

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

RESOCONTO STENOGRAFICO

INDAGINE CONOSCITIVA

31.

SEDUTA DI MERCOLEDÌ 9 LUGLIO 2014

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE LELLO DI GIOIA

INDICE

	PAG.		PAG.
Sulla pubblicità dei lavori:		Audizione di rappresentanti di Confcommer-	
Di Gioia Lello, <i>Presidente</i>	3	cio:	
INDAGINE CONOSCITIVA SULLA FUNZIONALITÀ DEL SISTEMA PREVIDENZIALE PUBBLICO E PRIVATO, ALLA LUCE DELLA RECENTE EVOLUZIONE NORMATIVA ED ORGANIZZATIVA, ANCHE CON RIFERIMENTO ALLA STRUTTURAZIONE DELLA PREVIDENZA COMPLEMENTARE		Di Gioia Lello, <i>Presidente</i>	3, 6, 7, 9
		Ghidinelli Ernesto, <i>Responsabile settore credito ed incentivi di Confcommercio</i>	5, 8
		Lazzarelli Guido, <i>Responsabile settore lavoro e relazioni sindacali di Confcommercio</i>	3
		Santini Giorgio (PD)	6, 7
		ALLEGATO: Documentazione presentata da Confcommercio	11

PAGINA BIANCA

PRESIDENZA DEL PRESIDENTE
LELLO DI GIOIA

La seduta comincia alle 8,30.

(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).

**Audizione di rappresentanti
di Confcommercio.**

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca l'audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla funzionalità del sistema previdenziale pubblico e privato alla luce della recente evoluzione normativa e organizzativa, anche con riferimento alla strutturazione della previdenza complementare, di rappresentanti di Confcommercio.

Avverto che sono presenti il dottor Guido Lazzarelli, responsabile settore lavoro e relazioni sindacali, il dottor Ernesto Ghidinelli, responsabile settore credito ed incentivi, e l'avvocato Francesca Stifano, responsabile relazioni istituzionali.

Do quindi la parola al dottor Guido Lazzarelli.

GUIDO LAZZARELLI, *Responsabile settore lavoro e relazioni sindacali di Confcommercio*. Grazie, presidente. Saremo

molto sintetici. Il mio intervento verterà sulle considerazioni di Confcommercio in ordine all'assetto di *governance* degli enti previdenziali e alle problematiche riguardanti i fondi pensione.

Più precisamente, in ordine alla *governance* degli enti previdenziali, le considerazioni che svolgiamo riguardano un sistema oramai ventennale, quello che ha visto la prima introduzione del modello di *governance* attualmente previsto negli enti previdenziali. Riteniamo che in questo ventennio questo modello abbia mostrato delle criticità per le quali – faccio riferimento soprattutto all'INPS – appare indispensabile un ripensamento e degli aggiustamenti.

Come Confcommercio, siamo concordi nel mantenere il sistema di governo duale. È necessario, tuttavia, che questo modello duale vada coerentemente rivisto, riconoscendo, com'era anche in passato, precedentemente all'introduzione del modello attuale di gestione degli enti previdenziali, alle rappresentanze del mondo imprenditoriale e sindacale un ruolo strategico e realmente incisivo nell'individuazione delle scelte che l'istituto è chiamato a operare.

Il problema è che il sistema dei Consigli di indirizzo e vigilanza (CIV), benché sulla carta e dal legislatore coerentemente e precisamente individuato nei suoi compiti, in realtà non riesce a esercitare la sua reale funzione di indirizzo, come abbiamo visto soprattutto in questi ultimi anni. I CIV, quindi, dovrebbero essere dotati di un potere di controllo reale nei confronti degli organi deputati a trasformare in atti gestionali i propri indirizzi.

Un ulteriore intervento in questo senso potrebbe essere rappresentato dalla sostituzione dell'attuale organo gestionale monocratico con un organo di tipo collegiale,

che avesse le caratteristiche di un consiglio di amministrazione con i connessi poteri e con una reale distinzione dei poteri tra indirizzo e controllo, lasciando ai CIV e quindi alle parti sociali il reale potere di controllo che oggi, fondamentalmente, è esercitato attraverso la potestà legata all'approvazione del bilancio, ma che, circoscritto a quell'ambito, si traduce in un atto eminentemente formale. Infatti, nella realtà è difficile intervenire non approvando il bilancio dell'istituto, quindi producendo l'intervento del ministero vigilante e una serie di atti che distolgono l'attività dell'organo di controllo dalle sue reali prerogative. Quindi, occorre una riforma in questa direzione.

C'è, poi, un altro problema. A proposito dell'INPS, l'istituto è chiamato sempre di più dal legislatore a incorporare una serie di funzioni, ma anche di sistemi previdenziali eterogenei, ben più di quanto lo siano stati fino a oggi, che sta comportando problemi di carattere gestionale. Abbiamo visto in questi ultimi due anni lo scompenso — permettetemi il termine — provocato dall'incorporazione dell'Inpdap, che, benché risolto attraverso una partita contabile da parte dello Stato, ripresenta problemi che in passato altri enti gestori hanno portato all'interno dell'istituto, portando perdite e acquisendo benefici.

Insomma, il sistema solidaristico va bene; è uno dei sistemi su cui è improntata la *governance* e anche la gestione dell'istituto, ma i principi solidaristici causano anche dei problemi.

Passo rapidamente ai fondi pensione. Nel nostro Paese manca una cultura della previdenza complementare. Con un ex collega abbiamo più volte dibattuto di questi aspetti attraverso i canali della contrattazione collettiva. Il punto è che la questione dei fondi pensione non si risolve solamente attraverso il ruolo delle parti sociali e della contrattazione collettiva perché si tratta di gestire una partita in cui bisogna vedere da che parte stanno i costi e i benefici.

Perché vi sia un vero decollo della previdenza complementare è indispensabile che vi sia un incentivo reale nei

confronti delle imprese nel sostenere questi fondi. Incentivo reale è inteso, però, anche in termini di una promozione culturale, nei confronti dei lavoratori, della scelta di destinazione del TFR e di una parte del proprio reddito verso la previdenza complementare. Infatti, in un sistema di mercato del lavoro che vedrà sempre di più transizioni continue, la costruzione di questo secondo pilastro eviterà una futura generazione di pensionati poveri.

