

**COMMISSIONE PARLAMENTARE  
DI CONTROLLO SULLE ATTIVITÀ DEGLI  
ENTI GESTORI DI FORME OBBLIGATORIE  
DI PREVIDENZA E ASSISTENZA SOCIALE**

**RESOCONTO STENOGRAFICO**

**INDAGINE CONOSCITIVA**

**10.**

**SEDUTA DI MERCOLEDÌ 10 GIUGNO 2015**

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE **LELLO DI GIOIA**

**INDICE**

	PAG.		PAG.
<b>Sulla pubblicità dei lavori:</b>			
Di Gioia Lello, <i>Presidente</i> .....	2	<b>smo fiscale del Dipartimento delle finanze del Ministero dell'economia e delle finanze, Paolo Puglisi; audizione del dirigente dell'Ufficio V della Direzione legislazione tributaria e federalismo fiscale del Dipartimento delle finanze del Ministero dell'economia e delle finanze, Ilario Scafati:</b>	
<b>INDAGINE CONOSCITIVA SULLA GESTIONE DEL RISPARMIO PREVIDENZIALE DA PARTE DEI FONDI PENSIONE E CASSE PROFESSIONALI, CON RIFERIMENTO AGLI INVESTIMENTI MOBILIARI E IMMOBILIARI, E TIPOLOGIA DELLE PRESTAZIONI FORNITE, ANCHE NEL SETTORE ASSISTENZIALE</b>		Di Gioia Lello, <i>Presidente</i> ....	2, 6, 8, 10, 11, 12
<b>Seguito dell'audizione del Direttore generale del sistema bancario e finanziario del Ministero dell'economia e delle finanze, Alessandro Rivera; audizione del direttore della Direzione legislazione tributaria e federali-</b>		Puglia Sergio (M5S) .....	8
		Ruggiero Gian Paolo, <i>Dirigente della Direzione IV del sistema bancario e finanziario del Ministero dell'economia e delle finanze</i> ....	2, 8, 9, 10, 11, 12
		Puglisi Paolo, <i>Direttore della Direzione legislazione tributaria e federalismo fiscale del Dipartimento delle finanze del Ministero dell'economia e delle finanze</i> .....	6, 9

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE  
LELLO DI GIOIA

**La seduta comincia alle 8.35.**

*(La Commissione approva il processo verbale della seduta precedente).*

**Sulla pubblicità dei lavori.**

PRESIDENTE. Avverto che, se non vi sono obiezioni, la pubblicità dei lavori della seduta odierna sarà assicurata anche attraverso l'attivazione di impianti audiovisivi a circuito chiuso.

*(Così rimane stabilito).*

**Seguito dell'audizione del Direttore generale del sistema bancario e finanziario del Ministero dell'economia e delle finanze, Alessandro Rivera; audizione del direttore della Direzione legislazione tributaria e federalismo fiscale del Dipartimento delle finanze del Ministero dell'economia e delle finanze, Paolo Puglisi; audizione del dirigente dell'Ufficio V della Direzione legislazione tributaria e federalismo fiscale del Dipartimento delle finanze del Ministero dell'economia e delle finanze, Ilario Scafati.**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla gestione del risparmio previdenziale da parte dei Fondi pensione e Casse professionali, con riferimento agli investimenti mobiliari e immobiliari, e tipologia delle prestazioni fornite, anche nel settore assistenziale, il seguito dell'audizione del Direttore generale del sistema bancario e

finanziario del Ministero dell'economia e delle finanze, Alessandro Rivera; audizione del direttore della Direzione legislazione tributaria e federalismo fiscale del Dipartimento delle finanze del Ministero dell'economia e delle finanze, Paolo Puglisi; audizione del dirigente dell'Ufficio V della Direzione legislazione tributaria e federalismo fiscale del Dipartimento delle finanze del Ministero dell'economia e delle finanze, Ilario Scafati.

Avverto che, in sostituzione del dottor Rivera, impossibilitato oggi a intervenire, è presente il dottor Gian Paolo Ruggiero, dirigente della Direzione IV del sistema bancario e finanziario del Ministero dell'economia e delle finanze.

Do, quindi, la parola al dottor Ruggiero, per completare l'audizione della scorsa volta.

GIAN PAOLO RUGGIERO, *Dirigente della Direzione IV del sistema bancario e finanziario del Ministero dell'economia e delle finanze.* Grazie, presidente. Innanzitutto desidero ringraziare la Commissione parlamentare per questa opportunità e portare anche il saluto e le scuse del dottor Rivera, che non ha potuto essere presente.

Vorrei prendere le mosse dall'audizione che venne svolta lo scorso febbraio, in cui, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla gestione del risparmio previdenziale dei fondi pensione e delle casse previdenziali illustrammo l'iter di emanazione del Regolamento relativo alle casse di previdenza privatizzate e a quelle private, rispettivamente i decreti legislativi 509 del 1994 e 103 del 1996.

In quell'occasione abbiamo illustrato le ragioni che hanno indotto il legislatore a prevedere un apposito intervento normativo in materia di investimento di risorse

degli enti previdenziali, di conflitti di interesse e di depositario. Descrivemmo l'impostazione di fondo e i contenuti dello schema di Regolamento, che a quell'epoca erano appena stati sottoposti a una consultazione pubblica.

