PRESIDENZA DEL PRESIDENTE GIORGIO JANNONE

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).

Audizione del Presidente e del Direttore Generale della Cassa Nazionale di previdenza ed assistenza dei dottori commercialisti, dottor Walter Anedda e dottor Tommaso Pellegrini.

PRESIDENTE. L'ordine del giorno reca l'audizione del Presidente e del Direttore generale della Cassa Nazionale di previdenza e assistenza dei dottori commercialisti, dottor Walter Anedda e dottor Tommaso Pellegrini, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla situazione economico-finanziaria delle casse privatizzate anche in relazione alla crisi dei mercati internazionali.

Il Direttore generale, dottor Tommaso Pellegrini, ha avvisato che non potrà essere presente a causa di impegni sopravvenuti. Il Presidente è accompagnato dalla dottoressa Alessandra Pasquoni, responsabile del servizio patrimonio mobiliare della Cassa. Do quindi la parola al Presidente della Cassa Nazionale di previdenza e assistenza dei dottori commercialisti, dottor Walter Anedda.

WALTER ANEDDA, *Presidente della Cassa Nazionale di previdenza ed assistenza dei dottori commercialisti*. Ringrazio innanzitutto la Commissione per l'invito. In premessa, porto le scuse del Direttore generale, che ha avuto un impedimento di carattere familiare. Si scusa, dichiarandosi comunque pronto, qualora fosse necessario, a essere presente in una prossima occasione.

Con me oggi c'è la dottoressa Alessandra Pasquoni, responsabile del servizio patrimonio mobiliare, cui ho chiesto di accompagnarmi per esporre aspetti finanziari che nell'ambito dell'attività di analisi della Commissione devono essere esaminati.

Prima di toccare il tema, mi permetterò di fare alcuni veloci passaggi sull'attuale stato della Cassa dottori commercialisti. Come infatti risulta anche dai bilanci tecnici esaminati dal Ministro del lavoro, in seguito a un forte gesto di responsabilità fatto anni fa, di cui quindi non prendo i meriti, perché non ero allora Presidente, la Cassa dei dottori commercialisti ha realizzato un'importante riforma che, se ha avuto il pregio di dare sostenibilità finanziaria alla Cassa, ha di converso fortemente limitato la possibilità di trattamenti previdenziali adeguati per le future generazioni. Ribadisco sempre che accanto alla sostenibilità finanziaria è necessario garantire anche la sostenibilità sociale, ovvero un trattamento previdenziale adeguato.

Sotto questo profilo, sin dalla scorsa consiliatura di cui ho avuto l'onore di far parte come consigliere di amministrazione, proseguendo poi come Presidente

con il mio Consiglio di amministrazione, ci siamo adoperati per perseguire il secondo obiettivo, che è quello della sostenibilità sociale. Abbiamo iniziato a mettere in atto una serie di iniziative, volte a migliorare il trattamento previdenziale.

Nel giugno 2008, abbiamo approvato una delibera in Assemblea dei Delegati, poi sottoposta all'approvazione dei Ministeri vigilanti, attraverso la quale rendere possibile l'utilizzo del contributo integrativo sui montanti, con un meccanismo di *moral suasion*. Questa possibilità di accredito del contributo integrativo è infatti correlata anche a un volontario aumento della contribuzione soggettiva. Il collega che mostrava di avere maturato una propria coscienza previdenziale, in quanto conscio di come la costruzione di una pensione abbia come primo elemento utile il proprio sacrificio, versando maggiore contribuzione soggettiva (come permesso dal nostro regolamento) si vedeva riconosciuta una premialità in termini di contributo integrativo sul montante.

Il contributo integrativo sarebbe quindi utilizzato come leva per far versare di più come contribuzione soggettiva. Il meccanismo è inoltre maggiormente premiante per i colleghi che hanno la pensione calcolata con il sistema contributivo piuttosto che con il sistema misto. Oggi, il nostro sistema prevede che la pensione sia calcolata in quota parte con il sistema retributivo, sistema generoso, e quota parte con il sistema contributivo. I colleghi che versavano maggiore contribuzione soggettiva, se possono vantare un numero di anni in contributivo maggiore rispetto al retributivo, godrebbero di una maggiore premialità. Si cercava di non agevolare ancora una volta chi aveva goduto del vecchio, generoso sistema retributivo.

Oggi, questa delibera è stata sospesa dal Ministero del lavoro, che ritiene manchi la copertura normativa per approvarla, argomento su cui si potrebbe discutere. Mi fa piacere che oggi sia presente anche l'onorevole Lo Presti, giacché stiamo guardando con molta attenzione al disegno di legge che lo vede primo firmatario, perché colmerebbe quella lacuna normativa.

Oggi, però, abbiamo in esame ulteriori strumenti, che andrebbero a incrementare il trattamento previdenziale e che dovrebbero essere sottoposti all'approvazione ministeriale. Se da un punto di vista tecnico il Ministero ha sospeso l'approvazione di quella delibera, a dicembre dello scorso anno ci ha riconosciuto la proroga del contributo integrativo al 4 per cento. Quando è stata approvata la riforma, la Cassa dei dottori commercialisti ha ottenuto la possibilità di avere il contributo integrativo al 4 per cento per soli cinque anni. L'anno scorso, chiedemmo che questo 4 per cento fosse mantenuto *sine die* come avviene già per altri enti di previdenza, Inarcassa, piuttosto che Cassa geometri, piuttosto che Cassa ragionieri.

Il Ministero del lavoro ci ha concesso un'ulteriore proroga per adesso solo per due anni, ma le motivazioni di tale concessione ci fanno ben sperare perché nelle motivazioni spiega che a noi non spetterebbe il contributo integrativo al 4 per cento *sine die* perché siamo troppo sostenibili, collegando quindi il riconoscimento del contributo integrativo incrementato a una necessità di sostenibilità.

Il Ministero del lavoro dichiara quindi che non dovremmo avere il 4 per cento *sine die* perché la nostra raggiunta sostenibilità non lo giustificherebbe, ma comprende il percorso che intendiamo compiere, in termini di sostenibilità sociale attraverso un incremento del trattamento previdenziale per il raggiungimento dell'adeguatezza, principio che lo stesso articolo n. 38 della Costituzione tende a tutelare.

Concede quindi per altri due anni questo 4 per cento alla Cassa dei dottori commercialisti con il preciso scopo di trovare insieme il modo migliore di utilizzarlo ai fini dell'adeguatezza, concetto non scritto espressamente in questi termini, che però emerge chiaramente nelle note interlocuzioni del Ministero. Questo è sicuramente un passaggio molto importante, perché ci è stata riconosciuta la correttezza dell'obiettivo che intendiamo perseguire.

Abbiamo realizzato anche altri interventi importanti. Ieri, sulla prima pagina del *Sole 24 ore* e in *Norme e Tributi* del *Sole 24 ore* è stata inaspettatamente data particolare enfasi a una piccola riforma che abbiamo approvato nel 2008, poi purtroppo approvata dai Ministeri con due anni di ritardo, volta a ridurre i coefficienti di trasformazione. Pochi sanno che la Cassa dei dottori commercialisti è forse l'unica Cassa non legata ai coefficienti di trasformazione della legge Dini, che sono stati già modificati e quest'anno hanno subìto una riduzione.