Il problema è che ci sono ancora dei costi che riteniamo incoerenti con il sistema della previdenza complementare. Penso, per esempio, al contributo di solidarietà. È incoerente un contributo di solidarietà in un sistema in sé solidaristico quale della previdenza complementare.

L'esperienza dell'organizzazione che rappresentiamo vede, per quanto riguarda il mondo dei lavoratori dipendenti, il secondo fondo contrattuale, ovvero il fondo Fonte, e una consolidata tradizione più che quarantennale nel mondo dei dirigenti con il Fondo Mario Negri, che rappresenta, appunto, i dirigenti del commercio, del turismo, dei servizi e della logistica e dei trasporti. Sono fondi contrattuali costituiti da Confcommercio, Manageritalia e Confetra, che è l'organizzazione dei trasporti e della logistica.

L'aggravamento dei problemi che ho indicato, accentuati dalla crisi di questi anni, che ha portato le aziende a evitare l'aggravamento di costi e i lavoratori a scegliere per il quotidiano, non per il futuro e, soprattutto giovani, a massimizzare il più possibile il netto mensile, ha fatto sì che il decollo abbia avuto, in questi anni, quasi un'inversione di tendenza. Quindi, è necessario un rilancio attraverso un sostegno per quanto riguarda le aziende e un intervento culturale nei confronti dei lavoratori.

Finisco la mia parte — poi lascio la parola al collega — sul *welfare* sanitario. Una delle domande che abbiamo ricevuto riguardava l'esportabilità del modello duale ai sistemi di *welfare* sanitario. Noi abbiamo un'esperienza importante nell'ambito del *welfare* sanitario in quanto

Confcommercio ha costituito prima con i dirigenti, dal 1946, il Fondo Mario Besusso e poi il Fondo Est e il Fondo Quas che riguardano la copertura dell'assistenza sanitaria integrativa del Servizio sanitario nazionale per quadri e dipendenti, che oggi conta oltre 1,5 milioni di iscritti.

Anche in questo caso, è uno sforzo delle parti sociali, un prodotto fatto in casa nell'ambito della contrattazione collettiva, che incide positivamente sulle casse dello Stato e soprattutto evita l'esborso di risorse da parte del Servizio sanitario nazionale, attraverso le convenzioni sia con il servizio stesso, sia con gli istituti privati. Tuttavia, perché ci sia un reale incremento di questi aspetti, sarebbe necessario che almeno una parte del risparmio che l'esercizio di questi fondi e casse produce a beneficio del Servizio sanitario nazionale ritornasse agli attori che li hanno costituiti.

Infine, questi fondi sono condizionati da un forte andamento inflazionistico dal punto di vista tecnico. L'inflazione sanitaria in questi anni ha avuto un incremento ben superiore a quello dell'inflazione monetaria, ovvero retributiva. Per questi fondi contrattuali che operano in una logica mutualistica e non su montanti individuali non sarebbe possibile destinare risorse e investimenti senza rischi riguardo al sostegno dell'inflazione sanitaria, come invece — di questo parlerà meglio il mio collega — potrebbe essere ipotizzabile per i fondi pensione.

Grazie dell'attenzione.

ERNESTO GHIDINELLI, *Responsabile settore credito ed incentivi di Confcommercio*. Vorrei fare alcune considerazioni in materia di investimenti finanziari, partendo dalla constatazione che il finanziamento bancario all'economia reale ha vissuto nel nostro Paese, nell'ultimo triennio, una contrazione molto significativa dovuta a fattori congiunturali, ma anche strutturali, non ultima la regolamentazione in materia di requisiti capitale delle banche, che portano progressivamente a un allineamento del sistema bancario del nostro Paese rispetto ad altri, come quello an-

glosassone, che vedono un minore apporto diretto all'economia reale delle imprese.

In questo quadro, il legislatore italiano ha individuato alcuni nuovi elementi per favorire un accesso diretto dell'impresa al mercato dei capitali. Senza entrare nello specifico delle disposizioni, basta ricordare quelle contenute nell'articolo 32 del decreto-legge 22 giugno 2012, n. 83, successivamente modificato, che considera la possibilità di emissione anche da parte di imprese non quotate di titoli di debito, i cosiddetti « *minibond* ».

Siamo a due anni dall'emanazione del provvedimento, abbiamo notato una discreta movimentazione del mercato dei *bond*, ma il segmento delle piccole e medie imprese ne rimane sostanzialmente ancora escluso.

Ora, vorrei proporre qualche riflessione su questo aspetto. La normativa ha posto sicuramente delle semplificazioni in materia sia civilistica sia fiscale e ha reso lo strumento più appetibile. Purtroppo, però, quello che continua a incidere sulla possibilità da parte dell'impresa di emissione è un'onerosità legata alla struttura dell'investimento. Infatti, questa tipologia di titolo è riferita alle piccole e medie imprese, con esclusione delle microimprese. Inoltre, vi è il fatto che un'impresa deve dotarsi di uno *sponsor* per una necessaria *due diligence* e che vi sono degli oneri legati alla negoziazione dello strumento, che non sono un appesantimento oggettivo, ma sono, appunto, legati alla natura intrinseca di questi strumenti che devono avere una possibilità di negoziabilità una volta emessi dall'impresa.

La stessa cosa può essere riferita alle cambiali finanziarie, che, invece, sono strumenti di breve periodo — il legislatore le ha collocate nella fascia tra 30 giorni e 36 mesi — con la funzione di supportare l'elemento di capitale circolante dell'impresa e di liquidità. Anche in questo caso, l'emissione è legata ad alcuni adempimenti ed è richiesta la presenza di uno *sponsor* e di un procedimento di revisione contabile. Si tratta, insomma di

costi che sicuramente devono essere considerati da parte dell'impresa al momento dell'emissione.

Vi sono stati interventi anche nel più recente decreto-legge 23 dicembre 2013, n. 145 (cosiddetto « Destinazione Italia »), in cui l'attenzione è stata posta sullo strumento della cartolarizzazione per semplificare tutti gli adempimenti richiesti dalla normativa in materia. Anche in questo caso, si pongono maggiori flessibilità. È chiaro, però, che in questo ambito il ruolo del sistema bancario sarà più rilevante.

