

Commenti al Bilancio Consuntivo 2011 della Fondazione ENPAM

Considerazioni generali

I sottoscritti Consiglieri Nazionali ENPAM Presidenti di e\o delegati di Ordini propongono qui di seguito alcune considerazioni sul bilancio consuntivo 2011 della Fondazione ENPAM.

Il bilancio, in particolare il capitolo "Relazione sulla gestione" si caratterizza per numerose lacune, incongruenze e per una generale disorganizzazione.

Volendo partire dall'ordine espositivo, la logica seguita appare confusa. Dopo un paragrafo generale sulla gestione, si passa alla sezione specifica sugli investimenti patrimoniali (pag. 11). Qui inizialmente viene proposta una tabella riassuntiva sulla composizione del patrimonio, con a seguire i tassi di redditività delle diverse componenti; vi è poi una tabella relativa agli investimenti mobiliari (non facilmente confrontabile con la tabella precedente, come vedremo più nel dettaglio in seguito).

A questo punto (e senza che inizi un paragrafo con un nuovo titolo) si scende nello specifico (pag. 12), con un'approfondimento sulle gestioni patrimoniali (che costituiscono, con circa 734 milioni di euro, meno del 6% del totale dell'attivo): vengono elencate le operazioni effettuate su tali gestioni; si passa poi ad un brevissimo riassunto dei principali shock che hanno pesato sull'economia mondiale nel 2011, per contestualizzare il risultato (negativo) delle gestioni, che segue a stretto giro; si torna poi nuovamente a parlare dell'economia globale (pag. 14), concentrandosi sui fondamentali macroeconomici.

Il paragrafo successivo, intitolato "Mercati Finanziari" (pag. 15), è una brevissima panoramica dell'andamento dei mercati nel 2011. Difficile capire perché il risultato delle gestioni patrimoniali, che ovviamente è estremamente legato all'andamento dei mercati, venga invece riportato prima.

E, dopo essere scesi nello specifico delle gestioni, si torna, con il paragrafo successivo, al portafoglio in generale, con un'introduzione all'Asset Allocation (pag. 16). A una tabella con l'Asset Allocation Tattica nei vari trimestri segue poi un elenco di operazioni effettuate nell'esercizio: non si tratta tuttavia di una lista esaustiva, che permetta di capire realmente come si sia evoluto il portafoglio, quanto piuttosto di una selezione di operazioni che sembra aver l'obiettivo di giustificare lo scostamento tra Asset Allocation Tattica e Strategica. Vengono inoltre citati i rendimenti ottenuti su alcune operazioni di liquidità effettuate, anche qui in maniera selettiva e senza che il contesto lo richiedesse, dato che i paragrafi sulla redditività sono altri.

Segue una tabella di difficile lettura con gli scostamenti, trimestre per trimestre, tra Asset Allocation Tattica e Strategica (pag. 17). Dopo un breve commento su questi scostamenti viene indicata la performance che l'Asset Allocation Strategica ha realizzato nel 2011 (+1,1%), e si afferma che *"Questo dato è confrontabile grosso modo con il dato di redditività finanziaria complessiva che dovrebbe basarsi su una valutazione mark to market del rendimento dell'attivo fruttifero dell'Ente"*: questa frase appare confusa e non è chiaro quale sia il messaggio, ovvero se si intenda che in teoria la redditività finanziaria totale dovrebbe essere simile a questo numero (non corretto, in quanto l'Asset Allocation comprende anche la componente immobiliare del portafoglio, e comunque in ogni caso la performance del portafoglio dovrebbe essere in linea con quella dell'Asset Allocation Tattica, non Strategica); ovvero che la performance effettivamente realizzata dal portafoglio della Fondazione a valori di mercato è vicina al +1,1% (non corretto anche in questo caso, in quanto la performance è considerevolmente inferiore, per stessa ammissione della Fondazione).

Il paragrafo prosegue con dei dati relativi al VaR (Valore a Rischio) del portafoglio: si tratta di informazioni incomplete e poco chiare, che rendono molto difficile se non impossibile per un

osservatore esterno percepire la reale rischiosità del portafoglio. Inoltre anche qui ci sono dei riferimenti selettivi alla redditività, che appaiono fuori contesto: in particolare ci riferiamo alla frase *"I titoli strutturati scaduti e smontati nel 2011 hanno realizzato un rendimento complessivo dell'1,6% nell'arco della loro durata, considerando che tra questi sono inclusi i minor valori di rimborso dei titoli collegati a Lehman"*, che fornisce un'informazione assolutamente limitata ed incompleta, in quanto manca qualunque tipo di dettaglio necessario per valutare questo numero.