La Cassa dei dottori commercialisti, che ai tempi della riforma si rifaceva ai valori dei coefficienti delle legge Dini, già nel 2008 ritenne necessario abbassare questi coefficienti, perché erano calcolati su una speranza di vita che risaliva a valori Istat del 1990 e che dopo 10-15 anni è aumentata, per cui era necessario ridurre i coefficienti.

Nel 2008, chiedemmo di modificare e approvammo con il parere favorevole dell'Assemblea dei delegati quei coefficienti di trasformazione. I Ministeri hanno avuto bisogno di tempo per comprendere il meccanismo con il quale calcolavamo questi coefficienti, che sono più bassi di quelli della legge Dini, perché siamo stati addirittura più prudenti.

Ieri, gli organi di stampa hanno dato risalto a tutto questo. Era una manovra necessaria. Anche se per voi, che ormai avete assoluta dimestichezza con la materia previdenziale, è facilmente comprensibile, vi assicuro che non è semplice spiegare agli iscritti che si sta riducendo loro la pensione, sebbene siamo tra le Casse con maggiori livelli di sostenibilità.

Spieghiamo quindi agli iscritti, e ai « pensionandi » di oggi, che bisogna farlo subito, perché, quando gli iscritti di oggi – la mia categoria ha oltre il 60 per cento sotto i quarantacinque anni – andranno in pensione, si ritroveranno necessariamente coefficienti di trasformazione ancora più bassi. È quindi necessario agire subito sui coefficienti di trasformazione, anche perché agendo subito oggi si vanno a toccare le pensioni di chi gode ancora di un trattamento generoso, determinato dal vecchio sistema retributivo. Agire quanto prima significa fare un favore ai giovani e ai pensionati di domani. Questo è il punto essenziale.

Spesso, mi capita di viaggiare per l'Italia presso i vari ordini per spiegare ai convegni cosa sia la previdenza, e di sentirmi chiedere se, visto che il trattamento previdenziale è basso, non si possano aumentare i rendimenti. Questo è un *leitmotiv* costante. Devo quindi spiegare ai colleghi che a mio parere le Casse di previdenza non possono ipotizzare di incrementare i trattamenti previdenziali facendo meramente leva su un incremento dei rendimenti, perché aumentare i rendimenti significa anche aumentare i rischi. Questo è un dato di fatto.

Noi siamo convinti che per avere un rendimento, il sistema di finanziamento del sistema previdenziale (inteso come sistema di allocazione del proprio patrimonio), debba tener conto della prudenza come primo elemento essenziale. La correlazione tra prudenza e alto rendimento è chiaramente inversa. Oggi potremmo cercare di aumentare il trattamento pensionistico facendo leva su strumenti finanziari che potrebbero dare garanzie ma solo in linea teorica e ipotetica. In un periodo come questo, che sembra stia subendo fortemente le influenze di altri Paesi è fondamentale mantenere sempre ferma la necessità di conseguire rendimenti finanziari che siano in linea con gli obiettivi previdenziali dell'ente.

So che il mio bilancio tecnico oggi regge su un tasso di rendimento del 3,4 per cento netto, che è uno dei tassi di rendimento più bassi messi a preventivo nei bilanci tecnici. Anche in questo caso abbiamo operato una scelta di prudenza: abbiamo preferito basare il nostro bilancio tecnico su un tasso di rendimento non elevato.

Abbiamo fatto bene, perché recentemente il Nucleo di valutazione – ho avuto occasione di leggere il resoconto dell'audizione del Presidente Alberto Brambilla – ha più volte esortato gli enti di previdenza a mantenere, nell'ambito delle proprie

verifiche attuariali, tassi di rendimento più contenuti. Oggi, l'auspicio del Nucleo di valutazione ha assunto anche un rango formale, perché è stata emanata una circolare ministeriale volta a chiarire alcuni aspetti particolari del decreto ministeriale del novembre 2007, con il quale vengono fissate le regole per la redazione dei bilanci tecnici. Quella circolare raccomanda di mantenere contenuti i tassi di rendimento.

Nelle riunioni tecniche delle Casse e del Ministero del lavoro, presente il Presidente Brambilla, l'indirizzo era quello di mantenere i tassi di rendimento su valori in linea con la media dell'incremento del PIL, che si aggirano quindi attorno al 3,4-3,5 per cento e vanno a coincidere con quelli che questa Cassa ha ritenuto di utilizzare nelle proprie analisi attuariali.

Sotto il profilo del portafoglio, prima di lasciare la parola alla dottoressa Pasquoni, tecnicamente più competente perché quotidianamente si occupa della materia finanziaria, vorrei illustrare la filosofia di gestione e di scelte di investimento del nostro patrimonio. Noi ci siamo dotati di un meccanismo autoregolamentato. Ogni tanto, si sente parlare della necessità di dare regole particolari alle Casse di previdenza in termini di scelte di investimento, conflitti di interesse etc., ma questo non ci preoccupa, perché ce le siamo già date. Si tratterebbe quindi soltanto di verificare se e come adeguare il nostro a un sistema elaborato in maniera congiunta con le altre Casse.

PRESIDENTE. Do quindi la parola alla dottoressa Alessandra Pasquoni, responsabile del servizio patrimonio mobiliare della Cassa Nazionale di previdenza ed assistenza dei dottori commercialisti.

ALESSANDRA PASQUONI, *responsabile del servizio patrimonio mobiliare della Cassa Nazionale di previdenza ed assistenza dei dottori commercialisti*. Buongiorno. Desidero innanzitutto ringraziarvi. Oggi, sono qui per fornirvi ulteriori dettagli sulla gestione del patrimonio della Cassa, e, come spiegato dal presidente, per illustrare il processo di investimento e i codici di comportamento di cui la Cassa si già dotata da tempo e che quindi seguiamo nella gestione degli investimenti.

Il patrimonio della Cassa al 31 dicembre del 2009 ammonta a circa 3,2 miliardi, di cui circa l'87 per cento è costituito dalla componente mobiliare. Il meccanismo di calcolo delle pensioni è quello contributivo e prevede un minimo di retribuzione dell'1,5 per cento e un massimo dato dalla media quinquennale del PIL. Da un punto di vista gestionale, è quindi importante impostare un *asset allocation* che sia sempre in grado di remunerare un rendimento minimo, che rappresenta l'obbligo della Cassa nei confronti degli iscritti, e considerare che eventuali rendimenti che eccedono questo rendimento saranno riconosciuti entro la media quinquennale del PIL.

Da un punto di vista gestionale, il portafoglio viene impostato in un modo stabile, perché i rendimenti minimi devono essere obbligatoriamente remunerati. Una parte consistente del patrimonio viene investita nelle obbligazioni con una forte diversificazione: investiamo parte del patrimonio direttamente in obbligazioni governative e in obbligazioni *corporate investment grade*, mentre la gestione di strumenti obbligazionari diversi da quelli sopra citati è effettuata con delega a gestori specializzati in materia. La componente azionaria viene gestita all'esterno con delega ai gestori. Desidero quindi illustrarvi come avviene la diversificazione e soprattutto come vengono selezionati i gestori del nostro portafoglio.