Un elemento che, invece, deve essere considerato con grande attenzione è il fatto che lo stesso decreto « Destinazione Italia » ha previsto la possibilità di intervento del Fondo centrale di garanzia. Siamo in attesa dell'emanazione e della pubblicazione del Regolamento di attuazione da parte del Ministero dello sviluppo economico di concerto con il Ministero dell'economia e delle finanze. L'introduzione della garanzia a valere sul Fondo centrale di garanzia per le piccole e medie imprese è un elemento che potrebbe contribuire a un'appetibilità maggiore dello strumento.

Su questo, mi ricollego anche con l'universo potenziale di investimento da parte dei fondi pensione. Dobbiamo tenere presente che il soggetto investitore fondo pensione è del tutto particolare, ovvero ha delle finalità peculiari, innanzitutto quella di fornire un'assistenza previdenziale e delle prestazioni ai propri iscritti. Teniamo presente, inoltre, che i fondi non effettuano investimenti diretti, ma agiscono tramite gestori convenzionati. Dunque, nell'ambito delle potenzialità di questo strumento, occorre considerare vincoli, esigenze e specificità legati, appunto, a un'emissione particolare.

L'esistenza di obblighi contrattuali e tutele da garantire a favore degli iscritti impegna anche in termini temporali nei confronti degli iscritti stessi. Vi è, pertanto, un'esigenza primaria di tutela del patrimonio e una necessità nell'individuazione di eventuali linee di intervento dei fondi nell'ambito dell'economia reale, nonché di un coinvolgimento dei fondi

stessi nella definizione dei meccanismi e di eventuali iniziative per quanto riguarda sia i percorsi di definizione sia la fase di applicazione.

Teniamo presente, inoltre, che vi è un'attuale composizione dei portafogli di investimento, che sono già impostati in un'ottica di medio-lungo termine, per cui il loro smobilizzo può comportare possibili minusvalenze, nonché penali e commissioni nei rapporti in essere con i soggetti gestori convenzionati.

Il principio al quale si ritiene ci si debba richiamare è quello di una gradualità nell'eventuale rimodulazione del portafoglio, tenendo conto anche della più facile possibilità di inserirlo nell'ambito di nuovi conferimenti e di nuove entrate dai fondi stessi. Tutto questo deve considerare le esigenze di diversificazione del portafoglio, in un'ottica prudenziale in relazione a un'attenta valutazione dei profili di rischio, di rendimento, di liquidità, di regolarità dei flussi, che devono essere garantiti alla gestione, e più in generale di tutela del patrimonio. Chiaramente, si auspica che tutto questo avvenga senza incidere sul costo del lavoro in senso complessivo.

In sostanza, verifichiamo nuovi strumenti, ritenendo che l'attivazione dello strumento fondo di garanzia, rispetto a queste tipologie di nuovi titoli, possa rappresentare un passo in avanti. Tuttavia, è da valutare l'effettiva praticabilità e consistenza dello strumento all'atto pratico di emissione.

PRESIDENTE. Grazie, anche per la vostra sinteticità. Do ora la parola ai colleghi che intendano intervenire per porre quesiti o formulare osservazioni.

GIORGIO SANTINI. Vorrei porre due domande sui due argomenti trattati. Per quanto riguarda il tema della *governance*, condivido il ragionamento che è stato fatto. Se abbiamo capito bene, si ipotizza un CdA che non sia monocratico, con la formula di cui si è parlato, ovvero almeno a tre, e un CIV — che, sintetizzando, va bene sulla carta, ma non nella realtà — che

sia effettivamente in grado di svolgere il suo compito. Ecco, su questo vorrei un chiarimento per capire se abbiamo ben compreso il concetto.

La questione del contributo di solidarietà è un tema che ci accompagna da tanto tempo, ma mi pare difficilmente risolvibile.

Sulla parte relativa agli investimenti non c'è molto da aggiungere perché sono state dette cose assolutamente condivisibili. Vorrei, però, capire qualcosa di più sull'esperienza dei *minibond* a cui è stato accennato. Insomma, vorrei sapere come la vedete, oltre alle considerazioni già formulate della prudenza e del rapporto con il fondo di garanzia, che sono due concetti da noi condivisi.

Inoltre, vorrei qualche approfondimento anche sulle possibilità di estensione, dal momento che proprio in questi giorni stiamo cercando di formulare alcune indicazioni al legislatore rispetto a come migliorare questi strumenti e renderli più efficaci. Al tempo stesso, stiamo cercando di individuare — anche su questo vorrei un approfondimento da parte vostra — delle modalità rispetto all'estensione della cultura e pratica della previdenza complementare.

Nell'individuazione delle modalità — l'esperienza contrattuale, in questo senso, è stata positiva — per renderli più efficaci, avevamo ipotizzato, per esempio, una modalità «semiautomatica», che potrebbe basarsi su un automatismo con un arco di tempo molto breve per il recesso, lasciando la libertà alla persona di aderire o meno, ma innescando, in maniera, appunto, automatica, per via contrattuale o con forme analoghe, un collegamento all'instaurazione di un rapporto di lavoro. Questa è una valutazione tra le tante possibili. Ci interesserebbe, quindi, capire come la considerate.

PRESIDENTE. Le pongo anche io una domanda molto rapida. Lei, giustamente, ha sottolineato che abbiamo un mercato del lavoro non dinamico e, di conseguenza, questo determina una difficoltà, a parte quelle legate, in generale, al fatto che non

vi è una grande convinzione sulla previdenza complementare da parte dei lavoratori. Nel prossimo futuro, vi è, dunque, una difficoltà del mercato del lavoro che incide non soltanto sulla previdenza di primo, ma anche su quella di secondo pilastro.

Apro e chiudo una parentesi per dire che nel prossimo futuro sarete coinvolti in merito all'assistenza sanitaria integrativa perché questa Commissione ha anche questa competenza, che svilupperà nei prossimi mesi.

A ogni modo, vorrei chiedervi cosa pensate del DM 21 novembre 1996, n. 703. Credo, infatti, che sia un argomento all'ordine del giorno, dal momento che determina le linee di investimento. Soprattutto, vi domando cosa ritenete che sia opportuno da incentivare per poter migliorare la condizione della previdenza complementare.