L'intervento del dottor Rivera, a suo tempo, si chiudeva fornendo alcuni spunti di riflessione emersi a seguito della consultazione, utili al fine di rivisitare il testo normativo in questione. In questa occasione vorrei prendere le mosse proprio da quelle considerazioni per approfondire alcuni aspetti.

In questo supplemento di audizione desidero, infatti, illustrare le principali riflessioni, che nel frattempo sono state meglio articolate, e le modifiche, di conseguenza, apportate allo schema di provvedimento regolamentare rispetto a quanto descritto precedentemente.

Ad esito di tale processo l'impianto complessivo risulta essere inalterato nella sua impostazione di carattere generale e soprattutto nelle finalità da esso perseguite, fatte salve alcune modifiche, comunque di un certo significato, derivanti da quegli spunti di ulteriore riflessione nel frattempo maturati.

Da un punto di vista procedimentale vorrei ricordare che il legislatore ha individuato nei due ministeri vigilanti sull'azione delle casse previdenziali la responsabilità di emanare questo Regolamento. In particolare la responsabilità ricade sul MEF, che, di concerto con il Ministero del lavoro, sentita la COVIP, ha il compito di emanare questo Regolamento.

Nell'ambito del MEF, inoltre, vi sono le due anime del Dipartimento del Tesoro, che io rappresento — io rappresento il MEF nella sua totalità, ma appartengo all'amministrazione del Dipartimento del Tesoro, che ha compiti di carattere regolamentare e prudenziale — e la Ragioneria generale dello Stato, che svolge l'effettivazione di vigilanza.

Nel corso di questi ultimi mesi vi sono state delle utilissime e proficue interazioni tra tutti gli attori coinvolti, che, anche grazie agli spunti emersi dall'audizione

che fu fatta a febbraio, hanno condotto a rivisitare lo schema di Regolamento, che è ormai in fase di finalizzazione. È stato, infatti, acquisito il previsto parere della COVIP e a breve si svolgerà un ultimo coordinamento per valutare adeguatamente i suggerimenti forniti dall'Autorità di vigilanza.

Oltre a modifiche di carattere redazionale e tecnico, i tre punti fondamentali oggetto di rivisitazione, sui quali vorrei intrattenermi nel mio intervento di oggi, sono la disciplina per la selezione del gestore e del depositario, il regime prudenziale per gli investimenti in attività immobiliare e la trasparenza informativa circa le passività previdenziali che gravano sugli enti.

Partiamo con il primo aspetto, ossia la disciplina per la selezione del gestore e del depositario. Il testo posto in consultazione, così come illustrato a febbraio, prevedeva, in linea con l'attuale prassi operativa degli enti previdenziali, la gestione delle attività finanziarie nella forma sia diretta, sia indiretta.

La scelta del gestore e, analogamente, del soggetto depositario lo schema di decreto ipotizzava che dovesse essere effettuata sulla base di un processo di selezione in cui non era previsto necessariamente il ricorso a procedure di selezione tramite evidenza pubblica, ma che comunque garantisse la trasparenza e la competitività del procedimento.

Tale impostazione prendeva le mosse da un parere dell'Avvocatura dello Stato che esprimeva dubbi circa l'effettiva applicabilità del Codice degli appalti a queste fattispecie, in quanto ricomprese nell'alveo dei servizi finanziari.

Questo orientamento, seppure qualificato dall'osservazione che necessitasse di essere consolidato da pronunce giurisprudenziali, ci aveva indotto a prefigurare una disciplina improntata alla competitività e alla trasparenza quali presidi prudenziali per questi processi di selezione.

Tuttavia, ulteriori riflessioni sono maturate sul tema. Sostanzialmente le argomentazioni dell'Avvocatura dello Stato non sono state ritenute dirimenti rispetto

alla questione, come è peraltro rimarcato nello stesso parere dell'Avvocatura. In effetti, sebbene sul piano soggettivo sia chiaro e pacifico che gli enti ricadono senza alcun dubbio nella disciplina del Codice degli appalti, vi era e vi è ancora un margine di incertezza sul piano oggettivo circa l'estensione della clausola che esclude i servizi finanziari dall'ambito dell'applicazione del Codice.

Non è del tutto chiaro, infatti, se il servizio di gestione delle attività finanziarie e quello di depositario ricadano nell'accezione di servizi finanziari data dal Codice degli appalti.

Salvi questi dubbi interpretativi, si è ritenuto di modificare l'impostazione precedente, che sposava l'interpretazione secondo cui il Codice degli appalti non fosse applicabile, e il testo normativo proposto è ora neutro rispetto alla questione e, in quanto Regolamento ministeriale, naturalmente lascia impregiudicata l'applicazione della normativa primaria.

Come detto, la normativa primaria fa ricadere gli enti previdenziali nel suo alveo di applicazione soggettiva, mentre, in ragione della flessibilità e della tempestività richieste dalla natura di queste operazioni, esclude sul piano oggettivo, facendo comunque salvi i principi generali, i servizi finanziari, che sono dei servizi, così come recita la legge, «relativi all'emissione, all'acquisto, alla vendita e al trasferimento di titoli o di altri strumenti finanziari».

Il parere fornito dalla COVIP pure insiste su questi aspetti e auspica un pronunciamento del Consiglio di Stato al cui vaglio lo schema di Regolamento sarà comunque sottoposto prima dell'emanazione. Dunque, all'atto di quel pronunciamento sarà possibile valutare se e in che misura potranno essere dissipati i dubbi interpretativi a cui accennavo sopra.