Il paragrafo si chiude con un'anticipazione della nuova Asset Allocation Strategica per il 2012.

Se i commenti fino a questo punto puntavano a mettere in luce la disorganizzazione espositiva del Bilancio - con il discorso che va dal generico allo specifico e poi ancora al generico senza apparente filo logico, e con una serie di informazioni incomplete inserite nel mezzo completamente al di fuori del loro contesto - il paragrafo successivo, relativo al "Portafoglio finanziario della Fondazione Enpam" è un esempio di incongruenze e di confusione.

Partiamo dalla prima tabella, quella a pagina 20: questa tabella dovrebbe riguardare la porzione del portafoglio che consiste di attività finanziarie (vd. pag. 11), ovvero un totale di 7.815.217.013 euro. Usiamo il condizionale in quanto in realtà nel totale di attività finanziarie di cui a pag. 11 sono comprese anche delle attività, i "Crediti verso altri" per 92,6 milioni di euro, che è una posta difficilmente riconducibile a quelle presenti nella tabella di pag. 20. Si tratta certo di una percentuale minima del portafoglio, ma sicuramente questa incongruenza non contribuisce a migliorare la chiarezza.

Vi è poi un elenco, a fine di pagina 20, di risultati finanziari di alcune componenti del bilancio, che sembrerebbe in teoria dover spiegare come si arriva alle performance effettive del portafoglio della Fondazione. Senonché questo elenco di voci contiene un'incongruenza che genera confusione ed impedisce di fatto di riconciliare i numeri: ovvero non si capisce a cosa ci si riferisca con la voce "titoli floater diretti", e quindi che titoli debbano considerarsi titoli floater e che titoli invece debbano considerarsi "titoli obbligazionari diretti", considerato che i titoli floater altro non sono che un sottoinsieme dei titoli obbligazionari.

In seconda battuta non è chiaro se i fondi di Private Equity debbano considerarsi parte della categoria "Fondi ed ETF diretti"; e infine non è chiaro a quale categoria appartengano le polizze di assicurazione.

In conclusione dunque risulta impossibile calcolare in maniera autonoma il rendimento del portafoglio finanziario della Fondazione, che come scopriamo da pag. 21 è stato del -2,3% (lordo).

Volendo continuare, a pag. 21 non si capisce ad una prima lettura quale sia la differenza tra "attività finanziarie" (che hanno generato un rendimento lordo del -2,3%) e "strumenti finanziari immobilizzati e non" (che hanno generato un rendimento lordo del -3,73%). Da un controllo di altre parti del bilancio si desume che gli "strumenti finanziari immobilizzati e non" non includono, a differenza delle "attività finanziarie", la liquidità.

Da ultimo vorremmo poi richiamare l'attenzione alla tabella di pag. 21, "Portafoglio investimenti Mobiliari". Questa tabella è l'equivalente di quella a pag. 12, ovvero si differenzia rispetto alle altre due appena discusse (pag. 11 e 20) in quanto non comprende la liquidità ma include invece i fondi e le società immobiliari. Il redattore del Bilancio fa notare che *"In osservanza del criterio di prudenza dettato dal codice civile, il patrimonio mobiliare non comprende la plusvalenza derivante dal confronto tra il valore di carico dei titoli in bilancio ed il loro valore di mercato, che ammonta a complessivi € 140.683.074, di cui € 31.424.713 relativa alle gestioni patrimoniali, € 52.812.369 per la gestione diretta ed € 56.445.992 relativa alle partecipazioni in società e fondi immobiliari. Il patrimonio complessivo se si considerassero tali maggiori valori, sarebbe quindi pari ad € 8.345.989.848."*

Tuttavia dimentica di menzionare che, oltre alle plusvalenza, è stato escluso dal calcolo anche il "Fondo Oscillazione Valori Mobiliari", dove confluiscono le rettifiche di valore delle immobilizzazioni finanziarie: se questo venisse considerato, il patrimonio mobiliare si ridurrebbe di 253,5 milioni di euro.

Redditività

Abbiamo già anticipato alcuni dati sulla redditività della gestione. Ora andiamo ad analizzare questo aspetto in maggiore dettaglio.