Inoltre, vorrei sapere se ritenete che movimentando la previdenza complementare, in virtù anche di alcune linee di modifiche che pensiamo di poter attuare, si possa dare un contributo allo sviluppo di questo Paese e, in particolare, all'economia reale e soprattutto alle piccole e medie imprese.

Nel ringraziarvi della vostra partecipazione, vi lascio la parola per una breve replica.

GUIDO LAZZARELLI, responsabile settore lavoro e relazioni sindacali di *Confindustria*. Grazie a lei, presidente. Rispondo subito alle considerazioni del senatore Santini. Intendiamo un CdA non monocratico, quindi tornare una forma di collegialità che possa distinguere nettamente i due ambiti dell'indirizzo e del controllo, con dei poteri reali che non sono dei veti reciproci, ma delle possibilità di intervento dal punto di vista gestionale e politico.

Questo, tra l'altro, porterebbe anche alla rivalutazione degli organismi territoriali degli enti previdenziali. Infatti, negli anni i comitati provinciali e regionali hanno svolto un compito importante, ma non hanno avuto, a oggi, lo strumento per

la reale applicazione degli indirizzi del CIV. Questa è una constatazione che, come parti sociali, abbiamo fatto a tutti i livelli.

È vero che abbiamo un CIV che va bene sulla carta, ma non nella realtà, quindi bisogna dotarlo di poteri reali. Il legislatore individua molto bene le responsabilità, ma i poteri sono ancora di carattere «politico», per dire quasi evanescente, mentre in realtà l'indirizzo politico dovrebbe essere quello più importante perché orienta il secondo bilancio pubblico dello Stato, che è rappresentato dall'INPS.

Quello dei fondi pensione è un problema che dibattiamo da quando è stata introdotta la legge e hanno cominciato a trattare i contratti. Recentemente c'è stata un'esperienza contrattuale nel mondo degli edili, che nella conclusione del contratto collettivo ha previsto una sorta di automatismo, come appunto quello che lei descriveva. C'è stato un bilanciamento attraverso una corresponsione retributiva moderata perché è un contratto della crisi e così via. Quell'esperimento porta a far sì che ci sia un'iscrizione automatica dei lavoratori e che, quindi, ci sia nell'ambito del costo contrattuale una cifra destinata alla previdenza complementare.

Il punto è che se poi i lavoratori non aderiscono rimane una sorta di fondo che lavora solamente in solidarietà, per cui per le aziende c'è stato l'incremento di costo, benché all'interno del costo contrattuale, ma i lavoratori non ne beneficiano, quindi l'effetto alla fine non è quello che vorremmo.

C'è un problema di intervento sulla norma riguardo alla portabilità e alla volontarietà e poi — ripeto — c'è tanta sfiducia sullo strumento perché c'è una sfiducia più in generale sull'approccio al mondo finanziario e al futuro. Esperienze come Lehman Brothers mettono paura a tutti.

ERNESTO GHIDINELLI, *Responsabile settore credito ed incentivi di Confcommercio*. Entrando nel tema dei *minibond*, ci sono sicuramente degli elementi intrinseci dello strumento. Teniamo presente che

l'emissione di un titolo richiede un'impresa di per sé strutturata. Se la guardiamo rispetto al panorama complessivo delle micro, piccole e medie imprese, vediamo che la normativa esclude le micro, ma che anche nella fascia di piccole ci si chiede quale possa essere la sostenibilità da parte di un'impresa non pienamente strutturata. Ciò nonostante, abbiamo una platea di medie imprese nel nostro Paese che potrebbe utilmente disintermediare credito bancario e accedere direttamente al mercato.

Ora, riteniamo che gli sforzi fatti dal legislatore siano interessanti. L'elemento dell'intervento del fondo di garanzia può favorire il raccordo tra l'emissione da parte dell'impresa e l'intervento del soggetto istituzionale. Consideriamo, in ogni caso, che ci sono degli elementi di costo legati a qualsiasi emissione, come la presenza di uno *sponsor* che, a tutela dell'investitore finale, deve essere in grado di effettuare una *due diligence* e un'attenta verifica della strutturazione dell'azienda per verificarne le condizioni di solidità e di solvibilità.

È chiaro che se questo fosse affiancato da forme di incentivazione, probabilmente favorirebbe un maggiore interessamento da parte di imprese medie. Ci sono dei costi aggiuntivi da sostenere per questo tipo di emissione, quindi è chiaro che forme, per esempio, di credito d'imposta possono incentivare l'impresa rispetto a questo strumento e sarebbero, quindi, da auspicare, anche se deve anche crescere la cultura da parte sia delle imprese sia del sistema bancario che deve supportarle. Abbiamo vissuto un sistema bancario che si è concentrato, strutturalmente, sull'emissione del prestito, per cui si tratta di passare da una sorta di intermediazione diretta a una indiretta, in cui è importante il ruolo di affiancamento rispetto all'impresa piuttosto che di finanziamento diretto.

Riferendoci al segmento delle medie imprese, riteniamo che le potenzialità ci siano, non nascondendo il fatto che il taglio delle operazioni deve essere strutturato su dimensioni accettabili dal mer-

cato. Se da un lato abbiamo un soggetto che emette, dall'altro abbiamo soggetti che investono, che naturalmente chiedono condizioni non solo di solidità e di solvibilità dell'impresa, ma anche di liquidabilità. Infatti, un elemento importante è la liquidità dei titoli emessi.

Ovviamente, se le emissioni sono piccole diventa problematico uno smobilizzo di queste risorse in caso di necessità. Su questo guardiamo con interesse a « Destinazione Italia », che ha introdotto meccanismi in materia di cartolarizzazione. Si possono ipotizzare dei veicoli che investono in *minibond*, che a loro volta emettono obbligazioni. Il fatto di costruire dei portafogli di titoli di diverse imprese sicuramente può favorire la frammentazione del rischio e migliori condizioni di negoziabilità e di liquidità.

Questo è un elemento contenuto nel recente decreto n. 91, in cui c'è stata anche un'attenzione all'emissione diretta di titoli di capitale da parte delle imprese. Anche in questo caso, però, si pongono dal lato dell'investitore problematiche in termini di liquidabilità dello strumento. Lavorare su una costruzione di portafogli può aiutarci, pertanto, a diversificare il rischio, magari per settori o per territori, e probabilmente a creare dei meccanismi che favoriscano una maggiore dimensione a livello di portafoglio, tale per cui vengano favorite alcune condizioni di liquidità.

