipende dal numero di eventi di credito che si verificano in un portafoglio di crediti sottostanti.

Secondo la scheda prodotto inviataci dall'Ente una prima ristrutturazione è stata effettuata nel dicembre 2007, con modifica dei sottostanti. Le cedole sono ora legate alla performance di tre fondi azionari: DB PLATINUM IV CROCI EUR-R1CB, DB PLATINUM IV CROCI JPN-R1CB, DB PLATINUM IV CROCI US-R2CB. La performance è calcolata secondo un meccanismo di allocazione dinamica di tipo CPPI, in cui cioè l'esposizione ai fondi e ad un attivo non rischioso (zero coupon) cambia periodicamente sulla base di un algoritmo.

Il titolo ha pagato una cedola fissa del 6% nel dicembre 2007 e nessun'altra cedola successivamente.

²⁴ Vd Bibliografia: C.59.n

²⁵ Vd Bibliografia: C.60, B.c (Delibera N.68/2009 del 27 novembre 2009)

Il CDO è stato poi ristrutturato l'11 agosto 2010.

La ristrutturazione ha implicato la modifica delle caratteristiche del CDO, l'introduzione di un Portfolio Manager (CQS Cayman LP) e di un Risk Assessment Agent (Mangusta Risk Uk Ltd), l'eliminazione del rating (il rating prima della ristrutturazione era CCC-).

Nell'ambito della ristrutturazione Fondazione ENPAM ha effettuato un pagamento a Deutsche Bank pari a **EUR 22.330.000** (ovvero il **63,80%** del nozionale), di cui la parte rimanente dopo i costi della ristrutturazione sarebbe stata versata in un deposito utilizzato dal Portfolio Manager nella gestione. Deutsche Bank dovrebbe, secondo contratto, aver comunicato all'Ente l'ammontare inserito nel deposito ma questa informazione non ci è pervenuta.

Il nuovo CDO post ristrutturazione ha come sottostante un portafoglio di 120 nomi ("Reference Entities"), una subordinazione di 2,36% e uno spessore di 4,13%.

Ciò significa che, assumendo recovery rate del 20% il CDO può sopportare 3 default sui 120 emittenti sottostanti senza che vi siano perdite; tuttavia già al quarto default il capitale verrebbe intaccato e al decimo default l'Ente perderebbe il 100% del capitale.

La scadenza del CDO è il 20 dicembre 2016.

Il **valore di mercato**²⁶ del CDO (senza includere le cedole opzionali) è pari al **39,46%**.

Con la ristrutturazione dell'11 agosto 2010 è stato inoltre inserito nelle Note come collaterale un titolo BTP strip scadenza 1 novembre 2029, per un nozionale di 91 milioni di Euro.

Il fine, secondo la delibera del 27/11/2009, è quello di "garantire la copertura del capitale alla scadenza del titolo". Il meccanismo dovrebbe funzionare in questo modo: l'Ente ha speso per l'acquisto del CDO originario 35 milioni di Euro; per la ristrutturazione del 2010 22,33 milioni; per l'acquisto dei BTP strip a collaterale (assumendo un prezzo di acquisto del 37,00%) 33,67 milioni. In totale 91 milioni di Euro. A scadenza, nel novembre 2029, il BTP strip rimborserà esattamente 91 milioni di Euro, restituendo dunque all'Ente il 100% di quanto investito.

L'implicazione è che, se anche l'Ente dovesse perdere il 100% del capitale investito nel CDO e la totalità dei 22,33 milioni di liquidità (per una perdita totale di 57,33 milioni), tuttavia dal bilancio non risulterebbe nemmeno un euro di questa perdita in quanto l'ammontare verrebbe recuperato (nel 2029) dal rimborso dei BTP strip. Ciò significa che l'intero rendimento generato dai BTP strip per i prossimi 19 anni verrebbe interamente utilizzato per coprire le perdite generate da questo CDO. E questi 91 milioni di Euro investiti dall'Ente tra il 2006 e il 2010 produrrebbero, fino al 2029, un rendimento nominale nullo, ed un rendimento reale (ovvero corretto per l'inflazione) negativo.

Con il conferimento dei BTP strip a collaterale la scadenza ed il nozionale delle note Eirles 337 diventano rispettivamente, da un punto di vista formale-documentale, 1 novembre 2029 e 91 milioni di Euro. Tuttavia, come visto, da un punto di vista sostanziale il titolo CDO preesistente e il BTP strip possono essere visti come due titoli separati.

²⁶ Vd Bibliografia: C.60.o

– **Eirles 254 e Eirles 312**²⁷

Su questi titoli (ristrutturati apparentemente il 14 ottobre 2010) non ci sono pervenute informazioni.

– **Dettagli ristrutturazione dei CDO strutturati da Deutsche Bank**

L'esecuzione delle ristrutturazioni ha comportato un **esborso di liquidità** da parte di ENPAM per **EUR 24.120.000** (pari al 48,24% del nozionale).

– Inserimento Portfolio Manager²⁸

Nell'ambito delle ristrutturazioni dell'aprile-maggio 2010 è stata introdotta la figura del Portfolio Manager, che dovrà gestire il rischio di credito delle Note, effettuando gli opportuni interventi sul portafoglio sottostante.

Come per i CDO strutturati da JPMorgan l'incarico è stato affidato a **CQS Cayman LP**, un manager basato alle Isole Cayman.

In virtù di questo incarico il manager riceverà una **commissione di gestione annuale dello 0,25%**, sul nozionale totale comprensivo della liquidità e degli zero coupon conferiti dall'Ente (al netto delle eventuali perdite di capitale riportate durante la vita dei CDO).

Anche qui questa regola porta ad una situazione paradossale: nel CDO Eirles 337, in cui il nozionale esposto al rischio CDO - ovvero quello che viene effettivamente gestito - è pari a 35 milioni di Euro, il Portfolio Manager riceverà le commissioni calcolate su ben 91 milioni di Euro.

Le commissioni di gestione sono **garantite per due anni** (nel caso in cui l'Ente decidesse di interrompere il rapporto anticipatamente).

Come per i CDO strutturati da JPMorgan anche qui, oltre alle commissioni di gestione, il contratto prevede anche delle **commissioni di performance**, pari al 3% di 60.000.000 Euro (non ci è chiaro come sia stato calcolato questo numero) nel caso di un valore di liquidazione a scadenza (di CDO, quindi senza contare il BTP strip) compreso tra l'80% e il 90% del valore nominale dei CDO; al 4% nel caso di un valore di liquidazione a scadenza compreso tra il 90% e il 100% del valore nominale dei CDO; al 5% nel caso di un valore di liquidazione a scadenza compreso tra il 100% e il 110% del valore nominale dei CDO; al 6% nel caso di un valore di liquidazione a scadenza superiore al 110% del valore nominale dei CDO.

Ciò significa che: l'Ente ha speso fino ad ora 74.120.000 Euro in questi due CDO di Deutsche Bank (50 mln per sottoscriverli + 24,12 milioni di iniezione di liquidità); se di questo ammontare dovesse recuperare 40 milioni (riportando dunque una perdita di 34,12 milioni) pagherebbe comunque una commissione di performance al gestore pari a 1.800.000 Euro; se l'ammontare recuperato dovesse salire a 45 milioni (con una perdita di 29,12 milioni) pagherebbe 2.400.000 Euro; e così via.

²⁷ Vd Bibliografia: C.107, C.108, B.c (Delibera N.68/2009 del 27 novembre 2009)

²⁸ Vd Bibliografia: B.c (Delibera N.68/2009 del 27 novembre 2009), C.59.f, C.59.i, C.60.g, C.60.j

– Inserimento Risk Assessment Agent²⁹

Nell'ambito delle ristrutturazioni dell'aprile-maggio 2010 è stata introdotta anche la figura del Risk Assessment Agent, che dovrà produrre periodicamente dei report sui CDO a favore dell'Ente basandosi sulle informazioni ricevute dal Portfolio Manager.

L'incarico è stato affidato, come nel caso dei CDO strutturati da JPMorgan, a **Mangusta Risk Uk Ltd**, già advisor dell'Ente.

In virtù di questo incarico Mangusta riceverà una **commissione annuale dello 0,15%**, sul nozionale totale comprensivo della liquidità e degli zero coupon conferiti dall'Ente.

Come nel caso del Portfolio Manager questa regola porta alla situazione paradossale che nel CDO Eirles 337, in cui il nozionale esposto al rischio CDO è pari a 35 milioni di Euro, il Risk Assessment Agent riceverà le commissioni calcolate invece su 91 milioni di Euro.

Anche qui le commissioni sono **garantite per due anni** (nel caso in cui l'Ente decidesse di interrompere il rapporto anticipatamente), e vengono **corrisposte** in questo caso **dall'1 gennaio 2010** (mentre la ristrutturazione è stata effettuata l'11 agosto 2010).

2.4. CDO strutturati da Barclays

I CDO strutturati da Barclays sono 2:

- Series 2004 (Camelot) EUR 90,500,000 Zero Coupon Secured Limited Recourse Credit-Linked and Fund-Linked Notes due 2029 (ISIN XS0206078825) ("**Camelot**")
- Series 2007 (Ferras) EUR 140,000,000 Secured Limited Recourse Credit-Linked Notes due 2017 (ISIN XS0324333086) ("**Ferras**").

– **Camelot (acquistato tramite l'advisor Cortal Consors)**³⁰

Si tratta di un titolo emesso il 18 novembre 2004 e con scadenza 20 marzo 2016, per un nozionale di 37,5 milioni di Euro.

Il titolo è un CDO, con rimborso del capitale che dunque dipende dal numero di eventi di credito che si verificano in un portafoglio di crediti sottostanti. È previsto un pagamento a scadenza opzionale legato alla performance di fondi sottostanti.

Le Note non hanno rating.

Il titolo è stato ristrutturato più volte, il 27 luglio 2005, il 7 marzo 2007 e poi il 17 dicembre 2009 e il 6 aprile 2010.

²⁹ Vd Bibliografia: B.c (Delibera N.68/2009 del 27 novembre 2009), C.59.g, C.60.h

³⁰ Vd Bibliografia: C.112, B.c (Delibera N.68/2009 del 27 novembre 2009)

Le ristrutturazioni dicembre 2009 - aprile 2010 hanno determinato la modifica delle caratteristiche del CDO, la sostituzione del Portfolio Manager (ora Matrix Alternative Asset Management LLP), l'introduzione di un Risk Monitoring Agent (Mangusta Risk Uk Ltd).

Nell'ambito della ristrutturazione Fondazione ENPAM ha inserito liquidità per un ammontare totale pari a **EUR 18.200.000** (ovvero il **48,53%** del nozionale), di cui 12,2 milioni il 17 dicembre 2009 e 6 milioni il 6 aprile 2010 (non abbiamo tuttavia ricevuto alcun documento relativo al pagamento di 6 milioni nel 2010; ricaviamo questo ammontare indirettamente, sulla base dei documenti a disposizione). Di questo ammontare totale EUR 3.940.000 sono stati depositati in un Reserve Account che verrà utilizzato dal manager nella sua attività gestionale.

Il nuovo CDO post ristrutturazione ha come sottostante un portafoglio di 85 nomi ("Reference Entities"), una subordinazione di 6,07% e uno spessore di 1,47% (dati al 30 settembre 2010).

Ciò significa che, assumendo recovery rate del 20% il CDO può sopportare 6 default sugli 85 emittenti sottostanti senza che vi siano perdite; tuttavia al settimo default il capitale verrebbe intaccato e al nono default l'Ente perderebbe il 100% del capitale.

La scadenza del CDO è il 20 marzo 2016.

Il **valore di mercato**³¹ del CDO (senza includere il pagamento opzionale a scadenza) è pari al **41,35%**.

Con la ristrutturazione del 6 aprile 2010 è stato inoltre inserito nelle Note come collaterale un titolo BTP strip scadenza 1 novembre 2029, per un nozionale di 90,5 milioni di Euro.

Anche in questo caso il fine, secondo la delibera del 27/11/2009, è quello di "garantire la copertura del capitale alla scadenza del titolo". Il meccanismo è esattamente lo stesso descritto per il titolo Eirles 337.

Con il conferimento dei BTP strip a collaterale la scadenza ed il nozionale delle note Camelot diventano rispettivamente, da un punto di vista formale-documentale, 1 novembre 2029 e 90,5 milioni di Euro. Tuttavia, come visto, da un punto di vista sostanziale il titolo CDO preesistente ed il BTP strip possono essere visti come due titoli separati.

– Ferras³²

Si tratta di un titolo emesso il 22 ottobre 2007 e con scadenza 20 dicembre 2017 e nozionale di 140 milioni di Euro.

Il titolo è un CDO, con rimborso del capitale che dunque dipende dal numero di eventi di credito che si verificano in un portafoglio di crediti sottostanti. Originariamente il titolo corrispondeva una cedola pari a Euribor + 1.60% e a partire dal 2007 ha pagato cedole per un totale di 10,13% del nozionale (secondo la scheda prodotto fornitaci dall'Ente).

Il CDO è stato ristrutturato in più riprese tra la fine del 2009 e la prima metà del 2010 (17 dicembre 2009, 6 aprile 2010, 28 maggio 2010).

³¹ Vd Bibliografia: C.112.q

³² Vd Bibliografia: C.113, B.c (Delibera N.68/2009 del 27 novembre 2009)

La ristrutturazione ha implicato la modifica del profilo cedolare (ora il titolo non paga più cedole), la modifica delle caratteristiche del CDO, l'introduzione di un Portfolio Manager (Matrix Alternative Asset Management LLP) e di un Risk Monitoring Agent (Mangusta Risk Uk Ltd), la chiusura di un "Ethical Services Agreement", l'eliminazione del rating (l'ultimo rating disponibile era CCC-).

Nell'ambito della ristrutturazione Fondazione ENPAM ha iniettato liquidità per **EUR 26.175.000** (ovvero il **18,70%** del nozionale): non abbiamo tuttavia ricevuto alcun documento relativo al pagamento di questi 26,175 milioni di Euro, e ricaviamo questo ammontare indirettamente, sulla base dei documenti a disposizione. Di questo ammontare totale EUR 22.274.126 sono stati depositati in due conti che verranno utilizzati dal manager nello svolgimento del proprio incarico.

Il nuovo CDO post ristrutturazione ha come sottostante un portafoglio di 121 nomi ("Reference Entities"), una subordinazione di 2,36% ed uno spessore di 4,13%.

Ciò significa che, assumendo recovery rate del 20%, il CDO può sopportare 3 default sui 121 emittenti sottostanti senza che vi siano perdite; tuttavia già al quarto default il capitale verrebbe intaccato e al decimo default l'Ente perderebbe il 100% del capitale.

La scadenza del CDO è il 20 dicembre 2017.

Il **valore di mercato**³³ del CDO (senza includere le cedole opzionali) è pari al **37,87%**.

- **Dettagli ristrutturazione dei CDO strutturati da Barclays**

L'esecuzione delle ristrutturazioni ha comportato un **esborso di liquidità** da parte di ENPAM per **EUR 44.375.000** (pari al 25,00% del nozionale).

- Inserimento Portfolio Manager³⁴

Nell'ambito delle ristrutturazioni è stata introdotta la figura del Portfolio Manager (nel caso delle Note Camelot già esisteva ma è stato sostituito). Il Manager dovrà gestire il rischio di credito delle Note, effettuando gli opportuni interventi sul portafoglio sottostante.

Nel caso delle Note Ferras inoltre è stato creato un conto separato, su cui sono stati depositati 22 milioni di Euro, su cui il Manager può assumere posizioni su singoli emittenti e su indici di credito (indipendentemente dal portafoglio di nomi sottostante al CDO), con l'obiettivo di generare un rendimento che contribuisca al valore di liquidazione a scadenza.

L'incarico di Portfolio Manager è stato affidato a **Matrix Alternative Asset Management LLP**, un manager basato in Inghilterra.

In virtù di questo incarico il Manager riceverà una **commissione di gestione annuale dello 0,20%**, sul nozionale totale comprensivo della liquidità e degli zero coupon conferiti dall'Ente (al netto delle eventuali perdite di capitale riportate durante la vita dei CDO).

Anche qui questa regola porta ad una situazione paradossale: nel CDO Camelot, in cui il nozionale esposto al rischio CDO - ovvero quello che viene effettivamente gestito - è pari a 37,5 milioni di Euro, il Portfolio Manager riceverà le **commissioni calcolate su 90,5 milioni di Euro.**

³³ Vd Bibliografia: C.113.w

³⁴ Vd Bibliografia: B.c (Delibera N.68/2009 del 27 novembre 2009), C.112.n, C.113.o, C.113.q

Le commissioni di gestione sono **garantite per due anni** (nel caso in cui l'Ente decidesse di interrompere il rapporto anticipatamente) e corrisposte dal 17 dicembre 2009 (anche se la data dell'incarico è l'1 aprile 2010 per Camelot e il 28 maggio 2010 per Ferras).

Anche qui, oltre alle commissioni di gestione, il contratto prevede anche delle **commissioni di performance**, pari al 2% del valore di liquidazione nel caso di un valore di liquidazione a scadenza (di CDO, quindi senza contare il BTP strip) compreso tra l'80% e il 90% del valore nominale dei CDO; al 3% nel caso di un valore di liquidazione a scadenza compreso tra il 90% e il 100% del valore nominale dei CDO; al 4% nel caso di un valore di liquidazione a scadenza compreso tra il 100% e il 110% del valore nominale dei CDO; al 5% nel caso di un valore di liquidazione a scadenza superiore al 110% del valore nominale dei CDO.

Ciò significa che: l'Ente ha speso fino ad ora 221.875.000 Euro in questi due CDO di Barclays (177,5 mln per sottoscriverli + 44,375 milioni di iniezione di liquidità); se di questo ammontare dovesse recuperare 142 milioni (riportando dunque una perdita di circa 80 milioni) pagherebbe comunque una commissione di performance al gestore pari al 2% del valore recuperato; se l'ammontare recuperato dovesse salire a 159,75 milioni (con una perdita di circa 62 milioni) pagherebbe il 3%; e così via.