Vorrei passare ora alla disciplina sugli investimenti immobiliari. La soluzione prospettata nella precedente audizione prevedeva che gli investimenti diretti in beni immobili e diritti reali immobiliari fosse contenuta in ragione del 20 per cento del patrimonio dell'ente, consentendo altresì la possibilità di investire nel medesimo

settore in via indiretta fino a un ulteriore 20 per cento delle disponibilità tramite sottoscrizione e acquisto di fondi dedicati.

Esigenze di diversificazione volte a ottimizzare la gestione del portafoglio rendono, infatti, necessario che l'investimento immobiliare sia più contenuto rispetto a quella che è stata la prassi per molti enti negli anni passati, che è tale da aver portato alcuni di essi ad avere una considerevole porzione del proprio patrimonio investita in quel comparto.

Per quanto lo schema di decreto posto in consultazione prevedesse un periodo transitorio di cinque anni entro cui ricondurre l'ammontare degli investimenti immobiliari nei limiti previsti, con possibilità di ulteriori deroghe concesse, questi limiti sono stati oggetto di grande attenzione nel corso della consultazione pubblica, per il timore che le necessarie dismissioni immobiliari per alcuni enti conducessero a un avvitamento perverso delle quotazioni immobiliari, considerata la fragilità del mercato in questa attuale fase secolare, nuocendo, invece che giovando, agli interessi degli iscritti.

Nel procedere alla definizione di quale debba essere l'adeguata misura dell'investimento immobiliare ammissibile per gli enti previdenziali, si è comunque ipotizzato di considerare come equivalenti l'investimento diretto e l'investimento indiretto in società immobiliari e fondi, considerato che la classe di attività sottostante, relativamente illiquida, è comunque la medesima.

Nel contempo, si ipotizza di prevedere un unico limite per gli investimenti immobiliari, comunque definiti, di concentrazione superiore a quello del 20 per cento, in linea con la generale ripartizione degli investimenti nelle due componenti, tra beni negoziati e beni non negoziati, nei mercati regolamentari. Si tratta di un caposaldo di derivazione comunitaria, che attribuisce le quote in queste due tipologie di investimento nella misura del 70 per l'investimento in titoli quotati e del 30 per cento per investimenti in beni non quotati nei mercati regolamentari.

Al fine di perfezionare la disciplina occorre, inoltre, tenere conto non solo di queste problematiche relative all'ammontare degli investimenti in essere (ripartizione tra investimento diretto e indiretto e condizioni di mercato), ma anche della possibilità che il futuro regime per tali investimenti non infici l'attuale azione del Governo finalizzata a incentivare l'investimento da parte dei soggetti, tra cui gli enti previdenziali, in forma di investimento a supporto dell'economia reale, di cui verrà poi più ampiamente detto in seguito dai colleghi.

Considerata l'attuale esposizione degli enti nel settore immobiliare, occorre evitare che il loro futuro regime e i connessi limiti quantitativi che saranno previsti siano tali per rigidità da pregiudicare la possibilità per gli enti di effettuare investimenti indirizzati, per esempio, in opere infrastrutturali o a favore di società non quotate.

Sono, quindi, allo studio soluzioni che consentano di ricondurre gli investimenti immobiliari nel loro complesso entro limiti coerenti con i profili di rischio di investimento e che, congiuntamente a un Piano di rientro che dispieghi i suoi effetti entro un arco di tempo transitorio anche superiore ai cinque anni prospettati in prima battuta, permettano agli enti di effettuare comunque delle forme di investimento ulteriori a sostegno dell'economia reale entro un periodo di tempo comunque limitato in deroga alla disciplina generale che si va a dettare.

Concluso questo aspetto, vorrei terminare con alcune considerazioni sulle informazioni da riportare in un prospetto informativo che è stato previsto da parte degli enti previdenziali. Al fine di consentire un efficace monitoraggio del rispetto dei limiti prudenziali della situazione finanziaria dell'ente e, in particolare, della consistenza degli attivi, lo schema di decreto nella sua versione originaria posta in consultazione pubblica prevedeva che le attività gestite direttamente o conferite in gestione dovessero essere riepilogate in un prospetto a valori correnti.

Oltre a ciò era prevista anche una contestuale indicazione dell'ammontare delle passività legate alle prestazioni istituzionali, anch'esse valutate secondo il criterio del valore corrente. Su tale ultima previsione, ossia sull'indicazione delle passività legate alle prestazioni istituzionali, sia in corso di consultazione pubblica, sia nel dibattito con gli altri attori coinvolti nell'emanazione del provvedimento, sono emersi dei dubbi, in quanto l'indicazione delle passività istituzionali a valori correnti avrebbe potuto ingenerare il dubbio che gli enti fossero tenuti ad assicurare la copertura integrale e puntuale dei propri impegni futuri mediante la detenzione di un adeguato ammontare di attivi.

Tale lettura sarebbe stata erronea, in quanto, fermo restando il funzionamento a ripartizione di tali istituti, l'assolvimento delle prestazioni future è, in realtà, assicurato dalla contribuzione dei soggetti attivi. Si tratta di soggetti che operano con il metodo della ripartizione e non con quello della capitalizzazione.