Partiamo da pag. 11: la tabella in questa pagina suddivide gli attivi totali della Fondazione in due macroclassi (Attività immobiliari e Attività finanziarie) e in diverse sottoclassi.

Per quanto riguarda le attività immobiliari, la stessa pagina ci informa che: *"gli immobili ad uso di terzi hanno prodotto una redditività lorda pari al 5,75%, al netto dei costi gestionali pari al 3,08% ed al netto delle imposte pari al 1,25%; le partecipazioni in società e fondi immobiliari hanno prodotto una redditività lorda pari al 5,15% e netta pari al 4,28% (comprehensive delle plusvalenze non iscrivibili)"*. Queste informazioni ci permettono di calcolare i seguenti tassi di redditività per il patrimonio immobiliare della Fondazione (come redditività lorda degli immobili a uso terzi usiamo la redditività al lordo delle imposte ma netta dei costi di gestione, per coerenza con le altre classi di attivo):

	Valore di bilancio	Redd. Lorda	Redd. Netta
Immobili ad uso terzi	2.212.073.710	3,08%	1,25%
Società e fondi immob.	2.128.950.649	5,15%	4,28%
Totale Attività immobiliari	4.341.024.359	4,10%	2,74%

La redditività delle attività finanziarie merita un maggiore approfondimento: sempre a pag. 11 si informa che *"le attività finanziarie totali hanno prodotto una redditività lorda pari al 1,25% e netta pari all'1%"*. Tuttavia questi dati sono calcolati a valori di bilancio. Per avere dei numeri calcolati a valori di mercato dobbiamo riferirci a pag. 21, in cui si afferma che *"le attività finanziarie totali hanno prodotto una redditività lorda pari al -2,3% e netta del -2,59%"*. Questa notevole discrepanza dipende dal fatto che i valori di mercato delle attività finanziarie sono scesi in misura ben maggiore rispetto a quanto indicato dai valori di bilancio. In particolare tra il 31 dicembre 2010 e il 31 dicembre 2011 abbiamo calcolato le seguenti variazioni dei valori di mercato, in valore assoluto, per le principali classi di attivi del portafoglio della Fondazione:

	Valore di bilancio 2011	Variazione valore mercato 2010-2011
Titoli di Stato Italia	1.120.431.869	-88.420.053
Obbligazioni Strutturate	2.717.785.128	-167.522.907
Fondi (escluso private equity) e ETF	1.190.675.036	-48.227.703
Gestioni patrimoniali	734.000.953	-24.743.281
Azioni	100.799.350	1.804.812

Possiamo a questo punto calcolare la redditività per l'intero portafoglio di attivi della Fondazione. Per inciso ricordiamo che stiamo usando per il calcolo i dati forniti dalla Fondazione: infatti come spiegato in precedenza è risultato molto difficile cercare di ricalcolare questi valori in maniera indipendente, a causa della mancanza di informazioni essenziali a questo scopo; tuttavia nelle informazioni a nostra disposizione non c'è nulla che faccia pensare che questi dati non siano corretti.

	Valore di bilancio	Redd. Lorda	Redd. Netta
Attività immobiliari	4.341.024.359	4,10%	2,74%
Attività finanziarie	7.815.217.013	-2,30%	-2,59%
Totale Attività	12.156.241.372	-0,02%	-0,69%

Come si può notare dunque anche nel 2011 come successo ripetutamente negli ultimi anni l'ingente portafoglio della Fondazione non ha contribuito ad aumentare il patrimonio (a valori di mercato), anzi ne ha ridotto il valore. Quindi di fatto il patrimonio della Fondazione al momento sta aumentando solo grazie al saldo positivo della gestione previdenziale. Quando questo saldo diventerà negativo, come previsto dal bilancio tecnico, se il portafoglio di attività continuerà a non fornire un contributo positivo, il patrimonio comincerà a ridursi progressivamente.

Una conferma, se pur di natura completamente diversa, di questa affermazione, ovvero che è solo la gestione previdenziale a contribuire positivamente, la si ha da pag. 10 del bilancio: dai dati qui esposti si nota di fatto che il risultato totale delle gestioni patrimoniale, amministrativa e straordinaria è stato positivo per il 2011 di soli 11,7 milioni di euro, quindi sostanzialmente nullo. E ai fini di questo calcolo il risultato della gestione patrimoniale è quello a valori di bilancio: se si considerasse il risultato a valori di mercato il totale delle tre gestioni diventerebbe significativamente negativo.