Nell'ambito di un *asset allocation* aggiornata e approvata in sede di *budget* dall'Assemblea dei delegati, vengono individuati gli strumenti finanziari. Nella componente diretta, che costituisce buona parte del portafoglio obbligazionario, selezioniamo titoli governativi e, a seconda del periodo di mercato, privilegiamo la componente tasso fisso piuttosto che tasso variabile.

Durante i momenti di crisi, nel 2007-2008, la Cassa ha indirizzato buona parte del suo patrimonio sia nella componente

obbligazionaria, principalmente a tasso fisso che nella liquidità; questa scelta ci ha consentito di controbilanciare altre poste di attivo, le cui valutazioni in quel momento scendevano. Con la discesa dei tassi di interesse, questa strategia è stata premiante perché le valutazioni delle obbligazioni sono salite. Oggi stiamo operando al contrario, « *swicciando* » dalla componente tasso fisso alla componente tasso variabile. L'operazione è ormai completata, tanto che più del 60 per cento della componente obbligazionaria è costituita da tasso variabile. Siamo quindi immunizzati da futuri aumenti dei tassi di interesse.

La parte azionaria viene data in delega. La Cassa si è dotata di un sistema di autoregolamentazione, per cui la selezione degli investimenti avviene innanzitutto con l'individuazione, in sede di Commissione investimenti, di *benchmark* e *asset* che la Cassa intende incrementare, nell'ambito dell'*asset allocation* deliberata in Assemblea dei delegati. La Commissione Investimenti riferisce al Consiglio di amministrazione per l'attività di istruttoria.

Sulla base del *benchmark* individuato, viene effettuata una selezione degli strumenti presenti sul mercato. Si identifica quindi un paniere di gestori, sui quali si effettua un'analisi quantitativa degli indicatori di rischio e di rendimento. L'analisi prende in considerazione un *track record delle serie storiche* mai inferiore ai tre anni e, sulla base delle analisi quantitative effettuate con l'ausilio di un *advisor* esterno, viene stilata una graduatoria.

Si condivide la graduatoria con la Commissione investimenti prima di avviare l'analisi qualitativa, volta ad approfondire elementi che non potrebbero essere individuati in una mera analisi quantitativa di rischio e rendimento. Nell'analisi qualitativa, si approfondisce il processo di investimento della società, la *governance*, gli aspetti aziendali e gli *shareholders, individuando* eventuali conflitti di interesse e valutando le politiche adottate dalla società sui sistemi di *compliance*. Sulla base della graduatoria finale stilata e presentata alla Commissione investimenti, viene elaborata la proposta da sottoporre al Consiglio di amministrazione per l'eventuale delibera.

Il processo di investimento è sicuramente lungo, ma la selezione è ben documentata e viene rispettata in tutte le sue fasi. Nell'ambito del sistema procedurale, ad ogni attore coinvolto nel processo di investimento – ovvero struttura patrimoniale interna, Commissione investimenti, Consiglio di amministrazione e *advisor* – vengono attribuiti compiti e ruoli ben definiti in ogni *step*.

La Cassa si è inoltre dotata di un secondo *advisor,* dedicato a verificare annualmente la corrispondenza tra gli investimenti effettuati durante l'anno e l'*asset allocation* approvata dall'Assemblea dei delegati, effettuando anche un'analisi sul rischio del portafoglio per verificare che questo sia sempre in linea con i fini previdenziali dell'ente.

La componente obbligazionaria costituisce una porzione consistente dell'*asset allocation*. Dal 2007, manteniamo anche una buona componente di liquidità, investita in parte in strumenti del mercato monetario, come i pronti contro termine, e una buona percentuale in strumenti *total return,* che hanno una connotazione obbligazionaria.

Nell'ambito azionario, vi è una forte diversificazione in *asset* non correlati. Il primo obiettivo dell'ente è quello di remunerare il rendimento minimo garantito. Di conseguenza, la gestione obbligazionaria è finalizzata a creare uno zoccolo duro nel patrimonio. La componente azionaria – molto diversificata – offre invece un maggior contributo alla redditività nel medio-lungo periodo. Nel breve periodo, la componente obbligazionaria mantiene i rendimenti costanti.

La componente alternativa è molto residuale, praticamente inesistente: attualmente, infatti, con la crisi dei mercati, la Cassa non ha ritenuto opportuno diversificare in questo tipo di *asset*. La decisione è stata sicuramente premiante, dato che la componente obbligazionaria, dal 2007, ha remunerato meglio di altre *assets*.

PRESIDENTE. Vi ringrazio per gli esaustivi interventi. Tra l'altro, fa piacere notare come siate una delle poche Casse che non detiene titoli *Lehman Brothers*. Do ora la parola ai colleghi che intendano porre quesiti o formulare osservazioni.

ANTONINO LO PRESTI. Signor presidente, intervengo soltanto per ringraziare per la chiarezza espositiva sia il presidente che la dottoressa Pasquoni, responsabile della gestione patrimonio. La Commissione aveva già ben chiaro il percorso della Cassa dei dottori commercialisti, che ho ricordato nel corso dell'ultimo intervento in Aula, a proposito della proposta di legge di cui è relatore l'onorevole Cazzola e di cui sono primo firmatario.

In effetti, rendendo permanente il cambio di destinazione del contributo integrativo, come avete ben dimostrato, si potrà garantire anche l'adeguatezza delle prestazioni, considerato che quasi tutte le Casse oggi comunque non hanno immediati problemi di sostenibilità, ma tutte guardano ovviamente a uno degli aspetti più inquietanti per il futuro delle nuove generazioni.

Questo discorso vale non soltanto per il settore della previdenza dei professionisti, ma per il settore della previdenza in genere, anche e soprattutto nel pubblico impiego – approfitto di questa occasione per fare un inciso di carattere politico –, dove buona parte dei dipendenti soggetti al regime contributivo non hanno nemmeno la possibilità di sviluppare una previdenza complementare. Colgo l'occasione per sottolineare brevemente il problema al cospetto di tecnici qualificati, perché si tratta di un problema politico di portata generazionale, di grande rilevanza sociale per il futuro di questo Paese.

Nel campo della previdenza dei professionisti, il Parlamento si è fatto carico di intervenire dando alle Casse un ulteriore strumento: la possibilità di agire per garantire sia la sostenibilità che l'adeguatezza delle prestazioni.

Rivolgo un appello alle Casse dei professionisti, ma non a lei, presidente Anedda, perché conosciamo la virtuosità della Cassa da lei gestita, affinché si affrettino ad adottare nella loro autonomia – il Parlamento non c' entra più – le necessarie riforme. Devono quindi affiancare il sistema contributivo a quello retributivo, avviare un percorso rapido che porti all'aumento dei contributi soggettivi, perché è inaccettabile che nel nostro Paese i contributi soggettivi abbiano un livello percentuale inferiore alla media europea. Lo affermo anche contro i miei interessi, essendo un professionista iscritto alla Cassa degli avvocati e pagando ovviamente contributi abbastanza bassi. È necessario intervenire anche sulla leva dell'età pensionabile.