Pertanto, si è concordato nel ritenere sufficiente che nel prospetto informativo siano indicate, valutandole naturalmente a valori correnti, le sole attività detenute quale indicatore della capacità gestionale dell'ente. Si è ipotizzato ciò nella consapevolezza che il documento più adatto a fornire elementi sulla natura e sulla misura delle passività istituzionali fosse, invece, il bilancio tecnico, che consente un'articolazione e una complessità maggiori rispetto al prospetto informativo di cui sopra, di cui si vuole, invece, mantenere una struttura semplice e di facile lettura.

Per ricapitolare, rispetto alla versione che è stata illustrata a febbraio in consultazione, come dicevo, a parte alcuni aggiustamenti redazionali e anche definitivi che ci sono stati fatti presenti in consultazione, le modifiche sostanziali che si è ipotizzato di apportare allo schema di Regolamento sono le tre che ho illustrato precedentemente, in merito all'applicabilità della disciplina del Codice degli appalti, al regime degli investimenti immo-

biliari e all'inclusione – o all'esclusione, in questo caso – delle passività previdenziali nel prospetto informativo.

Presidente, io ho terminato. Se ci sono domande, sono naturalmente a disposizione.

**PRESIDENTE.** Grazie. Do ora la parola al dottor Puglisi.

**PAOLO PUGLISI, Direttore della Direzione legislazione tributaria e federalismo fiscale del Dipartimento delle finanze del Ministero dell'economia e delle finanze.** Grazie, presidente. I commi dal 91 al 94 della legge di stabilità per il 2015, hanno previsto un credito di imposta in favore degli enti di previdenza obbligatoria e delle forme di previdenza complementare, prevedendo un decreto del Ministro dell'economia e finanze come fase attuativa per definire le condizioni, i termini e le modalità di applicazione dello stesso credito di imposta, nonché – e su questo mi vorrei soffermare – per l'individuazione delle attività di carattere finanziario a medio e lungo termine nella quale i predetti soggetti devono effettuare i loro investimenti al fine di poter usufruire dell'agevolazione.

Nella norma primaria, quindi, possono essere ravvisate due finalità. La prima, ovviamente, è quella di fornire agli enti di previdenza obbligatoria e alle forme di previdenza complementare una misura compensativa dell'aumento dell'aliquota dell'imposta sostitutiva sui dati di natura finanziaria subito dagli stessi.

La seconda, in connessione con il risparmio fiscale, è quella di mettere a disposizione capitale di lunga durata per finanziare investimenti che necessitano di risorse per lunghi periodi di tempo e che vadano a beneficio dell'economia reale, come accennava anche prima il collega.

Il punto principale che il decreto ha dovuto affrontare è quello della definizione del concetto di medio-lungo termine, che la norma richiama prevedendo l'investimento in attività di carattere finanziario a medio e lungo termine.

La finalità di mettere a disposizione capitale di lunga durata per il finanzia-

mento di lungo termine evidenzia per gli enti di previdenza obbligatoria e le forme di evidenza complementare la possibilità, in considerazione della peculiarità della loro attività, di avere rilevanti capitali di lungo termine – i cosiddetti pazienti – che possono essere investiti in attività che non richiedono rendimenti immediati, ma rendimenti stabili e prevedibili nel tempo.

Al fine di dare significato al concetto di medio e lungo termine si è dovuto prendere atto del fatto che la mera durata dell'investimento non è elemento sufficiente al fine di delimitare compiutamente il campo dell'investimento nel senso che sintetizzavo sopra. Tale carenza ha, quindi, rilevato la probabile mancanza di significatività di tale scadenza e, di conseguenza, la necessità di fare un ulteriore passo in avanti per collegare il concetto di medio e lungo termine a un vincolo che richieda un impegno a lungo termine degli investimenti, rendendo il finanziamento rappresentato dallo strumento finanziario stabile nel tempo.

In questo senso è apparso coerente con le finalità della norma individuare determinate classi di attività, quali il finanziamento di progetti infrastrutturali o di società non quotate, che, per essere sviluppate, richiedono un impegno a lungo termine da parte degli investitori perché si apprezzano in un ciclo di vita più ampio di quello meramente speculativo.

I progetti infrastrutturali, infatti, dipendono da impegni a lungo termine che non possono essere riscattati per un determinato periodo di tempo e richiedono, pertanto, l'impiego di quelli che chiamavamo prima capitali pazienti, che vengono investiti a lungo termine con l'attesa di rendimenti stabili e prevedibili.

Tale forma di investimento in settori infrastrutturali dell'economia va a beneficio dell'economia reale, proprio perché crea flussi costanti di finanziamento e, auspicabilmente, occupazione.

L'altro aspetto che è stato individuato, ossia il finanziamento delle società non quotate, è apparso rilevante in quanto le stesse, mancando di una sede di negoziazione pubblica, sono attività illiquide non

prontamente disponibili per gli acquirenti e, pertanto, richiedono un impegno a lungo termine da parte degli investitori.

Inoltre, le società non quotate sono maggiormente dipendenti rispetto a quelle quotate dal credito bancario, il quale, soprattutto nell'attuale periodo di crisi, o almeno nel periodo di crisi da cui stiamo attualmente uscendo, ha avuto una contrazione a causa della crisi economica. Tale contrazione è stata, ovviamente, maggiormente rilevante e maggiormente sentita dalle società non quotate, che non hanno potuto compensare questa carenza, o che hanno potuto compensarla in maniera molto limitata con l'emissione diretta di azioni e obbligazioni sui mercati finanziari.

