Si ricorda che le Casse di più recente istituzione, *ex* dlgs n. 103/1996, che riguardano categorie professionali con un minor numero di iscritti (ENPAB, EPPI, ENPAPI, ENPAP, EPAP), sono sostanzialmente «agganciate», per quanto attiene alla modalità di calcolo della pensione, alla legge 8 agosto 1995, n. 335 recante «*Riforma del sistema pensionistico obbligatorio e complementare*», la cosiddetta Riforma Dini. Esse sono quindi di tipo contributivo e pertanto la pensione viene calcolata in base al montante contributivo accumulato da ogni iscritto, costituito dai contributi versati e dalla loro rivalutazione. Tale rivalutazione appare legata a quanto previsto dalla predetta normativa di riforma del sistema pensionistico e cioè risulta in base alla « [...] variazione media quinquennale del prodotto interno lordo nominale, appositamente calcolata dall'Istituto Nazionale di statistica, con riferimento al quinquennio precedente l'anno da rivalutare [...] » (art. 1, comma 9, della legge n. 335 del 1995). Pertanto, tali Casse nell'investire il proprio patrimonio sono tenute a conseguire un risultato pari a quello prescritto dalla citata normativa.

Peraltro, come affermato dal Presidente dell'Ente nazionale di previdenza e assistenza a favore dei biologi (ENPAB): "qualora dovessimo avere un risultato più alto di quello che la legge n. 335 del 1995 ci prescrive, cioè la media quinquennale del PIL nominale, in realtà questo *extra* rendimento non potremmo spargerlo sui montanti degli iscritti; esso, cioè, non andrebbe a beneficio degli iscritti".

Va osservato che il tasso di variazione del PIL nominale, di segno largamente negativo nel 2009, inciderà pesantemente per un quinquennio nel ridimensionare i tassi di rendimento: per il 2010, il tasso di rendimento da riconoscere sui montanti contributivi risulta di poco inferiore all'1,8%.

Non appare inutile un'attenta considerazione in merito alla possibilità di prevedere per tali Casse un recupero di tali bassi rendimenti futuri sui contributi versati. Tale recupero potrà avvenire solo sulla base di effettivi successivi rendimenti patrimoniali superiori e subordinatamente alla verifica della effettiva attuabilità di tale recupero senza determinare problemi di sostenibilità, secondo modalità basate sull'utilizzo di adeguati indicatori predisposti a tale scopo.

In considerazione di ciò, il tasso di rendimento considerato di riferimento dagli amministratori delle Casse private per la gestione del patrimonio e del relativo *assett allocation* dovrebbe essere quello associato alla variazione quinquennale del PIL nominale.

L'attività conoscitiva svolta ha permesso alla Commissione di riscontrare una certa consapevolezza da parte degli amministratori degli Enti sul rendimento da riconoscere sui montanti contributivi degli attivi e, quindi, sull'effetto che tale esigenza comporta sulle scelte di investimento, che sono ispirate a replicare tale tasso di rendimento, cioè il tasso associato alla variazione del Pil nominale.

Sulla base delle considerazioni sin qui svolte, può dirsi che le Casse *ex* Dlgs 103/96 da considerare virtuose sono quelle che hanno effettuato investimenti a bassa volatilità rispetto al rendimento obiettivo che si sono prefissate di conseguire, nel senso che non hanno corso rischi superiori a quelli strettamente necessari a conseguire tale rendimento.

E' tuttavia da rilevare che anche nell'ambito di tali Casse si riscontra una non irrilevante consistenza di titoli strutturati di cui risulta opportuno chiarire la natura e le funzioni nell'ambito della strategia di investimento previdenziale. Le Casse di nuova generazione che hanno fatto minore ricorso ai titoli strutturati sono l'Enpab, l'Eppi e l'Enpapi, che comunque presentano in portafoglio percentuali di tali titoli pari rispettivamente al 16% al 15% e al 9% circa. L'Enpap, tra le Casse di nuova generazione, è l'unica a non avere investito in titoli strutturati, pur essendo molto esposta verso *Lehman,* come visto nel precedente paragrafo.

In tali Casse si riscontra altresì una notevole consapevolezza dell'esiguità della copertura pensionistica, ovvero della esiguità del tasso di sostituzione atteso, problema cui si deve dare soluzione principalmente favorendo una crescita consistente della aliquota contributiva. Non appare inopportuno fornire la possibilità a tali Casse di innalzare il contributo integrativo fino al 5%, a fronte del 2% attualmente previsto per legge, con l'esplicita finalità di destinare tale incremento ai montanti contributivi degli iscritti, secondo quanto previsto dalla proposta di legge di iniziativa del

deputato Lo Presti, approvata in prima lettura alla Camera ed il cui testo potrebbe confluire in un decreto *omnibus*, come dichiarato in audizione dal Ministro del lavoro e delle politiche sociali, senatore Maurizio Sacconi.

Peraltro, come da più parti rilevato nel corso dell'indagine conoscitiva, tale aumento costituirebbe anche una questione di equità nei confronti delle vecchie Casse che già possono innalzare tale contributo fino al 5% e che inoltre già fanno ampiamente ricorso all'utilizzo dello stesso per pagare le pensioni.

Discorso diverso, deve essere fatto con riferimento alle Casse privatizzate *ex* Dlgs 509/94 (ENASARCO, ENPAIA, ENPACL, ENPAM, CASSA FORENSE, CASSA GEOMETRI, INARCASSA, CASSA NOTARIATO, CASSA COMMERCIALISTI, CASSA RAGIONIERI, ENPAF, ENPAV, INPGI, FASC, ONAOSI) in merito alla redditività degli investimenti, per le quali non ci sono, vincoli di natura normativa sui *target* di rendimento da conseguire negli investimenti patrimoniali.

Per tali Casse, anzi, la previsione del conseguimento di elevati rendimenti futuri, abbinata spesso ad una previsione ottimistica e non sempre giustificata di entrate contributive future ha sistematicamente comportato, anche a causa di una normativa di controllo inadeguata, promesse pensionistiche decisamente troppo elevate.