Il Parlamento ha iniziato a fare la sua parte. Colgo l'occasione della presenza di qualificati colleghi dell'opposizione, che alla Camera già hanno preannunziato il voto favorevole e che spero faranno altrettanto al Senato, per auspicare la rapida definizione di questo percorso.

Per quanto riguarda l'analisi della dottoressa Pasquoni ha sulla gestione del patrimonio, ovviamente *nulla quaestio*. Del resto, sapevamo già che la Cassa dei dottori commercialisti è stata tra le meno esposte alla crisi dei mercati finanziari, perché i meccanismi illustrati hanno reso possibili controlli e garanzie tali da evitare eventuali errori. Come sostengo da sempre, i meccanismi di controllo devono essere trovati all'interno dell'autonomia della Cassa.

In più occasioni e in diversi convegni alla presenza del presidente Anedda ho dichiarato di essere assolutamente contrario ad attribuire a organismi terzi un controllo sulla gestione patrimoniale. Le Casse hanno elevate qualità professionali, che possono consentire loro di autogestirsi, ma devono essere individuati percorsi chiari cui affidare tale autoregolamentazione, magari mutuandoli da quelli già in vigore per le società per azioni, garantendo ai professionisti la possibilità di guardare in modo trasparente agli investimenti effettuati.

Desideravo quindi esprimere la mia condivisione delle analisi qui esposte e ringraziare la Cassa dei dottori commercialisti per il ruolo di guida, di pilota, di

avanguardia che ha svolto e sta svolgendo nell'ambito della corretta gestione della previdenza dei liberi professionisti.

GIULIANO CAZZOLA. Ringrazio i rappresentanti della Cassa dei commercialisti e colgo l'occasione per dire due parole sul provvedimento Lo Presti, che contiene alcune importanti misure, che possono consentire di affrontare i problemi non solo delle Casse di cui al decreto legislativo n.103 del 1996, ma in generale di tutte quelle che applicano il metodo contributivo.

Potrebbe trattarsi di prime misure; alla Camera, alcuni progetti di legge presentati da importanti forze politiche intendono rivisitare tutta la materia delle Casse dei liberi professionisti. Chiedo ai rappresentanti di una Cassa importante come la vostra di aiutarci a superare alcuni fraintendimenti anche attraverso eventuali dichiarazioni da fare in questi giorni, perché è molto facile affermare che si mettono le mani nelle tasche degli italiani. In realtà con tale provvedimento, soprattutto per quanto riguarda le vecchie Casse, c'è semplicemente il cambiamento di destinazione, nel senso che, fermo restando che l'utilizzo del contributo integrativo è comunque affidato all'autonomia delle Casse che possono destinarlo a spese di carattere assistenziale, viene riconosciuta la facoltà di destinare parte del contributo integrativo stesso al sostegno della previdenza. Stessa facoltà viene riconosciuta alle nuove Casse, attualmente tenute ferme a un 2 per cento destinato agli interventi di carattere assistenziale, mentre avrebbero bisogno di implementare il montante contributivo che va alla previdenza.

Il fatto che si tratti solo di un cambio di destinazione probabilmente non è emerso con chiarezza. Sarebbe opportuno che venisse fuori nel dibattito che accompagnerà questo provvedimento di legge, che mi auguro la Camera licenzi la prossima settimana senza suscitare polemiche assolutamente infondate e inutili.

PRESIDENTE. C'è quindi da parte dell'onorevole Cazzola un invito a sottolineare anche mediaticamente questo aspetto tecnico, onde evitare fraintendimenti che potrebbero avere ripercussioni di carattere politico.

CECILIA DONAGGIO. Ringrazio il presidente e la direttrice per questa spiegazione molto esauriente e precisa. Credo che questo provvedimento in discussione alla Camera incroci anche le esigenze da voi sottolineate. Vorrei porre alcune domande per capire la *ratio* con la quale vi siete mossi, perché alla Camera e al Senato ci si sta muovendo anche sulla riforma delle professioni.

Abbiamo ad esempio all'ordine del giorno la riforma della professione forense, che avrà inevitabilmente ricadute sull'assetto previdenziale. Può quindi fare da battistrada rispetto ai cambiamenti che si riverbereranno anche nella rivisitazione di come si arriva a determinate professioni e agli aspetti correlati in termini di sostegno previdenziale e di diritti.

Avete dichiarato di aver scelto di ritoccare i tassi di sostituzione in seguito all'allungamento dell'aspettativa di vita, impostazione anche della riforma Dini. Ritengo invece che il crollo finanziario abbia obbligato a rivedere quanto si riconosce non tanto perché la legge prevedeva che dopo un certo periodo di dovessero rivedere i tassi, ma perché evidentemente il collegamento con il mercato finanziario da cui discendono i rendimenti garantiti alle prestazioni ha subìto ripercussioni.

In questi giorni, in queste ore, siamo di fronte alla crisi greca, che è una crisi non estera, ma interna degli strumenti finanziari legati all'euro e quindi all'affidabilità dei Paesi.

Poiché i vostri investimenti sono prevalentemente obbligazionari, vorrei sapere se potrebbero giungere ripercussioni anche sulle nostre Casse, che comunque hanno adottato prudenti linee di intervento, e quali effetti possa avere sulla vostra impostazione questa nuova falla che si è aperta per quanto riguarda soprattutto il sistema monetario europeo.

Tutti riteniamo che l'aspettativa di vita sia destinata a crescere, ma non è questo

a indurre a mettere mano ai rendimenti. Gli interventi attuali potrebbero rivelarsi a breve insufficienti o non adeguati a intervenire sugli eventuali effetti prodotti sul versante dei titoli di rendimento.

Dopo aver preso visione dell'ultima asta dei titoli italiani, rilevo un punto di rendimento piatto. Poiché è inevitabile che questa situazione si protragga, perché non essendoci richiesta di investimenti non c'è assorbimento e il meccanismo si chiude al suo interno, vorrei conoscere le conseguenze di questo nel medio termine, tenendo conto delle pur condivisibili linee di investimento da voi adottate. Il versante scelto è però quello che, per effetto della crisi, della mancata richiesta di investimenti e quindi del mancato ritorno dal punto di vista della crescita in termini di redistribuzione, potrebbe creare anche per investimenti prudenti la necessità di rivolgersi a una ulteriore riduzione dei rendimenti. Il problema è chiaramente proiettato sul lungo termine.

Ritengo che alla fine sarà necessario ricorrere a un aumento della contribuzione, ma la preoccupazione è che si vada a un aumento tale da comportare una ricaduta, ed è un meccanismo che si alimenta da solo. La mia preoccupazione è dunque che anche da questa impostazione possano derivare conseguenze nel medio e lungo termine tali da portare a un aumento della contribuzione ancora sottostimato rispetto alle esigenze, perché il rendimento atteso non è in grado di coprire. Diversamente, si potrebbe prendere in considerazione una ulteriore riduzione dei trattamenti. Infine mi ha colpito la riduzione prevista – secondo quanto riportato dall'articolo del *Sole 24 ore* da lei prima citato – per quanti scelgano di andare in pensione prima di 75 anni perché, sebbene ci auguriamo di vivere a lungo, l'idea di andare in pensione a 75 anni fa rabbrividire.