– Inserimento Risk Monitoring Agent³⁵

Nell'ambito delle ristrutturazioni è stata introdotta anche la figura del Risk Monitoring Agent, che dovrà produrre periodicamente dei report sui CDO a favore dell'Ente basandosi sulle informazioni ricevute dal Portfolio Manager.

L'incarico è stato affidato, come nel caso degli altri CDO, a **Mangusta Risk Uk Ltd**, già advisor dell'Ente.

In virtù di questo incarico Mangusta riceverà una **commissione annuale dello 0,15%**, sul nozionale totale comprensivo della liquidità e degli zero coupon conferiti dall'Ente.

Come nel caso del Portfolio Manager questa regola porta alla situazione paradossale che nel CDO Camelot, in cui il nozionale esposto al rischio CDO è pari a 37,5 milioni di Euro, Mangusta riceverà le commissioni calcolate invece su 90,5 milioni di Euro.

Anche qui le commissioni sono **garantite per due anni** (anche nel caso in cui l'Ente decidesse di interrompere il rapporto anticipatamente), e vengono **corrisposte** dall'1 gennaio 2010 (anche se il Risk Monitoring Agreement è posteriore).

³⁵ Vd Bibliografia: B.c (Delibera N.68/2009 del 27 novembre 2009), C.113.p

2.5. Tabella riassuntiva CDO³⁶

Titolo	Nozionale ¹	Data ultima ristrutturazione	Iniezione liquidità	Conferimento Zero coupon	Management fees ²	Risk Monitoring fees ²	Valore 30/09/10 ³
Corsair 6/11	30,000,000	18 maggio 2010	2,171,642	-	477,421.54	298,142.20	44.61%
Corsair 6/12	74,000,000	26 maggio 2010	29,806,716	67,900,000	2,600,641.30	1,624,059.36	44.61%
Ethical CDO	30,000,000	18 maggio 2010	2,171,642	-	487,266.33	304,290.11	44.61%
Eirles 337	15,000,000	11 agosto 2010	1,790,000	-	89,791.67	75,839.35	91.52%
Eirles 309	35,000,000	11 agosto 2010	22,330,000	91,000,000	1,468,006.94	964,979.17	39.46%
Camelot	37,500,000	6 aprile 2010	18,200,000	90,500,000	1,133,109.59	855,979.17	41.35%
Ferras	140,000,000	28 maggio 2010	26,175,000	-	2,663,352.74	1,986,587.98	37.87%
TOTALE	361,500,000		102,645,000	249,400,000	8,919,590	6,109,877	43.11%

¹ Nozionale esposto a rischio CDO (senza quindi considerare gli zero coupon conferiti).

² Commissioni totali che verranno corrisposte nell'intera vita dei titoli, assumendo che i titoli vengano portati a scadenza, che non vengano riportate perdite di capitale e che i Portfolio Management Agreement e Risk Monitoring Agreement restino in essere nella loro forma attuale fino a scadenza.

³ Valore della sola componente CDO, escludendo dunque gli zero coupon, la componente cedolare opzionale, e i conti di liquidità utilizzati dai Portfolio Manager nella gestione.

Il nozionale totale dei 7 CDO analizzati è pari a **361,5 milioni** di Euro. Come detto sono esclusi dall'analisi i due titoli Eirles 254 e Eirles 312 dei quali non abbiamo al momento ricevuto la documentazione. Includendo questi titoli il nozionale salirebbe a 446,5 milioni.

Questi numeri si riferiscono alla sola parte del nozionale esposta a rischio CDO e non comprendono quindi gli zero coupon conferiti a collaterale. A tal proposito, come già fatto notare in precedenza, l'inserimento degli zero coupon nelle note non ha nessun impatto sostanziale, ovvero la redditività della gestione ENPAM sarebbe stata la stessa anche se questi zero coupon fossero stati mantenuti separatamente nel bilancio. L'inserimento come collaterale è semplicemente un escamotage per non dover riportare l'eventuale perdita nel caso in cui i CDO non dovessero rimborsare il 100% del nozionale.

I CDO sono stati ristrutturati tutti, a più riprese, tra la fine del 2009 e l'agosto 2010. Le ristrutturazioni hanno comportato, oltre che il conferimento degli zero coupon già discusso, un'iniezione di liquidità per 102.645.000 Euro. Di questi una parte ha coperto i costi delle ristrutturazioni, la restante è stata depositata in conti di liquidità che verranno utilizzati dai Portfolio Manager nella gestione. Dalle informazioni a nostra disposizione non siamo in grado di determinare quale sia la parte relativa ai costi e quale invece quella inserita nei conti per la gestione. Rimane tuttavia il fatto che, dopo la performance tutt'altro che brillante dei CDO negli anni passati, l'Ente ha comunque deciso di **mettere a rischio ulteriori 100 milioni** in questo tipo di prodotto.

Le ristrutturazioni hanno inoltre comportato l'inserimento in ogni nota di un Portfolio Manager e di un Risk Monitoring (o Assessment) Agent, a cui verranno corrisposte, tra il 2010 e il 2016-2017 date di scadenza dei

³⁶ Vd Bibliografia: B.c (Delibera N.68/2009 del 27 novembre 2009), C.39, C.40, C.59, C.60, C.61, C.112, C.113

CDO, commissioni per circa 15 milioni di Euro (più le eventuali commissioni di performance per il Manager).

2.6. Criticità

- **Conferimento di zero coupon per coprire le perdite:** come si è fatto notare precedentemente in 3 delle note³⁷ sono stati inseriti degli zero coupon a collaterale “al fine di garantire la copertura del capitale alla scadenza”. In realtà, lungi dall’aver un impatto sostanziale sulla redditività della gestione, il meccanismo è stato adottato per evitare di riportare eventuali perdite in bilancio.

Consideriamo la situazione pre-conferimento degli zero coupon: l’Ente, in caso di rimborso soltanto parziale, o nullo, dei CDO, avrebbe dovuto riportare la relativa perdita di capitale in bilancio.

Dopo l’inserimento degli zero coupon invece ci sono tre scenari possibili:

1. i CDO rimborsano il 100% del capitale: in questo caso il capitale rimborsato verrà corrisposto sotto forma di cedola dalle note, dando un contributo positivo significativo alla redditività dell’anno di rimborso;
2. i CDO rimborsano parzialmente il capitale: anche in questo caso il capitale rimborsato verrà corrisposto sotto forma di cedola dalle note, dando un contributo positivo alla redditività dell’anno di rimborso (questo scenario, prima della ristrutturazione, avrebbe invece determinato una perdita in bilancio; nella sostanza non cambia nulla, in quanto questa maggiore redditività è compensata dal rendimento nullo degli zero coupon fino al 2029);
3. i CDO non rimborsano nulla: in questo caso non viene corrisposta cedola, tuttavia in bilancio non risulta alcuna perdita, in quanto il capitale è recuperato, sacrificando totalmente il rendimento degli zero coupon, nel 2029.

Come si è visto si tratta soltanto di un gioco contabile, in cui l’intero rendimento (in caso di perdita totale del capitale dei CDO) o parte del rendimento (in caso di perdita parziale del capitale dei CDO) generato dagli zero coupon per i prossimi 19 anni verrebbe utilizzato per coprire le perdite generate dai CDO, in modo da non dover riportare perdite in bilancio. E dunque l’intero ammontare investito dall’Ente in questi CDO (investimento iniziale, liquidità inserita, zero coupon) produrrebbe, fino al 2029, un rendimento nominale nullo, e un rendimento reale (ovvero corretto per l’inflazione) negativo (questo nel caso di perdita del 100% del capitale dei CDO, in caso di perdita parziale il rendimento sarebbe positivo ma ovviamente inferiore a quello di mercato).

- **Iniezione di liquidità:** nonostante la performance non di certo positiva dei CDO negli ultimi anni, e nonostante il fatto che si tratti di prodotti molto complessi ed adatti soltanto ad investitori particolarmente sofisticati, l’Ente ha deciso comunque di mettere a rischio ulteriori 102,6 milioni di Euro nella loro ristrutturazione.

³⁷ Vd Bibliografia: C.40, C.60, C.112.

- **Assegnazione incarichi ai Portfolio Manager e Risk Monitoring Agent:** l'Ente, nell'ambito delle recenti ristrutturazioni, ha conferito l'incarico di Portfolio Manager alle società CQS Cayman LP e Matrix Alternative Asset Management LLP e di Risk Monitoring Agent alla società Mangusta Risk Uk Ltd. A queste società corrisponderà commissioni totali per circa 15 milioni di Euro durante la vita dei titoli (tra il 2010 e il 2017). Alcune considerazioni a tale proposito:
 - nella delibera del CdA che approva le ristrutturazioni non sono fornite spiegazioni sui criteri che hanno portato all'individuazione dei Manager e del Risk Monitoring Agent. Non è chiaro in particolare se sia stato indetto un bando di gara tra diversi possibili candidati che avrebbe permesso la scelta più conveniente per l'Ente;
 - sempre a questo proposito non è chiaro il perché sia stato selezionato anche un Manager basato alle isole Cayman che, come noto, sono inserite nella "black list";
 - Mangusta Risk riveste il ruolo di advisor della Fondazione, e lo era anche quando sono state prese le decisioni di acquistare inizialmente i CDO. Non sono esplicitate le ragioni che hanno indotto l'Ente ad incaricare, con una remunerazione ad hoc, lo stesso soggetto che in teoria, per contratto, già avrebbe dovuto monitorare il rischio di questi investimenti precedentemente, e vista la situazione attuale, non pare sia intervenuto puntualmente;
 - inoltre Mangusta Risk riceve lo 0,15% p.a. sul nozionale totale (pari a 6,1 milioni totali durante la vita dei CDO) per un'attività che sembra consistere nella preparazione di report di rischio periodici, peraltro basati su informazioni e dati che già i Manager inviano all'Ente³⁸. Un tale livello commissionale per questa attività sembra particolarmente elevato;
 - sorprende il fatto che, relativamente ai CDO a cui sono stati aggiunti zero coupon a collaterale, le commissioni vengano calcolate sul nozionale totale, comprendendo dunque anche gli zero coupon su cui tuttavia non viene svolta alcuna attività. Ad esempio per il CDO Eirles 337, in cui il nozionale esposto al rischio CDO - ovvero quello che viene effettivamente gestito - è pari a 35 milioni di Euro, il Portfolio Manager e Mangusta riceveranno commissioni calcolate su ben 91 milioni di Euro.
- **Commissioni di performance:** oltre alle commissioni di gestione i Portfolio Manager percepiranno anche delle commissioni di performance nel caso in cui i valori di liquidazione dei CDO siano superiori a determinate soglie. È interessante notare come il valore di liquidazione comprenda, oltre al valore di rimborso dei CDO, anche la liquidità presente nei conti di trading utilizzati dai Manager per la gestione; e perché l'Ente debba pagare una commissione di performance è sufficiente che questo valore sia superiore all'80% del solo valore nominale dei CDO.

Ad esempio per i CDO strutturati da JPMorgan l'Ente ha speso fino ad ora 168.150.000 Euro (134 mln per sottoscriverli + 34,15 milioni di iniezione di liquidità); se di questo ammontare dovesse recuperare 107,2 milioni (riportando dunque una perdita di 60,95 milioni) pagherebbe comunque una commissione di performance al gestore pari a 4.824.000 Euro; se l'ammontare recuperato dovesse salire a 120,6 milioni (con una perdita di 47,55 milioni) pagherebbe 6.432.000 Euro; e così via.

Queste commissioni sono particolarmente indicative di quanto i Portfolio Manager e l'Ente ritengano probabile il recupero dei CDO: come visto, una perdita di "solo" 60,95 milioni su 168,15 - ovvero del

³⁸ Vd Bibliografia: C.39.y, C.39.z, C.40.y, C.40.z, C.59.n, C.59.o, C.60.o, C.60.p, C.61.v, C.61.w, C.112.q, C.112.r, C.113.w, C.113.x

36,2% - verrebbe considerata un tale successo da parte del Manager da giustificare il pagamento di una commissione di performance del 3%.

3. Il portafoglio non Immobilizzato³⁹

Nel bilancio 2009, il portafoglio non immobilizzato ammonta a 1,686 miliardi di euro di controvalore e rappresenta il 33% circa del totale degli investimenti mobiliari; di questi, 1092 milioni sono affidati a Società e Istituti Bancari esterni, mentre 594 milioni sono sotto la gestione diretta dell'Enpam. Anche su tale parte del portafoglio mobiliare sono state operate delle svalutazioni per un ammontare complessivo di 145 milioni. Più dettagliatamente tra le gestioni esterne, le più penalizzate sono state quelle azionarie, che complessivamente hanno comportato svalutazioni (al netto di riprese) per 26 milioni, e le gestioni patrimoniali in O.I.C.V.M che hanno fatto registrare riduzioni di valore per 29 milioni.

Similmente per la parte di portafoglio gestita direttamente da ENPAM, le svalutazioni di circa 86 milioni (pari al 28% del valore investito) hanno interessato quasi esclusivamente gli investimenti in quote di fondi comuni, SICAV ed ETF. Minimo è stato invece il deprezzamento subito dai residuali investimenti in titoli obbligazionari di stato (per un nozionale di 250 milioni), mentre è stata riportata una ripresa di valore per alcuni titoli di emittenti bancari rientranti nel portafoglio non immobilizzato.

4. Evoluzione del portafoglio dal 2006⁴⁰

	2009		2008		2007		2006	
Totale Portafoglio Mobiliare		5,138,554,291		4,352,423,412		3,762,750,456		3,437,959,107
Immobilizzazioni	67%	3,452,694,763	69%	3,012,723,366	69%	2,599,528,642	60%	2,076,003,770
- di cui strutturati (A)	57%	2,928,090,774	67%	2,898,685,160	67%	2,534,280,813	56%	1,916,710,435
Att. Non Immobilizzate	33%	1,685,859,528	31%	1,339,700,046	31%	1,163,221,816	40%	1,361,438,801
Gestione esterna	21%	1,091,904,514	17%	744,738,174	24%	906,277,505	23%	802,984,562
Gestione diretta	12%	593,955,014	14%	594,961,871	7%	256,944,311	16%	558,454,239
- di cui strutturati (B)		-		-		-	13%	452,898,079
Totale obbligazioni strutturate (A+B)	56.98%	2,928,090,774	66.60%	2,898,685,160	67.35%	2,534,280,813	68.92%	2,369,608,514

Nell'analizzare i bilanci disponibili dal 2006 ad oggi, si è cercato di verificare la politica di investimento adottata dall'ente nel tempo. Già nel 2006 i titoli obbligazionari sotto la gestione diretta dell'ente, quasi

³⁹ Vd Bibliografia: A.4.b (Bilancio Consuntivo 2009)

⁴⁰ Vd Bibliografia: A.1-A.4 (Bilanci 2006-2009)

tutti strutturati, ammontavano complessivamente a 2,37 miliardi, pari a circa il 69% del patrimonio mobiliare. Tuttavia risultavano suddivisi tra titoli immobilizzati (per 1,92 miliardi) e attività finanziarie non immobilizzate (per 450 milioni). **A partire dal 2007 viene invece presa la decisione di rappresentare in bilancio tutti gli investimenti diretti in obbligazioni, ad eccezione di taluni investimenti a tasso fisso o variabile, tra le immobilizzazioni. Di conseguenza molti dei titoli che vanno ad incrementare il totale dell'immobilizzato in quell'anno erano in realtà già presenti nel portafoglio negli anni precedenti.**

In generale quindi si può riscontrare una certa stabilità nella quota percentuale di patrimonio destinato a titoli strutturati, eccezion fatta per il 2009 dove l'esposizione risulta leggermente ridotta per via dei nuovi investimenti in BTP Strip emessi dallo Stato Italiano.

Dopo un periodo di progressivo ridursi degli investimenti affidati a gestori esterni (nel 2006/07 rappresentavano circa il 24% del patrimonio mobiliare mentre nel 2008 costituivano solo il 17%), a vantaggio di investimenti gestiti direttamente, nel 2009 si è verificata una timida inversione di tendenza, in parte determinata anche dalla ripresa di valore delle gestioni azionarie e in O.I.C.V.M.

Tra gli investimenti diretti dell'Ente **i titoli obbligazionari strutturati hanno il peso più rilevante e di anno in anno sono diventati più vari e complessi.** In bilancio si fa menzione del fatto di ricorrere a tali tipi di strumenti finanziari al fine di aumentare la diversificazione del portafoglio, in termini di asset class, distribuzione geografica etc. Tuttavia, come verrà meglio discusso in seguito, la complessa natura di tali note fa sì che sia molto difficile determinare tutti gli elementi che ne influenzano il valore ed in quale misura. A livello di portafoglio quindi può diventare ancora più complesso individuare le esatte esposizioni rispetto ai singoli sottostanti o alle classi di investimento e la sensibilità del portafoglio nel suo complesso al loro variare.

Per quanto riguarda il 2009 l'Ente ha acquistato BTP strip per circa 365 milioni di euro e ETF e fondi comuni azionari. Questi investimenti sembrano andare nella direzione di una necessaria diminuzione del rischio di credito dell'Ente e di un aumento della liquidità e della trasparenza degli investimenti.

Da notare che i BTP strip sono dei titoli governativi italiani zero coupon, ovvero non prevedono il pagamento di cedola. Questo comporta che il rischio di tasso per questi titoli sia elevato, nel senso che un aumento dei tassi di interesse di mercato determina una riduzione del loro valore in misura superiore rispetto ad un titolo che paghi cedole; e nel momento in cui i titoli sono stati acquistati il livello dei tassi di interesse di mercato era particolarmente basso rispetto alla sua media storica, a causa delle politiche espansive attuate dai governi e dalle banche centrali in risposta alla crisi; ci si può aspettare che nel medio termine i tassi siano destinati a salire, con conseguente impatto negativo sul prezzo dei BTP strip. Per quanto riguarda l'altro determinante principale del prezzo di questi titoli, lo spread di credito, diversi studi hanno dimostrato come Stati con elevati debiti pubblici e deficit di bilancio (come nel caso dell'Italia) sono costretti ad alzare il rendimento offerto agli investitori sulle proprie emissioni negli anni successivi a una crisi economico-finanziaria: anche questo fattore avrebbe ovviamente un impatto negativo sul prezzo dei BTP strip.