La ragione di questa redditività negativa del portafoglio di attività va ricercata principalmente tra le attività finanziarie, che come visto hanno avuto un risultato netto a valori di mercato del -2,59% (che diventa addirittura del -3,98% quando si esclude il contributo positivo della liquidità, come riportato sempre a pag. 21). In particolare, come per stessa ammissione della Fondazione, questo risultato negativo è imputabile non all'Asset Allocation: l'Asset Allocation Tattica, ovvero quella effettivamente implementata dalla Fondazione, avrebbe generato un risultato positivo dello 0,8% (vd. pag. 21). È invece imputabile alla scelta dei titoli su cui investire, e in particolare i titoli strutturati e i Titoli di Stato: *"La causa di questo risultato è data dalla non corretta esposizione agli indici obbligazionari Euro determinata da due elementi: il portafoglio illiquido strutturati ed il portafoglio Titoli di Stato"*.

Titoli strutturati

Il portafoglio di titoli strutturati, che ha un valore di bilancio di 2.717 milioni di euro, ha corrisposto interessi nel 2011 pari ad un totale di 45,7 milioni di euro, corrispondenti ad una redditività (a valori di bilancio) dell'1,68%. Questo dato rappresenta un ulteriore peggioramento della situazione rispetto al 2010, in cui gli interessi corrisposti erano stati di 53,5 milioni di euro (anche se bisogna considerare che il portafoglio si è ridotto dai 2.940 milioni di fine 2010 ai 2.717 milioni di fine 2011). Il quadro che emerge è dunque di una redditività assolutamente inadeguata per un portafoglio con tale rischiosità (per dare un termine di confronto, 1,68% è esattamente il rendimento a oggi di un Treasury americano a 10 anni, ritenuto uno dei titoli più "safe" esistenti).

E una volta che si considerano i valori di mercato, anziché quelli di bilancio, il quadro diventa ancora più preoccupante: infatti nel corso del 2011 il valore di mercato del portafoglio di strutturati si è ridotto di 167,5 milioni di euro. Quindi di fatto il risultato totale del portafoglio (cedole + variazione valore) è stato di -121,8 milioni, ovvero -4,5% rispetto al valore di bilancio di fine anno di 2.717 milioni di euro.

Le ragioni di questa performance negativa sono da ricercarsi nella gestione di questo portafoglio da parte della Fondazione, in particolare: scelta di titoli con profilo di rischio/rendimento estremamente complesso, acquistati in molti casi (come per i CDO) ai massimi di mercato; elevate

commissioni pagate a intermediari e consulenti vari nella sottoscrizione dei prodotti; continue ristrutturazioni, i cui costi hanno inciso negativamente sul valore; cedole elevate, superiori ai livelli di mercato, per i primi anni di vita del prodotto, che ovviamente implicano (ceteris paribus) cedole più basse, inferiori ai livelli di mercato, per gli anni successivi.

Titoli di Stato Italiani

Per quanto riguarda gli investimenti diretti della Fondazione in Titoli dello Stato Italiano questi ammontano a 1.120,4 milioni.

Di questi 242 milioni sono titoli in scadenza entro fine 2012, 573 milioni sono investiti in titoli BTP con scadenza entro il 2015 e 305 milioni (corrispondenti ad un nozionale di 793,7 milioni) sono investiti in titoli a lunga scadenza, quasi tutti titoli BTP zero coupon (ossia senza cedola) con scadenza 2029.

Salvo 200 milioni di titoli con scadenza 2012, tutti questi investimenti risalgono all'esercizio 2010 e purtroppo la scelta della Fondazione di concentrare gli investimenti in questo comparto su pochi titoli sottoscritti o acquistati su un arco di tempo relativamente contenuto, molti dei quali zero coupon con scadenza molto lunga ha fatto sì che l'esposizione al rischio Paese Italia fosse massima nel momento in cui il peggioramento dei mercati mondiali, dovuto al diffondersi dei timori di una possibile nuova fase recessiva, ha determinato un ampliamento degli spread di credito di tutti i paesi periferici europei, tra cui l'Italia.

Questo ha avuto un effetto diretto rappresentato da una ulteriore contrazione del valore di mercato di questi titoli rispetto al bilancio 2010, per un ammontare pari a 88,4 milioni di euro di minor valore. E si può ipotizzare che abbia anche avuto un effetto indiretto rappresentato dall'impossibilità per Enpam di approfittare di rendimenti particolarmente elevati su questi titoli operando nuovi investimenti nel corso del 2011 quando, al culmine della crisi del credito a novembre, i rendimenti a 5 e 25 anni erano saliti rispettivamente al 7,60% e 8%.

