

GOVERNANCE



di Riccardo Sabbatini

## Se Alitalia diventa un caso

Lo stato imprenditore, in Italia, muore per decreto. Pochi, forse, se ne saranno accorti ma nel recente DL che ha elevato i risarcimenti pubblici per i Bond Alitalia è contenuta una norma dal valore non soltanto simbolico. In essa lo Stato viene esplicitamente escluso dal novero dei soggetti vincolati all'articolo 2497 del codice civile. Cioè di coloro che, esercitando la direzione ed il coordinamento di società «sono responsabili nei confronti dei soci per il pregiudizio arrecato alla redditività ed al valore della partecipazione sociale». La disposizione legislativa ha l'obiettivo di evitare che il ministero dell'Economia possa essere chiamato in giudizio - la minaccia già incombe - da investitori insoddisfatti per come è stata gestita la partita dell'ex compagnia di bandiera. Ma, nei fatti, finisce per assumere una portata molto più generale.

Lo stato, tecnicamente, diviene irresponsabile per come gestisce i suoi asset societari. È appena il caso di ricordare che alcune grandi corporation sono

Casse previdenziali / 1 Focus sul bilancio 2008 dell'istituto degli agenti di commercio

# Bond in stallo per Enasarco

Sul portafoglio mobiliare pesano i risultati delle obbligazioni (0,4% su 1,7 miliardi)

Un portafoglio sbilanciato sulle obbligazioni. E se poi questi bond sono per gran parte dei prodotti strutturati, ecco in parte spiegato lo 0,4% di rendimento netto su 1,73 miliardi di euro investiti. Stiamo parlando della quota obbligazionaria (63%) nel portafoglio mobiliare della cassa previdenziale **Enasarco**, l'istituto degli agenti di commercio. Sono i dati del bilancio 2008, anno orribile, fanno notare dall'ente pensionistico («il peggiore dal dopoguerra»). Sta di fatto che gli investimenti della cassa sono un inno ai bond strutturati. Senza dimenticare la telenovela **Anthracite**: come l'ente di previdenza dei periti industriali, **Eppi**, (vedi «Plus24» del 27 giugno) pure Enasarco aveva chiesto a **Lehman Brothers** la garanzia del capitale a scadenza per un bond emesso dal veicolo Anthracite. Ma in questo caso era un maxi bond: 780 milioni di euro contro i 35 milioni dei periti industriali.

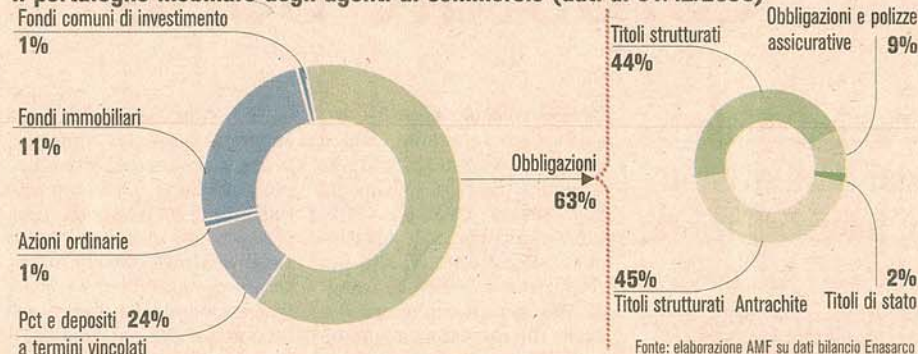
### Pochi titoli di Stato

Come si vede anche nella tabella in pagina, la torta degli investimenti finanziari (2,74 miliardi, il 43% circa dell'attivo di bilancio pari a 6,38 miliardi) è concentrata sulle obbligazioni. In quest'ambito i titoli di Stato sono una minoranza. Tanti strutturati, si diceva, prodotti di alta ingegneria finanziaria con sottostanti fondi di private equity, hedge e anche un fondo legato alla longevità. Risultato? Il rendimento netto contabile della parte «obbligazioni» è stato dello 0,4%: tradotto in euro, Enasarco ha guadagnato 6,5 milioni su 1,73 miliardi di investimenti. Nello stesso portafoglio, i pronti contro termine e i depositi vincolati hanno reso ben il 5%: 34 milioni su 667 milioni investiti in questi semplici strumenti di liquidità. Segno che l'ingegneria finanziaria a volte fa cilecca.

### Anthracite e Credit Suisse

C'è poi la questione Anthracite, obbligazione strutturata da 780 milioni garantita da Lehman. Fallita la banca Usa, Enasarco è andata alla ricerca di un sostituto. Operazione complicata visto l'andamento dei mercati finanziari e il boccone da digerire. La scelta finale è caduta su **Credit Suisse**. Non solo. I servizi della banca elvetica sono stati gratuiti, garanzia compresa. Per-

### Il portafoglio mobiliare degli agenti di commercio (dati al 31/12/2008)



ché questa offerta gratuita? La risposta dell'istituto svizzero: «Credit Suisse ha effettuato dei servizi gratuitamente al fine di aiutare un potenziale cliente in un momento di necessità e mostrare la propria disponibilità a investire in una relazione di lungo periodo con un cliente di elevato *standing* come Enasarco». Da segnalare che nella banca elvetica, come indicato già dal «Sole24Ore» nel novembre scorso, lavorano ora Fabio Liotti e Andrea Negri, due ex Lehman che, seguivano sui bond proprio Enasarco. Ma dall'ente hanno fatto sapere che i contatti con Credit Suisse erano cominciati prima del trasferimento del team.

### Quanto costa garantirsi

I servizi gratuiti degli svizzeri riguardano la prima fase

dell'operazione Anthracite. In seconda battuta, infatti, dopo la chiusura di tutti i rapporti contrattuali tra Anthracite, Lehman e terzi, il maxi-bond verrà spezzato in due parti. In aprile, Enasarco ha deciso che il 60% della garanzia del capitale a scadenza sarà fornita dal gruppo bancario **Hsbc** e il 40%, appunto, dal Credit Suisse. I periti industriali per la medesima garanzia hanno versato a **Jp Morgan**, in anticipo, il 9,6% del capitale garantito: 3,3 milioni. Si potrebbe ipotizzare una percentuale simile anche per Enasarco? «Sì, per la seconda fase della ristrutturazione si potrebbe ipotizzare un costo simile, ma la trattativa è ancora aperta». A conti fatti sarebbero circa 75 milioni da versare a Hsbc e Credit Suisse. Ma dall'ente

previdenziale fanno notare che le cifre saranno diverse: «In caso si decida una chiusura anticipata (dell'obbligazione), i costi potrebbero essere inferiori, dato che la fondazione Enasarco si impegna a pagare una commissione annuale». Da ricordare che per l'esame e la valutazione di tutta la documentazione relativa alla rinegoziazione Anthracite, la cassa di previdenza ha versato 620mila euro agli studi internazionali Sidley e Gianni Origoni Grippo & Partners. Inoltre sono stati accantonati 1,5 milioni per i costi da sostenere nel 2009 sempre sul fronte Anthracite.

**Vitaliano D'Angerio**

v.dangerio@ilsole24ore.com

**Maria Adelaide Marchesoni**

m.marchesoni@ilsole24ore.com

© RIPRODUZIONE RISERVATA