E' importante rilevare che le "vecchie" Casse sono finanziariamente gestite secondo una logica di sostanziale ripartizione[7] e che pertanto una seconda, ma prioritaria componente da considerare, in aggiunta ai rendimenti patrimoniali, ai fini delle promesse pensionistiche verso gli iscritti, è quella derivante dalla crescita del patrimonio. Per cui una particolare attenzione deve essere posta nei confronti di quelle Casse per le quali si verifichi una strutturale riduzione del patrimonio, vuoi per una contrazione nel numero degli iscritti, vuoi per una contrazione della capacità produttiva derivante da crisi economiche settoriali o generali.

In tali casi, occorre provvedere a ristabilire la sostenibilità adottando adeguati provvedimenti o sul fronte dell'entrate - anche agendo sull'incremento del contributo integrativo - e/o sul fronte della spesa, ridimensionando le prestazioni.

Nell'ambito di tali Casse sono da considerare virtuose quelle che forniscono promesse pensionistiche sulla base di previsioni realistiche e prudenti, previsioni cioè che risultino ragionevolmente verificabili nel corso del tempo.

Per le "vecchie" Casse è quindi assolutamente necessaria un'attenta verifica delle ipotesi assunte nei bilanci tecnici, è necessario cioè un sistematico riscontro tra le previsioni ivi contenute e gli effettivi andamenti delle variabili, in particolare, la redditività del patrimonio e la dinamica attesa dei redditi futuri, variabili sulle quali principalmente si basa la sostenibilità delle promesse pensionistiche assunte dall'Ente.

Rispetto a tali variabili appare altresì necessario verificare che non si riscontrino nelle previsioni "crescite ingiustificate" tra un bilancio tecnico ed il successivo.

Di seguito si dà conto nel dettaglio della composizione dei portafogli delle Casse dei professionisti risultate meno esposte alle conseguenze della crisi dei mercati internazionali.

ENTI CHE NON HANNO INVESTIMENTI NÉ IN TITOLI LEHMAN, NÉ STRUTTURATI

CASSA DEL NOTARIATO

Al 31/12/2008, il 57,74% del patrimonio era investito nel comparto mobiliare, mentre il 42,26% era investito nel comparto immobiliare. L'*asset allocation* del patrimonio è molto

[7] Si tratta di un sistema in cui i contributi versati dai lavoratori vengono utilizzati per pagare le pensioni correnti: "contratto intragenerazionale".

diversificata e, al 31/12/2009, risulta che il 41,99% del patrimonio complessivo è investito nel comparto immobiliare, mentre il restante 58,01% è investito nel comparto mobiliare; in dettaglio:

Immobiliare:

Fabbricati	27,13%
Fondi di investimento immobiliare	14,85%
	41,99%

Mobiliare:

Azioni	9,18%
Fondi d'investimento e gestioni mobiliari	5,23%
Obbligazioni convertibili	0,37%
Titoli di Stato	19,56%
Obbligazioni a capitale garantito	2,72%
Altre obbligazioni	13,75%
Certificati di assicurazione	3,33%
PCT	2,19%
Liquidità	1,68%
	58,01%

Per quanto riguarda il comparto azionario, in base a quanto dichiarato nell'audizione del 26 maggio 2010 dal Presidente della Cassa, negli anni 2007, 2008 e 2009 è stato ridimensionato a favore del comparto obbligazionario, al fine di ridurre la volatilità complessiva del portafoglio.

Negli ultimi cinque anni il patrimonio immobiliare ha reso in media il 4,80%, mentre quello mobiliare ha avuto dal 2005 al 2009 un rendimento medio del 3,82%. È da rilevare che l'ammontare delle entrate contributive, che la Cassa ha raccolto nel 2009, sono state poco meno di 200 milioni, mentre circa 70 milioni sono pervenuti dalla rendita del patrimonio.

INPGI – Istituto nazionale di previdenza dei giornalisti italiani

Al 31/12/2008, il patrimonio mobiliare costituiva il 45,37% del patrimonio totale, mentre il patrimonio immobiliare costituiva il 49,05%, il resto era rappresentato da prestiti e mutui. Al 31/12/2009, il portafoglio mobiliare rappresenta il 47,14% del totale investimenti, mentre il patrimonio immobiliare il 46,49%, il resto sono prestiti e mutui.

Nello specifico il portafoglio mobiliare ai valori di bilancio è rappresentato da:

Fondi comuni d'investimento	88,211%
Hedge Funds	11,43%
Fondi immobiliari	0,356%
Obbligazioni	0,003%
Totale	**100%**

Per quanto riguarda gli investimenti mobiliari, il riequilibrio dei mercati finanziari genera una redditività fortemente positiva nel 2009, che determina un rendimento netto del 6,73% contro

quello negativo del 2008 (-8,49%), che sconta l'andamento particolarmente sfavorevole dei mercati azionari. In particolare, gli investimenti sono costituiti, per la gran parte, da titoli gestiti presso terzi, consistenti prevalentemente in quote di fondi comuni d'investimento, comprese quote di fondi *hedge* e fondi immobiliari.

In base a quanto dichiarato nel bilancio 2008 l'Istituto ha iniziato "in un'ottica di lungo periodo, un processo d'investimento su strumenti alternativi, classificati tra le immobilizzazioni finanziarie, che consentono, in quanto non correlati in termini di rendimento con le altre classi di investimento (azioni ed obbligazioni) una maggiore diversificazione".

Dal bilancio consuntivo 2009 si ricava che la media annuale dei rendimenti del patrimonio mobiliare dal 2003 ad oggi, risulta, nonostante il dato negativo del 2008, pari al 5% netto.

Nel 2009, la redditività media lorda del patrimonio immobiliare è risultata pari al 4,79%, rispetto al 4,70% del 2008.

ENTI CHE DETENGONO SOLO TITOLI LEHMAN

Enti che detengono solo titoli *Lehman*	**Titoli diretti *Lehman Brothers***		
	valore nominale	**% su patrimonio mobiliare**	**% su patrimonio totale**
CASSA FORENSE	€ 3.000.000	0,09%	0,08%
CASSA GEOMETRI	€ 1.500.000	0,13%	0,07%

CASSA NAZIONALE FORENSE

Al 31/12/2008, l'86,4% dell'intero patrimonio era investito nel comparto mobiliare, mentre il restante 13,6% nel comparto immobiliare. Al 31/12/2009, la ripartizione percentuale del patrimonio tra le due componenti non ha, di fatto, subito modifiche, per cui l'86.4% si investe nel mobiliare e il restante 13,6% nell'immobiliare.