PRESIDENTE. Do quindi la parola al Presidente della Cassa Nazionale di previdenza ed assistenza dei dottori commercialisti, dottor Walter Anedda, per una prima replica.

WALTER ANEDDA, *Presidente della Cassa Nazionale di previdenza ed assistenza dei dottori commercialisti*. Premetto che il requisito per andare in pensione non è 75 anni, ma qualche collega potrebbe non aver maturato un'anzianità contributiva tale da consentirgli di andare in pensione prima dei 75 anni. Per fortuna, si tratta di casi abbastanza limitati.

Il suo ragionamento è assolutamente condivisibile. Non possiamo infatti dimenticare che la nostra Cassa e tutti gli enti di previdenza fanno parte di un sistema Paese, che a sua volta fa parte di un sistema Europa, che sta attualmente risentendo di una crisi. Prima di lasciare nuovamente spazio alla dottoressa Pasquoni su alcuni aspetti più tecnici in termini di « effetto Grecia », farei un piccolo passaggio che considero importante.

Siamo i primi a considerare basso l'attuale sistema di contribuzione delle casse private. Il 10 per cento che viene versato di contribuzione soggettiva alla cassa dottori commercialisti è basso. Nel corso dei miei viaggi, ribadisco ai colleghi che con una aliquota contributiva del 10 per cento, difficilmente si arriverà a trattamenti previdenziali degni di nota, ossia adeguati

Con il mio Consiglio di amministrazione, sto già facendo presente alla categoria che probabilmente saremo chiamati a un innalzamento della contribuzione soggettiva. Anche nell'ambito dell'interlocuzione con il Ministero del lavoro ho chiesto che ci venga concessa l'approvazione di determinati strumenti che stiamo mettendo in atto, dichiarandoci però disponibili a compiere sacrifici. L'onorevole Cazzola evidenziava come l'utilizzo dei contributi integrativi non sia altro che un sistema di travaso, un meccanismo diverso di utilizzo, aspetto sul quale mi sono scontrato a livello ministeriale.

Considero infatti paradossale che sia consentito utilizzare il contributo integrativo per pagare le pensioni in altri enti di previdenza, (giacché si copre la generosità del sistema retributivo utilizzando il contributo integrativo). È infatti paradossale che chi ha fatto determinati sacrifici,

(Cassa dei dottori commercialisti piuttosto che Cassa dei ragionieri), passando al sistema contributivo, per il solo fatto di aver sacrificato il proprio sistema di trattamento pensionistico, non possa utilizzare il contributo integrativo in maniera molto più trasparente di chi utilizza ancora il vecchio sistema retributivo.

Condivido quindi il ragionamento dell'onorevole Cazzola, cui assicuro l'attività mediatica della nostra Cassa. Noi abbiamo un grande vantaggio: i tassi di sostituzione più bassi di quelli attuali sono quelli che avremo tra 25-30 anni. Abbiamo un arco temporale lungo, anche se previdenzialmente breve, sufficiente per mettere mano a tutte le utili leve di carattere finanziario e strutturale.

La nostra Cassa da circa 15 anni non acquistava un immobile, a eccezione di un garage acquistato a Monza, perché la sede dell'ordine di Monza era di nostra proprietà. La parte immobiliare era sottopesata nei nostri *asset*, mentre può e deve diventare una parte importante soprattutto in un ente di previdenza. Abbiamo trovato la possibilità di investire in maniera trasparente, aggiudicandoci di recente un immobile rilevante partecipando a un'asta delle Ferrovie dello Stato.

ANTONINO LO PRESTI. A tal proposito, vorrei chiederle delucidazioni sugli accordi che state maturando con il Ministero dell'economia a proposito del progetto di *social housing* di cui si parla tanto. Si tratta infatti di investimenti immobiliari che possono produrre rendimenti, ma anche svolgere un'importante funzione sociale.

Considero l'investimento immobiliare uno dei percorsi privilegiati che le Casse devono seguire, perché garantisce redditi sicuri e può svolgere una funzione sociale molto significativa.

PRESIDENTE. Finiamo di raccogliere le domande, così il presidente Anedda potrà rispondere compiutamente. Ne formulerò infine una anch'io.

CARMEN MOTTA. La mia è una considerazione e anche una domanda, ma il Presidente Anedda stava in parte rispondendo, quindi magari preciserà. Ho letto attentamente la stampa nazionale di ieri, che riportava questa notizia. Sicuramente, è compresa anche la proposta di legge che ha iniziato il suo *iter* in Aula. Questo è davvero uno sforzo per dare sostenibilità al sistema nel futuro, quindi credo che l'aumento dell'aliquota contributiva sia un'opzione resa necessaria dalla situazione oggettiva, ma, poiché lei assicurava che farete questa campagna mediatica, pongo un punto di attenzione.

Questo è un Paese dove l'oggettività è sempre complicata. Che ci sia una necessità e che voi dobbiate avere la libertà di agire su questo strumento è indubbio, però non si può nascondere che sarà in parte a carico del committente che richiede una prestazione professionale.

ANTONINO LO PRESTI. C'è sempre stato !

CARMEN MOTTA. D'accordo, ma in questo modo aumenta !

ANTONINO LO PRESTI. Vorrei chiarire, perché, se non si sanno queste cose, non si può andare avanti. Il contributo integrativo è sempre esistito e il *range* è sempre stato dal 2 al 4 per cento. Le Casse hanno potuto aumentarlo secondo la loro determinazione autonoma con una destinazione diversa da quella che si vuole imprimere oggi. Si dice che, anziché dal 2 al 4, si può arrivare al 5, ma è un *range* di 1 punto, una facoltà, e non un obbligo. Se partiamo dal presupposto che già esiste, non possiamo addentrarci in polemiche sul fatto che lo scarichiamo sui cittadini.

CARMEN MOTTA. La mia non era una domanda, ma una considerazione. Il collega Lo Presti è sempre molto appassionato nel difendere le proprie iniziative, quindi lo capisco.

ANTONINO LO PRESTI. Ci mancherebbe altro !

CARMEN MOTTA. Ribadisco di avere fatto solo una considerazione, che è partita da un dato oggettivo. Se sulla stampa si fa rilevare che questo dato oggettivo c'è sempre stato in termini di positività, non possiamo nascondere il quadro generale ed escludere che questo possa tradursi in un ricarico di costi per l'utente finale. Potrà essere come non essere, ma non dobbiamo fare una campagna mediatica per tacitare problematiche che possono emergere.

Ribadisco inoltre l'esigenza di operare per mantenere i sistemi in equilibrio e per garantire ai futuri professionisti una pensione adeguata, quindi non intendo fare polemiche, ma raccomandare di considerare oggettivamente la situazione.