Fondo oscillazione valori mobiliari

L'importo del fondo oscillazione valori mobiliari a fine 2011 risulta pari a 253.496.955 euro che corrisponde ad una diminuzione di circa 43 milioni rispetto al valore presente nel bilancio 2010 pari a 296.589.000 euro.

Tuttavia tale riduzione non sembra corrispondere ad un reale miglioramento delle condizioni di rischiosità relative ai titoli immobilizzati presenti in portafoglio, ma sembra invece dovuta al cambiamento della metodologia utilizzata per stabilire i titoli per i quali stanziare un accantonamento ed il relativo ammontare.

Si può infatti imputare quasi esclusivamente all'adozione del nuovo criterio la ripresa di valore per 73,73 milioni relativa a 6 titoli obbligazionari immobilizzati (tra cui 4 CDO), 5 dei quali presentano ancora in bilancio un valore di mercato ampiamente inferiore al costo di acquisto e addirittura inferiore rispetto alla valutazione di mercato ricavabile dal bilancio 2010. Per i 5 titoli menzionati la perdita potenziale sarebbe ancora pari a 85,5 milioni su un nozionale complessivo investito di circa 327 milioni (ovvero il 26%).

Tuttavia si è deciso di portare a zero i corrispondenti accantonamenti!

Viceversa i maggiori accantonamenti per euro 63.087.955 (relativi a 8 titoli immobilizzati: 6 CDO, 1 titolo Unicredit e 1 Credit Linked Note) si sono resi necessari a causa di un effettivo peggioramento dei corsi dei titoli ed hanno consentito di allineare il valore stanziato nel fondo oscillazione con la potenziale perdita risultante dalla differenza tra il valore di mercato al 31 dicembre 2011 e il costo di acquisto.

In generale se si considerano gli 88 titoli obbligazionari ancora presenti nel portafoglio immobilizzato di Enpam nel loro complesso (quasi tutti sono titoli strutturati), il valore di mercato riportato nel bilancio 2011 risulta ancora diminuito rispetto al valore a fine 2010 per un ammontare pari a circa 168 milioni. E tuttavia come visto si è ritenuto di poter ridurre l'ammontare degli accantonamenti al fondo oscillazione valori mobiliari per circa 43 milioni.

Ma vediamo in che cosa consiste il nuovo criterio per la determinazione del valore da appostare al fondo oscillazione valori mobiliari.

In Nota Integrativa – pag.55 – si legge:

“... per rettificare il costo dei titoli tramite l'accantonamento al Fondo Oscillazione, si è ritenuto opportuno utilizzare il concetto di “perdita durevole” per tutti quei titoli che presentano un valore di mercato inferiore al costo nell'ultimo triennio compreso l'esercizio 2011 e che al 31 dicembre 2011 presentano una minusvalenza da valutazione superiore al 40% rispetto ai valori di mercato comunicati dalle banche emittenti. Il valore considerato ai fini dell'accantonamento è stato determinato applicando prudenzialmente un “range” di scostamento che ha permesso di riflettere nel fondo oscillazione anche i titoli che presentavano una perdita di valore superiore al 39,5%.”

In tal modo si può procedere ad un accantonamento solo nei casi in cui siano verificate le due condizioni:

- 1) il titolo deve aver registrato negli ultimi tre anni un valore di mercato inferiore al costo di acquisto;
- 2) il valore di mercato del titolo al 31 dicembre deve essere inferiore al 60% del suo valore iniziale.

In pratica solo quando un titolo arriverà a perdere il 40% del valore in esso investito (con valori di mercato per tre anni consecutivi inferiori al costo originario) si potrà ritenere che sussista il rischio di una perdita durevole.

Questo senza prendere in considerazione alcun'altra informazione relativa al singolo titolo che si sta valutando, come ad esempio la durata, il fatto che possa avere il capitale garantito oppure no, il tipo di emittente; l'unica informazione sulla quale si basa la decisione è il prezzo attuale e quello passato.