Il patrimonio complessivo risulta così composto:

Azioni e gestioni patrimoniali	25,80%
Obbligazioni e gestioni bilanciate	50,90%
Obbligazioni fondiarie	0,60%
Altri Investimenti (Liquidità e PCT)	9,10%
Totale Patrimonio Mobiliare	**86,40%**
Patrimonio Immobiliare	10,80%
Fondi Immobiliari	2,80%
Totale Patrimonio Immobiliare	**13,60%**
Totale Patrimonio	**100%**

All'interno del patrimonio mobiliare si registrano le seguenti principali variazioni rispetto al 2008: la componente azionaria si riduce, passando dal 29,3% al 25,8%, in quanto interessata da vendite al fine di realizzare plusvalenze seppur contenute, per la modesta ripresa dei mercati. La componente "obbligazioni e gestioni bilanciate" passa dal 51,5% al 50,9%, perché la Cassa effettua investimenti in titoli di Stato legati all'inflazione, diminuendo quelli a tasso variabile stante l'andamento dei tassi sul mercato. La componente "Altri Investimenti" passa dal 4,7% al 9,1%.

La componente immobiliare aumenta in valore assoluto per effetto dell'acquisto di immobili. In base a quanto risulta dal bilancio consuntivo 2009, il rendimento lordo del patrimonio mobiliare nel 2009 è pari al 4,98% (netto del 4,55%); mentre il rendimento lordo del patrimonio immobiliare è del 6,16% nel 2009 e del 6,27% nel 2008.

Secondo quanto dichiarato dal Presidente della Cassa forense, nell'audizione del 21 ottobre 2009, l'ente non detiene né titoli derivati, né *hedge funds*. Inoltre da due anni a questa parte, la Cassa ha ritenuto di seguire regole assolutamente stringenti per la gestione del patrimonio mobiliare e immobiliare, che diano soprattutto la sicurezza di controlli, sia durante, sia *ex post*, formalizzate con una delibera del consiglio di amministrazione del 23 luglio 2009. Come riportato nei bilanci consuntivi 2008/2009, si segnala comunque la presenza in portafoglio di 3 milioni di obbligazioni *corporate Lehman Brother* acquistate in tempi non sospetti quando il *rating* era A+, per le quali sono state effettuate delle riprese di valore in considerazione di un prezzo di mercato superiore ai valori considerati nel passato esercizio ai fini della svalutazione del titolo.

CASSA GEOMETRI

Al 31/12/2008, il patrimonio mobiliare rappresentava il 62,42% dell'intero patrimonio, mentre il patrimonio immobiliare rappresentava il 37,58%. Al 31/12/2009, il patrimonio mobiliare rappresenta il 62,81% del patrimonio totale e l'*asset allocation* del patrimonio mobiliare si configura nel seguente modo:

Titoli di Stato	40,04%
Obb.ni in portafoglio	0,10%
Fondi Abitare Sociale e F2i	1,33%
Azioni	21,34%
Investimenti immobiliari	36,64%
Partecipazioni	0,56%
Totale	**100%**

L'esercizio 2009 risente positivamente degli accantonamenti prudenziali dell'anno precedente, in quanto realizza plusvalenze, proprio per il venir meno delle perdite ipotizzate dagli accantonamenti stessi; per questo il risultato negativo del 2008 deriva tanto da perdite, quanto da accantonamenti per possibili perdite future. In base a quanto dichiarato in audizione il 28 aprile 2010 dal Presidente della Cassa, nel periodo 2003-2009, la Cassa ha investito per impieghi mobiliari un capitale annuo medio di 1,8 miliardi e conseguito una redditività media netta pari al 3,2% dei capitali investiti.

Risultati gestione mobiliare e finanziaria (mln di euro)	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**media**
Redditi conseguiti	66,5	54,4	112	67,4	28,9	-9,8	-2,9	45,3
Prelievi e accantonamenti al fondo	-28,1	-1,6	-30,7	-2,1	-0,5	-55,7	25,7	-13,3
Risultato netto	38,4	52,8	81,6	65,3	28,4	-65,5	22,8	32

Sempre in base a quanto dichiarato in audizione dal Presidente della Cassa, il reddito medio annuo netto del patrimonio immobiliare nel periodo 2003-2009 ammonta a 3,7 milioni di euro ed è pari all'1,18% del valore medio netto di bilancio degli immobili.

Risultati gestione immobiliare (in mln di euro)	**2003**	**2004**	**2005**	**2006**	**2007**	**2008**	**2009**	**media**
Redditi gestione immobiliare	19,9	21,9	22,1	27	23	23,1	23,6	22,9
Costi di gestione, ammortamenti e imposte	17,3	19	18,4	21,1	19,9	19,4	19,3	19,2
Risultato netto gestione immobiliare	**2,6**	**2,9**	**3,7**	**5,9**	**3,1**	**3,7**	**4,3**	**3,7**

Per quanto riguarda gli investimenti in titoli *Lehman Brothers*, il Presidente dell'Ente ha riferito che, al 31 dicembre del 2007, erano stati investiti 2,869 milioni di euro, nel senso che i gestori avevano nel loro portafoglio obbligazioni *Lehman* per tale importo. Solo uno di essi le ha mantenute, ragion per cui, a fine periodo del 2008, gli investimenti *Lehman* corrispondevano a 1,213 milioni di euro (pari allo 0.12% del patrimonio mobiliare complessivamente investito nell'anno 2008). Questi sono stati totalmente svalutati a bilancio e poi è stato dato mandato al gestore, nel caso di specie Rothschild, di attivare tutte le procedure di inserimento nella gestione concorsuale del fallimento della società statunitense.