Vorrei sapere inoltre quanto abbiate investito sul patrimonio immobiliare, in quale percentuale incida sul vostro patrimonio complessivo e se questo investimento sia molto recente, quindi se abbiate avuto ripercussioni sul problema SCIP1 e SCIP2.

ELIO LANNUTTI. Chiedo scusa per il ritardo, ma avevo altri impegni. Non ho potuto ascoltare la relazione iniziale, però abbiamo un'idea della gestione della Cassa dei commercialisti, che gestisce un patrimonio importante. Molte domande sono state anticipate dall'onorevole Motta.

Vorrei conoscere, oltre alla percentuale del patrimonio immobiliare, anche una valutazione dei titoli e delle obbligazioni, ovvero la gestione del portafoglio della Cassa dei dottori commercialisti. Non siete fortunatamente implicati come tutte le altre Casse nei titoli tossici, forse anche perché la vostra professionalità consiste nel valutare i conti. Queste turbolenze finanziarie si rilevano da almeno due anni. È scoppiata la bolla non solo immobiliare, e la Spagna che aveva scommesso sugli immobili ha una disoccupazione del 20 per cento, mentre i giornalisti economici parlano di cosiddetti Paesi PIGS.

Mi permetto di ricordare che la Procura di Pescara ha indagato Goldman Sachs e *Lehman Brothers* per una frode fiscale ai danni dello Stato per 4,3 miliardi di euro, ai tempi in cui il Governatore della Banca d'Italia era vicepresidente per l'Europa. Sono stati scritti libri su questo argomento. La politica si deve riappropriare di un ruolo che ha delegato, perché l'anno scorso Goldman Sachs ha speso 2,8 miliardi di dollari solo per addomesticare l'informazione. Consulenti importanti di questo Governo e del precedente facevano parte di Goldman Sachs, che ha addomesticato i conti della Grecia e non pagano il conto. Devono invece cominciare a pagarlo, perché i riflessi ricadono sulle Casse, sui contribuenti e sui cittadini, sulle miserie e sulle macerie determinate dalla loro avidità di guadagno.

La politica quindi dovrebbe riappropriarsi di questo ruolo. Noto che, nonostante al Senato sia stata approvata all'unanimità una mozione su una nuova « Bretton Woods », si fa poco, perché questi banchieri sono molto forti. Questa è la nostra riflessione. Loro sono maestri nell'aggirare le norme. Su questo, quindi, mi complimento davvero per la gestione, ma vorrei saperne di più.

Relativamente alle considerazioni dell'onorevole Lo Presti, è vero che si fa una riforma per sostenere anche con nuove contribuzioni le pensioni dei professionisti, perché la vita si allunga e un settantenne di oggi non è come un settantenne di venti o trenta anni fa.

D'altra parte, poiché difendo anche i diritti dei consumatori e dei cittadini, non posso non rilevare – senza nessun intento polemico – che alla fine però eventuali aumenti si riverbereranno inevitabilmente sui clienti, ossia sui cittadini.

ANTONINO LO PRESTI. Ma non è così !

ELIO LANNUTTI. Onorevole Lo Presti, la prego di rispettare anche le opinioni degli altri. Le dico con cognizione di causa che quando ci sono gli aumenti delle contribuzioni non ci sono i benefattori, quindi questi si riverbereranno sull'utente finale.

ANTONINO LO PRESTI. Se si seguissero i dibattiti che si fanno nelle sedi

appropriate, probabilmente si avrebbe un quadro più chiaro della situazione.

CARMEN MOTTA. Non è che non si può dire nulla ! Ho letto tutto il verbale della discussione relativa al provvedimento e concordo sul fatto che sia una misura assolutamente necessaria, abbiamo detto persino che voteremo a favore, ma vorremmo esprimere almeno un'osservazione. Avete parlato di campagna mediatica, ma dovete permetterci di raccomandare di essere oggettivi nella campagna mediatica, perché anche questo aiuta.

ANTONINO LO PRESTI. Va bene, ma posso dissentire ?

PRESIDENTE. Il tema è delicato e il dibattito appena svolto ha permesso di raccogliere i diversi punti di vista. Vorrei ora passare a un altro argomento che sta particolarmente a cuore a questa Commissione, ovvero quello relativo ai cosiddetti titoli tossici. Lei ha già detto nel corso del suo intervento che è meglio avere rendimenti meno elevati piuttosto che rischiare. Abbiamo audito presidenti di altre Casse che, incalzati da domande sulle motivazioni che li avevano indotti a investire su determinati titoli rivelatisi rischiosi, hanno fornito risposte vaghe. Non solo siamo lieti che voi non l'abbiate fatto in passato, ma vi invitiamo ad avere la stessa prudenza anche per il futuro, trattandosi – come spesso ricordiamo – di soldi degli iscritti.

Le faccio infine presente che ho ricevuto una lettera del suo omologo Paolo Saltarelli sull'annosa questione dell'unificazione delle Casse dei dottori commercialisti e dei ragionieri. Senza volere affrontare in questa sede un tema così complesso – cosa che richiederebbe parecchio tempo – desidererei brevemente conoscere l'attuale stato dell'arte.

Do quindi la parola al Presidente della Cassa Nazionale di previdenza ed assistenza dei dottori commercialisti, Walter Anedda.

WALTER ANEDDA, *Presidente della Cassa Nazionale di previdenza ed assistenza dei dottori commercialisti*. Cercherò di essere molto rapido, sperando che questo non vada a discapito della completezza.

La questione del *social housing* merita sicuramente attenzione da parte di tutti gli enti di previdenza. Abbiamo avuto l'occasione di essere invitati da importanti esponenti del Governo a ragionare sul tema del *social housing*. La mia Cassa, come le altre, ha dato subito una valutazione di disponibilità a esaminare il progetto.

Di recente, rispondendo a una giornalista che chiedeva la mia opinione, ho spiegato che sul progetto di *social housing* la Cassa potrebbe intervenire e che avrei piacere di dare in questo modo una mano anche a giovani dottori commercialisti. Quando abbiamo incontrato il Ministro Tremonti sul tema, gli ho detto chiaramente che, se dovessi fare la scelta di investire come Cassa nel *social housing*, vorrei che questo fosse in favore anche di giovani dottori commercialisti e quindi di giovani professionisti.

La professione nel 2010 è diversa da quella di quaranta anni fa. Oggi, il giovane dottore commercialista ha seri problemi di reddito e di volume d'affari. Mi auguro quindi che, qualora prendessimo una decisione in tal senso, possa andare anche a favore di giovani iscritti alle Casse. Ho specificato però che l'investimento in *social housing* è un investimento, per cui ci attendiamo comunque un ritorno di carattere finanziario e soprattutto di non perdere il capitale.

Facciamo investimenti con i soldi dei nostri iscritti. Non vogliamo assolutamente speculare sul *social housing* e considerarlo un obiettivo di investimento ad alto reddito, ma ci attendiamo comunque un modesto ritorno finanziario.