5. Redditività degli investimenti diretti⁴¹

Proponiamo di seguito un'analisi dei rendimenti generati dalla gestione del portafoglio immobilizzato negli esercizi 2007, 2008 e 2009, calcolati a fair-value, ovvero tenendo in considerazione le variazioni dei valori di mercato dei titoli.

Questi rendimenti differiscono da quelli calcolati dalla Fondazione, basati sul costo storico dei titoli e che dunque prendono in considerazione soltanto le cedole pagate dalle obbligazioni, le plusvalenze/minusvalenze realizzate e le svalutazioni dovute a perdite ritenute di carattere durevole, ma non le variazioni dei valori di mercato. La giustificazione per l'utilizzo del metodo del costo storico è che i titoli inseriti nel portafoglio immobilizzato sono destinati a essere detenuti fino a scadenza, e di conseguenza non è corretto che siano soggetti alla volatilità dei corsi di mercato, dato che questi titoli non verranno mai negoziati.

Tuttavia **questo metodo presenta importanti limitazioni, e in particolare:**

- **non riflette le variazioni delle aspettative sui flussi di cassa futuri che verranno corrisposti dal titolo:** ad esempio se un titolo è legato ad un parametro sottostante che si è deprezzato notevolmente, e ciò lascia prevedere che il titolo non corrisponderà più alcuna cedola o pagamento opzionale in futuro, questo tuttavia non emerge in alcun modo utilizzando il costo storico;
- **non riflette le variazioni nel rischio di credito dell'emittente del titolo,** e quindi la probabilità di ricevere i flussi di cassa futuri che il titolo dovrebbe corrispondere in base alle condizioni contrattuali;
- **il reddito ottenuto secondo questo metodo è facilmente manipolabile,** nel senso che per aumentare la redditività di un esercizio è sufficiente acquistare titoli che corrispondono una cedola elevata il primo anno, o dismettere titoli che si sono apprezzati per realizzare plusvalenze, rendendo perciò difficile valutare la performance della gestione.

Di fatto dunque l'utilizzo del metodo del costo storico non consente di valutare le conseguenze future delle decisioni prese oggi da chi gestisce il portafoglio: se la gestione effettua scelte sbagliate, che compromettono la preservazione del capitale o i rendimenti futuri, con il metodo del costo storico tali errori divengono evidenti solo con il passare degli esercizi, mentre con il metodo del valore di mercato emergono immediatamente.

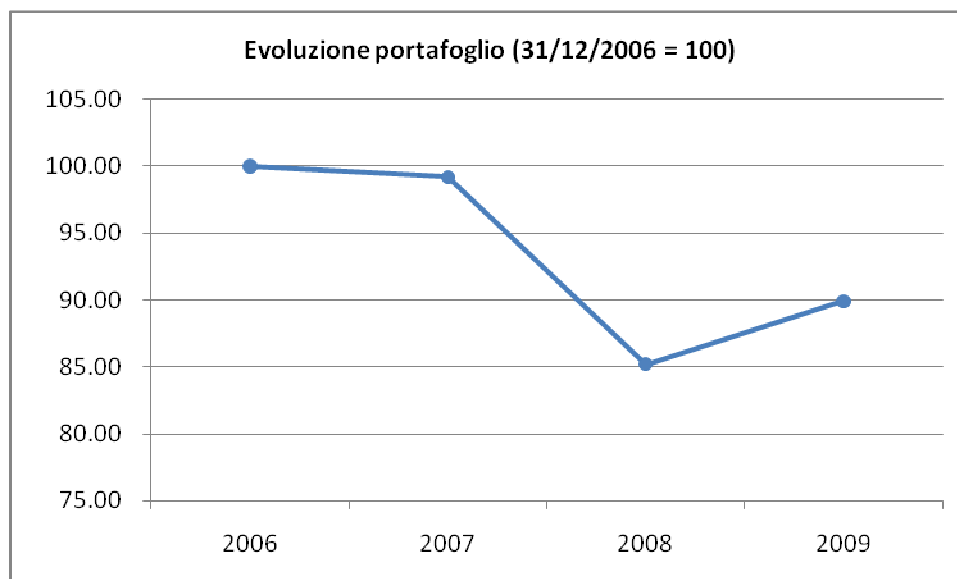
È certamente vero che le obbligazioni della Fondazione sono di lungo periodo, e che quindi ciò che è fondamentale è la capacità della Fondazione di generare rendimenti sufficienti in tale orizzonte temporale e non di sicuro in ogni singolo esercizio; tuttavia, per i motivi appena esposti, è importante confrontare i rendimenti calcolati a costo storico con quelli a valori di mercato per identificare eventuali problemi di redditività strutturali prima che sia troppo tardi e venga definitivamente compromessa la capacità della Fondazione di far fronte alle proprie obbligazioni nei confronti degli iscritti.

⁴¹ Vd Bibliografia: A.1-A.4 (Bilanci 2006-2009)

Fatta questa premessa metodologica procediamo a calcolare i rendimenti a valori di mercato. Utilizziamo per ogni singolo esercizio la seguente formula:

Rendimento = (Valore finale del portafoglio – Valore iniziale – Saldo investimenti/disinvestimenti + Cedole corrisposte durante l'esercizio) / Capitale medio investito

		2007	2008	2009
Valore Iniziale Patrimonio mobiliare	A	2,509,885,571.95	2,704,056,018.17	2,960,265,817.02
Nuovi investimenti al netto dei rimborsi	B	306,825,423.14	778,521,960.51	393,576,265.76
Valore Finale Patrimonio mobiliare	C	2,704,056,018.17	2,960,265,817.02	3,470,775,517.26
Δ Valore Investimenti	D = C - (A+B)	112,654,976.92	522,312,161.66	116,933,434.48
Cedole incassate	E	90,571,625.00	66,256,839.00	65,535,573.00
Rendimento totale a valori di mercato	D + E	-22,083,351.92	-456,055,322.66	182,469,007.48
Cap. Investito mediamente nell'anno		2,702,023,223.03	3,259,165,768.85	3,852,036,319.69
Rendimento % del portafoglio		-0.82%	-13.99%	4.74%
Evoluzione portafoglio (31/12/2006 = 100)		99.18	85.19	89.93



Come si può notare la gestione attiva del portafoglio dell'ENPAM negli esercizi 2007-2009 ha distrutto valore, con un rendimento medio del -3.48%. Di fatto sarebbe stato molto più profittevole per la Fondazione mantenere i soldi in cassaforte, o ancora meglio in un conto corrente remunerato.

Questo numero è ben inferiore rispetto al rendimento calcolato dalla Fondazione con il metodo del costo storico, pari ad una media annua del 2.363% (calcolata come rapporto tra gli interessi incassati e il valore a bilancio dei corrispondenti investimenti). Facciamo notare che il rendimento percentuale dichiarato

dall'Ente in bilancio non coincide con il valore da noi calcolato e con le informazioni a nostra disposizione non siamo in grado di determinare come sia stato eseguito il calcolo. Lasciando da parte questo punto che si ricollega al più ampio problema della trasparenza di bilancio, torniamo ad occuparci della differenza tra rendimento ai valori di mercato e rendimento al costo storico.

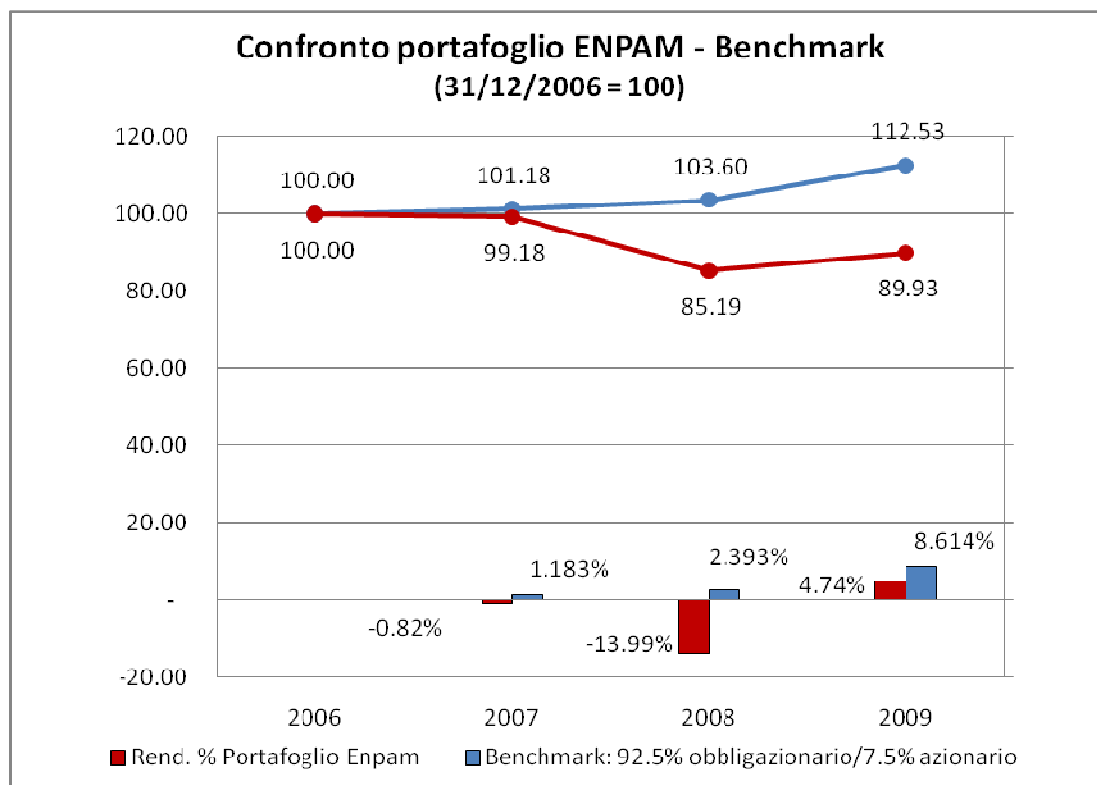
Da cosa dipende tale differenza? Le ragioni possono essere essenzialmente tre:

- variazione dei tassi di interesse privi di rischio
- variazione dello spread di credito
- variazione delle cedole future attese.

Dato che i tassi privi di rischio sono scesi, e significativamente, dal 2006 al 2009, con un impatto dunque positivo sul rendimento a valore di mercato, il fatto che il rendimento a valori di mercato sia stato sostanzialmente inferiore a quello a costo storico dimostra in modo inequivocabile che il portafoglio di ENPAM ha subito un peggioramento del profilo di rischio (ovvero un aumento della probabilità che si verificano perdite di capitale) e una diminuzione dei flussi di cassa (cedole) futuri attesi (che trova riscontro nel fatto che molti titoli legati a asset class rischiose quali azionario e hedge funds sono ormai equiparabili a zero coupon, ovvero la probabilità che corrispondano delle cedole nel corso della loro vita residua è molto bassa o nulla).

Per contestualizzare i rendimenti generati dalla gestione attiva dell'ENPAM ai valori di mercato, si è eseguito un confronto con quelli che si sarebbero potuti ottenere con una semplice gestione passiva del portafoglio, ovvero replicando passivamente un benchmark di mercato.

Per la **parte obbligazionaria** del portafoglio si è utilizzato come benchmark il Barclays Capital Euro Aggregate Bond Index, uno dei principali benchmark per i fondi comuni di investimento obbligazionari area euro e per la **parte azionaria** utilizziamo l'MSCI World in euro.



Se consideriamo che a fine 2006 gli investimenti diretti dell'Ente risultavano suddivisi al 95% in titoli obbligazionari e al 5% in ETF legati al mercato azionario, e che nel triennio esaminato sono stati mediamente suddivisi tra un 92,5% investito in titoli obbligazionari ed un 7,5% in ETF legati al mercato azionario, il benchmark ottenuto applicando questi pesi avrebbe generato un rendimento a valori di mercato del 4,01% annuo per il periodo 2006-2009, come messo in evidenza nel grafico suesposto.

Come ulteriore analisi, proponiamo un confronto tra il rendimento realizzato dalla gestione diretta dell'Ente e quello che si sarebbe ottenuto investendo tutte le disponibilità semplicemente in titoli dello Stato Italiano. Ci si aspetterebbe infatti che dalla gestione attiva di un fondo pensione venisse generato un rendimento almeno pari a quello di titoli di stato, altrimenti la gestione anziché produrre valore lo distrugge. Come titolo di stato per il paragone stiamo considerando il BTP Strip 2029, ovvero un titolo zero coupon (l'Ente non ha necessità di ricevere flussi di cassa nel breve termine) e a lunga scadenza (gli impegni previdenziali dell'Ente sono su orizzonte temporale medio-lungo).

Ebbene **se il portafoglio a gestione diretta dell'Ente fosse stato investito in titoli di stato**, a partire dal 31 dicembre 2006 (giorno da cui disponiamo di dati attendibili per l'analisi), **il montante generato a fine 2009 sarebbe stato** pari a 4,283 miliardi di Euro, ovvero **813 milioni in più rispetto al valore risultante dalla gestione diretta** (pari a 3,470 miliardi come indicato nella tabella di pag. 35)

In particolare le performance più negative sono state causate dai CDO. Come visto l'Ente ha investito in CDO un nozionale di 446,5 milioni. Dei 7 CDO su cui abbiamo informazioni (nozionale 361,5 milioni) il valore di mercato medio è pari a 43,11%, per una **perdita a valori di mercato di 205,7 milioni di Euro**. E sicuramente i 2 CDO rimanenti (85 milioni di nozionale) non si sono comportati in modo molto diverso, considerato che l'Ente ha sentito la necessità di ristrutturarli insieme agli altri nel 2010.

A proposito delle ristrutturazioni, sono stati **iniettati**, come visto, **102,6 milioni di Euro** nei CDO, anch'essi dunque **messi a rischio**: l'Ente potrebbe perdere il 100% di questo ammontare, che quindi sommato al nozionale dei CDO porta ad una **perdita totale potenziale di 549,1 milioni di Euro**, in caso di mancato rimborso. Della liquidità iniettata, 15 milioni di euro verranno utilizzati per pagare le commissioni di gestione e risk monitoring ai due gestori e a Mangusta Risk e quindi possono essere considerate delle spese di ristrutturazione che non verranno recuperate dall'Ente⁴².

E anche gli altri strutturati (non CDO) acquistati dall'Ente non hanno di certo avuto un comportamento brillante: dalle valutazioni al 30 settembre 2010 (per i titoli su cui abbiamo informazioni aggiornate, ovvero 82 titoli per nozionale di 2,193 miliardi) risulta una **perdita a valori di mercato di 85 milioni di Euro**⁴³.

⁴² Vd Paragrafo 2.5

⁴³ Vd Bibliografia: C.114

II. Conclusioni relative all'Analisi degli investimenti mobiliari della Fondazione ENPAM

1. Sintesi criticità emerse

- **Poca trasparenza nel bilancio:** come si è fatto notare il bilancio di ENPAM risulta molto lacunoso, in particolare con riguardo alle operazioni sul portafoglio mobiliare immobilizzato. Ciò rende virtualmente impossibile per un osservatore esterno valutare la gestione del portafoglio stesso. Sarebbe necessario acquisire informazioni sui titoli che lo compongono, per alcuni dei quali, come indicato, manca la possibilità di verificare anche caratteristiche basilari come il rating o il tipo di profilo cedolare.
- **Problematiche relative agli interventi di ristrutturazione:** per quanto in linea di principio una ristrutturazione possa essere opportuna in alcuni casi, in quanto consente di adattare le caratteristiche del titolo alle mutevoli condizioni di mercato, bisogna tuttavia far presente che tali operazioni, anche nei casi in cui non presentano un costo esplicito per la Fondazione, comportano tuttavia dei costi impliciti (commissioni di negoziazione, bid/offer spread, etc.) che si riflettono sul minore valore del nuovo titolo. Tali costi possono essere particolarmente rilevanti e nell'ordine di diversi punti percentuali per le credit-linked notes.

In aggiunta a ciò è emersa, dall'analisi delle delibere del Consiglio di Amministrazione del 2009 e 2010, una tendenza ad utilizzare le ristrutturazioni per:

- Non evidenziare problemi di redditività
- Non evidenziare perdite di capitale

Esaminiamo i due casi nell'ordine, utilizzando degli esempi concreti

1) Utilizzo delle ristrutturazioni per non evidenziare problemi di redditività:

Prendiamo ad esempio la ristrutturazione dei titoli J.P.Morgan 10Y Tarn SPI Note Linked to a Dynamic Basket 15/02/2016 da 20 milioni di euro, J.P.Morgan 10Y SPI Tarn Note on a Basket of Global Indices 13/12/2017 da 20 milioni di euro, J.P.Morgan 9Y Tarn on JP Morgan Income FX 20/06/2016 da 20 milioni di euro, J.P.Morgan 10Y Target SPI Note on Custom Yield Alpha 8 basket 10/09/2017 da 20 milioni di euro proposta al CdA del 28 maggio 2010⁴⁴.

Questi titoli sono diventati, a causa della performance negativa dei sottostanti, dei quasi zero-coupon, titoli che sicuramente non pagheranno cedole nel breve termine e che con elevata probabilità non ne pagheranno fino a scadenza, rimborsando poi alla pari. Ciò determinerebbe una redditività nulla fino alla scadenza dei titoli.

⁴⁴ Vd Bibliografia: B.e (Commissione investimenti Mobiliari del 11-05-2010), C.69, C.71, C.72, C.73

Per far fronte a questa situazione si propone di allungare la scadenza al 20 giugno 2020 (in media di 3 anni e 5 mesi) e di legare il rimborso del nozionale al rischio di credito della Repubblica Italiana, permettendo in questo modo di ottenere una cedola del 2% il primo anno e pari al 90% dell'inflazione per gli anni successivi.