ENTI CHE DETENGONO SOLO TITOLI STRUTTURATI

Enti che detengono solo titoli strutturati	**Titoli Strutturati**		
	valore nominale	**% su patrimonio mobiliare**	**% su patrimonio totale**
CNPR	€ 124.976.000	14,88%	6,61%
CASSA COMMERCIALISTI	€ 165.625.000	6,96%	6,02%
ENPAB	€ 37.350.000	16,21%	16,10%
ENPAPI	€ 12.540.000	9,01%	8,95%
EPPI	€ 65.000.000	15,38%	12,60%
FASC	€ 23.512.640	9,72%	4,52%

CNPADC - Cassa nazionale di previdenza e assistenza dei dottori commercialisti

La situazione finanziaria della Cassa dei Commercialisti è stata illustrata nel corso dell'audizione del 5 maggio 2010.

Il patrimonio della Cassa al 31 dicembre 2009 ammonta a circa 3,2 miliardi, di cui il 13% circa nella componente immobiliare, l'11,36% in liquidità e il 75,62% nella componente mobiliare. Come mostra la tabella sotto riportata, l'allocazione del patrimonio dal 2008 è rimasta pressoché invariata.

Allocazione del Patrimonio di CNPADC

	2009	2008
Immobiliare	13,03%	14,50%
Liquidità di CC	11,36%	9,39%
Patrimonio mobiliare	75,62%	76,12%
Totale Patrimonio	**100,0%**	**100,0%**

Dal 2007, anno un cui è iniziata la crisi dei mercati finanziari, la Cassa mantiene una componente rilevante di liquidità, investita in parte in strumenti del mercato monetario, come PCT, in parte in strumenti *total return*. Una parte consistente del patrimonio viene investita in obbligazioni gestite in parte direttamente e in parte attraverso la gestione esterna; la componente azionaria viene completamente gestita all'esterno, la componente alternativa, come mostra la tabella è molto residuale. Le obbligazioni strutturate al 31.12.2009 pesano in misura pari al 4,9% (5,8% al 31.12.2008).

Asset Allocation a valori di mercato

	2009	2008
Obbligazioni	57,7%	59,1%
Azioni	25,7%	19,3%
Total Return	16,2%	19,0%
Investimenti alternativi	0,3%	1,8%
Altro	0,1%	0,8%
Totale	**100,0%**	**100,0%**

Secondo quanto dichiarato in audizione dal Presidente della Cassa, le obbligazioni oggetto dell'investimento sono quelle *governative* e *corporate* e hanno lo scopo di mantenere i rendimenti costanti nel breve periodo, mentre nell'ambito azionario c'è una forte diversificazione in *asset* non correlati, al fine di contribuire alla redditività nel medio-lungo periodo.

Alessandra Pasquoni, responsabile del servizio patrimonio mobiliare della Cassa, ha specificato che per quanto riguarda il portafoglio obbligazionario diretto, più del 63 per cento è rappresentato da obbligazioni governative e poco più del 20 per cento da obbligazioni *corporate*: si tratta di obbligazioni con una forte concentrazione (quasi 80%) 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*.

Secondo i dati dei bilanci consuntivi 2008/2009 il rendimento *time weighted (performance* di mercato) del patrimonio mobiliare è stato di -11,50% nel 2008 e di +9,77% nel 2009, pertanto negativo, -2,85%, sui due anni.

I titoli immobilizzati rappresentano il 97,6%[8] del patrimonio mobiliare (esclusa la liquidità), al 31.12.2009. Tale comparto mostra minusvalenze latenti per lo 0,3%; nel 2008, le minusvalenze ammontavano a 11,6% del valore di bilancio, ma non era stato costituito il fondo svalutazione titoli in quanto le perdite non erano state giudicate durature.

CASSA NAZIONALE DEI RAGIONERI E PERITI COMMERCIALI (CNPR)

[8] Il patrimonio mobiliare ammonta a circa 2,8 miliardi di euro al lordo della liquidità che è pari a 362 milioni, la componente immobilizzata è pari a 2,364 miliardi di euro

Al 31/12/2008, il 42% del patrimonio era investito nel comparto mobiliare, mentre il 58,02% era investito nel comparto immobiliare.

Al 31/12/2009, il patrimonio aumenta per effetto dei contributi nell'anno, anche se rimane preponderante il peso del settore immobiliare: il portafoglio mobiliare rappresenta infatti solo il 43,55% del patrimonio totale.

L'incremento della liquidità, come conseguenza all'incasso dei contributi, che si registra in tale esercizio è investito sul comparto obbligazionario, dove si cerca di selezionare le opportunità di investimento su titoli con alto *rating* e legati all'inflazione.

Al 31/12/2009 la composizione dell' intero patrimonio per *asset class* è la seguente:

Azionario	190,8	10,10%
Obbligazioni	463,01	24,51%
Alternativi	86,93	4,60%
Liquidità	82	4,34%
Immobili e Fondi immobiliari	1.066,30	56,45%
Totale	**1.889,04**	**100%**

La redditività lorda del patrimonio mobiliare è del 3,9% nel 2009 ed è aumentata rispetto a quella lorda del 2008 che era stata del 2,1%.

Il patrimonio immobiliare registra nel 2009 una redditività lorda del 5,1%, minore rispetto a quella del 2008 che era stata pari all' 8,5%.

Nella documentazione prodotta in audizione viene elencata la composizione delle singole *asset class* al 30 giugno 2008 e al 31 dicembre 2009. Per quanto riguarda in particolare la parte obbligazionaria, la politica di investimento della Cassa comprende anche obbligazioni *corporate*, *finance* e anche qualche prodotto strutturato.

Nel 2009 - secondo quanto dichiarato nell'audizione del 12 maggio 2010 dal Presidente della Cassa - si registra anche un aumento dell'esposizione in titoli strutturati, come scelta strategica, finalizzata a migliorare l'efficienza dell'*asset allocation*, investendo in strumenti alternativi a capitale garantito. Con riferimento a questi ultimi prodotti, l'opinione espressa è stata quella di non giudicarne negativamente la scelta, perché nel termine «strutturato» si ricomprendono anche prodotti legati all'andamento del tasso di inflazione e quindi con una funzione compensatoria dello stesso. Si precisa che al 30 giugno 2008 l'incidenza dei titoli strutturati sul totale del patrimonio mobiliare era pari al 4,8%, mentre al 31 dicembre 2009 era pari all'8,47%.