Venendo, invece, al tema del decreto n. 703, riteniamo che, se davvero si stanno sviluppando questi strumenti di accesso diretto dell'impresa al mercato o del capitale di debito o del capitale proprio,

possa essere auspicabile avviare un percorso di ridefinizione di un maggiore raccordo tra l'attività di investimento dei fondi e l'economia reale, tenendo presente ciò che dicevo nell'intervento precedente, ovvero che andiamo ad agire su una realtà di un portafoglio di investimento dei fondi che è strutturato attualmente su condizioni di medio-lungo termine, pertanto richiede cautele per una sua rimodulazione, anche per evitare l'insorgere di oneri.

Ragionando soprattutto in una logica di destinazione di una quota di nuovi conferimenti, credo che una volta definito il quadro degli strumenti disponibili nella legislazione ordinaria per l'accesso diretto al mercato da parte delle imprese ci siano delle possibilità da esplorare, ferma restando la necessità di coinvolgimento dei fondi in tutte le fasi di ridefinizione e di applicazione del nuovo percorso.

PRESIDENTE. Nel ringraziare i rappresentanti di Confcommercio, dispongo che la documentazione presentata sia allegata al resoconto stenografico della seduta odierna e dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 8,55.

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

DOTT. VALENTINO FRANCONI

*Licenziato per la stampa
il 19 dicembre 2014.*

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

PAGINA BIANCA

ALLEGATO

DOCUMENTAZIONE PRESENTATA DA CONFCOMMERCIO

PAGINA BIANCA



CONFCOMMERCIO
IMPRESE PER L'ITALIA

**Indagine conoscitiva sulla funzionalità del sistema
previdenziale pubblico e privato, alla luce della recente
evoluzione normativa ed organizzativa, anche con
riferimento alla strutturazione della previdenza
complementare**

AUDIZIONE

Commissione Bicamerale Enti Gestori

Roma, 9 LUGLIO 2014

GOVERNANCE ENTI PREVIDENZIALI

A distanza di quasi 20 anni dall'introduzione del modello ordinamentale e gestionale degli Enti previdenziali, basato sul cosiddetto sistema duale, siamo di fronte a nuove prospettive che potrebbero modificare profondamente gli equilibri fin qui consolidati.

In questo quadro, si pone il ripensamento della governance dell'INPS, considerato che l'Istituto ha assunto un ruolo ancor più strategico nell'ambito del contesto economico e sociale italiano. Non c'è dubbio, infatti, che la gestione dell'INPS avrà sempre più riflessi sulla capacità di tenuta della spesa pubblica complessiva.

Per questi motivi, il modello duale va coerentemente rivisto, riconoscendo alle rappresentanze del mondo imprenditoriale e sindacale un ruolo strategico realmente incisivo nell'individuazione delle scelte che l'Istituto sarà chiamato ad operare.

In questo senso, appare indispensabile una sede di valutazione, che consenta ogni necessario approfondimento con le parti sociali, che rappresentano i legittimi interessi di tutti i soggetti che con l'INPS interagiscono.

In tale contesto, peraltro, occorrerebbe rivalutare gli organismi territoriali degli enti previdenziali che, attraverso l'intervento delle parti sociali, hanno dato prova di saper contemperare le esigenze delle categorie produttive con quelle della Pubblica amministrazione.

In tal senso, occorrerebbe garantire che tali Organismi siano in grado di dare, a livello territoriale, concreta attuazione agli indirizzi delineati dai CIV.

Per facilitare tale obiettivo, i CIV dovrebbero naturalmente essere dotati di un potere di controllo reale nei confronti degli Organi deputati a trasformare in atti gestionali i propri indirizzi.

Pertanto, riteniamo valido il principio del modello duale, che, da un lato, mantenga le reali funzioni di indirizzo e vigilanza e, dall'altro, le funzioni amministrativo/ gestionali, queste ultime è auspicabile che vengano assegnate ad un organo di tipo collegiale proprio perché il nuovo assetto dell'INPS comprende ormai più sistemi previdenziali che debbono individuare un modello operativo omogeneo.

L'impatto positivo sui costi dell'ente può essere mantenuto anche sostituendo l'organo gestionale/monocratico con un organo di tipo collegiale di dimensioni non ampie con il vantaggio di avere un approccio più corale sulle strategie da applicare e sulle problematiche operative da risolvere.

Come Confcommercio, teniamo in massima considerazione lo sviluppo del modello organizzativo, sia a livello centrale che territoriale, in quanto deve tendere sempre di più al perseguimento di standard di elevata efficienza e certezza delle disposizioni. Tuttavia, va conservata, pur nel rispetto di logiche orizzontali, la specificità delle Gestioni di comparto, onde evitare il ripetersi di casi, a tutti noti, dove Gestioni in disavanzo sono confluite in Gestioni attive, determinando disequilibri che ancora producono effetti pregiudizievoli.

Per quanto riguarda il riequilibrio dei sistemi previdenziali, anche se si condividono le esigenze di contenimento della spesa derivanti dal processo di accorpamento degli Enti previdenziali, nascono preoccupazioni sugli effetti, in termini economici ed operativi, che stanno derivando per l'INPS.

L'Istituto, infatti, è stato chiamato ad incorporare realtà eterogenee che, finora, hanno seguito logiche organizzative e funzionali che potrebbero dar luogo a difficoltà nell'erogazione dei servizi agli utenti, con possibili conseguenze negative sull'immagine e sul buon funzionamento dell'Ente stesso.

Non c'è dubbio, infatti, che gli Enti incorporati presentano un'architettura organizzativa e informatica diversa da quella dell'INPS e nel corso degli anni hanno seguito impostazioni e regole settoriali specifiche.

L'INPDAP, in particolare, è stato chiamato a gestire sistemi previdenziali molto articolati riguardanti le varie componenti della Pubblica Amministrazione.

Preoccupazioni nascono dalla situazione di bilancio dell'INPDAP, che presenta, dopo l'approvazione della recente legge di stabilità, per la Cassa dei dipendenti Enti locali, un disavanzo economico di esercizio di circa 3/4 miliardi di euro, essendo stato ripianato il precedente disavanzo della c.d. Gestione Stato. Inoltre, il medesimo Ente presenta un rapporto attivi – pensionati in costante diminuzione che, potrà incidere, in prospettiva, sull'andamento complessivo del nostro sistema previdenziale.