Quindi la Fondazione, che prima della ristrutturazione detiene dei titoli di fatto zero-coupon, si ritrova dopo la ristrutturazione con dei titoli che pagano cedole fino a scadenza. Queste cedole vengono finanziate in due modi:

- rinunciando a una parte del rendimento per i 3 anni e 5 mesi di allungamento medio delle scadenze (ovvero il rendimento per questi anni è inferiore agli attuali tassi di mercato);
- aumentando il rischio di credito della struttura.

Con questa analisi non si intende formulare alcun rilievo al merito di questa ristrutturazione, giustificabile nelle attuali condizioni di mercato, ma soltanto far notare come attraverso questa ristrutturazione la Fondazione può incrementare in modo artificioso la redditività del 2010 e degli anni immediatamente successivi e quindi ottenere dei dati di bilancio migliori, questi ultimi comunque a scapito della redditività di più lungo termine e del rischio di credito del portafoglio.

E questa tipologia di ristrutturazione può essere (ed è stata) ripetuta più volte, fino a quando non vi sono più rendimenti futuri da anticipare e/o maggiori rischi di credito da assumere, in questo modo facendo sembrare la gestione del portafoglio migliore di quanto non sia in realtà stata.

Come accennato ci sono casi in cui una ristrutturazione può invece essere una opportunità per l'Ente di reindicizzare titoli non più performanti a strategie di investimento capaci di generare rendimento stabile indipendentemente dalle condizioni dei mercati finanziari e nel contempo permettendo una semplificazione gestionale del portafoglio, con conseguente capacità di monitoraggio e controllo da parte dell'Ente stesso.

2) Utilizzo delle ristrutturazioni per non evidenziare perdite di capitale: vedi paragrafo 2.6 (Conferimento di zero coupon per coprire le perdite)

- **Redditività mantenuta artificialmente elevata:** come notato nel paragrafo precedente la Fondazione ha attuato diverse operazioni che hanno permesso di incrementare la redditività del portafoglio calcolata nel bilancio.

Da notare ad esempio⁴⁵ che dei 43 milioni di Euro di cedole pagate nel 2009 sui titoli obbligazionari strutturati presenti nel portafoglio dell'Ente, circa 21 milioni (ossia quasi il 50%) derivano da soli 16 titoli il cui nozionale ammonta complessivamente a 305 milioni di Euro (pari al 10% del portafoglio). **Si tratta in tutti i casi di titoli che prevedono delle elevate cedole per i primi 2/3 anni per poi passare a delle cedole opzionali negli anni futuri;** le cedole oscillano tra valori minimi del 5% a massimi addirittura del 13%, molto al di sopra dei livelli di rendimento offerti da titoli obbligazionari analoghi. Il fatto poi che tutti riportino dei valori di mercato a fine anno anche molto al di sotto della pari dimostra il fatto che tali cedole stanno pregiudicando la possibilità di ottenere dei rendimenti anche nel futuro.

⁴⁵ Vd Bibliografia: A.4.b (Bilancio Consuntivo 2009), C.1-C.113 (Documenti singoli titoli)

Una volta depurato il bilancio da queste componenti di redditività artificiali, ed eseguita l'analisi dei rendimenti a valori di mercato presentata sopra, osserviamo come in realtà la gestione abbia generato un rendimento significativamente negativo nel triennio 2007-2009.

- **Calcolo dei rendimenti del portafoglio basato sul costo storico e non sulla variazione del valore di mercato dei titoli:** come già evidenziato questo metodo presenta importanti limitazioni: non riflette le variazioni delle aspettative sui flussi di cassa futuri che verranno corrisposti dal titolo; non riflette le variazioni nel rischio di credito dell'emittente del titolo, e quindi la probabilità di ricevere i flussi di cassa futuri che il titolo dovrebbe corrispondere in base alle condizioni contrattuali; il reddito ottenuto secondo questo metodo è facilmente manipolabile, nel senso che per aumentare la redditività di un esercizio è sufficiente acquistare titoli che corrispondono una cedola elevata il primo anno, o dismettere titoli che si sono apprezzati per realizzare plusvalenze, rendendo perciò difficile valutare la performance della gestione.

Di fatto dunque l'utilizzo del metodo del costo storico non consente di valutare le conseguenze future delle decisioni prese oggi da chi gestisce il portafoglio: se la gestione effettua scelte sbagliate, che compromettono la preservazione del capitale o i rendimenti futuri, con il metodo del costo storico tali errori divengono evidenti solo con il passare degli esercizi, mentre con il metodo del valore di mercato emergono immediatamente.

- **Problema di stabilità finanziaria di lungo termine:** dalla relazione redatta dal Nucleo di Valutazione della spesa previdenziale sui bilanci tecnici al 31 dicembre 2006 e approvata nella seduta del 28 ottobre 2009, risulta che ben quattro delle cinque gestioni ENPAM non hanno rispettato il requisito di stabilità trentennale ed esauriscono le proprie riserve patrimoniali entro il 2030 ponendo dunque a rischio la stabilità finanziaria di lungo termine del patrimonio in gestione.
- **Eccessiva esposizione a titoli credit-linked:** la criticità che rischia di avere il maggior impatto sulla capacità di erogare le prestazioni previdenziali future è senza dubbio l'elevata esposizione a titoli credit-linked e in particolare CDO. Vedi capitolo 2.
- **Eccessiva complessità dei titoli:** un'altra criticità che si è notata è la presenza di titoli con profilo dei pagamenti particolarmente complesso. Ciò rende molto arduo il monitoraggio di questi titoli e dell'intero portafoglio, e la valutazione dell'aderenza del portafoglio all'asset allocation strategica e tattica scelta dall'Ente. Potrebbe essere dunque opportuno procedere alla vendita di questi titoli, laddove sia possibile, oppure negli altri casi lavorare alla modifica del profilo cedolare.
Un caso particolare è rappresentato da quei titoli che hanno beneficiato in modo particolare del ribasso dei tassi di interesse di mercato o dell'aumento della pendenza della curva dei tassi, ma che verrebbero invece significativamente penalizzati da un futuro rialzo o appiattimento della curva: su questi titoli è necessario intervenire tempestivamente, o vendendoli o modificando il tipo di indicizzazione.

- **Operazioni chiuse in assenza di gara (no-competition):** abbiamo notato una prassi consolidata, ma insolita nella finanza di mercato, da parte della Fondazione che è apparsa quella di chiudere le operazioni sul portafoglio senza mettere in competizione le diverse banche di investimento. Ovvero una banca formula una proposta e l'operazione viene chiusa direttamente con quella banca, senza che la Fondazione o l'advisor Mangusta Risk interpellino altre banche per verificare se sia possibile ottenere un prezzo migliore o una struttura più efficiente.

Portiamo ad esempio due operazioni proposte per l'approvazione al CdA del 28 maggio 2010⁴⁶.

La prima, già citata sopra, è quella proposta da JP Morgan per un nozionale totale di 80 milioni di euro. Come fatto notare nel precedente rapporto, se la Fondazione avesse chiuso l'operazione alle condizioni proposte da JP Morgan, com'era stato proposto al Consiglio dal Comitato Investimenti, si sarebbe trovata con dei nuovi titoli dal valore di almeno il 4,93% inferiore rispetto ai titoli originali, con una perdita implicita di 3,9 milioni di euro.

La seconda proposta, di Credit Suisse, comportava la ristrutturazione di 3 titoli, Credit Suisse International 15/04/2019 da 20 milioni di euro – Credit Suisse Note Linked to Inflation 19/06/2018 da 25 milioni di euro - Credit Suisse 5Y Redemption Serenity 06/02/2013 da 20 milioni di euro. In questo caso se la Fondazione avesse chiuso alle condizioni proposte la perdita implicita sarebbe stata del 6,89%, pari a circa 4,5 milioni di euro.

- **Utilizzo di Advisor:** dall'esame delle schede tecniche sui prodotti inviateci dalla Fondazione, oltre che di alcuni termsheet di prodotti nel portafoglio della Fondazione, emerge che è una prassi della Fondazione il ricorso, nella sottoscrizione dei prodotti, ad "advisors", remunerati con commissioni particolarmente elevate difficilmente riscontrabili nelle abituali transazioni finanziarie nazionali ed internazionali.

Ad esempio il titolo Goldman Sachs 09/11/2016 prevede una commissione upfront del 9% per la società Kanik Venture Holding Limited, senza prevedere peraltro alcuna attività svolta da questa società⁴⁷.

Allo stesso modo il titolo JP Morgan 20/06/2016 prevede una commissione upfront del 9,25% per l'advisor (presumibilmente, sulla base della scheda tecnica, la società E.Partners, anche se nel termsheet il nome non è riportato)⁴⁸.

Questi sono solo due esempi, ma dalle schede tecniche risulta l'impiego di advisors per la maggioranza dei prodotti sottoscritti e possiamo immaginare che anche negli altri casi le commissioni corrisposte siano state in linea con quelle dei due esempi esaminati.

Tra l'altro da ricerche di mercato e su internet risulta che queste società "advisors" sono, tranne rare eccezioni, pressoché sconosciute; non sono disponibili informazioni né sul domicilio di queste società, né sulle persone chiave del management, né soprattutto sull'autorità, sempre ammesso che esista, che le regola (Consob, Banca d'Italia, FSA etc). Non si tratta dunque di primarie istituzioni finanziarie

⁴⁶ Vd Bibliografia: B.e (Commissione investimenti Mobiliari del 11-05-2010)

⁴⁷ Vd Bibliografia: C.63

⁴⁸ Vd Bibliografia: C.69

o di società con un comprovato track-record nell'ambito della consulenza, come sarebbe logico aspettarsi per uno dei principali attori del mercato istituzionale italiano quale è Fondazione ENPAM.

Viene inoltre naturale chiedersi quale importante ruolo svolgano questi advisors per meritare una commissione così elevata (3,15 milioni di euro per il titolo Goldman Sachs e 1,85 milioni di euro per il titolo JP Morgan), soprattutto alla luce del fatto che i termsheet esaminati non menzionano alcuna attività svolta da tali advisors e che la Fondazione dispone già di un advisor, Mangusta Risk, che ha la funzione di monitorare performance e rischiosità dei prodotti nel portafoglio.

2. Sintesi criticità emerse relativamente ai titoli CDO

(riportiamo i paragrafi I.2.5 e I.2.6 al fine di consentire una lettura omnicomprensiva delle Conclusioni)

Tabella riassuntiva CDO⁴⁹

Titolo	Nozionale ¹	Data ultima ristrutturazione	Iniezione liquidità	Conferimento Zero coupon	Management fees ²	Risk Monitoring fees ²	Valore 30/09/10 ³
Corsair 6/11	30,000,000	18 maggio 2010	2,171,642	-	477,421.54	298,142.20	44.61%
Corsair 6/12	74,000,000	26 maggio 2010	29,806,716	67,900,000	2,600,641.30	1,624,059.36	44.61%
Ethical CDO	30,000,000	18 maggio 2010	2,171,642	-	487,266.33	304,290.11	44.61%
Eirles 337	15,000,000	11 agosto 2010	1,790,000	-	89,791.67	75,839.35	91.52%
Eirles 309	35,000,000	11 agosto 2010	22,330,000	91,000,000	1,468,006.94	964,979.17	39.46%
Camelot	37,500,000	6 aprile 2010	18,200,000	90,500,000	1,133,109.59	855,979.17	41.35%
Ferras	140,000,000	28 maggio 2010	26,175,000	-	2,663,352.74	1,986,587.98	37.87%
TOTALE	361,500,000		102,645,000	249,400,000	8,919,590	6,109,877	43.11%

¹ Nozionale esposto a rischio CDO (senza quindi considerare gli zero coupon conferiti).

² Commissioni totali che verranno corrisposte nell'intera vita dei titoli, assumendo che i titoli vengano portati a scadenza, che non vengano riportate perdite di capitale e che i Portfolio Management Agreement e Risk Monitoring Agreement restino in essere nella loro forma attuale fino a scadenza.

³ Valore della sola componente CDO, escludendo dunque gli zero coupon, la componente cedolare opzionale, e i conti di liquidità utilizzati dai Portfolio Manager nella gestione.

Il nozionale totale dei 7 CDO analizzati è pari a **361,5 milioni** di Euro. Come detto sono esclusi dall'analisi i due titoli Eirles 254 e Eirles 312 dei quali non abbiamo al momento ricevuto la documentazione. Includendo questi titoli il nozionale salirebbe a 446,5 milioni.

⁴⁹ Vd Nota 36

Questi numeri si riferiscono alla sola parte del nozionale esposta a rischio CDO e non comprendono quindi gli zero coupon conferiti a collaterale. A tal proposito, come già fatto notare in precedenza, l'inserimento degli zero coupon nelle note non ha nessun impatto sostanziale, ovvero la redditività della gestione ENPAM sarebbe stata la stessa anche se questi zero coupon fossero stati mantenuti separatamente nel bilancio. L'inserimento come collaterale è semplicemente un escamotage per non dover riportare l'eventuale perdita nel caso in cui i CDO non dovessero rimborsare il 100% del nozionale.

I CDO sono stati ristrutturati tutti, a più riprese, tra la fine del 2009 e l'agosto 2010. Le ristrutturazioni hanno comportato, oltre che il conferimento degli zero coupon già discusso, un'iniezione di liquidità per 102.645.000 Euro. Di questi una parte ha coperto i costi delle ristrutturazioni, la restante è stata depositata in conti di liquidità che verranno utilizzati dai Portfolio Manager nella gestione. Dalle informazioni poste a nostra disposizione dall'Ente non siamo in grado di determinare quale sia la parte relativa ai costi e quale invece quella inserita nei conti per la gestione. Rimane tuttavia il fatto che, dopo la performance tutt'altro che brillante dei CDO negli anni passati, l'Ente ha comunque deciso di mettere a rischio ulteriori 100 milioni in questo tipo di prodotto.

Le ristrutturazioni hanno inoltre comportato l'inserimento in ogni nota di un Portfolio Manager e di un Risk Monitoring (o Assessment) Agent, a cui verranno corrisposte, tra il 2010 e il 2016-2017 date di scadenza dei CDO, commissioni per circa 15 milioni di Euro (più le eventuali commissioni di performance per il Manager).

Criticità

- **Conferimento di zero coupon per coprire le perdite:** come si è fatto notare precedentemente in 3 delle note⁵⁰ sono stati inseriti degli zero coupon a collaterale "al fine di garantire la copertura del capitale alla scadenza". In realtà, lungi dall'aver un impatto sostanziale sulla redditività della gestione, il meccanismo è stato adottato per evitare di riportare eventuali perdite in bilancio.

Consideriamo la situazione pre-conferimento degli zero coupon: l'Ente, in caso di rimborso soltanto parziale, o nullo, dei CDO, avrebbe dovuto riportare la relativa perdita di capitale in bilancio.

Dopo l'inserimento degli zero coupon invece ci sono tre scenari possibili:

- i CDO rimborsano il 100% del capitale: in questo caso il capitale rimborsato verrà corrisposto sotto forma di cedola dalle note, dando un contributo positivo significativo alla redditività dell'anno di rimborso;
- i CDO rimborsano parzialmente il capitale: anche in questo caso il capitale rimborsato verrà corrisposto sotto forma di cedola dalle note, dando un contributo positivo alla redditività dell'anno di rimborso (questo scenario, prima della ristrutturazione, avrebbe invece determinato una perdita in bilancio; nella sostanza non cambia nulla, in quanto questa maggiore redditività è compensata dal rendimento nullo degli zero coupon fino al 2029);
- i CDO non rimborsano nulla: in questo caso non viene corrisposta cedola, tuttavia in bilancio non risulta alcuna perdita, in quanto il capitale è recuperato, sacrificando totalmente il rendimento degli zero coupon, nel 2029.

⁵⁰ Vd Nota 37

Come si è visto si tratta soltanto di un gioco contabile, in cui l'intero rendimento (in caso di perdita totale del capitale dei CDO) o parte del rendimento (in caso di perdita parziale del capitale dei CDO) generato dagli zero coupon per i prossimi 19 anni verrebbe utilizzato per coprire le perdite generate dai CDO, in modo da non dover riportare perdite in bilancio. E dunque l'intero ammontare investito dall'Ente in questi CDO (investimento iniziale, liquidità inserita, zero coupon) produrrebbe, fino al 2029, un rendimento nominale nullo, e un rendimento reale (ovvero corretto per l'inflazione) negativo (questo nel caso di perdita del 100% del capitale dei CDO, in caso di perdita parziale il rendimento sarebbe positivo ma ovviamente inferiore a quello di mercato).