Nei dati forniti in audizione viene altresì precisato che la detenzione di titoli strutturati avviene anche attraverso la sottoscrizione di azioni emesse da banche differenti, al fine di garantire una diversificazione del rischio e comunque senza mai superare la percentuale sul totale del patrimonio complessivo dell'8,5%.

Risulta inoltre che la CNPR é l'unica Cassa di previdenza che ha una propria società di intermediazione mobiliare (SIM), vigilata dalla Banca d'Italia, di proprietà della Cassa all'80 per cento, e con una quota di minoranza riservata a un socio industriale, Banca Finnat Euramerica. La SIM, costituita nel novembre 2000, svolge da dieci anni l'attività di *assett allocation* strategica per conto della Cassa, selezionando gli operatori e i prodotti in cui investire, fermo restando che le decisioni di investimento rimangono sempre in capo al Consiglio di amministrazione della Cassa.

Da tempo, come riferito nel corso dell'audizione, la Cassa ha adottato un codice di condotta sugli investimenti, mutuando le prescrizioni contenute nel decreto ministeriale n. 703 del 1996, soprattutto per quanto riguarda la eleggibilità dell'investimento, con riferimento, per esempio, ai valori di *rating* delle aziende, alla liquidabilità della posizione e alla rischiosità dello stesso.

ENTE NAZIONALE DI PREVIDENZA DEI BIOLOGI (ENPAB)

Al 31/12/2008, l'85,21% del patrimonio totale era investito nel comparto mobiliare, mentre l'1,44% nell'immobiliare e il restante era rappresentato da altre attività (crediti diversi, attività materiali e immateriali). Al 31/12/2009, il patrimonio mobiliare rappresenta l'86,17% dell'intero patrimonio, mentre l'immobiliare rappresenta l'1,33%, ed il resto è costitutito da altre attività (crediti diversi, attività materiali e immateriali).

In base a quanto dichiarato nell'audizione del 30 giugno 2010 dal Presidente della Cassa, la filosofia dell'ENPAB è orientata alla prudenza e questo ha portato a definire un portafoglio costituito da pochissimi titoli azionari, con prevalenza di obbligazioni, titoli di Stato e obbligazioni garantite.

Il portafoglio mobiliare complessivo dell'ENPAB, conferma come nei precedenti anni un' impostazione volta al conseguimento del rendimento pari alla rivalutazione dei montanti contributivi prevista dalla Legge Dini 335/95.

Al 31/12/2009 il patrimonio titoli è così articolato:

Titoli di Stato	26,72%
Titoli garantiti da Stati	2,07%
Liquidità	8,17%
Obbligazioni	31,06%
O.I.C.R. *Short duration*/obbligazionari	26,23%
O.I.C.R. azionari/*Long short*	2,20%
Azioni	2,38%
Certificates & ETF	1,17%
Totale	**100%**

Sempre in base a quanto dichiarato nell'audizione dal Presidente, gli interventi di tipo tattico si concentrano nel 1° trimestre del 2009, in quanto si interviene sulla componente obbligazionaria del portafoglio, operando un deciso sovrappeso della componente *corporate*, privilegiando emissioni a breve termine che permettono all'Ente di raggiungere il predetto rendimento.

I rendimenti netti della gestione mobiliare sono stati:

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Rendimento netto	3,96%	4,26%	3,66%	3,50%	0,15%	4,51%
Coefficienti di rivalutazione L.335/95	3,9272%	4,0506%	3,5386%	3,3937%	3,4625%	3,3201%

ENPAPI –Ente di previdenza e assistenza della professione infermieristica

Al 31/12/2008, il patrimonio mobiliare costituiva il 99,48% dell'intero patrimonio investito, mentre il restante 0,52% era investito nell'immobiliare. Al 31/12/2009, il patrimonio mobiliare corrisponde al 99,58%, mentre lo 0,42% corrisponde alla componente immobiliare.

Come riportato nel bilancio consuntivo 2008, l'Ente, fin dallo scorso 2007 aveva attuato, all'avvio della crisi del mercato immobiliare statunitense, una politica di particolare prudenza, riconvertendo la quasi totalità del portafoglio allora esistente, in strumenti appartenenti al mercato monetario. Questa politica è proseguita anche nel corso del 2008, nel quale è stata ripresa l'attività di investimento, con un orientamento verso una scelta che, peraltro, ha tenuto a distanza il portafoglio dalla profonda crisi che, a livello globale, ha colpito tutti i mercati finanziari.

In base a quanto dichiarato nell'audizione del 23 giugno 2010 dal Presidente della Cassa: "la gestione patrimoniale dell'ENPAPI si orienta alla prudenza", per questo circa il 72% del portafoglio finanziario si caratterizza per investimenti in obbligazioni e polizze assicurative, al fine di raggiungere l'obiettivo annuo di rendimento, pari alla rivalutazione dei montanti contributivi prevista dalla Legge Dini 335/95.

Per conseguire una rivalutazione reale del patrimonio dell'Ente si effettuano investimenti di medio termine nei fondi chiusi, legati al mercato immobiliare, e di lungo termine in iniziative connesse allo sviluppo infrastrutturale ed energetico.

La composizione del patrimonio mobiliare per classi di attività al 31/12/2009 è la seguente:

Emissioni obbligazionarie	56,04%
Polizze	15,79%
Portafoglio Fondi	3,62%
Portafoglio immobiliare e infrastrutture	17,32%
Attività a breve termine	7,23%
Totale	**100%**

La componente obbligazionaria del patrimonio mobiliare è costituita in minima parte da obbligazioni a tasso variabile, pari all'11,41 %, mentre quelle a tasso fisso, meno rischiose, rappresentano il 52,14 %.

La redditività netta del portafoglio finanziario è stata del 7,28% nel 2008 e del 4,37% nel 2009, ed è risultata superiore al tasso di rivalutazione dei montanti contributivi previsto per legge, pari rispettivamente al 3,46% nel 2008 e al 3,32% nel 2009.