Ho fatto questa premessa per dire che, tenuto conto che il credito di imposta è concesso a fronte dell'investimento in risorse finanziarie, ossia dell'attività essenziale svolta istituzionalmente dai soggetti beneficiari, la scelta delle attività di carattere finanziario rilevanti diventa indispensabile, nell'ottica di fornire un contenuto sostanziale alla concessione del beneficio, nell'ottica della tutela della finalità perseguite dal legislatore.

Diversamente, il beneficio fiscale si sarebbe tradotto nella mera distribuzione delle risorse assegnate tra i soggetti individuati dalla normativa primaria. Tale scelta non può prescindere, pertanto, da un'analisi della composizione del portafoglio degli enti previdenziali obbligatori e delle forme di previdenza complementare e dall'attenta considerazione che i predetti soggetti, nella gestione della loro disponibilità, devono perseguire l'interesse dei beneficiari della prestazione pensionistica, nel rispetto dell'autonomia gestionale degli stessi.

Non mi dilungo sull'attuale composizione delle classi di attività nelle quali i soggetti beneficiari investono. In parte ha già esemplificato, sia pure in maniera prospettica, il collega nella relazione che mi ha preceduto. Ovviamente, lo scopo dell'intervento è favorire e incentivare una

composizione del portafoglio che vada verso il finanziamento di attività a favore dell'economia reale.

All'interno della prima finalità, cioè di finanziare investimenti infrastrutturali, la linea che si intende seguire è quella di individuare alcuni settori infrastrutturali ritenuti particolarmente strategici e cruciali per lo sviluppo dell'economia reale, come sopra detto. Tra questi settori infrastrutturali individuati vi saranno quelli del settore turistico, culturale e ambientale, quello dei trasporti e delle infrastrutture sanitarie, immobiliari e pubbliche non residenziali, quello delle telecomunicazioni e della produzione e del trasporto di energia. Su questo aspetto non mi dilungherei, perché toglierei ulteriore spazio alle eventuali domande.

Per quanto riguarda, invece, il secondo filone di intervento che con il Regolamento attuativo si è ritenuto di privilegiare, quello delle società non quotate, si sono individuate tali società come quelle diverse dai soggetti che svolgono attività bancaria e finanziaria assicurativa e si è tenuto conto del fatto che la gestione delle risorse finanziarie degli enti di previdenza obbligatoria e dei fondi pensione è in gran parte affidata a operatori professionali.

L'investimento in tali società non quotate non è, quindi, di agevole e autonoma valutazione da parte dei soggetti beneficiari. Si è, pertanto, attribuita rilevanza al finanziamento di tipo indiretto, ossia mediante il veicolo di fondi comuni di investimento, i quali, effettuando in modo professionale la gestione collettiva del risparmio, possono selezionare gli investimenti in modo competente ed efficiente a maggior tutela del capitale investito.

Ovviamente — questo è un corollario che cito a fattor comune — per quanto riguarda sia l'intervento nei settori infrastrutturali, sia l'intervento a favore delle società non quotate, l'investimento è rilevante se effettuato in OICR residenti in Italia o in Stati membri dell'UE o dello spazio economico europeo. Deve avere, inoltre — questo è l'ulteriore paletto che si è messo — una durata minima di cinque anni, ferma restando ovviamente la pos-

sibilità di disinvestimenti e contestuali o seguenti nel tempo reinvestimenti delle attività investite.

Mi fermo qui e rimango a disposizione per eventuali domande. Grazie.

PRESIDENTE. Grazie, direttore.

Do la parola ai colleghi che intendano intervenire per porre quesiti o formulare osservazioni.

SERGIO PUGLIA. Grazie, presidente. Sarò piuttosto breve. Grazie per la vostra presenza qui. In realtà, io vorrei nuovamente porre alla vostra attenzione una nostra proposta, una proposta del Movimento 5 Stelle, a questo schema. Questa proposta fu inviata già in data 4 dicembre 2014 all'attenzione del dottor Ruggiero da parte della mia collega Roberta Lombardi. Chiedo, quindi, anche la possibilità di consegnarla successivamente alla Commissione. Magari verrà poi girata direttamente al ministero per la relativa pubblicazione.

Queste osservazioni, ovviamente, avanzano delle proposte di modifica a questo schema. La filosofia di base è quella che ci vede d'accordo su alcune particolarità che noi riteniamo fondamentale che siano inserite all'interno di questo schema. In particolare, noi riteniamo che gli enti debbano dettagliare i modelli adottati e riportare in termini quantitativi e, quindi, anche di cifre i parametri-obiettivo o le bande di oscillazione dei parametri-obiettivo; parlare di rendimento obiettivo e rendimento atteso, di varianza o deviazione standard dal rendimento atteso come quantificazione oggettiva del rischio, di Beta del portafoglio relativo a un mercato di rischio assoluto e quello che ne consegue; esplicitare chiaramente la propria *asset allocation* strategica, strutturandola sulla base di modelli di rischio-rendimento che tengano conto sia dei rendimenti attesi, a rischi tollerabili, relativi a ciascuna classe, sia del rischio rendimento a livello di intero portafoglio; identificare la migliore combinazione tra le differenti *asset class*, coerentemente con un orizzonte temporale chiaramente definito, in grado di consentire l'obiettivo

prefissato di rendimento all'interno della sua banda di oscillazione, con un livello di rischio appropriato a soggetti che collocano le loro risorse finanziarie in base a una contribuzione obbligatoria per legge, a cui non c'è una facoltà di aderire o meno sulla base dello stile di gestione adottato. Attualmente, questo è un obbligo.