Ciò, tra l'altro, potrà determinare fenomeni impropri di solidarietà, spostando sul mondo delle imprese nuovi ed insopportabili oneri per sostenere gli effetti di situazioni pregresse che nulla hanno a che vedere con il mercato del lavoro privato e con il sistema di welfare.

E' indispensabile che venga al più presto predisposto un sistema puntuale di contabilità analitica, che eviti indebite commistioni di bilanci e che renda trasparenti ed inequivocabili gli andamenti dei singoli fenomeni previdenziali che l'INPS è chiamato a gestire, a garanzia degli interessi delle imprese e dei lavoratori iscritti.

Quanto alla COVIP, il giudizio sul ruolo di garanzia svolto, è positivo e pertanto l'Istituto va confermato e mantenuto nelle sue funzioni. Tuttavia, non appare opportuno che la COVIP si finanzia anche con una quota parte del contributo di solidarietà del 10%.

FONDI PENSIONE

Il vero nodo da sciogliere nel nostro Paese è la mancanza di una cultura della previdenza complementare. Lo dimostra il fatto che, dopo 20 anni dall'emanazione della normativa, la copertura di secondo pilastro coinvolge soltanto il 25,5% dei lavoratori dipendenti e in maniera residuale i lavoratori autonomi.

I nostri settori (Commercio, Turismo e Servizi), pur in presenza di una notevole frammentazione aziendale, hanno dato un forte contributo.

Per i dipendenti, è stato costituito Fon.te. che, attualmente vanta un numero di iscritti che sfiora i 200 mila aderenti appartenenti a quasi 30.000 aziende di tutte le dimensioni. E' da sottolineare che, oggi, Fon.Te. è al secondo posto nella classifica dei fondi negoziali italiani per numero di aderenti, essendo anche il Fondo di riferimento dei lavoratori del settore artigiano.

Inoltre, anche per i dirigenti, opera, da diversi decenni, il Fondo Mario Negri che conta, ad oggi circa 33.000 dirigenti iscritti provenienti da 8.300 aziende. Il Fondo gestisce i trattamenti previdenziali integrativi previsti dai contratti collettivi di lavoro dei dirigenti delle aziende commerciali, dei servizi, ausiliarie e del terziario avanzato, nonché dei dirigenti degli alberghi, dei trasporti, delle agenzie marittime e dei magazzini generali, stipulati tra Confcommercio e Manageritalia e tra quest'ultima e Confetra.

Del resto, se è vero che la previdenza complementare deve costituire il secondo pilastro del sistema pensionistico italiano e supplire alla riduzione delle pensioni obbligatorie, è vero anche che tale funzione non può essere legata unicamente all'andamento dei mercati finanziari. I mercati finanziari dovrebbero mettere a punto specifici strumenti previdenziali innovativi e trasparenti, capaci di garantire al lavoratore prestazioni complementari dignitose ed, in ogni caso, simili a quelle che sarebbero scaturite dal mantenimento del TFR in azienda. Considerate le specificità dei mercati finanziari appare opportuna una seria riflessione sulle tipologie di investimento dei fondi pensione, a garanzia degli iscritti. Sarebbe opportuno evitare che i portafogli dei fondi utilizzino qualsiasi strumento eccessivamente speculativo. Ciò in coerenza con la finalità sociale della previdenza complementare, soprattutto di origine contrattuale.

Si deve pervenire ad un cambiamento culturale che veda il lavoratore maggiormente responsabile del proprio futuro pensionistico, essendo sempre più i futuri rapporti di lavoro caratterizzati da prospettive di frequenti cambi di posizione lavorativa, talvolta da forme autonome a forme subordinate e viceversa. Ciò, attualmente, comporta, nonostante la portabilità, nel caso di lavoro subordinato, uno scarso interesse che si accompagna alla scarsa appetibilità, nonché ad un clima di generalizzata sfiducia nei sistemi di investimento sul mercato finanziario.

Dal punto di vista aziendale, permane un problema di incremento del costo del lavoro solo parzialmente compensato dalla deducibilità contributiva.

Pur in presenza di alcune misure compensative per le imprese, infatti, a fronte della devoluzione del TFR alla previdenza complementare o al Fondo di Tesoreria INPS per le aziende con più di 49 dipendenti, non è stato realizzato il Fondo di garanzia per l'accesso al credito. Tale situazione rappresenta un aggravio per le imprese.

Peraltro, l'attuale crisi economica non fa che aggravare il problema.

Altro grande freno è rappresentato dall'onere del contributo di solidarietà, intanto in quanto rappresenta una incoerenza la previsione di un contributo solidaristico sulla previdenza complementare. Inoltre, i benefici previsti non compensano gli oneri per le imprese a fronte della perdita di disponibilità del TFR. Di conseguenza, appare necessario eliminare l'aliquota di solidarietà del 10% che grava sulla contribuzione destinata alla previdenza complementare. Oltretutto una quota parte di tale contribuzione è destinata al finanziamento della COVIP.

In considerazione del fatto che la previdenza complementare, alla luce delle recenti manovre che hanno allungato il traguardo pensionistico e ridotto l'importo della pensione stessa, è ancor più necessaria ed è da tutti considerata parte integrante del sistema di Welfare, avrebbe bisogno di misure incentivanti, soprattutto in periodi di crisi economica.

L'abolizione del contributo, quindi, costituirebbe una di quelle misure compensative dei maggiori oneri, destinati il più delle volte a colmare i disavanzi delle gestioni deficitarie.

INVESTIMENTI FINANZIARI DEI FONDI PENSIONE

La disintermediazione bancaria in corso nel nostro paese si sta rilevando non solo congiunturale ma, per alcuni profili, anche strutturale con prevedibili effetti di perdurante restrizione del credito alle imprese, in particolare a quelle di minori dimensioni.

La riduzione in atto del credito bancario è dovuta sia alla congiuntura negativa italiana, che a problemi intrinseci al sistema bancario e tra questi, in particolare, all'incremento dei requisiti patrimoniali richiesti dalle autorità di vigilanza e la crescita delle insolvenze.