EPPI – Ente di previdenza dei periti industriali

Al 31/12/2008, l'81,19% dell'intero patrimonio era investito nel comparto mobiliare, mentre il restante 18,81% era investito in quello immobiliare. Al 31/12/2009, il patrimonio mobiliare rappresenta l'83,55% dell'intero patrimonio, mentre il patrimonio immobiliare rappresenta il restante 16,45%; in dettaglio il patrimonio è così suddiviso:

Obbligazioni e titoli assimilati	68,47%
Azioni	1,68%
Fondi Comuni	5,28%
Fondi *Private Equity*	0,44%
Fondi Immobiliari	0,04%
Liquidità	7,64%
Fabbricati	16,45%
Totale	**100,00%**

Gli investimenti attuali sono principalmente in obbligazioni e titoli, che pesano per il 68%; le azioni per circa il 2%; i fondi comuni di investimento per circa il 6%; i fondi in *private equity* rappresentano una piccola parte.

In base a quanto risulta dalla documentazione consegnata nell'audizione del 19 maggio 2010 dai rappresentanti della Cassa, le obbligazioni strutturate costituiscono il 33% del portafoglio obbligazionario e il 18% dell'ammontare complessivo degli investimenti dell'Ente e "consentono di completare la diversificazione delle attività, al fine di massimizzare la probabilità di raggiungere nel

lungo periodo l'obiettivo di garantire la remunerazione prevista per legge sui montanti contributivi".

E' stato tuttavia ricordato come nel 2005 sia stato fatto un investimento indiretto pari a 35 milioni di euro con la *Lehman* che prestava soltanto una garanzia del capitale investito. Il veicolo era *Anthracite*, che per i primi due anni ha garantito il conseguimento di discreti tassi di interesse positivi, fino a quando il fallimento non ha messo in difficoltà l'Ente.

Come riferito dai vertici della Cassa, tuttavia, nel 2009, con il subentro della banca *JP Morgan* si é riusciti a proteggere nuovamente il capitale investito, con la differenza che, siccome prima l'investimento e, quindi, il contratto stabiliva il ritorno del 130 per cento del capitale investito, oltre ai rendimenti dati dal veicolo sottostante, è stato necessario spostare il termine dal 2022 al 2031. Il capitale e il 30 per cento della sua rivalutazione sono stati riconosciuti al 2031, oltre al rendimento del veicolo.

Il portafoglio mobiliare ha conseguito nel 2008 un rendimento lordo dell'1,24%; mentre il rendimento lordo dell'immobiliare è stato del 4,84% .

Nel 2009, il rendimento lordo del portafoglio mobiliare è del 4,79%; tale incremento deriva dalla ripresa dei mercati finanziari. Il rendimento lordo del portafoglio immobiliare nel 2009 è del 4,59%. Di seguito si evidenzia il confronto tra i rendimenti contabili conseguiti nell'ultimo quinquennio e la rivalutazione prevista dalla Legge Dini 395/95, per i montanti contributivi.

GESTIONE	RENDIMENTI LORDI %				
	2005	2006	2007	2008	2009
TITOLI	4,93	0,77	5,07	1,24	4,79
IMMOBILI	4,02	3,99	4,46	4,84	4,59
Totale Rendimento Attività Ente	**4,67**	**1,56**	**4,94**	**0,13**	**4,76**
Tasso di rendimento ex legge 395/95	**4,05**	**3,54**	**3,39**	**3,46**	**3,32**

FASC – Fondo agenti e spedizionieri corrieri

Al 31/12/2008, il patrimonio mobiliare, secondo i dati di bilancio, rappresentava il 79,5% dell'intero patrimonio, il 5% era investito nel comparto immobiliare, il resto in altre attività (crediti diversi, attività immateriali e materiali). Al 31/12/2009, il patrimonio mobiliare, secondo i dati di bilancio, rappresenta l'83,4%, mentre il patrimonio immobiliare rappresenta il 4,6% dell'attivo dello stato patrimoniale, il resto sono altre attività (crediti diversi, attività immateriali e materiali).

È tuttavia da rilevare che il patrimonio immobiliare della Fondazione, di rilevante entità, circa 400 milioni, (pari a poco meno di 2/3 dell'intero patrimonio), è gestito prevalentemente dalla Fasc Immobiliare, controllata al 100% dalla Fondazione Fasc; pertanto tale partecipazione figura in bilancio nel patrimonio mobiliare tra le immobilizzazioni finanziarie.

In base a quanto dichiarato nell'audizione del 16 giugno 2010 dal Presidente della Cassa, gli investimenti mobiliari dell'Ente consistono in polizze a rendimento garantito pari a 46 milioni di euro, gestioni del risparmio, partecipazioni ai fondi per un ammontare di 76.398.000 euro, titoli di gestione e titoli strutturati per altri 20.482.000 euro, per un totale di circa 143 milioni di investimenti mobiliari. Inoltre, il patrimonio mobiliare, limitatamente alla voce "altri titoli", è gestito individuando un portafoglio titoli strategico, costituito da componenti obbligazionarie nella misura del 90% e da strumenti azionari nella misura del 10% del totale (secondo quanto deliberato

dal C.d.A. della Fondazione in data 6/2/2007). Tale portafoglio si prefigge un obiettivo di rendimento medio pari a circa il 4% ed un rischio massimo dell' 1% del capitale investito.

In base a quanto risulta dai bilanci consuntivi degli esercizi 2008 e 2009, il patrimonio mobiliare ha un rendimento lordo del 3,73%, a fronte del 3,21% del 2008; mentre il patrimonio immobiliare nel 2009 genera una redditività media lorda pari al 2,9%, a fronte del 2,8% del 2008.