Noi riteniamo, quindi, di porre nuovamente alla vostra attenzione questo documento perché ci sono delle particolarità che dovrebbero, a nostro avviso, essere inserite all'interno di questo schema.

PRESIDENTE. Io vorrei porre una prima questione che non vi riguarda direttamente, ma il sistema in generale, e quindi vorrei che restasse agli atti. Noi stigmatizziamo in modo forte la questione per cui la Ragioneria dello Stato sistematicamente, pur essendo invitata, non ritiene di partecipare a queste nostre audizioni. Per questo motivo manderemo una lettera scritta al ministro, nonché anche al Presidente del Consiglio, per fare in modo che essi partecipino alle audizioni, perché questo è un obbligo da parte della Ragioneria.

Come seconda questione, a me pare che vi siano delle incongruenze tra quello che ci ha detto e ci ha spiegato poco fa il dottor Ruggiero e quello che ci ha spiegato poco fa lei. Premesso che il decreto ancora non è emanato, quando e come verrà emanato, dottor Ruggiero?

GIAN PAOLO RUGGIERO, *Dirigente della Direzione IV del sistema bancario e finanziario del Ministero dell'economia e delle finanze*. Attualmente è in avanzata fase di completamento.

PRESIDENTE. Sono già parecchi mesi che è in avanzata fase di definizione. Nella prima e ultima audizione del dottor Rivera noi abbiamo fatto delle osservazioni che non mi pare siano state assolutamente prese in considerazione, perché, se fossero state prese in considerazione, lei quest'oggi avrebbe fatto un ragionamento totalmente diverso.

Noi avevamo detto al dottor Rivera, se non vado errato, che vi era anche la necessità di inserire come obbligo le richieste e proposte che venivano da parte di questa Commissione e anche i pareri, per il semplice motivo che noi abbiamo il dovere di verificare la compatibilità delle casse di previdenza e anche il secondo pilastro. A me pare che questo sia totalmente disatteso e che nemmeno il Ministro abbia avuto contezza di queste questioni.

In secondo luogo, da quello che lei ci diceva con riferimento al decreto, che è in fase avanzata e che dovrà essere inviato e via discutendo, mi pare che anche il Regolamento che avrebbe dovuto fare in modo che si potessero utilizzare gli 80 milioni di credito d'imposta che abbiamo definito nella legge di stabilità di quest'anno sia in forte ritardo. È in forte ritardo, ma soprattutto è in contraddizione con il decreto.

Nel momento in cui si pensa di fare un ragionamento sugli investimenti mobiliari e, ovviamente, vi sono i soggetti abilitati — ieri, per esempio, la Cassa ragionieri ha definito il suo bando europeo e, quindi, ha assegnato a soggetti le somme da poter investire — quale convenienza hanno le casse, nel momento in cui hanno la possibilità di investire sul mercato europeo, sul mercato occidentale e anche sui mercati emergenti, ad investire nell'economia reale di questo Paese?

Avendo affidato a soggetti terzi la possibilità di investire, nel momento in cui si va a definire — anche su questo non siamo d'accordo perché vi sono altri sistemi per definirla — la griglia delle tipologie su cui investire, che possono avere rendimenti sicuramente più interessanti, qual è il sistema di definizione dei rendimenti e quali sono le possibilità che le casse possano investire, avendo un ampio spettro di possibilità di investimenti all'interno del sistema economico finanziario generale?

Mi chiedo se questi 80 milioni di euro siano compatibili, in relazione ai rendimenti che si possono avere sui mercati internazionali, con l'investimento sul sistema reale del nostro Paese.

Io vedo che c'è un modo di ragionare che viene a essere sviluppato in modo non univoco. Le varie Direzioni del ministero lavorano a compartimenti stagni, ognuna per la propria fase, senza avere un'interfaccia e, quindi, senza confrontarsi sugli aspetti che investono complessivamente il sistema del mondo previdenziale, sia esso di primo, di secondo o di terzo pilastro.

Questo mi fa pensare che ancora non si sia raggiunta la consapevolezza di che cosa significa il sistema pensionistico nel nostro Paese, di quali sono le possibilità di investimento dei fondi pensione e di come regolarli. Questo, ovviamente, ci preoccupa per quello che può essere un discorso che dovremo affrontare nel prossimo futuro.

In conclusione, nel ribadire che siamo fortemente preoccupati di come vengono poste le questioni, noi pensiamo di dover convocare il ministro per discutere di questi problemi e per capire come si muove il Ministero dell'economia e delle finanze sul sistema degli impieghi delle risorse previdenziali, sia di primo che di secondo pilastro.

Queste sono le mie considerazioni, molto generali, che ovviamente hanno necessità di un confronto molto più serrato. Mi pare che oggi abbiamo discusso in linea generale di un decreto e di un Regolamento che ancora oggi non è attuato e non è attuabile, nonostante vi sia da parte vostra la disponibilità a poter procedere in questo tipo di intervento.

Oggettivamente siamo in forte ritardo e ci troveremo tra qualche tempo ad affrontare, per esempio, la nuova legge di stabilità, con quello che abbiamo ancora nel passato, ossia gli 80 milioni di euro per quanto riguarda gli sgravi fiscali sia alle casse, sia al secondo pilastro della previdenza.