Ho sentito che si inizia a parlare anche di altre ipotesi di investimento. Il giornalista mi accennava all'eventuale finanziamento della costruzione delle carceri. Anche quello può essere un investimento anche se come battuta ho detto di sperare di non dover fare un servizio ai miei colleghi finanziando le carceri.

Per quanto riguarda la riflessione sull'aumento del contributo integrativo e gli

eventuali impatti sulla collettività, la Cassa dei dottori commercialisti già oggi potrebbe aumentare il contributo integrativo sino al 5 per cento, previa approvazione ministeriale. Sotto questo aspetto, per noi sarebbe assolutamente ininfluente il disegno di legge Lo Presti. Gli enti di previdenza che hanno per legge limitato al 2 per cento hanno sicuramente la necessità di poter utilizzare quella leva. Le valutazioni degli impatti possono essere diverse.

Ritengo che l'eventuale impatto sarà assolutamente modesto e senza una rilevanza di natura inflattiva, perché a livello statistico le Casse di previdenza che beneficerebbero dell'incremento del contributo integrativo non sono rilevate (in termini di compensi professionali) nell'ambito del paniere Istat. Nel paniere Istat sono rilevate solo due professioni: gli avvocati e i dottori commercialisti, che già possono aumentare sino al 5 per cento. Quindi, l'effetto inflattivo statistico...

GIULIANO CAZZOLA. Scusi, è bene chiarire che tra le 14 Casse del vecchio ordinamento e le altre 6 di più recente istituzione circa due terzi dei liberi professionisti sono già in questo regime.

WALTER ANEDDA, *Presidente della Cassa Nazionale di previdenza ed assistenza dei dottori commercialisti*. Assolutamente. Lo confermo e ne approfitto per aggiungere che non è vero che aumentando la contribuzione integrativa si crei l'impatto sui clienti e aumentando la contribuzione soggettiva questo non avvenga. Mi permetto di fare questa riflessione, perché qualche dirigente del Ministero dell'economia affermava che aumentando la contribuzione integrativa si sarebbe avuto un impatto sui clienti. Gli ho spiegato quindi che anche aumentando la contribuzione soggettiva la stessa si scarica sul cliente, anzi in questo caso avverrebbe in maniera implicita, quindi neanche trasparente.

ELIO LANNUTTI. Al di là della denominazione, se il cliente paga una parcella, a lui interessa poco. L'importante è che sia rilevata, mentre noto che non è rilevata neanche nel paniere ISTAT. Mi ha dato quindi un'informazione molto interessante.

WALTER ANEDDA, *Presidente della Cassa Nazionale di previdenza ed assistenza dei dottori commercialisti*. Sotto il profilo statistico, non avrebbe neanche effetti inflattivi, anche perché sono professioni che hanno...

GIULIANO CAZZOLA. Sono stato chiaro nel dire che per alcune situazioni non cambia nulla, per altre invece cambia.

WALTER ANEDDA, *Presidente della Cassa Nazionale di previdenza ed assistenza dei dottori commercialisti*. Lo confermo. Tornando al discorso dell'investimento immobiliare, attualmente siamo intorno al 13 per cento, quindi esso è ancora leggermente sottopesato rispetto ai livelli che vorremmo raggiungere.

Anche quello immobiliare è un settore sul quale è necessario essere cauti, spesso più che nel mobiliare. Al momento, per esempio, siamo una delle pochissime Casse senza fondi immobiliari. Li stiamo analizzando, ma ancora non li abbiamo.

L'investimento che abbiamo realizzato non si ricollega assolutamente alle operazioni SCIP1 e SCIP2, quindi sotto quel profilo non abbiamo nulla da rilevare. Si tratta di un immobile destinato alla sede TAV e messo all'asta dalla Ferservizi, una società che fa capo alle Ferrovie dello Stato. L'asta era andata deserta, forse perché il prezzo era troppo in linea con i valori di mercato. Dopo un'attenta perizia, abbiamo avanzato una proposta. La procedura adottata è apparsa molto corretta: sulla base della nostra proposta, con apprezzabile trasparenza hanno rimesso all'asta l'immobile, che ci siamo aggiudicati. Sotto il profilo della trasparenza, questa operazione garantisce una notevole tranquillità.

ELIO LANNUTTI. Può dirci il valore ?

WALTER ANEDDA, *Presidente della Cassa Nazionale di previdenza ed assistenza*

dei dottori commercialisti. Lo abbiamo pagato circa 40 milioni. Si tratta di un immobile importante e per noi strategico, perché completa un complesso immobiliare già di nostra proprietà, ossia l'ex birreria Peroni. Questi immobili, già sede Consob e delle Ferrovie dello Stato, sono di nostra proprietà. Con questa ulteriore porzione dell'immobile, abbiamo completato il tutto. Si è trattato quindi di un'operazione anche strategicamente importante.

Prima di lasciare la parola alla dottoressa Pasquoni per un piccolo passaggio sull'aspetto obbligazioni, vorrei soffermarmi sull'unificazione delle Casse. Come giustamente rilevato dal presidente, parlare di questo argomento richiederebbe tempo. Mi limito quindi a rilevare come recentemente, in un incontro presso il Consiglio nazionale di categoria con il Consiglio di amministrazione della Cassa dei ragionieri, abbiamo spiegato che tutta l'attività di valutazione in ordine alla possibilità di fusione tra le due Casse per quanto ci concerne è terminata.

L'esito ha chiarito che a nostro parere non ci sono i presupposti tecnici per l'unificazione dei due enti. Poiché so che non c'è il tempo per spiegarlo, se il Presidente mi consente, posso far pervenire a questa Commissione un documento che abbiamo consegnato al Consiglio nazionale, che spiega tecnicamente perché non è possibile addivenire alla fusione.

PRESIDENTE. Appena acquisiremo il documento lo metteremo agli atti, ma per dovere di trasparenza le dico che un documento della Cassa ragionieri e periti commerciali pervenuto alla Commissione sostiene esattamente il contrario. È quindi evidente che bisognerà arrivare prima o poi a una decisione definitiva.

WALTER ANEDDA, *Presidente della Cassa Nazionale di previdenza ed assistenza dei dottori commercialisti*. Non ho dubbi, ma per quanto ci concerne l'abbiamo presa: non c'è possibilità di realizzare una fusione, perché tecnicamente non ci sono i presupposti. A nostro parere, i livelli di sostenibilità dichiarati da Cassa ragionieri non trovano riscontro su elementi a consuntivo.

Conosco bene il documento, perché presumo sia quello che hanno fatto circolare anche al Consiglio nazionale e che mette a confronto i bilanci tecnici *standard* delle Casse di previdenza, fatti con parametri ministeriali. Il decreto ministeriale prevede espressamente che, laddove i parametri *standard* non siano sufficienti a rappresentare la realtà di un ente, si debbano fare i bilanci tecnici specifici. Cassa dottori commercialisti e Cassa ragionieri hanno fatto bilanci tecnici specifici proprio perché i parametri *standard* non erano attendibili per una valutazione attuariale della sostenibilità.