Si sta progressivamente evidenziando un trend di medio/lungo termine che può portare alla riduzione permanente della componente dei finanziamenti bancari nella struttura finanziaria delle imprese, come peraltro già accade nei sistemi finanziari anglosassoni.

Un sistema economico ha però bisogno di capitali per svilupparsi e vi è dunque l'esigenza di individuare nuovi canali di afflusso di risorse finanziarie all'economia reale.

Vi è pertanto la necessità di conoscere caratteristiche, potenzialità e limiti di nuovi possibili strumenti di finanziamento, alternativi rispetto al prestito bancario.

PMI E STRUMENTI FINANZIARI

Il mercato dei corporate bond è cresciuto nell'ultimo anno in tutto il mondo, Italia inclusa. Protagoniste di tale fenomeno sono state però le grandi imprese che, rivolgendosi direttamente al mercato finanziario, hanno attuato un'azione di disintermediazione bancaria del loro indebitamento a medio-lungo termine.

I bond societari offrono spesso tassi più allettanti di quelli bancari per gli investitori, ma sono di solito inferiori ai tassi chiesti per la concessione di credito dalle banche alle imprese emittenti.

Per le aziende di minori dimensioni l'accesso diretto al mercato dei capitali ha presentato finora significative difficoltà.

MINIBOND – CAMBIALI FINANZIARIE

A partire dal 2012 il legislatore italiano ha cercato di correggere alcune limitazioni normative per favorire l'emissione di bond destinati al collocamento da parte di società non quotate.

Con l'art. 32 del decreto legge n. 83 del 22 giugno 2012 - come successivamente modificato dall'articolo 36 del decreto legge n. 179 del 18 ottobre 2012 - sono stati eliminati alcuni vincoli di natura sia civilistica che fiscale alla possibilità per le società non quotate di ricorrere, con maggiore efficienza, al mercato dei capitali tramite emissioni obbligazionarie mirate a costituire una alternativa al finanziamento alle imprese da parte delle banche.

In particolare, sono stati rimossi sia il divieto di indebitarsi oltre il doppio del capitale e delle riserve disponibili, sia le restrizioni sulle durate.

Sul versante fiscale è stata introdotta, per le società non quotate, la deducibilità degli interessi passivi pagati sui bond e sono stati equiparati i regimi delle ritenute e dell'imposta sostitutiva sui "minibond" ai normali corporate bond.

La legge consente l'accesso a queste forme di finanziamento alle piccole e medie imprese, così come definite dalla normativa europea, ma non alle micro-imprese (ossia le imprese con un fatturato inferiore ai 2 milioni di euro). Le imprese devono essere assistite, nelle operazioni di emissione e collocamento, da un soggetto definito dalla normativa "sponsor" (categoria che include banche, SGR, Sim, Sicav). Inoltre, permane l'obbligo di quotazione dei bond su mercati regolamentati o su piattaforme private.

Il legislatore italiano nel 2012 è intervenuto anche in materia di cambiali finanziarie. Le nuove cambiali finanziarie possono essere emesse da società di capitali, da cooperative e mutue assicuratrici diverse dalle banche e da microimprese (meno di 2 milioni di euro di fatturato) su scadenze da 30 giorni a 36 mesi. Per poter procedere all'emissione è necessario che almeno l'ultimo bilancio sia stato assoggettato a revisione contabile e che la sottoscrizione (e successiva circolazione) avvenga esclusivamente in un circuito di investitori qualificati, comunque non soci.

Anche in questo caso l'emissione da parte di soggetti non quotati su mercati regolamentati o piattaforme di scambio è subordinata ad alcuni obblighi, tra cui la nomina di uno sponsor (banca, Sim, Sgr, Sicav) che collabora con l'azienda per l'emissione dei titoli. Lo sponsor deve mantenere nel proprio portafoglio una quota dei titoli emessi, ma è possibile derogare a tale vincolo qualora l'emissione sia assistita (in misura non inferiore ad un quarto del valore) da garanzie fornite da una banca, da un'impresa di investimento o da un confidi (per le cambiali emesse da società aderenti al confidi stesso).

CARTOLARIZZAZIONI

Al fine di agevolare e semplificare le procedure per le operazioni di cartolarizzazione, nel decreto legge 23 dicembre 2013, n. 145 (cd. Destinazione Italia) sono state introdotte nuove misure volte ad estendere l'applicazione della legge 130/99 sulla cartolarizzazione anche alle operazioni aventi ad oggetto obbligazioni e titoli similari sottoscritti dalle società-veicolo operanti ai sensi della medesima legge, con l'eccezione dei titoli partecipativi, ibridi e convertibili.

L'intervento legislativo è stato finalizzato a consentire la costituzione di nuovi veicoli di investimento operanti come sottoscrittori dei suddetti strumenti finanziari. Ciò dovrebbe aumentare il numero dei soggetti acquirenti titoli obbligazionari e aumentare la capacità di diffusione dei cd. mini-bond.

La norma è dunque finalizzata, attraverso una semplificazione delle procedure bancarie e finanziarie di cartolarizzazione, a favorire il collocamento di titoli di debito emessi da imprese (in linea generale di medie dimensioni).

Con le nuove misure diviene possibile che il veicolo di cartolarizzazione, al fine di finanziare il pagamento del prezzo di sottoscrizione dei mini-bond, emetta a sua volta titoli obbligazionari che potrebbero essere sottoscritti, a seconda della struttura del portafoglio prescelta, sia da investitori privati che da investitori pubblici.

Tale struttura potrebbe prevedere due classi di titoli, ovvero una tranche senior a minore rischio, che potrebbe essere sottoscritta da investitori istituzionali, italiani e non, interessati ad assumere il rischio PMI e una tranche junior, di rischio più elevato che potrebbe, invece, essere sottoscritta da investitori pubblici o con finalità operative legate al territorio.

INTERVENTO DEL FONDO DI GARANZIA PER LE PMI

Il decreto legge 145/2013 ha stabilito che la garanzia del Fondo di garanzia per le piccole e medie imprese può essere concessa in favore delle società di gestione del risparmio che, in nome e per conto dei fondi comuni di investimento da esse gestiti, sottoscrivono obbligazioni o titoli simili emessi da piccole e medie imprese. Tale garanzia può essere concessa a fronte, sia di singole operazioni di sottoscrizione di obbligazioni e titoli simili, sia di portafogli di operazioni. Per l'operatività dello strumento è necessaria la pubblicazione di un decreto del Ministro dello sviluppo economico, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze.

