patrimoni e sugli investimenti, sulla scorta dell'esperienza del decreto ministeriale n. 703 del 1996. Tale eventualità - come è stato aggiunto - potrebbe peraltro rappresentare l'occasione per una rivisitazione del decreto stesso, al fine di integrare la portata delle previsioni ivi contenute riferendola anche ai prodotti finanziari di recente istituzione come, ad esempio, i titoli strutturati.

Il lavoro di controllo e monitoraggio sul patrimonio degli Enti previdenziali svolto dalla Direzione generale per le politiche previdenziali è consistito innanzitutto nel chiedere a tutte le Casse privatizzate di fornire dati dettagliati sul possesso diretto di titoli *Lehman Brothers*, fornendo il relativo valore nominale, la percentuale sul totale del patrimonio mobiliare dell'ente, nonché la percentuale sul totale del patrimonio complessivo. Sono stati inoltre richiesti dati circa la detenzione di titoli strutturati, relativamente ai quali le Casse hanno dovuto fornire le rispettive percentuali sia rispetto al proprio patrimonio mobiliare, sia rispetto al totale dello stesso.

In relazione alla detenzione di titoli *Lehman Brothers* - come già illustrato nel capitolo precedente - è emerso che il possesso in via diretta di tali titoli costituisce un fenomeno diffuso nel mondo delle Casse, ma comunque di portata economica complessiva limitata anche se alcune Casse sono risultate più esposte rispetto ad altre. Decisamente più complicata - a causa sia di una oggettiva difficoltà nella raccolta dei dati, sia della complessità del prodotto - è risultata essere la situazione relativa al possesso di titoli strutturati, detenuti in percentuale rilevante nei portafogli di molte Casse.

L'attività di monitoraggio - come riferito dal Ministro Sacconi - si é svolta attraverso una serie di incontri tecnici tra i referenti del Ministero del Lavoro e i rappresentanti di Banca d'Italia e del Ministero dell'Economia, al fine di programmare una più ampia attività ricognitiva sulla composizione delle riserve patrimoniali dei suddetti enti. In particolare, sono state predisposte delle tabelle-tipo, suddividendo il patrimonio immobiliare a seconda che sia gestito direttamente oppure attraverso fondi immobiliari. Per quanto riguarda il patrimonio mobiliare, le principali sottocategorie riguardano le obbligazioni, distinte in pubbliche e private, le azioni e le altre attività, voce nella quale sono raggruppati i fondi comuni di investimento, i derivati, le liquidità ed altri strumenti del mercato monetario.

Da una prima analisi dei dati relativi al 2008, emerge che il 70% del patrimonio degli enti *ex* d.lgs. n. 509/94 è impiegato in strumenti mobiliari, a fronte di oltre il 20% in immobili a gestione diretta. Nel 2009 le quote destinate ad investimenti finanziari rimangono pressoché costanti, mentre cala leggermente la quota di immobili gestiti direttamente a favore dei fondi immobiliari.

Relativamente agli enti *ex* d.lgs. n. 103/96, considerato che la maggior parte di essi non dispone di patrimonio immobiliare ad uso terzi, la quasi totalità del patrimonio è destinata a impieghi mobiliari. In particolare, nel biennio 2008-09, le obbligazioni costituiscono oltre il 50% degli investimenti.

Considerata dunque la consistenza del patrimonio mobiliare complessivo delle Casse dei professionisti e la specificità del ruolo che il rendimento del patrimonio svolge in un ente di previdenza che gestisce il risparmio previdenziale degli iscritti al fine di provvedere al pagamento delle pensioni attuali e future, appare fondamentale vigilare sull'impiego di tale componente del patrimonio.

Per tali ragioni risulterebbe necessario un attento esame da parte dei Ministeri vigilanti, oltre che alla luce dei criteri che attengono all'utilità previdenziale attesa e alla valutazione di rischiosità di tali titoli, anche alla luce del criterio di congruità della loro valutazione in bilancio, specialmente allorquando si registri un'assenza di una quotazione di mercato degli elementi che compongono i titoli cosiddetti strutturati.