- **Iniezione di liquidità:** nonostante la performance non di certo positiva dei CDO negli ultimi anni, e nonostante il fatto che si tratti di prodotti molto complessi ed adatti soltanto ad investitori particolarmente sofisticati, l'Ente ha deciso comunque di mettere a rischio ulteriori 102,6 milioni di Euro nella loro ristrutturazione.
- **Assegnazione incarichi ai Portfolio Manager e Risk Monitoring Agent:** l'Ente, nell'ambito delle recenti ristrutturazioni, ha conferito l'incarico di Portfolio Manager alle società CQS Cayman LP e Matrix Alternative Asset Management LLP e di Risk Monitoring Agent alla società Mangusta Risk Uk Ltd. A queste società corrisponderà commissioni totali per circa 15 milioni di Euro durante la vita dei titoli (tra il 2010 e il 2017). Alcune considerazioni a tale proposito:
 - nella delibera del CdA che approva le ristrutturazioni non sono fornite spiegazioni sui criteri che hanno portato all'individuazione dei Manager e del Risk Monitoring Agent. Non è chiaro in particolare se sia stato indetto un bando di gara tra diversi possibili candidati che avrebbe permesso la scelta più conveniente per l'Ente.
 - Sempre a questo proposito non è chiaro il perché sia stato selezionato anche un Manager basato alle isole Cayman;
 - Mangusta Risk riveste il ruolo di advisor della Fondazione, e lo era anche quando sono state prese le decisioni di acquistare inizialmente i CDO. Non sono esplicitate le ragioni che hanno indotto l'Ente ad incaricare, con una remunerazione ad hoc, lo stesso soggetto che in teoria già avrebbe dovuto monitorare il rischio di questi investimenti precedentemente, e ovviamente, vista la situazione attuale, non lo ha fatto in maniera adeguata;
 - inoltre Mangusta Risk riceve lo 0,15% p.a. sul nozionale totale (pari a 6,1 milioni totali durante la vita dei CDO) per un'attività che sembra consistere nella preparazione di report di rischio periodici, peraltro basati su informazioni e dati che già i Manager inviano all'Ente⁵¹. Un tale livello commissionale per questa attività sembra particolarmente elevato;
 - sorprende il fatto che, relativamente ai CDO a cui sono stati aggiunti zero coupon a collaterale, le commissioni vengano calcolate sul nozionale totale, comprendendo dunque anche gli zero coupon su cui tuttavia non viene svolta alcuna attività. Ad esempio per il CDO Eirles 337, in cui il nozionale esposto al rischio CDO - ovvero quello che viene effettivamente gestito - è pari a 35 milioni di Euro, il Portfolio Manager e Mangusta riceveranno commissioni calcolate su ben 91 milioni di Euro.
- **Commissioni di performance:** oltre alle commissioni di gestione i Portfolio Manager percepiranno anche delle commissioni di performance nel caso in cui i valori di liquidazione dei CDO siano superiori a

⁵¹ Vd Nota 38

determinate soglie. È interessante notare come il valore di liquidazione comprenda, oltre al valore di rimborso dei CDO, anche la liquidità presente nei conti di trading utilizzati dai Manager per la gestione; e perché l'Ente debba pagare una commissione di performance è sufficiente che questo valore sia superiore all'80% del solo valore nominale dei CDO.

Ad esempio per i CDO strutturati da JPMorgan l'Ente ha speso fino ad ora 168.150.000 Euro (134 mln per sottoscriverli + 34,15 milioni di iniezione di liquidità); se di questo ammontare dovesse recuperare 107,2 milioni (riportando dunque una perdita di 60,95 milioni) pagherebbe comunque una commissione di performance al gestore pari a 4.824.000 Euro; se l'ammontare recuperato dovesse salire a 120,6 milioni (con una perdita di 47,55 milioni) pagherebbe 6.432.000 Euro; e così via.

Queste commissioni sono particolarmente indicative di quanto i Portfolio Manager e l'Ente ritengano probabile il recupero dei CDO: come visto, una perdita di "solo" 60,95 milioni su 168,15 - ovvero del 36,2% - verrebbe considerata un tale successo da parte del Manager da giustificare il pagamento di una commissione di performance del 3%.

3. Conclusioni dell'analisi del patrimonio mobiliare

Questo secondo rapporto è stato redatto dopo avere analizzato le ulteriori, definitive, informazioni ottenute dall'Ente dopo la consegna del primo.

L'accurata analisi di questa ultima documentazione non modifica le risultanze complessive già riportate nel primo rapporto ma pone in maggior rilievo alcune modalità di esecuzione dell'approccio al mercato finanziario non usuali e, con molta probabilità, alla base dei negativi risultati riscontrati. Ci si riferisce in particolare alla prassi di mancata competizione tra le banche nelle proposte di investimento, scelta di prodotti finanziari estremamente complessi (in particolare i CDO), eccessivo ricorso alle ristrutturazioni, redditività mantenuta artificialmente elevata, corresponsione di commissioni inusualmente onerose.

Si ribadisce dunque quanto già evidenziato nel primo rapporto. Si sono definitivamente accertate perdite del patrimonio mobiliare dell'Ente dovute alla gestione finanziaria interna ed esterna pari a 400 milioni di euro e, potenziali, fino a circa 800 milioni di euro. Inoltre, considerando i mancati guadagni che si sarebbero potuti ottenere con una semplice gestione in assenza di rischio (semplice conto corrente bancario) si deve segnalare una ulteriore perdita di mancati introiti da interessi acquisibili la cui entità si aggira intorno ai 350-400 milioni di euro.

III. Analisi delle azioni dell'Advisor Mangusta Risk

1. Analisi relativa al “Contratto di assistenza tecnica e commerciale”

Come da prassi, a completamento dell'analisi relativa alla valutazione dei patrimoni finanziari dei nostri clienti istituzionali, la nostra indagine è proseguita con l'analisi dell'operato dell'Advisor incaricato dall'Ente valutando l'aderenza delle azioni poste in essere con gli adempimenti previsti contrattualmente. L'Ente ci ha fornito copia del contratto siglato in data 13 febbraio 2009 – con decorrenza dal 31 dicembre 2008 - riferibile al triennio 2009 / 2011⁵².

L'analisi è stata condotta verificando i contenuti del contratto, nel quale sono previste con un certo grado di dettaglio le attività che Mangusta Risk si è impegnata a svolgere al fine di adempiere al suo ruolo di consulente per gli investimenti e le azioni poste in essere a rispetto di quanto contrattualizzato.

Tali attività riguardano varie fasi del processo decisionale di investimento previste nell'oggetto stesso del contratto qui di seguito riportate:

- La misurazione del rischio del portafoglio finanziario;
- La definizione dell'Asset Allocation Strategica e la rilevazione dell'Asset Allocation Tattica;
- La misurazione e valutazione delle performance;
- L'analisi di Performance Attribution;
- L'analisi degli investimenti alternativi e tradizionali;
- Il supporto all'attività di valutazione degli investimenti e la formazione.

1.1. Documentazione prevista da contratto

La documentazione richiesta è quella prevista dal contratto e include:

- 1) Report di **misurazione del rischio del portafoglio** finanziario, cd. “mappatura dei rischi” (da redigere mensilmente), corredata dalle analisi di stress testing e di scenario analysis;
- 2) Documenti di **definizione dell'Asset Allocation Strategica (AAS)** e di **rilevazione dell'Asset Allocation Tattica (AAT)**;
- 3) Report di analisi di **Performance Attribution** (da redigere trimestralmente);
- 4) Report di **misurazione e valutazione delle performances degli investimenti tradizionali** (da redigere trimestralmente);
- 5) Report di **misurazione e valutazione delle performances degli investimenti alternativi** (da redigere in forma sintetica trimestralmente ed in forma estesa, corredata di schede di valutazione, con cadenza semestrale);
- 6) Documenti di supporto all'attività di valutazione degli investimenti.

⁵² Vd Bibliografia: D.1.a (Contratto Advisor)

1.2. Elenco documenti ricevuti dalla Direzione Enpam

- Analisi del portafoglio finanziario dell'ENPAM, luglio-agosto 2010⁵³;
- Due tabelle su carta non intestata e senza titolo indicate come asset allocation tattica e asset allocation strategica che riportano numeri che presumiamo essere riferiti ad ENPAM⁵⁴;
- Misurazione del rischio⁵⁵ per:
dicembre 2006, dicembre 2007, dicembre 2008, dicembre 2009;
- Misurazione delle performance (investimenti tradizionali)⁵⁶ per:
settembre 2006,
giugno 2007, settembre 2007, dicembre 2007,
marzo 2008, giugno 2008, settembre 2008, dicembre 2008,
marzo 2009, giugno 2009, settembre 2009, dicembre 2009,
marzo 2010, giugno 2010;
- Valutazione delle performance - Sintesi per estratto⁵⁷ per:
marzo 2006, giugno 2006, dicembre 2006,
marzo 2007;
- Misurazione delle performance - Investimenti alternativi⁵⁸ per:
giugno 2009, settembre 2009, dicembre 2009,
giugno 2010;
- Valutazione delle performance – Investimenti alternativi⁵⁹ per:
marzo 2008, settembre 2008,
marzo 2009,
marzo 2010.

1.3. Analisi della documentazione

La documentazione ricevuta, in quasi tutti i casi sotto forma di documento cartaceo, copre un periodo di tempo che va da marzo 2006 ad agosto 2010. Non ci è stato consegnato alcun documento successivo ad agosto 2010.

Il documento prodotto dall'Advisor spesso non corrisponde, per tipologia o periodicità, a quello previsto contrattualmente o alla best practice del mercato. In taluni casi la documentazione risulta del tutto assente.

Rimandiamo alla Tabella Sinottica allegata per l'analisi dettagliata e puntuale di tutti i documenti analizzati. Per ciascun tipo di report prodotto si è verificata la rispondenza ai contenuti minimi previsti dal contratto,

⁵³ Vd Bibliografia: D.7.a

⁵⁴ Vd Bibliografia: D.7.b

⁵⁵ Vd Bibliografia: D.2.a- D.2.d

⁵⁶ Vd Bibliografia: D.3.a- D.3.n

⁵⁷ Vd Bibliografia: D.4.a- D.4.d

⁵⁸ Vd Bibliografia: D.5.a- D.5.d

⁵⁹ Vd Bibliografia: D.6.a- D.6.d

indicando quali tipi di analisi risultano presenti e documentate e quali invece mancano completamente o, se presenti, risultano non sufficientemente chiare.

Di seguito ci limitiamo a puntualizzare alcuni degli aspetti ritenuti più rilevanti che sono emersi dall'analisi.

- 1) Documenti di **Misurazione del rischio**: dovrebbe trattarsi di report prodotti mensilmente e corredati da analisi di stress testing e scenario analysis particolarmente importanti sia per consentire all'Ente di avere un aggiornamento sull'andamento del proprio portafoglio, sia per poter valutare, alla luce delle informazioni fornite dagli indicatori di rischio, quali correttivi apportare alle proprie politiche di investimento.

Il materiale che ci è stato messo a disposizione per l'analisi include solo 4 documenti, per il periodo che va da dicembre 2006 a dicembre 2009. Possiamo dedurre che sono stati redatti con periodicità annuale anziché mensile, con riferimento alla situazione del portafoglio di fine anno.

Risultano in ogni caso assenti le analisi di stress test e la scenario analysis.

Inoltre essendo il portafoglio dell'Ente particolarmente sbilanciato su investimenti di tipo non tradizionale, rappresentati da titoli strutturati legati alle più differenti asset class e con profili cedolari e del rimborso a scadenza talvolta molto sofisticati, sarebbe stato necessario un approfondimento delle metodologie utilizzate per scomporre i suddetti investimenti nelle loro componenti elementari al fine di ricondurli ai comparti di investimento previsti dalle asset allocation tattiche e strategiche. Tale approfondimento risulta del tutto assente.

- 2) **Definizione dell'Asset Allocation Strategica (AAS) e rilevazione dell'Asset Allocation Tattica (AAT)**: non è stato fornito un documento relativo al processo seguito per la definizione dell'Asset Allocation Strategica.

L'unica evidenza di una AAS deriva dai dati contenuti in una tabella non titolata e stampata su carta non intestata in cui si elencano le asset class ed i pesi con cui si dovrebbe ripartire il patrimonio mobiliare dell'Ente. Non è stata prodotta, o se prodotta non ci è stata consegnata, alcuna documentazione che si riferisca ai metodi utilizzati per identificare i portafogli ottimali nel rispetto del profilo del Cliente. Allo stesso modo, nel suddividere gli investimenti tra i vari comparti non si ha la possibilità di capire quale criterio sia stato utilizzato e in che modo siano stati determinati i benchmark di riferimento (di cui peraltro su tale tabella non c'è indicazione).

Ci pare opportuno porre in evidenza l'importanza per un Ente Previdenziale di definire i propri obiettivi di investimento di lungo periodo avendo sempre riguardo di adottare criteri di massima prudenza volti a garantire gli impegni previdenziali nei confronti dei propri iscritti. Il ruolo del consulente, come noto in tale fattispecie, è quello di individuare la combinazione di investimenti ottimale, dati i vincoli e gli obiettivi definiti e condivisi dall'Ente/Cliente, ed in seconda battuta monitorarne l'attuazione da parte degli Organi che emanano la politica di investimento vera e propria. Analizzando i dati che ci sono stati forniti non troviamo una chiara esposizione dei criteri che hanno condotto all'AAS, né una definizione univoca della stessa. Ad esempio nell'analisi di luglio-agosto 2010 l'AAS a cui si fa riferimento è diversa da quella del documento presentato a fine giugno senza che sia indicato da nessuna parte alcun correttivo della stessa. Inoltre viene rilevato un costante scostamento, talvolta anche sostanziale, dell'Asset Allocation Tattica da quella Strategica che, laddove frutto di una scelta consapevole e condivisa, dovrebbe essere documentato

indicandone le ragioni e l'arco temporale entro cui si prevede di riallineare gli investimenti anche al fine di poter valutare l'efficacia delle decisioni prese.

- 3) Report di analisi di **Performance Attribution** (da redigere trimestralmente): non disponibile

- 4) **Misurazione e Valutazione delle Performance – Investimenti Tradizionali:** sono stati forniti documenti prodotti con cadenza trimestrale. Al di là delle osservazioni riportate nella tabella sinottica in allegato, si rileva che a partire da giugno 2007 non sono stati più prodotti documenti di "Valutazione", nei quali venivano inserite note e commenti dell'Advisor. La reportistica allo stato attuale fornisce dati quantitativi sulle singole gestioni senza alcun commento o analisi che consenta una maggiore leggibilità dei numeri riportati nelle varie schede sintetiche.

- 5) **Misurazione e Valutazione delle Performance – Investimenti Alternativi:** sono stati redatti trimestralmente a partire da giugno 2009, fino a giugno 2010. In questo documento sono fornite informazioni che riguardano l'andamento degli investimenti, diretti o indiretti, in fondi di fondi Hedge. Confrontando i documenti prodotti in varie epoche, il grado di dettaglio fornito non è stato costante nel tempo. Ad esempio quasi tutte le esposizioni su questo comparto derivano da prodotti strutturati che utilizzano un Fondo come sottostante di qualche particolare tipo di opzione. Di conseguenza è sì rilevante conoscere come si è comportato il fondo su un certo arco di tempo, ma è ancora più importante fornire all'Ente un quadro corretto dell'esposizione che ha verso i singoli fondi inseriti nel report. Non sono pochi i casi infatti di prodotti strutturati con meccanismi di tipo CPPI (vedi nota 1) per i quali l'esposizione alla componente rischiosa si è ormai annullata, per cui ha poco interesse sapere se il fondo è stato performante o meno dal momento che il titolo in questione non ne viene più influenzato.
Allo stesso modo non sono presenti analisi di correlazione che consentano di verificare quanto l'investimento sul comparto alternativo vada nel senso della diversificazione, sia interna al comparto che rispetto alle altre asset class.
Come indicato in precedenza per gli investimenti tradizionali, anche in questo caso la reportistica prodotta da Mangusta Risk si limita a fornire schede tecniche relative a singole gestioni e singoli fondi senza riaggregare tali informazioni per produrre dati chiari circa l'evoluzione del portafoglio nel suo complesso in modo da mettere in evidenza eventuali criticità che potrebbero richiedere di adottare delle azioni correttive. Per un patrimonio come quello di ENPAM e alla luce del momento congiunturale in cui ci si trova, è essenziale avere un costante e sistematico controllo dei rischi a cui sono legati i propri investimenti al fine di individuare con prontezza quelle situazioni che richiedono particolare attenzione ed interventi tempestivi.

- 6) **Documenti di supporto all'attività di valutazione di nuovi investimenti:**
a riguardo non ci è stata fornita alcuna documentazione.

Nella tabella che segue (pag. 52 e seguenti), per ogni attività prevista contrattualmente sono riportati i differenti tipi di analisi da produrre ed i corrispondenti documenti posti a nostra disposizione, indicando i casi in cui la documentazione è mancante. Nella colonna "Osservazioni Generali" vengono poi forniti

commenti laddove le informazioni contenute siano ritenute insufficienti o non conformi a quanto indicato dalla best practice di mercato.

1.4. Conclusioni

L'analisi della documentazione fornita pone in evidenza un mancato allineamento con gli impegni contrattuali assunti dall'Advisor. Infatti il compendio alla tabella sinottica, riportato a pag. 59, chiarisce come fossero contrattualmente dovute 90 azioni di cui solo 19 eseguite in modo completo, 7 eseguite solo parzialmente e 64 non eseguite.

Di particolare rilievo appaiono essere l'assenza delle relazioni mensili previste che hanno impedito all'Ente di essere prontamente avvertito delle variazioni negli andamenti del mercato e che molto probabilmente sono state alla base delle consistenti perdite precedentemente documentate.

Infatti, per esempio, un'analisi attenta e prontamente riferita avrebbe immediatamente impedito l'ampliamento delle perdite del CDO Xelo Ferras 2017 da 140 milioni di nozionale.

In particolare Xelo 2017, dai vari bilanci successivi all'investimento, riportava i seguenti valori di mercato:

- 2007 71% del valore nozionale, quindi con perdita secca del 29% il primo anno
- 2008 24% del v. nozionale, quindi la perdita saliva al 76%
- 2009 32.10% del v. nozionale, quindi con una perdita del 67,9%

L'investimento dunque, fatto nel 2007, ha cominciato subito a perdere valore e ha perso continuamente ogni anno. Un'informativa mensile avrebbe posto subito in allarme l'Ente e consentito un immediato intervento. Invece dai documenti che abbiamo ricevuto risulta una ristrutturazione fatta a Dicembre 2009 ed una nuova di Maggio 2010⁶⁰.

Un altro, tra i numerosi esempi che possono essere riportati, è quello del titolo Eirles Two, con scadenza 2016, acquistato dall'Ente a fine 2006. Anche in questo caso dai bilanci si nota come il titolo abbia da subito registrato delle ingenti perdite:

- 31 dicembre 2007 51% del valore nozionale
- 31 dicembre 2008 12,22% del valore nozionale
- 31 dicembre 2009 24,17%. del valore nozionale

Sulla base di quest'ultima valutazione il titolo varrebbe 8,459 milioni di Euro (con una perdita rispetto al capitale investito di 26,54 milioni) e questo nonostante fosse già stata effettuata una ristrutturazione nel 2007.