CAPITOLO II

L'ESIGENZA DI STABILITÀ FINANZIARIA DELLE CASSE DI PREVIDENZA: PROBLEMI E PROSPETTIVE

1. La valutazione delle associazioni di categoria e delle parti sociali

L'approfondimento delle problematiche connesse alla situazione economico-finanziaria delle Casse e alle relative modalità di gestione dei patrimoni mobiliari è stato condotto anche attraverso l'audizione di organizzazioni rappresentative degli iscritti e degli ordini professionali.

a) ADEPP

Nelle sedute del 12 e 19 novembre 2008 la Commissione ha proceduto all'audizione di rappresentanti del Consiglio direttivo dell'Associazione degli enti previdenziali privati (ADEPP). In merito alle modalità di gestione del patrimonio mobiliare delle Casse, una delle criticità evidenziate dall'ADEPP sarebbe riconducibile all'esistenza di un inefficace sistema di regolazione e controllo dei mercati finanziari con la conseguente sussistenza di una situazione di "conflitto di interessi" per le società di *rating*. Da tale stato di fatto avrebbe peraltro trovato una conferma - come dichiarato dal presidente De Tilla nel corso del suo intervento nella seduta del 12 novembre 2008 - la validità del modello di autonomia normativa e gestionale riconosciuto attraverso la privatizzazione alle Casse di previdenza dei liberi professionisti, avendo consentito lo stesso il conseguimento di un maggior grado di responsabilità ed atteggiamenti abbastanza prudenziali nei piani di investimento effettuati. In tal senso si è anche inteso rilevare come da parte di alcune Casse vi sia anche stata - attraverso criteri stabiliti dagli organi elettivi - l'adozione di politiche di investimento finalizzate al conseguimento del rendimento programmato e con l'esclusione dall'*asset allocation* pianificato di determinati prodotti considerati a maggior rischio. Nell'ottica di rafforzamento di tale direttrice di condotta, l'auspicio formulato da parte dei rappresentanti dell'ADEPP (si veda in tal senso quanto riportato nel resoconto della seduta del 19 novembre 2008) è stato quindi quello di poter pervenire all'instaurazione di un sistema in cui gli ambiti di autonomia gestionale riconosciuti alle Casse si accompagnino ad un ruolo dello Stato che sia teso ad orientare le scelte di investimento verso un'attenta valutazione dei rischi in modo tale da poter garantire il rendimento del risparmio previdenziale in un'ottica di sostenibilità finanziaria di lungo periodo.

E' stato inoltre precisato che una tale attività di controllo e regolazione – fermo restando il riconoscimento della natura privata delle Casse – troverebbe in effetti una sua giustificazione nella particolare rilevanza delle funzioni demandate agli enti di previdenza dei liberi professionisti che, pur privatizzati nella gestione, assolvono a compiti di rilevo costituzionale con specifico riferimento all'articolo 38 della Costituzione.

Con riferimento al tema della sostenibilità finanziaria è stato inoltre ribadito che un elemento che incide negativamente sui rendimenti conseguiti è il persistere del regime della "doppia tassazione", ovvero la soggezione delle Casse privatizzate - al pari delle società di capitali - al cosiddetto sistema ETT (esenzione tassazione-tassazione), comportante una imposizione fiscale sia nella fase dell'investimento, che nella fase del pagamento dei trattamenti previdenziali. E' stata quindi evidenziata l'opportunità di prevedere un passaggio al sistema EET (esenzione-esenzione tassazione), con la conseguente possibilità di poter conseguire l'obiettivo di erogare migliori trattamenti previdenziali.

b) Confprofessioni

L'esigenza di addivenire ad una sinergia tra l'autonomia gestionale riconosciuta alle Casse privatizzate dal decreto legislativo n. 509 del 1994 e la definizione di indirizzi di controllo per le gestioni delle Casse private è stata oggetto di dibattito anche nel corso dell'audizione dei

rappresentanti della Confederazione sindacale italiana libere professioni (Confprofessioni), che costituisce la principale organizzazione dei liberi professionisti in Italia e alla quale aderiscono quindici sigle associative di settore. All'audizione dei rappresentanti della Confprofessioni, che si è svolta nella seduta del 22 settembre 2010, ha preso parte il presidente, Gaetano Stella, ed il coordinatore del comitato scientifico, Mauro Scarpellini.

Riguardo al corretto funzionamento dell'autonomia gestionale, la valutazione espressa dalla Confprofessioni è stata nel senso di rilevare una certa assenza di "coerenti linee di contenuto" da parte dell'azione governativa (segnatamente il Ministero del lavoro e delle politiche sociali) dal 1995 in poi. In particolare, si è inteso evidenziare anche da parte del presidente di Confprofessioni, la mancanza di un controllo preventivo tra l'obbligo di garantire le prestazioni pensionistiche nel lungo periodo e la "viscosità di certe forme di investimento mobiliare"; ciò in virtù del fatto che, nel quadro vigente, le normative ministeriali fissano il tetto dei rendimenti finanziari da inserire nel computo delle previsioni finanziarie di lungo periodo, non considerando e prescindendo - nel conseguimento degli stessi - dal tipo di investimenti effettuati. Sotto un tale aspetto, non si è mancato peraltro di esprimere un giudizio positivo sulle recenti linee di indirizzo assunte in seno alla Commissione europea che – attraverso le proposte presentate il 15 settembre dal Commissario per il Mercato interno e i servizi Michel Barnier – prevedono una riforma del mercato finanziario tesa ad una più stretta regolazione sulle vendite allo scoperto (*short selling*), sui *credit default swap* e sui derivati entro la fine del 2012; circostanza questa che ha rappresentato l'occasione per sottolineare l'esigenza di stabilire una normativa italiana specifica per la previdenza privata volta ad evitare la rischiosità di forme di investimento mobiliare più legate "alla speculazione" che all'assicurazione di prestazioni previdenziali a lungo termine.

Un altro elemento di criticità connesso alla salvaguardia della stabilità economico-finanziaria delle Casse dei professionisti nel loro complesso è stato indicato nelle variazioni che possono intervenire sul numero degli iscritti nelle diverse Casse a causa della mobilità demografico-professionale connessa all'andamento del mercato del lavoro e agli effetti delle modifiche sui titoli di studio; l'importanza relativa di tali variabili ha fatto esprimere alla Confprofessioni l'esigenza di dover pervenire ad un più organico assetto del sistema di previdenza dei liberi professionisti tale da poter garantire nel tempo - al sistema nel suo complesso e non alla singola Cassa - la propria stabilità e quindi la garanzia delle prestazioni previdenziali a scadenza. In particolare, è stato auspicato dai rappresentanti di Confprofessioni l'adozione di un "intervento legislativo non violento" che preveda delle tappe graduali di avvicinamento dei regimi previdenziali delle singole Casse, tale da poter pervenire ad un sistema strutturale "di vasi comunicanti" capace di fronteggiare eventuali *shock* di talune professioni e quindi della Cassa di riferimento.

c) Associazioni degli agenti e rappresentanti di commercio

La rilevanza della questione relativa alla detenzione nel portafoglio mobiliare dell'Enasarco di titoli *Anthracite* per 780 milioni di euro con garanzia della fallita banca *Lehman Brothers*, nonché l'esigenza di approfondire i successivi sviluppi della vicenda, ha fatto ritenere opportuno alla Commissione svolgere un'attività conoscitiva ad ampio raggio che ha coinvolto, oltre ai vertici istituzionali dell'ente, anche le varie associazioni sindacali rappresentative degli agenti di commercio.