Quindi se ad esempio si stessero considerando due titoli che rimborsano 100 a scadenza, il primo ad un anno che vale 62%, il secondo con scadenza a 10 anni che vale 60%, nel primo caso non si procederebbe ad alcun accantonamento mentre nel secondo caso si accantonerebbe il 40% del nominale. È invece evidente che tra i due titoli è il primo quello che presenta di gran lunga il maggior rischio di realizzare una perdita: il rendimento a scadenza del primo è infatti pari al 61,3% ($62 \times (1 + 61,3\%) = 100$), mentre per il secondo è pari 5,2% ($60 \times (1 + 5,2\%)^{10} = 100$).

Dovrebbe essere evidente che tale decisione non è aderente ai possibili scenari di perdita che si potrebbero realizzare e come vedremo a breve questo criterio si presta alla possibilità di adottare artifici contabili tali da consentire di mostrare riprese di valore anche laddove la reale condizione di rischiosità dei titoli rimanga sostanzialmente invariata.

Analizzando inoltre la casistica dei titoli sui quali l'Enpam ha realizzato effettivamente delle perdite, casi che sono indicati nel bilancio 2011 – pagg. 56 e 57 – si può immediatamente realizzare come l'attuale criterio di gestione del fondo oscillazione avrebbe consentito di non operare alcun accantonamento. Ad esempio il titolo Anthracite ha sempre avuto un valore superiore a 60, nel bilancio 2010 si riportava un prezzo pari a 76,67. Tuttavia, e correttamente, erano stati accantonati 12 milioni per l'eventuale perdita che poi si è effettivamente realizzata quando nel corso del 2011 è

stato venduto a 78%. Se si fosse applicato il nuovo criterio la Fondazione non avrebbe dovuto accantonare alcuna somma.

Come anticipato, proponiamo ora un semplice esempio numerico che spiega come, con l'applicazione del criterio del 60%, il Fondo Oscillazioni si presti a manipolazioni. Ipotizziamo che la Fondazione abbia in portafoglio un titolo per 100 milioni di euro di nozionale, che ha un valore di mercato di 52. Stando così le cose si dovrebbe accantonare nel Fondo Oscillazione 48 milioni di euro (100-52) relativamente a tale titolo. Immaginiamo però che tale titolo venga ristrutturato, aggiungendo della liquidità e degli zero coupon per un nozionale totale i 100 milioni di euro e un valore di mercato di 70. A questo punto il nuovo titolo, dato di fatto dalla somma degli altri due, avrà un nozionale totale di 200 milioni di euro, e un valore di mercato di 122 milioni di euro: esattamente la somma dei nozionali e dei valori di mercato dei due titoli originari, quindi nella sostanza non è cambiato nulla. Tuttavia, il valore di mercato del nuovo titolo come percentuale del nozionale sarà 122 milioni di euro / 200 milioni (nozionale), ovvero 61% (la media dei titoli componenti). E in questo caso, essendo il valore superiore al 60%, l'accantonamento sarebbe pari a zero. Quindi con una semplice operazione, puramente contabile e che non ha nessun impatto nella sostanza, diventa possibile ridurre l'accantonamento al Fondo Oscillazione da 48 milioni a zero.

Da ultimo vorremmo far notare che, tra i titoli usciti dal bilancio 2011 (per rimborso o cessione), tutti quelli per cui negli anni passati erano stati effettuati accantonamenti nel Fondo Oscillazione hanno effettivamente comportato delle perdite. Le perdite totali sono state pari a 30,49 milioni, un ammontare solo di poco inferiore a quanto era stato accantonato (pari a 32 milioni). Questo dato contrasta con l'ottimismo, espresso in più sedi dai vertici della Fondazione, di recuperare queste perdite potenziali prima della scadenza dei titoli. Anche se certamente è vero che per i titoli scaduti nel 2011 non erano state effettuate recentemente operazioni di ristrutturazione mentre, come sappiamo, per i titoli CDO ancora non scaduti la Fondazione ha speso circa 100 milioni con l'obiettivo di renderli più sicuri.

Per tutte le considerazioni suesposte i sottoscritti Presidenti di Ordine e Consiglieri Nazionali della Fondazione esprimono il loro voto NEGATIVO all'approvazione del Bilancio consuntivo 2011.

Carlo Roberto Rossi, Ordine di Milano

Enrico Mazzeo-Cicchetti, Ordine di Potenza

Giancarlo Pizza, Ordine di Bologna

Giuseppe Morfino, Presidente di Trapani

Bruno Di Lascio, Ordine di Ferrara

Giovanni Maria Righetti, Ordine di Latina