Nel 2010 la situazione era talmente compromessa che l'Ente ha dovuto stanziare ulteriori 22,33 milioni (ovvero il 63,80% del nozionale) per una nuova ristrutturazione e conferire inoltre a garanzia (dato che il

⁶⁰ Vd Bibliografia: A.2.b, A.3.b, A.4.b, C.113

capitale investito nel CDO non è garantito) un BTP Zero Coupon con scadenza 2029 per 91 milioni di nozionale⁶¹.

Altro esempio, sempre relativo ai CDO, è lo Xelo II Camelot per 37,5 milioni di nozionale.

Nonostante sia stato ristrutturato 4 volte, rispettivamente nel 2005, 2007, 2009 e da ultimo nel 2010, con iniezione di liquidità per 18,2 milioni di euro, sulla base dei valori forniti al 30 settembre 2010 il titolo vale 41,35%. Facendo alcuni brevi calcoli ciò equivale ad una perdita potenziale di circa 40 milioni pari a:

- circa 22 milioni derivanti dalla perdita a valori di mercato del titolo al 30 settembre;
- 18,2 milioni derivanti dalla nuova liquidità che l'Ente ha voluto stanziare per evitare il default del titolo, di cui 2 milioni di commissioni pagate al nuovo gestore e a Mangusta Risk per il monitoraggio del rischio⁶².

Diviene dunque chiara l'importanza del continuo monitoraggio dei titoli e soprattutto delle relazioni mensili mai redatte. Infatti le valutazioni a cadenza semestrale o annuale non fanno altro che prendere atto di ciò che è avvenuto facendo così perdere l'opportunità di interventi che, nei mercati finanziari, vista la loro grande mutevolezza, devono essere immediati, quasi "ad horas".

L'analisi da noi effettuata si è limitata agli aspetti tecnico-finanziari del patrimonio mobiliare e all'incidenza, su quest'ultimo, degli interventi dell'Advisor. L'analisi tecnico-legale, da noi abitualmente fornita ai nostri Clienti, non ci è parsa inclusa nella delibera dell'Ente citata in premessa e dunque non è stata esperita poiché considerata ultronea. È discrezione dell'Ente accedere o meno ad una valutazione delle inadempienze registrate le cui risultanze potrebbero anche condurre a richiesta risarcitoria del danno eventualmente accertabile.

⁶¹ Vd Bibliografia: A.2.b, A.3.b, A.4.b, C.60

⁶² Vd Bibliografia: A.2.b, A.3.b, A.4.b, C.112, C.114

1.5. TABELLA SINOTTICA

Contratto		Documentazione ricevuta	Osservazioni	Osservazioni generali
ART.2 ASSET ALLOCATION TATTICA E STRATEGICA	<u>2.1 ASSET ALLOCATION STRATEGICA</u> "L'attività ha ad oggetto la definizione di un AAS efficiente mediante: - la determinazione e l'aggiornamento	Tabella Asset Allocation Strategica	Manca la descrizione della metodologia adottata nell'identificare i portafogli ottimi rispetto al profilo di rischio del Cliente	La tabella sintetica pervenuta risulta di difficile interpretazione per mancanza di dettagli (per esempio intestazione del prospetto e/o delle colonne)
	dei diversi comparti mobiliari		Manca la descrizione della metodologia adottata nell'identificare i comparti	Composizione portafoglio di fine anno risulta essere costante dal 2005 ad oggi
	degli indici di riferimento per ogni comparto		Manca la descrizione della metodologia adottata nell'identificare i benchmark di riferimento per ogni comparto	Alla luce dei movimenti di mercato dal 2008 al 2009 risulta improbabile la mancanza di alcuna significativa evidenza del rendimento e rischio annuo del portafoglio
	delle caratteristiche di diversificazione di ogni comparto		Manca la spiegazione del criterio utilizzato per ricondurre il portafoglio reale al portafoglio benchmark	
	dei pesi dei diversi comparti;"		Presente	
	"- la stima delle volatilità e dei rendimenti attesi dei singoli comparti mobiliari ed immobiliari e del portafoglio complessivo dell'EMPAM; la stima delle correlazioni fra i singoli comparti;"	Non documentata	Manca	Dal contratto risulta chiaro quali siano le tecniche di stima delle variabili: volatilità, rendimento e correlazione, si veda l'Allegato A ed A2. Manca un'evidenza dei risultati di tali stime.
	"- analisi di sensibilità dei risultati al variare dei parametri stimati (rendimenti attesi, volatilità, correlazioni) e delle ipotesi effettuate (inflazione, tassazione)"	Non documentata	Manca	

Contratto		Documentazione ricevuta	Osservazioni	Osservazioni generali
ART.2 ASSET ALLOCATION TATTICA E STRATEGICA	<u>2.2 ASSET ALLOCATION TATTICA</u> Determinazione dell'AAT mediante la scomposizione analitica, di ogni investimento detenuto in portafoglio,	Tabella asset allocation tattica	Manca la descrizione della metodologia adottata per ricondurre gli investimenti effettivi dell'Ente alle asset class specificate dall'Asset Allocation Tattica.	Manca l'intestazione del prospetto.
	nelle componenti finanziarie elementari e		Manca la descrizione della metodologia adottata per ricondurre gli investimenti effettivi dell'Ente alle componenti finanziarie elementari	
	nell'aggregazione in classi di investimento e		Presente l'aggregazione in classi di investimento. Manca la descrizione metodologica del processo di aggregazione: criteri adottati	
	comparti omogenei con quelli adottati nell'AAS.		Presente	
	<u>2.3 MONITORAGGIO dello scostamento dall'AAS dell'AAT</u>	Non documentata	Manca	Nella tabella AAT per ogni asset class è riportato solamente peso (%) ed ammontare, con cadenza trimestrale. Manca l'indicazione degli scostamenti rispetto all'AAS e l'indicazione dei correttivi da adottare
e delle differenze delle caratteristiche di diversificazione dell'AAT dall'AAS	Manca			
e l'individuazione delle strategie atte all'eventuale correzione di tale scostamento	Manca			
	<u>2.5 PERIODICITÀ INCONTRI E REPORTISTICA:</u> Sono previsti 12 incontri mensili per la consegna e l'analisi delle schede sintetiche di misurazione dell'AAT	Non documentata	Manca	
e 2 incontri semestrali per consegna dei rapporti completi dell'AAS	Manca			

Contratto		Documentazione ricevuta	Osservazioni	Osservazioni generali
ART.3 VALUTAZIONE DELLE PERFORMANCE E PERFORMANCE ATTRIBUTION	<u>3.1 VALUTAZIONE DEI RISULTATI PORTAFOGLIO TRADIZIONALE</u>			Manca evidenza di come vengono descritti i singoli componenti del portafoglio benchmark e della valutazione del portafoglio nel suo complesso
	"L'incarico di consulenza ha per oggetto la valutazione dei risultati e dell'attività di gestione del portafoglio finanziario cd. Tradizionale, e quindi con l'eccezione del comparto alternativo, con l'obiettivo di contribuire alla migliore efficienza del processo di investimento.			
	In particolare le attività che MR realizzerà per ENPAM sono:	1- Misurazione delle performance	Presente	
	1- analisi e valutazione del rendimento, del rischio, dell'efficienza, dei costi e della strategia di investimento delle gestioni esterne;	2- Valutazione delle performance (Sintesi per Estratto)	Presente	
2- analisi e valutazione del rendimento, del rischio, dell'efficienza, dei costi e della strategia di investimento degli OICR investiti, con l'esclusione di quelli cd. monetari ed alternativi;		Presente		
3- analisi e valutazione del rendimento, del rischio, dell'efficienza, dei costi e della strategia di investimento degli investimenti delegati a gestori professionali tra cui: mandati segregati, gestioni patrimoniali, OICR;		Presente		

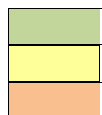
Contratto		Documentazione ricevuta	Osservazioni	Osservazioni generali
ART.3 VALUTAZIONE DELLE PERFORMANCE E PERFORMANCE ATTRIBUTION	4- analisi e valutazione del rendimento, del rischio, dell'efficienza dei portafogli aggregati in classi/comparti di investimento;	1- Misurazione delle performance 2- Valutazione delle performance (Sintesi per Estratto)	Manca	
	5- analisi delle performance dei gestori, sulla base degli indicatori ponderati secondo le caratteristiche del portafoglio finanziario;		Presente	
	6- analisi di scomposizione delle performance per ciascun mandato delegato;		Presente	
	7- analisi di attribuzione delle performance (performance attribution) per ciascun mandato;		Manca	
	8- verifica del rapporto tra gli obiettivi raggiunti da ogni gestore/OICR e il suo specifico benchmark;		Presente	
	9- valutazione della performance aggregata di tutte le gestioni rispetto al benchmark strategico complessivo,		Manca evidenza esplicita della misurazione delle performance del portafoglio complessivo rispetto al benchmark strategico e al benchmark tattico complessivi.	
	e rispetto al benchmark tattico complessivo."			
<u>3.3 PERIODICITÀ INCONTRI E REPORTISTICA:</u> "Sono previsti 4 incontri per la consegna del rapporto trimestrale, contenente una scheda di valutazione per ogni singola gestione/OICR, per ogni comparto e per il portafoglio affidato complessivo		Manca la scheda di valutazione per comparti.		

Contratto		Documentazione ricevuta	Osservazioni	Osservazioni generali	
ART.4 MISURAZIONE DEL RISCHIO	4.1.1 PORTAFOGLIO AZIONARIO	Misurazione del rischio			
	1- quantificazione dell'esposizione al rischio di liquidità		Presente		
	2- analisi della diversificazione/concentrazione per regioni, mercati, settori e valute		Presente		
	3- analisi fondamentale utilizzando metodi di valutazione basati sui multipli		Manca		
	4- analisi e quantificazione del rischio di mercato...		Presente		
	5-quantificazione dell'esposizione al rischio valuta.	Presente			
	4.1.2 PORTAFOGLIO OBBLIGAZIONARIO	Misurazione del rischio			Per la parte di rischio obbligazionario derivante dalle posizioni in titoli strutturati, non viene specificato il criterio utilizzato per la scomposizione del rischio suddetto.
	1- quantificazione dell'esposizione al rischio di liquidità		Presente		
	2- analisi della diversificazione/concentrazione per regioni, settori, emittenti, controparti, rating e valute		Presente		
	3- analisi e quantificazione del rischio di tasso di interesse mediante le seguenti tecniche:				
	° analisi della duration, modified duration e della convexity		Presente		
	° analisi di sensibilità del portafoglio al variare dei fattori di rischio		Manca		
	° scenario analysis, stress testing		Manca		
	° analisi VaR		Presente		
° analisi Expexted Shortfall	Presente				

Contratto		Documentazione ricevuta	Osservazioni	Osservazioni generali
ART.4 MISURAZIONE DEL RISCHIO	4- analisi e quantificazione del rischio di credito mediante le seguenti tecniche:			
	° analisi frequenziale del rischio di default secondo i rating delle principali agenzie		Presente	
	° analisi strutturale mediante i modelli alla Merton: Credit Metrics e KMV		Manca	
	5- quantificazione dell'esposizione al rischio valuta.		Presente	
<u>4.1.3 PORTAFOGLIO ALTERNATIVO</u>	Misurazione del rischio	Manca la matrice di correlazione dei fondi alternativi presenti in portafoglio.		
<u>4.3 PERIODICITÀ INCONTRI E REPORTISTICA:</u>	Non documentati		Il materiale analizzato comprende documenti di "Misurazione del rischio" da Dicembre 2006 a Dicembre 2009, cadenza annuale (totale 4 documenti)	
sono previsti 4 incontri trimestrali per la consegna delle schede sintetiche di misurazione del rischio;		Manca		
2 incontri semestrali per la consegna dei rapporti completi di analisi dei rischi finanziari.	Manca			
<u>4.4 PERIODICITÀ INCONTRI E REPORTISTICA:</u>	Non documentati			
Sono previsti 12 incontri mensili per la consegna, la verifica e l'analisi della mappatura dei rischi dell'intero patrimonio. Tale mappatura sarà corredata dalle analisi di stress testing e scenario analysis.		Manca		

Contratto		Documentazione ricevuta	Osservazioni	Osservazioni generali
ART.5 VALUTAZIONE E CONTROLLO DI FONDI DI INVESTIMENTO ALTERNATIVI	5.1 PORTAFOGLIO FONDI DI FONDI	1- Misurazione delle performances - Investimenti Alternativi	Presente	Mancanza dei criteri adottati per scomporre la partecipazione in fondi quando questa deriva da una posizione in prodotti strutturati. In particolare per alcuni titoli che risultano ZC, l'analisi dei fondi sottostanti non sarebbe più rilevante ed anzi potrebbe risultare fuorviante.
	5.3 PERIODICITÀ INCONTRI E REPORTISTICA: sono previsti 4 incontri trimestrali per la consegna delle schede sintetiche di misurazione delle performance di ogni fondo e del portafoglio alternativo completo	2- Valutazione delle performances - Investimenti Alternativi	Presente	
	e 2 incontri semestrali per la consegna dei rapporti completi delle schede di misurazione e valutazione di ogni fondo e del portafoglio alternativo		Presente	
ART. 6 ANALISI E VALUTAZIONE DEGLI INVESTIMENTI FINANZIARI		Non documentati	Manca	

Legenda



Documentazione e/o analisi presenti

Documentazione e/o analisi incompleti o che non corrispondono a quanto specificato contrattualmente

Documentazione e/o analisi mancanti

Indice dei contenuti della Tabella Sinottica per colonne:

Contratto⁶³: sono stati estratti dal contratto in essere con Mangusta Risk i contenuti ritenuti rilevanti ai fini dell'analisi, riferendoli distinti per Articolo (prima colonna) e per Comma (seconda colonna).

Documentazione ricevuta⁶⁴: sono indicati i tipi di documenti, quando presenti, che si riferiscono all'argomento in oggetto. Abbiamo indicato come "Non documentati" i casi in cui quanto previsto contrattualmente NON corrisponde alla documentazione che abbiamo potuto analizzare.

Osservazioni: con un maggior grado di dettaglio viene indicato se le previste documentazioni ed analisi sono presenti e documentate ovvero risultano assenti.

Osservazioni generali: vengono forniti commenti laddove le informazioni contenute siano ritenute insufficienti o non conformi a quanto previsto dalla best practice di mercato.

1.6. Compendio della TABELLA SINOTTICA

Articoli del Contratto	Azioni richieste	Azioni Eseguite	Azioni Parzialmente Eseguite	Azioni Non Eseguite	Periodicità rispettata
ART.2 ASSET ALLOCATION TATTICA E STRATEGICA	12	2	5	5	No
ART.3 VALUTAZIONE DELLE PERFORMANCE E PERFORMANCE ATTRIBUTION	10	6	0	4	Sì
ART.4 MISURAZIONE DEL RISCHIO	16	11	1	4	No
ART.5 VALUTAZIONE E CONTROLLO DI FONDI DI INVESTIMENTO ALTERNATIVI	1	0	1	0	Sì
ART.6 ANALISI E VALUTAZIONE DEGLI INVESTIMENTI FINANZIARI	51 ¹	0 ¹	0 ¹	51 ¹	No ¹
Totale	90	19	7	64	

¹ Tale attività non ha periodicità predefinita in quanto viene richiesta nel momento in cui l'Ente sta valutando nuovi investimenti. Dai documenti a nostra disposizione (delibere e bilanci) risultano 51 operazioni⁶⁵ (incluso nuovi investimenti, ristrutturazioni o sostituzione di titoli) poste in essere dall'1 gennaio 2009 in cui Analisi e Valutazione rappresentano comunque azioni dovute contrattualmente..

⁶³ Vd Bibliografia: D.1.a (Contratto Advisor)

⁶⁴ Vd Bibliografia: D.2-D.7

⁶⁵ Vd Bibliografia: A.4.b (Bilancio Consuntivo 2009), B.a-B.e (Delibere)

2. Analisi relativa al monitoraggio del rischio dei CDO

Con delibera del 27 novembre 2009⁶⁶ il Consiglio di Amministrazione di ENPAM affida a Mangusta Risk il ruolo di “Risk Manager” nell’ambito delle operazioni di ristrutturazione dei titoli CDO nel portafoglio dell’Ente. Si precisa che Mangusta Risk avrà l’incarico di “effettuare un monitoraggio intenso e costante dell’attività svolta dai gestori di CDO selezionati, ad un costo pari allo 0,15% del capitale totale affidato ai gestori (valore nominale delle note comprensivo del BTP strip e della liquidità conferiti)”.

In effetti dai documenti pervenuti relativi alle ristrutturazioni risulta che per ogni CDO è stato stipulato un “Risk Monitoring Agreement” (o “ Risk Assessment Agreement”) nel quale a Mangusta Risk viene affidato un incarico in linea con la delibera di cui sopra.

In particolare alla luce di questi accordi Mangusta Risk si impegna a produrre:

- Report settimanali o mensili contenenti dati tecnici di tipo quantitativo sui CDO (si precisa che i report verranno forniti settimanalmente soltanto a condizione che il Gestore o il Custodian forniscano i dati necessari a Mangusta in tempo per almeno tre settimane consecutive, esonerando dunque Mangusta in caso questo non avvenga);
- Assessment mensili, in cui Mangusta dovrebbe analizzare ed esprimere un giudizio su:
 - o I rischi di credito sottostanti, specificando le aree critiche;
 - o Un confronto con altri CDO, con caratteristiche simili, che non siano gestiti;
 - o Le attività svolte dal Gestore;
 - o Le strategie e i modelli di gestione che il gestore dichiara di utilizzare, e la loro implementazione.

Abbiamo ricevuto dall’Ente:

- Gli *agreements* di cui sopra stipulati con Mangusta Risk⁶⁷;
- I report a fine settembre 2010 prodotti dai Gestori⁶⁸;
- I report mensili a fine settembre 2010 prodotti da Mangusta relativamente ai due CDO gestiti da Matrix: Xelo Lecce e Xelo Ferras⁶⁹;
- I report settimanali al 22 ottobre 2010 prodotti da Mangusta relativamente ai CDO gestiti da CQS: Corsair 6/11, Corsair 6/12, Eirles 309, Eirles 337, Ethical CDO⁷⁰.