Se quindi il documento a cui si riferisce il Presidente è quello, il mio primo commento a caldo è questo. Come Cassa dottori commercialisti, abbiamo già assunto una nostra valutazione, per cui credo che le due Casse possano proseguire parallelamente il loro cammino, come hanno fatto in tutti questi anni. Se la Commissione vorrà approfondire il contenuto del nostro documento, potrà trarre le considerazioni che riterrà opportune.

PRESIDENTE. Pur potendomi ritenere in una situazione di conflitto di interessi, nel senso che faccio parte di questa Cassa da 23 anni, considero comunque opportuno procedere ad un'audizione congiunta su questo argomento, perché l'attuale situazione può generare mancanza di chiarezza per gli iscritti di entrambi gli ordini. Lungi da noi l'intento di essere lo strumento decisionale, intendiamo comunque aprire un confronto per evitare di avere due correnti di pensiero opposte, che non portano ad alcun risultato.

ALESSANDRA PASQUONI, *responsabile del servizio patrimonio mobiliare della Cassa Nazionale di previdenza ed assistenza dei dottori commercialisti*. Le ultime domande fanno riferimento a maggiori informazioni sul portafoglio obbligazionario.

Quanto al portafoglio obbligazionario diretto, più del 63 per cento è rappresentato da obbligazioni governative e poco più

del 20 per cento da obbligazioni *corporate*. Da un punto di vista di distribuzione per *rating*, tutte queste obbligazioni sono *investment grade*, con una forte concentrazione (quasi dell'80 per cento) nella fascia di rating *AA*. Per quanto riguarda l'esposizione per *duration*, la maggior parte della componente obbligazionaria è investita in tasso variabile, con bassa *duration*, al fine di immunizzare il portafoglio da eventuali aumenti dei tassi di interesse.

Negli ultimi mesi, infatti, la Cassa ha riallocato la componente di portafoglio obbligazionario, *passando* da tasso fisso a tasso variabile, per ridurre la *duration* del portafoglio, in previsione di futuri aumenti dei tassi di interesse. L'alta volatilità derivante dalla crisi attuale, ha impatto sugli *spread* dei Paesi Sovrani: supportando la scelta di avere in portafoglio un titolo a *duration* bassa. Quanto alla tipologia di cedola, più del 60 per cento è un *floater*, quindi tasso variabile, e quasi il 16 per cento è tasso fisso, mentre circa il 20 per cento è investito in zero *coupon*.

Per quanto riguarda la diversificazione geografica, il 70 per cento della componente obbligazionaria diretta è costituita dall'Italia. Non abbiamo esposizioni in Grecia, in Spagna, in Irlanda o in Portogallo. Ci è stato chiesto come cambieranno i nostri rendimenti in funzione di questa crisi. Quando nel 2007-2008 è cominciata la crisi, abbiamo mantenuto una forte componente di liquidità e investito nella componente obbligazionaria. Questo è stato provvidenziale, perché la riduzione dei tassi di interesse conseguente alla crisi ha permesso di aumentare il valore del portafoglio obbligazionario. Noi avevamo già investito, quindi questo è stato veramente profittevole.

Quando c'è stata la crisi, però, i Governi sono entrati a salvare banche e istituzioni, e sin dal 2008 abbiamo cominciato a pensare alle previsioni di debito pubblico di questi Paesi. La Spagna, che ha basato il suo sviluppo sulla componente immobiliare, ha un debito delle famiglie elevato, a differenza dell'Italia, dove il risparmio privato è molto più elevato. Aste pubbliche di titoli obbligazionari italiani saranno quindi sostenute dai risparmi delle famiglie, a differenza di altri Paesi magari sviluppati, dove il debito delle famiglie è molto più elevato.

In conseguenza di questo, abbiamo diversificato la componente obbligazionaria, riducendo la componente dei Paesi sviluppati, a beneficio di altre aree, come quella emergente, che hanno un minor indebitamento e un maggiore tasso di risparmio delle famiglie. La crisi attuale, quindi, sebbene abbia un impatto su tutte le *asset* in generale, non ha un impatto a livello specifico di singolo investimento, in quanto non deteniamo titoli di Paesi come la Grecia e la Spagna, i cui *spreads* si sono allargati molto.

ELIO LANNUTTI. Vorrei sapere qualcosa sui volumi, per quanto riguarda ad esempio i titoli di Stato, e sui tassi fissi, perché oggi investire sul fisso potrebbe essere ancora conveniente con alcuni titoli che sono alla pari o sotto cento e danno rendimenti interessanti con le ritenute del 12,5 per cento. Nel 2019 o 2020 ci sono BTP molto interessanti, che possono essere acquistati ancora oggi.

ALESSANDRA PASQUONI, *responsabile del servizio patrimonio mobiliare della Cassa Nazionale di previdenza ed assistenza dei dottori commercialisti*. Certo. Abbiamo un'esposizione in titoli a tasso fisso, comprati tempo fa sotto la pari. In ogni caso, però, manteniamo bassa la *duration* di portafoglio perché, se da un lato c'è un flusso cedolare che sostiene il bilancio, dall'altro un eventuale aumento dei tassi d'interesse avrà ripercussioni negative sul valore dell'obbligazione.

ELIO LANNUTTI. Se però non c'è bisogno di liquidarli, è un investimento prezioso per i bilanci.

ALESSANDRA PASQUONI, *responsabile del servizio patrimonio mobiliare della Cassa Nazionale di previdenza ed assistenza dei dottori commercialisti*. Certo, infatti una parte del portafoglio diretto è investita in tasso fisso, ed è immobilizzata in bi-

lancio; produce un flusso cedolare costante e a scadenza rimborserà alla pari; un'altra parte è investita in tasso variabile, perché comunque vogliamo immunizzare il portafoglio da eventuali aumenti di tassi d'interesse.

Quando vi saranno aumenti di tassi d'interesse, la cedola dei titoli *floaters*, essendo indicizzata ai tassi, aumenterà, portando beneficio in bilancio. Questo spiega perché sulle emissioni con breve scadenza investiamo a tasso fisso, mentre sulle altre deteniamo tasso variabile. Molti investitori prevedono un aumento dei tassi, soprattutto sulla parte breve della curva e non sulla parte lunga: questo però il mercato lo ha già scontato e quindi non c'è beneficio nell'investire troppo nella parte lunga della curva.

Per quanto riguarda i volumi, il patrimonio obbligazionario è attualmente circa il 42 per cento, escludendo la liquidità sul portafoglio. Più del 65 per cento del patrimonio obbligazionario è costituito da titoli governativi. Attualmente, la componente di portafoglio diretto è circa 650 milioni.

PRESIDENTE. Tra l'altro, quest'anno si prevede un cospicuo avanzo. Dobbiamo riconoscere a chi gestisce questa Cassa il merito di minori criticità rispetto ad altre situazioni.

Nel ringraziare i nostri ospiti, dichiaro conclusa l'audizione.

La seduta termina alle 10.

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

DOTT. GUGLIELMO ROMANO

Licenziato per la stampa
il 7 settembre 2010.

STABILIMENTI TIPOGRAFICI CARLO COLOMBO

€ 1,00

Stampato su carta riciclata ecologica

16STC0009600