CONSIDERAZIONI

GARANZIE SUL RISCHIO INSOLVENZA DELL'EMITTENTE

Con il decreto legge 145/2013 è stato previsto che la garanzia del Fondo di garanzia per le PMI di cui alla legge 662/96 possa essere concessa in favore delle società di gestione del risparmio che, in nome e per conto dei fondi comuni di investimento da esse gestiti, sottoscrivono obbligazioni o titoli simili emessi da piccole e medie imprese.

Per valutare la effettiva efficacia di tale provvedimento è però necessario attendere la pubblicazione di un decreto del Ministro dello sviluppo economico, di concerto con il Ministro dell'economia e delle finanze, con cui devono essere definiti i requisiti e le caratteristiche delle operazioni ammissibili, le modalità di concessione della garanzia, i criteri di selezione, nonché l'ammontare massimo delle disponibilità finanziarie del Fondo da destinare alla copertura del rischio derivante dalla concessione della garanzia.

In linea generale, si ritiene che un ulteriore ampliamento degli strumenti di garanzia forniti dallo Stato sui titoli di debito emessi da piccole e medie imprese possa rappresentare una via prioritaria per la destinazione, nell'ambito di una diversificazione di portafoglio, di parte delle disponibilità dei fondi pensione verso tali forme di investimento.

SOSTENIBILITÀ E CONVENIENZA PER L'EMISSIONE DA PARTE DELLE PICCOLE E MEDIE IMPRESE

Per una azienda non quotata, dotarsi di un rating e strutturare un'emissione obbligazionaria che vada a buon fine rimane un'operazione onerosa.

Troppo spesso l'operazione diviene non conveniente a causa di spese fisse troppo alte per il collocamento e per la "due diligence" (ossia il processo investigativo relativo all'analisi del valore e delle condizioni economico-finanziarie dell'azienda).

A questo riguardo potrebbero essere individuati interventi di incentivazione pubblica destinati alle PMI emittenti per una parziale copertura dei costi fissi di emissione.

PORTAFOGLI DI INVESTIMENTO DEI FONDI

Con riferimento all'ipotesi di un inserimento di una quota di strumenti finanziari emessi da piccole e medie imprese nei portafogli di investimento dei fondi pensione va tenuto presente che i fondi non effettuano investimenti diretti, ma agiscono tramite gestori convenzionati.

Vi sono da tenere presenti vincoli, esigenze, specificità nella missione dei fondi pensione.

Ciò soprattutto con riguardo alla necessità di una attenta correlazione tra fonti e impieghi, all'esistenza di obblighi contrattuali e tutele da garantire in termini di sicurezza ai soci, nonché impegni temporali verso questi ultimi.

Ciò si sostanzia soprattutto nell'esigenza primaria della tutela del patrimonio.

Sulla base di questi elementi vi è la necessità di un coinvolgimento dei fondi fin dalla fase di definizione dei meccanismi di eventuali iniziative al riguardo, sia per quanto riguarda i processi di definizione, sia per quanto riguarda la fase di applicazione.

Un ulteriore importante fattore da considerare riguarda l'attuale composizione dei portafogli di investimento. Tali portafogli sono di norma impostati in un'ottica di medio/lungo termine ed il loro smobilizzo può comportare non solo possibili minusvalenze, ma anche penali/commissioni nei rapporti contrattuali in essere con i gestori convenzionati.

E' dunque fondamentale procedere con gradualità ad eventuali rimodulazioni dei portafogli dei fondi, partendo dalla destinazione verso strumenti di investimento emessi da PMI di quote di nuovi conferimenti e di nuove entrate.

Ciò tenendo comunque presente l'esigenza di una diversificazione dei portafogli in ottica prudenziale in relazione a profili di rischio, rendimento, liquidità, regolarità dei flussi, tutela del patrimonio.

E' inoltre evidente la necessità che possibili nuove iniziative non debbano incidere sul costo del lavoro.

WELFARE SANITARIO

Per quanto riguarda "l'esportabilità" del modello della previdenza complementare anche sul fronte del welfare sanitario, Confcommercio conosce già un modello di Fondi/Casse, regolamentato dalla contrattazione collettiva, aventi la caratteristica prioritaria di integrare le prestazioni rese dal SSN, configurando un modello di integrazione pubblico e privato, così come avviene in altri Paesi europei.

Confcommercio, insieme con le rappresentanze dei lavoratori, ha, infatti, dato vita, nel corso degli anni, ad iniziative bilaterali, realizzando diverse forme di assistenza sanitaria integrativa su base contrattuale.

Per quanto riguarda i dirigenti, opera da oltre 60 anni il FASDAC; per i quadri, invece, esiste il Fondo QUAS e, più di recente, è stato istituito il Fondo Est, l'ente di assistenza sanitaria integrativa per i dipendenti delle imprese del commercio, del turismo e dei servizi, che si è subito posto all'attenzione degli operatori del settore sanitario per il ventaglio delle prestazioni offerte e per il numero di iscritti, superiore a 1.500.000.

Pertanto, non solo il modello è stato esportato nelle esperienze descritte, ma rappresenta uno sforzo compiuto dalle aziende di cui beneficiano non solo gli iscritti ma anche l'intero sistema. Per queste ragioni, non è ipotizzabile prevedere ulteriori oneri a carico delle aziende.

Semmai, va ricordato che le strutture paritetiche descritte svolgono una funzione sociale in termini di contenimento della spesa sanitaria senza che, in alcun modo, questi benefici,

sostenuti dalle aziende con oneri che incrementano il costo del lavoro, ritornino, in qualche forma o quota parte, alle aziende stesse.

Non va dimenticato, infine, che questi fondi sanitari necessitano, tuttavia, di liquidità per rimborsare le pratiche e, in considerazione del fatto che hanno un andamento tecnico maggiormente soggetto ad inflazione e che operano in una logica mutualistica e non su montanti individuali, non sarebbe possibile destinare risorse ad investimenti, senza rischi, come ipotizzabile per i fondi pensione.