Grazie.

PAOLO PUGLISI, *Direttore della Direzione legislazione tributaria e federalismo fiscale del Dipartimento delle finanze del Ministero dell'economia e delle finanze*. Mi permetto di intervenire soltanto sulla seconda questione che ha posto il presidente, ossia sugli 80 milioni.

Io ho cercato sinteticamente di illustrare, stante la finalità della norma, cioè quella di favorire gli investimenti nell'economia reale, le linee che si sono seguite nella redazione del provvedimento, che è in fase di perfezionamento nei minuti in cui parliamo. Per quanto riguarda l'ap-punto che ha fatto il presidente sulla mancanza di coordinamento, posso assicurare che a livello delle due Direzioni qui rappresentate c'è stata assoluta collaborazione nella redazione di questo provvedimento e, quindi, anche nella valutazione degli eventuali punti di contatto con altri provvedimenti che il Dipartimento del Tesoro ha seguito nell'ambito della sua competenza specifica.

Dal punto di vista dell'amministrazione, mi pare di poter rassicurare il presidente e i componenti della Commissione sul fatto che vi è la massima attenzione proprio a governare in maniera congiunta gli aspetti amministrativi di queste tematiche.

Per il resto, non ho ulteriori elementi di risposta sulle altre questioni che ha posto il presidente, che richiedono risposte a livelli diversi dal mio.

**GIAN PAOLO RUGGIERO**, *Dirigente della Direzione IV del sistema bancario e finanziario del Ministero dell'economia e delle finanze*. Innanzitutto vorrei fornire qualche elemento al senatore Puglia. Abbiamo ricevuto il contributo cui faceva riferimento, che è già pubblico, con l'esito complessivo della consultazione sul sito del MEF. Ovviamente, abbiamo tenuto in conto l'esito della consultazione in maniera bilanciata, tenendo presente che, naturalmente, la consultazione pubblica fornisce delle indicazioni che devono essere valutate nell'ottica complessiva.

Per quanto riguarda il complesso delle informazioni cui lei alludeva circa i parametri di riferimento, gli obiettivi di rendimento e via elencando, mi sento di dire che l'impostazione del provvedimento va esattamente in quella direzione, nella misura in cui prevede la redazione di un documento sulla politica di investimento che deve contenere proprio tutte quelle informazioni. Il documento è dettagliato

nello schema di Regolamento. La COVIP, quale autorità di vigilanza, potrà ulteriormente dettagliarlo e fornire indicazioni agli attori previdenziali.

Per quanto riguarda le osservazioni del presidente, io faccio tesoro delle osservazioni fatte e le porto a casa. Ritengo che siano in parte ingenerose, nel senso che noi abbiamo comunque tenuto conto degli orientamenti della Commissione nella precedente audizione. Ci auguriamo di terminare il lavoro al più presto.

Il lavoro è stato ritardato in prima battuta dal fatto che si riteneva indispensabile perfezionare prima l'analogo decreto sui fondi pensione, al quale la legge primaria faceva richiamo per fondare la disciplina, e poi effettuare il lavoro istruttorio seguito alla consultazione.

Grazie.

**PRESIDENTE**. Poiché è presente la Direzione del Dipartimento delle finanze e anche del federalismo fiscale e di legislazione tributaria, io vorrei capire, in modo molto grossolano, un punto. Se una Cassa deve investire sull'economia reale su quei settori che voi ci avete indicato, e che io credo debbano essere rivisti, perché ci sono settori che hanno possibilità di redditività e soprattutto perché le Casse hanno interesse a costruire un sistema di controllo da parte loro per poter verificare come vengano investiti questi fondi, qual è la differenza, in percentuale, tra gli investimenti in qualsiasi tipo di prodotto finanziario sul mercato internazionale e gli 80 milioni di euro che vengono a essere utilizzati per poter abbattere l'aliquota fiscale? Diventa non conveniente da parte delle Casse poter investire sul mercato nazionale o, invece, è conveniente?

Questo è il problema che io vorrei porre. Avrei bisogno di una risposta per capirlo. Ci sono 70 miliardi di euro delle casse, fra beni mobili e beni immobili, che potrebbero, in un quadro di compatibilità più generale, avere un importante sviluppo per ciò che riguarda l'economia reale di questo Paese.

È chiaro che non mi riferisco ai 70 miliardi di euro in modo totale, ma a una

parte importante, che, come avevamo definito anche nei mesi scorsi, avrebbe potuto costituire un fondo dei fondi che potesse investire. Mi pare che oggi questo venga completamente disatteso anche da quella che può essere una procedura che viene attuata per la definizione degli investimenti.

Io ho questo dubbio perché questo potrebbe non consentire alle Casse di investire, lasciando ovviamente loro mano libera. Il decreto, infatti, prevede alcuni interventi e prevede la libertà delle Casse di poter investire sul mercato internazionale con strumenti finanziari diversi. L'unica raccomandazione che c'è è quella che occorre avere chiarezza e contezza che questi prodotti finanziari non siano estremamente a rischio. Mi pare che ci sia questo nel decreto.