Dall’esame dei documenti si può osservare quanto segue:

- Per i due CDO gestiti da Matrix non risulta siano stati prodotti i report settimanali in quanto gli unici documenti a nostra disposizione sono i report mensili a fine settembre;

⁶⁶ Vd Bibliografia: B.c (Delibera N.68/2009 del 27 novembre 2009)

⁶⁷ Vd Bibliografia: C.39.s, C.40.s, C.59.g, C.60.h, C.61.o, C.113.p

⁶⁸ Vd Bibliografia: C.39.y, C.40.y, C.59.n, C.60.o, C.61.v, C.112.q, C.113.w

⁶⁹ Vd Bibliografia: C.112.r, C.113.x

⁷⁰ Vd Bibliografia: C.39.z, C.40.z, C.59.o, C.60.p, C.61.w

- I report, settimanali o mensili che siano, sono una collezione di dettagli tecnici di lettura estremamente difficile se non per gli investitori più sofisticati. Manca una chiave di lettura che permetta di capire quale sia veramente lo stato di salute dell'investimento al di là dei numeri;
- Confrontando i report forniti da Mangusta con quelli forniti dai gestori ci si rende conto del fatto che si tratta sostanzialmente degli stessi dati, soltanto arrangiati in modo diverso. Di fatto dunque il report di Mangusta sembra essere poco più di un "copia e incolla" dei dati forniti dai Gestori;
- Non risulta che siano stati prodotti da Mangusta gli Assessment mensili, ovvero quei documenti di natura più qualitativa che dovrebbero essere il frutto di un'analisi di Mangusta e in cui Mangusta dovrebbe esprimere il proprio giudizio sullo stato di salute dei CDO e sull'operato del Gestore. Come noto questi sono fra quei documenti di maggior rilievo cui effettivamente un Advisor è tenuto per aggiungere valore e giustificare il proprio ruolo, commentando i report ed evitando dei semplici "copia e incolla" di dati quantitativi di difficile lettura forniti dai Gestori.
- Non sono esplicitate le ragioni che hanno indotto l'Ente ad incaricare, e remunerare, Mangusta Risk per monitorare il rischio dei CDO, in particolare considerato che Mangusta era già consulente dell'Ente, con compiti di Risk Management, quando sono state prese negli anni scorsi quelle decisioni (sottoscrizioni, interventi, ristrutturazioni) che hanno portato alla difficile situazione attuale, e non risultano documentati tentativi dell'advisor a contrasto del declino di valore se non con tardive ristrutturazioni;
- Mangusta Risk riceve commissioni dello 0,15% p.a. per un'attività che sembra consistere nella preparazione di report di rischio periodici, peraltro basati su informazioni e dati che già i Gestori inviano all'Ente. Facciamo notare che le commissioni vengono corrisposte anche sulla parte di nozionale non esposta al rischio CDO (ovvero gli zero coupon conferiti) e su cui dunque Mangusta non deve esercitare alcuna attività.

Anche l'analisi relativa all'attività di monitoraggio del rischio dei CDO mostra un consistente squilibrio tra l'onerosità del contratto per l'Ente e il servizio effettivamente svolto dall'Advisor, che nel caso specifico non ha consentito, mediante l'interpretazione analitica del rischio intrinseco a questo tipo di investimenti, di fornire i suggerimenti utili al contrasto delle perdite che si sono poi venute a creare.

3. Conclusioni dell'analisi sulle azioni dell'Advisor

Alla luce degli elementi forniti e delle valutazioni analitiche eseguite, si può dedurre che il rapporto tra costi e benefici del servizio professionale svolto dall'Advisor appare del tutto inusuale nel mercato finanziario.

Si ringrazia per la fiducia riposta in SRI Capital Advisers Ltd e si rimane a disposizione per ogni chiarimento ritenuto necessario.

SRI Capital Advisers Ltd.

Il Presidente

Giulio Gallazzi



Bibliografia

A. Bilanci

1. Anno 2006
 - a. Bilancio Consuntivo
2. Anno 2007
 - a. Bilancio di Previsione 2007 Assestato
 - b. Bilancio Consuntivo
3. Anno 2008
 - a. Bilancio di Previsione
 - b. Bilancio Consuntivo
4. Anno 2009
 - a. Bilancio di Previsione (cartaceo)
 - b. Bilancio Consuntivo
5. Anno 2010
 - a. Bilancio di Previsione

B. Delibere

- a. Gennaio 2007 – Dicembre 2008:
 - Delibera N. 1/2007 del 26 gennaio 2007
 - Delibera N. 13/2007 del 30 marzo 2007
 - Delibera N. 33/2007 del 28 giugno 2007
 - Delibera N. 51/2007 del 30 novembre 2007
 - Delibera N. 5/2008 del 18 gennaio 2008
 - Delibera N. 9/2008 del 22 febbraio 2008
 - Delibera N. 33/2008 del 30 maggio 2008
 - Delibera N. 48/2008 del 23 ottobre 2008
 - Delibera N. 55/2008 del 31 ottobre 2008
 - Delibera N. 67/2008 del 18 dicembre 2008
- b. Gennaio – Giugno 2009:
 - Delibera N. 4/2009 del 30 gennaio 2009
 - Delibera N. 17/2009 del 27 marzo 2009
 - Delibera N. 25/2009 del 24 aprile 2009
 - Delibera N. 26/2009 del 24 aprile 2009
 - Delibera N. 40/2009 del 26 giugno 2009

- c. Luglio – Dicembre 2009
 - Delibera N. 44/2009 del 24 luglio 2009
 - Delibera N. 62/2009 del 30 ottobre 2009
 - Delibera N. 67/2009 del 27 novembre 2009
 - Delibera N. 68/2009 del 27 novembre 2009
 - Delibera N. 72/2009 del 18 dicembre 2009
- d. Gennaio – Aprile 2010
 - Delibera N. 16/2010 del 9 aprile 2010
- b. Commissione Investimenti Mobiliari – Riunione del 11-05-2010

C. Titoli

- 1. ABN AMRO BANK DIVIDEND DAX/DAX 05/04/2022 (XS0146060842)
 - a. Pricing Supplement
 - b. Scheda Prodotto
- 2. ABN AMRO Reverse Coupon Note Linked basket 26/07/2021 (XS0261262157)
 - a. Terms and Conditions
 - c. Amended Terms and Conditions
 - d. Scheda Prodotto
- 3. ABN AMRO SELECT DIVIDEND DJ EURO STOXX 20/03/2017 (XS0187695225)
 - a. Pricing Supplement
 - b. Scheda Prodotto
- 4. ANTHRACITE RATED INV 100% PRINCIPAL PROTECTED EUR NOTES LINKED TO THE THARCON MANAGER ALPHA RISK SCORE FUND 26/07/2018 (XS0261565138)
 - a. Indice
 - b. Base Prospectus
 - c. Offering Circular
 - d. Trust Deed
 - e. Supplemental Trust Deed
 - f. Buyback letter
 - g. Indicative Terms and Conditions
 - h. ISDA Master Agreement
 - i. Ethical Advisory Agreement
 - j. Credit Facility
 - k. Calculation Agent Agreement
 - l. Balanced Company Consultant Agreement
 - m. Administrative Agency Agreement
 - n. Subscription Agreement
 - o. Agency Agreement
 - p. Corporate Administration Agreement
 - q. Dealer Agreement
 - r. Scheda Prodotto
- 5. ART 5 Series 152 Hedge Fund Performance linked Notes 20.06.2023 (XS0338352213)
 - a. Final Terms and Conditions

- b. Scheda Prodotto
- 6. ART 5 Series 153 Alternative Asset Performance linked Notes 20.06.2023 (XS0338352304)
 - a. Final Terms and Conditions
 - b. Scheda Prodotto
- 7. B.C.A. MEDIOCREDITO SUB STEP-UP 2001/11 (IT0003109987)
 - a. Scheda Prodotto
- 8. BANCA NUOVA INFLAZIONE EUROPEA E CMS LINKED 10/11/2015 (IT0003950828)
 - a. Regolamento 62.a emissione obbligazionaria
 - b. Scheda Prodotto
- 9. BANCA NUOVA MEMORY TECHNOLOGICAL STOCKS LINKED 20/11/2013 (IT0004148968)
 - a. Regolamento 81.a emissione obbligazionaria
 - b. Scheda Prodotto
- 10. BANCA NUOVA S.p.A. 86.a emissione MEMORY 10Y 2007 – 2017 (IT0004193758)
 - a. Regolamento 86.a emissione obbligazionaria
 - b. Scheda Prodotto
- 11. BANCA POPOLARE DI VICENZA 2004/14 INFLAZIONE EUROPEA CMS LINKED (IT0003754170)
 - a. Foglio Informativo
 - b. Scheda Prodotto
- 12. BANCA POPOLARE DI VICENZA EQUITY MEMORY 13/08/2010 (IT0003703136)
 - a. Scheda Prodotto
- 13. BANCAPULIA TF 3,10% "ROMA 3" 23/12/2011 (IT0004564271)
 - a. Scheda Prodotto
- 14. BANCAPULIA TF 3,50% "ROMA " 30/06/2011 (IT0004509839)
 - a. Scheda Prodotto
- 15. BANCAPULIA " SARDEGNA " 2007 – 2009 (IT0004235187)
 - a. Scheda Prodotto
- 16. BANCO ESPANOL DE CREDITO 8Y Livestock Revolution Index Note 11.02.2016 (XS034544450)
 - a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto
- 17. BANCO ESPANOL DE CREDITO Range Accrual 15Y linked to GBP10Y CMS EUR10Y CMS 06/11/2006 (XS0273484088)
 - a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto
- 18. BANQUE ET CAISSE D' EPARGNE DE L'ETATLUXEMBOURG SU LOWER TIER 2001/16 (XS0126129666)
 - a. Pricing Supplement
 - b. Terms and conditions
 - c. Scheda Prodotto
- 19. BARCLAYS 6Y COMMODITIES 11/12/2013 (XS0335455928)
 - a. Indicative Termsheet
 - b. Scheda Prodotto

20. BARCLAYS BANK 9Y EUR PRINCIPAL PROTECTED NOTE linked to the DFD Innohedge Fund 27/02/2015 (XS0243916128)
 - a. Indicative Termsheet
 - b. Scheda Prodotto
21. BARCLAYS BANK – 8 YEAR SAPHIR PROTECTED NOTE ON A BASKET OF 6 INDICES 28/09/2012 (XS0201293445)
 - a. Pricing Supplement
 - b. Indicative Termsheet
 - c. Scheda Prodotto
22. BARCLAYS BANK PLC 10Y SAPHIR NOTE 29.01.2018 (Ex-Rubicon) (XS0342786281)
 - a. Terms and conditions
 - b. Scheda Prodotto
23. BARCLAYS BANK PLC 12Y EUR Principal Protected Note linked to Income Plus (EUR) Index 08/02/2019 (XS0285465307)
 - a. Indicative Termsheet
 - b. Scheda Prodotto
 - c. Foglio Excel andamento CPPI
24. BARCLAYS BANK PLC 12Y EUR Principal Protected Note linked to Income Plus (EUR) Index 08/04/2019 (XS0294148829)
 - a. Final Termsheet
 - b. Scheda Prodotto
 - c. Foglio Excel andamento CPPI
25. BARCLAYS BANK PLC 12Y USD Principal Protected Note linked to Income Plus (USD) Index 08/02/2019 (XS0285465729)
 - a. Indicative Termsheet
 - b. Scheda Prodotto
 - c. Foglio Excel andamento CPPI
26. BARCLAYS BANK PLC 14% Saphir (2008) Guaranteed Note with Lock in 01.02.2018 (XS0342638680)
 - d. Indicative Terms and Conditions
 - e. Scheda Prodotto
27. BARCLAYS BANK PLC USD 17Y MAXI SNOW BALL NOTE 21/07/2023 (XS0261579782)
 - a. Final Terms
 - b. Terms and Conditions
 - c. Scheda Prodotto
28. BCC Banca di Monastier e del Sile 162[^] emissione 2008 - 2010 IT0004344385
 - a. Scheda Prodotto
29. BEAR STEARNS 6Y EURO NOTE LINKED TO GOLD & EUR/USD FX RATE 15.12.2010 (XS0208332113)
 - a. Pricing Supplement
 - b. Scheda Prodotto
30. BEAR STEARNS CMS SPREAD NOTE 5.1.2020 (XS0209040970)
 - a. Scheda Prodotto
31. BNP PARIBAS 5,25% 16.4.2013 (XS0166881424)
 - a. Scheda Prodotto

32. BNP PARIBAS 5Y MILLENIUM ER CERTIFICATE 13/12/2012 (XS0334987566)
 - a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto
33. BNP PARIBAS 10Y Driver on Stocks Basket (EUR) 100% Capital protected 20/02/2017 (XS0287598279)
 - a. Final Terms
 - b. Final Terms and Conditions
 - c. Scheda Prodotto
34. BNP PARIBAS Arbitrage Issuance BV capped certificate on Commodity Basket 18.06.2013 (XS0369565188)
 - a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto
35. BNP PARIBAS EMTN 10Y DJ EUROSTOXX 50 15/11/2016 (XS0274190973)
 - a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto
36. CLASS DBLCI-MR ER NOTE 20.3.2015 (XS0212765704)
 - a. Indicative Terms and Conditions
 - b. Scheda Prodotto
37. COMPAGNIE FINANCIERE DU CREDIT MUTUEL TITANIUM 2 28/12/2015 (FR0010206300)
 - a. Pricing Supplement
 - b. Scheda Prodotto
38. CORSAIR FINANCE ABBACUS SIM OBBLIGAZIONI 25.10.2032 (XS0187723969)
 - a. Pricing Supplement
 - b. Letter to Shareholders regarding distribution of assets and liquidation
 - c. Letter to Shareholders regarding conditions of the distribution of assets
 - d. Scheda Prodotto
39. CORSAIR FINANCE No.6 Ltd Rotating SPI Basket on a Static Port. Note 20/03/2016 (XS0243385688)
 - a. Scheda Prodotto
 - Operazione Originale:
 - b. Termsheet
 - c. Pricing Supplement
 - d. Amended_Restated_Master_Swap_Terms_Nov2004
 - Ristrutturazione aprile 2010:
 - e. Noteholder Representation Letter
 - f. Noteholder Consent Letter and Attachments
 - g. Pricing Supplement
 - h. Swap Confirmation
 - i. Swap Confirmation - signature pages
 - Ristrutturazione maggio 2010:
 - j. Deed of Amendment
 - k. CDS Confirmation
 - l. Master Annex
 - m. Supplemental PMA
 - n. Master Criteria Annex
 - o. Deed of Adherence
 - p. Master PM Terms
 - q. Bond Portfolio Brokerage Confirmation

- r. Bond Portfolio Brokerage Master Terms
- s. Risk Assessment Agreement
- t. Fee Letter
- u. Reporting Side Letter
- v. Noteholder Consent Letter
- w. Noteholder Representations Letter
- x. Proof of ownership
- y. Report CQS settembre 2010
- z. Report Mangusta 22 ottobre 2010

40. CORSAIR FINANCE SPI ROTATOR ON S&P FUNDS ON A STATIC PORTFOLIO NOTE 17/06/2016
(XS0254468019)

- a. Scheda Prodotto
 - Operazione Originale:
- b. Final Terms and Conditions
- c. Pricing Supplement
- d. Amended and Restated Master Swap Terms
- e. Swap Confirmation
 - Ristrutturazione aprile 2010:
- f. JPM Noteholder Representation Letter
- g. Pricing Supplement
- h. Noteholder Consent Letter and Attachments
- i. Swap Confirmation
 - Ristrutturazione 18 maggio 2010:
- j. Deed of Amendment
- k. CDS Confirmation
- l. Master Annex
- m. Supplemental PMA
- n. Master Criteria Annex
- o. Deed of Adherence
- p. Master PM Terms
- q. Bond Portfolio Brokerage Confirmation
- r. Bond Portfolio Brokerage Master Terms
- s. Risk Assessment Agreement
- t. Fee Letter
- u. Reporting Side Letter
- v. Noteholder Consent Letter
- w. Noteholder Representation
- x. Proof of ownership
- y. Report CQS settembre 2010
- z. Report Mangusta 22 ottobre 2010

41. CREDIT LYONNAIS DFD ENHANCED INCOME BOND 2014 (XS0172778713)

- a. Pricing Supplement
- b. Scheda Prodotto

42. CREDIT LYONNAIS EMTN OPPORTUNITY 2010 (XS0182768365)

- a. Pricing Supplement
- b. Scheda Prodotto

43. CREDIT SUISSE EUR 5Y METAL PROTECTED 14/03/2011 (XS0246618572)
 - a. Pricing Supplement
 - b. Final Indicative Terms and Conditions
 - c. Scheda Prodotto
44. CREDIT SUISSE EUR Credit Linked Notes Linked to European Inflation 26.07.2021 (XS0525122718)
 - a. Summary Indicative Terms
45. CREDIT SUISSE GBP/EUR CMS 10 RANGE ACCRUAL 6/8/2022 (XS0308850238)
 - a. Pricing Supplement
 - b. Scheda Prodotto
46. Credit Suisse GBP-EUR CMS 10Y Range Accrual Note 04.12.2024 (XS0471035336)
 - a. Final Indicative Terms and Conditions
 - b. Scheda Prodotto
47. CREDIT SUISSE INTERNATIONAL 5Y ECPI Target Redemption Serenity Note 06.02.2013 (GB00B2PJZJ97)
 - a. Final Terms
 - b. Termsheet
 - c. Scheda Prodotto
48. CREDIT SUISSE INTERNATIONAL principal protected notes due 2019 linked to a dedicated mutual fund basket (XS0291962578)
 - a. Termsheet
 - b. Scheda Prodotto
49. CREDIT SUISSE linked to inflation plus HS Market Neutral Index 19.06.2018 (XS0365150233)
 - a. Indicative Terms and Conditions (Parte 1 e 2)
 - b. Scheda Prodotto
50. DEUTSCHE BANK 10Y PLATINUM COMMODITY DYNAMIC PARTICIPATION NOTE 21/11/2016 (XS0275057833)
 - a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto
 - c. Foglio Excel andamento CPPI
51. DEUTSCHE BANK 10Y PRINCIPAL PROTECTED QUANTO NOTE LINKED TO BASKET OF ETFs 28/6/15 (XS0221912412)
 - a. Pricing Supplement
 - b. Scheda Prodotto
52. Deutsche Bank Agriculture Tempo 25.06.2013 (XS0370425364)
 - a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto
53. Deutsche Bank First to default Credit Linked 20.06.2013 (XS0370302100)
 - a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto
54. DEUTSCHE BANK STRNT 13/06/2016 (XS0256436311)
 - a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto
55. DEUTSCHE BANK WATER BOND CAPITAL GUARANTEED WITH 1% PER YEAR AND ASIAN CALL AT EXPIRY 03/11/2012 (XS0233384832)
 - a. Final Terms