Nella seduta del 15 settembre 2010 la Commissione ha audito i rappresentanti della Federazione autonoma degli agenti, subagenti, rappresentanti e intermediari di commercio e servizi in attività e pensionati (Federagenti-CISAL). Da parte degli stessi è stato sottolineato – nell'ambito di un più generale giudizio di non efficiente funzionamento dell'ente - che le scelte in materia finanziaria effettuate dall'Enasarco non appaiono condivisibili, sia in termini di soggetti coinvolti, sia in termini di sbilanciamento nei confronti di obbligazioni e *bond* strutturati rispetto ad altri investimenti ritenuti meno rischiosi e di maggiore rendimento; tale considerazione farebbe quindi ritenere necessario un rafforzamento del controllo da parte dei Ministeri competenti sulle scelte in

materia finanziaria degli enti previdenziali previsto dall'articolo 8, comma 15, della legge n. 122 del 2010 di conversione del decreto legge n. 78 del 2010.

Un altro aspetto che si è inteso evidenziare da parte dei rappresentanti della Federagenti è stato quello di ritenere "maturi" i tempi per verificare la possibilità di far confluire tutti i contributi versati obbligatoriamente presso l'Enasarco e l'INPS in un'unica gestione, prevedendo l'affidamento della stessa all'INPS in virtù della sua natura pubblica e della normativa pensionistica più equa; per ciò che concerne quest'ultimo profilo è stato infatti precisato che mentre l'INPS con l'entrata in vigore del sistema contributivo prevede la corresponsione di prestazioni anche con soli cinque anni di versamento, l'Enasarco, pur avendo adottato l'identico sistema contributivo, non eroga alcuna prestazione pensionistica a chi abbia versato meno di venti anni.

Va evidenziato che - sia relativamente alla prospettata ipotesi di confluenza dell'Enasarco nell'INPS, che ad una valutazione negativa sulla situazione attuale dell'ente - una posizione opposta è stata espressa dalle altre organizzazioni sindacali degli agenti di commercio. In tal senso nel corso della audizione dei rappresentanti della Federazione nazionale associazioni agenti e rappresentanti di commercio (F.N.A.A.R.C.) - svoltasi il 29 settembre 2010 congiuntamente a quella di rappresentanti dell'U.G.L. Terziario - il vicepresidente vicario, Antonio Franceschi, ha inteso portare a conoscenza della Commissione che da parte del consiglio di amministrazione dell'ente sarebbero allo studio delle modifiche al regolamento atte a garantire - sulla base delle indicazioni attuariali disponibili - la sostenibilità finanziaria e l'adeguatezza delle prestazioni oltre il limite dei trenta anni previsto per la redazione del bilancio tecnico e come una tale linea di indirizzo si muova nell'ambito di una gestione della fondazione ritenuta positiva. Tale giudizio positivo è stato riferito anche agli investimenti mobiliari, per i quali è stato riportato il dato relativo al bilancio consuntivo 2009 che evidenzierebbe, nel campo degli *asset* finanziari, il conseguimento di un saldo positivo di 59 milioni di euro con una prevalente riconversione dell'investimento - come è stato detto - in obbligazioni a basso profilo di rischio, fondi immobiliari e titoli strutturati con il fine di eliminare dal portafoglio titoli precedenti divenuti più rischiosi a seguito della crisi finanziaria.

Con particolare riferimento a quest'ultimo aspetto è stato puntualizzato che, pur essendo uno di questi titoli l'obbligazione *Anthracite*, ciò non ha tuttavia comportato un investimento in titoli della *Lehman Brothers*, avendo avuto quest'ultima solo una funzione di garanzia sul capitale investito.

Analoghe indicazioni sia di apprezzamento per l'attività svolta dal Consiglio di amministrazione in carica che di contrarietà ad una ipotesi di confluenza nell'INPS sono giunte anche da parte dei rappresentanti della Federazione italiana agenti e rappresentanti di commercio (FIARC) e dell'Unione sindacati agenti e rappresentanti di commercio italiani (USARCI), auditi nella seduta del 13 ottobre 2010. L'azione degli attuali organi di governo della Fondazione è stata difatti giudicata "in linea con il documento sottoscritto da tutte le organizzazioni sindacali di parte agente e di parte datoriale al Ministero del lavoro e delle politiche sociali al termine del commissariamento", come dichiarato dal presidente della FIARC Domenica Cominci, e tale da smentire "visioni catastrofiche" - secondo l'espressione utilizzata dal presidente dell'USARCI Umberto Mirizzi - che si intenderebbero riportare sull'ente. Con riferimento alla questione relativa al titolo *Anthracite*, da parte di ambedue le associazioni si è rimandato - al pari di quanto già asserito da parte del presidente della Fondazione, Brunetto Boco, nel corso della sua audizione del 14 ottobre 2009 - a quanto contenuto nel cosiddetto "Libro Bianco di *Anthracite*" che, acquisito dalla Commissione, è stato messo agli atti dell'indagine conoscitiva come comunicato nella seduta del 1° dicembre 2010.

Il ciclo di audizioni delle parti sociali si è concluso nella seduta del 17 novembre 2010, alla quale hanno preso parte i rappresentanti della FILCAMS-CGIL e UIL-TUCS. I primi, nel ritenere comunque utile la sopravvivenza dell'ENASARCO per le funzioni di previdenza complementare svolte, per quanto concerne la gestione finanziaria dell'Ente, non essendo presenti nel c.d.a., hanno manifestato soltanto il proprio apprezzamento per la regolare approvazione dei bilanci.