Questi 80 milioni a che cosa servirebbero in un tale quadro? Qual è l'utilità delle Casse o, nello stesso tempo, anche del secondo pilastro, ossia della previdenza complementare, di investire, sapendo che complessivamente si tratta di 200 miliardi? Su questa questione una risposta credo che dovremmo averla. Per questo motivo mi sono permesso di dire che non c'è un lavoro in sincronia, o che probabilmente non si ha contezza del sistema generale dei fondi che potrebbero, secondo il nostro punto di vista, essere utilizzati in modo diverso per fare in modo che l'economia reale di questo Paese possa crescere.

**GIAN PAOLO RUGGIERO**, *Dirigente della Direzione IV del sistema bancario e finanziario del Ministero dell'economia e delle finanze*. Vorrei solo brevemente dire che, con riferimento alle Casse di previdenza privatizzate o private, l'impianto normativo prevede che abbiano una loro autonomia decisionale e gestionale. Pertanto, l'operatore pubblico può intervenire solamente a livello di fornire incentivi per indirizzarle a investire in una determinata direzione.

Noi riteniamo che lo schema di Regolamento che stiamo finalizzando conceda questa autonomia e consenta alle casse di

approfittare del credito di imposta che viene, invece, concesso nell'altro Regolamento. Forse non c'è una compatibilità sotto questo aspetto.

Da ultimo, vorrei anche ricordare che, ovviamente, abbiamo dovuto tener conto, non solo noi, ma soprattutto i colleghi delle Finanze, del fatto che non si potesse fare alcuna violazione del Piano competitivo nel mercato unico. La disciplina del credito di imposta, come è stata illustrata dal collega, non ha potuto, quindi, prevedere specificamente interventi a favore dell'economia italiana, ma, ovviamente, ha dovuto prevedere un livellamento del Piano competitivo all'interno del mercato unico.

**PRESIDENTE**. Dottore, il problema è questo: se io vado sul mercato internazionale, il che è previsto, perché è giusto, per quanto riguarda l'acquisto di prodotti finanziari, con rendimenti che possono variare — anche se oggi c'è una volatilità del mercato, è chiaro che si può investire anche su mercati emergenti — e se ho dei rendimenti del 4 o del 5 per cento, per citare delle cifre a caso, mentre investendo in economia reale nel nostro Paese ho la possibilità di utilizzare gli 80 milioni di euro come credito d'imposta, quanto pesa questo, giustamente?

Gli 80 milioni resteranno lì. Io non utilizzerò mai questi 80 milioni, se c'è una differenza tra il credito di imposta e quello che può essere il mio interesse a investire sui mercati internazionali, a favore di quest'ultimo.

Giustamente lei dice: «Noi non possiamo stabilire nel decreto che non potete investire». Ci mancherebbe altro. Nessuno di noi ha pensato una cosa del genere, anche se poi bisognerà stabilire, una volta per tutte, se le Casse sono private o sono pubbliche, perché questo sistema mi pare un po' strano. Se sono pubbliche, sono pubbliche. Se sono private, sono private, e sono private in tutto, per il semplice motivo che noi rischiamo, nel momento in cui una Cassa non è definita in modo

chiaro, che, se va in *default*, ritorni all'INPS, con tutti i problemi che potremmo avere poi sulla finanza pubblica.

Questo è ciò che io vorrei capire, se possibile. Se non c'è convenienza a utilizzare gli 80 milioni di euro, abbiamo fatto un'operazione in legge di stabilità che non serve a nessuno.

GIAN PAOLO RUGGIERO, *Dirigente della Direzione IV del sistema bancario e finanziario del Ministero dell'economia e delle finanze*. Mi rendo conto che quello che sto per dire non rappresenta una risposta esaustiva alla sua domanda. Tuttavia, il problema di fondo che lei pone è un problema di impianto generale della misura prevista in legge di stabilità. È a monte di quello di cui abbiamo parlato qui, ossia del Regolamento sui fondi e del provvedimento sugli 80 milioni.

Io ho cercato di illustrare come si è pensato di disciplinare il credito d'imposta. Il credito d'imposta vale 80 milioni. È nell'ambito di questa disponibilità finanziaria che vi è una riduzione del carico fiscale che dovrebbe essere il differenziale di rendimento che veicola risorse verso i settori che io esemplificavo.

Ovviamente, l'efficacia di questo meccanismo dipende da due fattori. Uno è il peso relativo dei rendimenti delle varie

tipologie e l'altro, francamente, è la disponibilità finanziaria che il legislatore ha potuto mettere a disposizione per attuare lo sgravio fiscale. Ovviamente, più limitata è la dotazione finanziaria e minore sarà la possibilità di ripartire questo risparmio finanziario tra i soggetti beneficiari.

Nondimeno, questo è quanto attualmente noi ci troviamo a dover attuare, io ritengo con un meccanismo che, allo stato, è equilibrato e coerente con le finalità di questa disposizione, fermo restando che le valutazioni sull'efficacia della disposizione sono di natura politica e più generale.

PRESIDENTE. Vedremo se sarà possibile aumentare nella prossima legge di stabilità questa quota e, quindi, rendere più conveniente l'investimento.

Ringrazio i nostri ospiti e dichiaro conclusa l'audizione.

**La seduta termina alle 9.35.**

IL CONSIGLIERE CAPO DEL SERVIZIO RESOCONTI  
ESTENSORE DEL PROCESSO VERBALE  
DELLA CAMERA DEI DEPUTATI

DOTT. RENZO DICKMANN

*Licenziato per la stampa  
il 16 ottobre 2015.*

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