- b. Scheda Prodotto
- 56. DEXIA CREDIOP 23/06/2011 (XS0257738533)
 - a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto
- 57. DEXIA CREDIT LOCAL DCL CMS TARN 2007 - 2022 (XS0297117805)
 - a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto
- 58. DRESDNER BANK PRINCIPAL PROTECTED HIGH GROWTH 06/07/2015 (XS0309481819)
 - a. Termsheet
 - b. Scheda Prodotto
- 59. EIRLES II Ltd 7Y NOTE WITH "CHINA GROWTH" PAYOFF TO AAA LEVERAGED SUPERSENIOR 28/02/2013 (XS0243441853)
 - a. Scheda Prodotto
 - Operazione Originale:
 - b. Prospectus
 - Ristrutturazione agosto 2010:
 - c. Second Supplemental Trust Instrument
 - d. CDS Confirmation
 - e. Asset Swap Confirmation
 - f. Portfolio Manager Appointment Letter
 - g. Risk Assessment Agreement
 - h. Representation Side Letter
 - i. Fee Letter
 - j. Reporting Side Letter
 - k. Noteholder Consent and Solicitation
 - l. Representation Letter - Signed
 - m. Written Resolution - Signed
 - n. Report CQS settembre 2010
 - o. Report Mangusta 22 ottobre 2010
- 60. EIRLES TWO 10Y EUR MOMENTUM CPPI 06/12/2016 (XS0275159167)
 - a. Scheda Prodotto
 - Operazione Originale:
 - b. Prospectus
 - c. Trust instrument
 - Ristrutturazione agosto 2010:
 - d. Third Supplemental Trust Instrument
 - e. CDS Confirmation
 - f. Asset Swap Confirmation
 - g. Portfolio Manager Appointment Letter
 - h. Risk Assessment Agreement
 - i. Representation Side Letter
 - j. Fee Letter
 - k. Reporting Side Letter
 - l. Noteholder Consent and Solicitation
 - m. Representation Letter - Signed
 - n. Written Resolution - Signed
 - o. Report CQS settembre 2010

- p. Report Mangusta 22 ottobre 2010
- 61. ETHICAL CDO I SERIES 5 2005 - 22/12/2015 (XS0238703390)
 - a. Scheda Prodotto
 - Operazione Originale:
 - b. Pricing Supplement
 - c. Swap Confirmation
 - d. Swap Confirmation - Signed
 - e. Amended and Restated Master Swap Terms
 - Ristrutturazione maggio 2010:
 - f. Deed of Amendment
 - g. CDS Confirmation
 - h. Master Annex
 - i. Supplemental PMA
 - j. Master Criteria Annex
 - k. Deed of Adherence
 - l. Master PM Terms
 - m. Bond Portfolio Brokerage Confirmation
 - n. Bond Portfolio Brokerage Master Terms
 - o. Risk Assessment Agreement
 - p. ECA Termination Agreement
 - q. Fee Letter
 - r. Reporting Side Letter
 - s. Noteholder Consent Letter
 - t. Noteholder Representations Letter
 - u. Proof of ownership
 - v. Report CQS settembre 2010
 - w. Report Mangusta 22 ottobre 2010
- 62. FORTIS Capital Protected Notes linked to the Antarctica Market Neutral Fund EUR classe BX 15.02.2016 (XS0343171608)
 - a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto
 - c. Foglio Excel andamento CPPI
- 63. GOLDMAN SACHS CPPI Target Redemption note on an Energy Basket 09/11/2016 (XS0274130136)
 - a. Final Terms
 - b. Indicative Terms and Conditions
 - c. Scheda Prodotto
- 64. GOLDMAN SACHS Financial Products I Limited 10Y EUR Leveraged 100% Principal protected Notes 29.01.2018 (XS0340679298)
 - a. Prospectus
 - b. Scheda Prodotto
- 65. HSBC BANK Plc EUR 12Y BRIC MARKETS NOTE 26/04/2018 (XS0251442959)
 - a. Prospectus
 - b. Scheda Prodotto
- 66. INTESA SAN PAOLO S.p.A. 5Y Inflation Linked Note 04.03.2013 (XS0350381249)
 - a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto

67. INTESA SAN PAOLO S.p.A. Inflation Linked 09.06.2013 (XS0368682109)
 - a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto
68. IRISH LIFE PERMANENT SUB IRELAND 2001/11 (XS0133963024)
 - a. Final Terms and Conditions
 - b. Scheda Prodotto
69. JP MORGAN 9Y TARN SPI Note on JP Morgan INCOMEFX EUR 20/06/2016 (XS0294986103)
 - a. Final Terms
 - b. Terms and Conditions
 - c. Scheda Prodotto
 - d. Foglio Excel andamento CPPI
70. JP MORGAN 10Y RANGE ACCRUAL SNOWBALL 15/11/2016 (XS0273975499)
 - a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto
71. JP MORGAN 10Y SPI TARN GLOBAL INDICES 13/12/2017 (XS0334928636)
 - a. Final Terms
 - b. Terms and Conditions
 - c. Scheda Prodotto
 - d. Foglio Excel andamento CPPI
72. JP MORGAN 10Y TARGET SPI NOTE on CUSTOM YIELD ALPHA 8 BASKET 10/09/2017 (XS0310440069)
 - a. Final Terms
 - b. Terms and Conditions
 - c. Scheda Prodotto
 - d. Foglio Excel andamento CPPI
73. JP MORGAN 10Y TARN SPI NOTE LINKED TO A DYNAMIC BASKET 15/02/2016 (XS0243328290)
 - a. Final Terms
 - b. Indicative Terms and Conditions
 - c. Scheda Prodotto
 - d. Foglio Excel andamento CPPI
74. KOMMUNALKREDIT AUSTRIA 10Y ALTERNATIVE ENERGY BOND 06/02/2016 (XS0241451581)
 - a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto
75. LLOYDS 15 YR USD SNOWBALL NOTE 03/11/2020 (XS0233362788)
 - a. Final Terms and Conditions
 - b. Scheda Prodotto
76. MAGNOLIA FINANCE Plc Centurus Notes Linked to Schroder ISF 08/11/2016 (XS0273160266)
 - a. Scheda Prodotto
77. MAN BLUECREST Ltd 30/09/2018 (XS0226409687)
 - a. Scheda Prodotto
78. MEDIOBANCA 7Y NOTE LINKED INFLATION TSE REIT 18/07/2013 (XS0261709744)
 - a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto
79. MEDIOBANCA GLOBAL EMERGING CURRENCY 2007-2013 (XS0323461037)
 - a. Final Terms

- b. Terms and Conditions
 - c. Scheda Prodotto
 - d. Foglio Excel andamento CPPI
80. MEDIOBANCA KAIROS MULTISTRATEGY HEDGE 2006-2014 (XS0248828450)
- a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto
 - c. Foglio Excel andamento CPPI
81. MEDIOBANCA Lock the best 10Y Equity - linked Note 25.01.2018 (XS0340293934)
- a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto
82. MEDIOBANCA SPA OLYMPIA STAR I 13.02.2018 (XS0346539504)
- a. Final Terms
 - b. Terms and Conditions
 - c. Scheda Prodotto
 - d. Foglio Excel andamento CPPI
83. MEDIOBANCA TITANIUM 10Y EMTN LINKED TO A 20 SHARE BASKET 22.12.2014 (XS0208725944)
- a. Pricing Supplement
 - b. Scheda Prodotto
84. MELIORBANCA SUB STEP/UP 2001/11 (XS0133872498)
- a. Descrizione
 - b. Scheda Prodotto
85. MERRILL LYNCH 5Y INCOME PLUS NOTE (XS0270480139)
- a. Final Terms
 - b. Indicative Terms and Conditions
 - c. Scheda Prodotto
86. Merrill Lynch Participation Booster on Soft Commodities 25.06.2013 (XS0371849422)
- a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto
87. MERRILL LYNCH PROTECTED PERMAL FX NOTE 24/10/2015 (XS0233693463)
- a. Final Terms
 - b. Terms and Conditions
 - c. Scheda Prodotto
88. ML&Co. 10Y Note linked to the DJ Euro Stoxx Select Dividend 30 Index and the DJ Euro Stoxx 50 Return Index due on 17.03.2018 (XS0352544125)
- a. Final Terms
 - b. Terms and Conditions
 - c. Scheda Prodotto
89. ROYAL BANK OF SCOTLAND 10Y EUR RANGE ACCRUAL NOTE 02/01/2015 (XS0207813600)
- a. Pricing Supplement
 - b. Scheda Prodotto
90. ROYAL BANK OF SCOTLAND EMTN SR 2481 2005 - 28/12/2021 (XS0238128861)
- a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto

91. SAPHIR FINANCE Plc - OAK HARBOUR 20/03/2016 (XS0248509357)
 - a. Indice
 - b. Series Prospectus, Swap Confirmation and Swap Guarantee
 - c. Base Prospectus
 - d. Agency Agreement
 - e. Principal Trust Deed
 - f. Programme Agreement
 - g. ISDA Master and Schedule
 - h. Supplemental Trust Deed
 - i. Collateral Description
 - j. Scheda Prodotto
92. SAPHIR FINANCE Plc - OAK HARBOUR III Credit Linked Synthetic Portfolio notes with a Reserve Coupon linked to the Global Large Cap Ethical Index 20/09/2016 (XS0261327034)
 - a. Indice
 - b. Series Prospectus, Swap Confirmation and Swap Guarantee
 - c. Base Prospectus
 - d. Agency Agreement
 - e. Principal Trust Deed
 - f. Programme Agreement
 - g. ISDA Master and Schedule
 - h. Supplemental Trust Deed
 - i. Collateral Description
 - j. Scheda Prodotto
93. SGA ALM OPTIMIZER CLN TO SAN PAOLO IMI 21/12/2015 (XS0233328508)
 - a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto
94. SGA ALPHA MEDICAL ACCELERATOR CLN 11/09/2017 (XS0312007338)
 - a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto
95. SGA CALL ON MAX 8 COUPON 19/08/2014 (XS0190924539)
 - a. Pricing Supplement
 - b. Scheda Prodotto
96. SGA CREDIT LINKED 01.04.2009 (XS0165537944)
 - a. Scheda Prodotto
97. SGA ETERNAL CREDIT LINKED NOTES 30/03/2016 (XS0249385732)
 - a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto
98. SGA MEMENTHIS ALPHA CLN MORGAN STANLEY 28/11/2016 (XS0276351995)
 - a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto
99. SGA SMERALDO 10Y INFLATION LINKED 03/13 (XS0171445967)
 - a. Indicative Terms
 - b. Scheda Prodotto

100. SGA TURQUOISE ENHANCED EURO 2015 CLN TO UNICREDITO ITALIANO 23/10/2015 (XS0233217859)
 - a. Final Terms
 - b. Scheda Prodotto
101. SOCIETE GENERALE ACCEPTANCE NV SMERALDO 9Y 3% GUARANTEED. 02/11 (XS0157958918)
 - a. Pricing Supplement
 - b. Scheda Prodotto
102. SVENSK EXPORTKREDIT NOMURA 7Y TSEREIT LINKED NOTES 19/07/2013 (XS0261107261)
 - a. Summary of Final Terms and Conditions
 - b. Scheda Prodotto
103. TER FINANCE 1.13 10/01/2013 (XS0181479477)
 - a. Final Terms and Conditions
 - b. Scheda Prodotto
104. TER FINANCE 1.17 z.c. 18/12/2023 (XS0163367187)
 - a. Final Terms and Conditions
 - b. Scheda Prodotto
105. TER FINANCE B.V. 1.15 24-apr-2014 (XS0181479394)
 - a. Terms and Conditions
 - b. Scheda Prodotto
106. TER FINANCE FRN 23/11/2017 (XS0235773644)
 - a. Final Terms and Conditions
 - b. Scheda Prodotto
107. TER FINANCE FRn (JERSEY) LIMITED SERIES 2 20/07/2016 (XS0259719572)
 - a. Scheda Prodotto
 - Operazione originale:
 - b. Final Terms and Conditions
 - c. Prospectus Eirles 254 (zero coupon a collaterale)
 - Ristrutturazione 2010:
 - d. Noteholder Consent Letter - Signed
 - e. Representation Letter – Signed
 - f. Representation Letter Eirles 254 - Signed
 - g. CQS Fee Letter - Signed
 - h. Reporting Side Letter - Signed
108. TER FINANCE FRn (JERSEY) LIMITED SERIES 3 29/12/2016 (XS0279156714)
 - a. Scheda Prodotto
 - Operazione originale:
 - b. Final Terms and Conditions
 - c. Prospectus Eirles 312 (zero coupon a collaterale)
 - Ristrutturazione 2010:
 - d. Noteholder Consent Letter - Signed
 - e. Representation Letter – Signed
 - f. Representation Letter Eirles 312 - Signed
109. TER FINANCE HEDGE FUND SHARES 1.11 01/11/23 (XS0153118608)
 - a. Final Terms and Conditions
 - b. Terms and Conditions Zero Coupon a collaterale

- c. Scheda Prodotto
- 110. UBS AG JERSEY BRANCH-FAST NOTES 21/04/2016 (XS0244529482)
 - a. Prospectus
 - b. Scheda Prodotto
- 111. UNICREDITO 10Y GLOBAL SHIPPING SELECT INDEX 21/12/2017 (XS0336628150)
 - a. Prospectus
 - b. Final Terms
 - c. Scheda Prodotto
 - d. Report andamento CPPI
- 112. XELO II "CAMELOT" 20/03/2017 (XS0206078825)
 - a. Scheda Prodotto
 - Ristrutturazione 2007:
 - b. 3rd Supplemental Constituting Instrument
 - Ristrutturazione 2009:
 - c. Third Supplemental Constituting Instrument
 - d. Noteholder Consent Agreement
 - e. Portfolio Management Agreement Termination
 - f. Executed Third Supplemental Constituting Instrument
 - g. Executed Noteholder Consent Agreement
 - h. Executed Portfolio Management Termination Letter
 - i. Executed Restructuring Payment Receipt Letter
 - Ristrutturazione 2010:
 - j. Fourth Supplemental Constituting Instrument
 - k. Repurchase Agreement
 - l. Credit Support Annex
 - m. CDS Confirmation
 - n. PMA
 - o. Swap Counterparty Receipt
 - p. Noteholder Consent Agreement
 - q. Report PVE Capital settembre 2010
 - r. Report Mangusta settembre 2010
- 113. XELO PUBLIC LIMITED COMPANY 20/12/2017 (XS0324333086)
 - a. Scheda Prodotto
 - Operazione originale:
 - b. Prospectus
 - c. Ethical Service Agreement
 - d. CDO Portfolio
 - Ristrutturazione 2009:
 - e. Supplemental Constituting Instrument
 - f. Noteholder Consent Agreement
 - g. Ethical Agreement Termination
 - h. Executed Supplemental Constituting Instrument
 - i. Executed Noteholder Consent Agreement
 - j. Executed Ethical Agreement Termination letter
 - Ristrutturazione 2010:
 - k. Third Supplemental Constituting Instrument
 - l. Credit Support Annex

- m. CDS Confirmation
 - n. TRS Confirmation
 - o. PMA
 - p. Risk Monitoring Agreement
 - q. Fee Letter
 - r. Expenses Letter
 - s. Signed Payment Instructions
 - t. Noteholder Consent Agreement
 - u. Signed Noteholder Resolution
 - v. Signed Second Supplemental Constituting Instrument
 - w. Report PVE Capital settembre 2010
 - x. Report Mangusta settembre 2010
114. Prezzi bid dei titoli al 30 settembre 2010

D. Documenti relativi all'attività svolta dall'Advisor Mangusta

- 1. Contratto Advisor
 - a. Contratto Advisor
- 2. Misurazione del Rischio
 - a. Dicembre 2006
 - b. Dicembre 2007
 - c. Dicembre 2008
 - d. Dicembre 2009
- 3. Misurazione delle performance (investimenti tradizionali) per:
 - a. Marzo 2006
 - b. Settembre 2006
 - c. Giugno 2007
 - d. Settembre 2007
 - e. Dicembre 2007
 - f. Marzo 2008
 - g. Giugno 2008
 - h. Settembre 2008
 - i. Dicembre 2008
 - j. Marzo 2009
 - k. Giugno 2009
 - l. Settembre 2009
 - m. Dicembre 2009
 - n. Giugno 2010
- 4. Valutazione delle performance - Sintesi per estratto per:
 - a. Marzo 2006
 - b. Giugno 2006
 - c. Dicembre 2006
 - d. Marzo 2007
- 5. Misurazione delle performance - Investimenti alternativi per:
 - a. Giugno 2009

- b. Settembre 2009
 - c. Dicembre 2009
 - d. Giugno 2010
6. Valutazione delle performance – Investimenti alternativi per:
- a. Marzo 2008
 - b. Settembre 2008
 - c. Marzo 2009
 - d. Marzo 2010
7. Altri documenti
- a. Analisi del Portafoglio Luglio-Agosto 2010
 - b. Asset Allocation Strategica e Tattica (senza data)