E' stato poi sottolineato come già l'articolo 1, comma 763, della legge finanziaria per il 2007, prevedendo l'obbligo di presentazione dei bilanci tecnici - entro il 31 dicembre di ciascun

anno - da parte di tutte le Casse, con proiezioni di sostenibilità almeno trentennali, avesse già sostanzialmente introdotto un sistema atto a verificare sia la sostenibilità finanziaria del debito pensionistico futuro, sia la cosiddetta adeguatezza delle pensioni, attraverso una procedura, che - come ricordato dal professor Geroldi - è, allo stato attuale, in fase di prima attuazione. La precedente normativa, contenuta nel decreto legislativo n. 509 del 1994, prevedeva infatti il termine inferiore di 15 anni come periodo di riferimento dei bilanci tecnici. Successivamente, è stato emanato il decreto interministeriale di attuazione dell'articolo 1, comma 763, della legge finanziaria per il 2007 che ha ulteriormente esteso a 50 anni l'indicazione relativa all'arco temporale di riferimento dei bilanci tecnici, pur trattandosi, come è stato ricordato, di un'indicazione di massima.

Si è infatti sottolineato come anche in precedenza, quando il decreto legislativo n. 509 del 1994 prevedeva un termine prescrittivo di 15 anni, si faceva riferimento ad un periodo più lungo: infatti, le Casse presentavano bilanci tecnici con proiezioni su un periodo di 40 anni. Anche in tal caso avviene la stessa cosa: "l'indicazione per i segnali di strutturalità delle dinamiche maggiori è prolungata fino a 50 anni; tuttavia, il termine prescrittivo in base al quale può essere eccepita la non sostenibilità finanziaria o sociale rimane quello di 30 anni, come prevede la norma primaria".

I bilanci tecnici consentono di verificare periodicamente la congruenza finanziaria delle gestioni delle Casse al fine di onorare l'impegno di garantire le pensioni di base, di primo pilastro, per tutte le categorie professionali, alcune delle quali ormai cominciano ad avere un numero piuttosto elevato di iscritti. Nel caso delle Casse la sostenibilità è data dall'equilibrio tra contributi e prestazioni, ma anche dalla redditività del patrimonio, che è stato assunto negli stessi bilanci tecnici come garanzia di efficacia e di sostenibilità delle riforme adottate. Sulla redditività del patrimonio quello che è accaduto con gli investimenti mobiliari a rischio ha messo in serio pericolo la stabilità gestionale di lungo periodo.

A tale proposito è stata evidenziata - da parte del Presidente del Nucleo di valutazione della spesa previdenziale, Alberto Brambilla - l'opportunità di individuare modalità più omogenee nella redazione dei bilanci tecnici, con particolare riferimento alla determinazione del tasso di rendimento di lungo periodo sul patrimonio gestito, per il quale un calcolo prudenziale consentirebbe una migliore pianificazione nell'adozione di misure atte a perseguire la stabilità finanziaria di lungo termine.

Nel corso dell'audizione del Ministro del lavoro e delle politiche sociali, senatore Maurizio Sacconi, svoltasi il 1° dicembre 2010, sono stati meglio specificati i criteri di redazione dei bilanci tecnici di cui al decreto interministeriale 29.11.2007, contenuti nella circolare del Ministero del lavoro del 16 marzo 2010. In particolare, in relazione ai criteri per la definizione del tasso di rendimento del patrimonio nel bilancio tecnico, si è rilevato come sia il criterio di prudenzialità richiamato dal decreto del 2007, sia l'attuale situazione dei mercati finanziari, suggeriscano l'adozione di un tasso di rendimento del patrimonio sensibilmente inferiore al limite massimo del 3 per cento, rappresentato dal tasso di interesse adottato per la proiezione del debito pubblico nel medio e lungo periodo.

Si è poi ricordato come, allo stato attuale, siano in fase di trasmissione al Ministero del lavoro i bilanci tecnici riferiti al triennio successivo 2006-2009, per i quali si assume quale base contabile il bilancio consuntivo alla data del 31 dicembre 2009 e il termine per la loro presentazione sia stato fissato al 30 novembre 2010. Inoltre, al fine dello svolgimento dell'attività di vigilanza tecnico-finanziaria presso il Ministero del lavoro, si sono tenute nel 2009 le conferenze di servizi per la definizione della procedura amministrativa finalizzata al referto d'intesa sul bilancio tecnico, cui hanno partecipato i ministeri competenti ad esercitare la vigilanza.

Il tema dei controlli sugli investimenti delle Casse è stato posto in varie occasioni dai componenti la Commissione nel corso delle audizioni svolte con i rappresentanti del Governo. Alla luce di quanto accaduto relativamente alla vicenda *Lehman Brothers* tutti hanno concordato sulla necessità di una loro più puntuale definizione, compatibilmente con l'autonomia delle Casse. Soprattutto si é rilevata la necessità di elevare il livello dei controlli e delle responsabilità, senza

parcellizzarli all'infinito. Occorre in sostanza giungere ad un tipo di controllo sulla gestione delle Casse previdenziali razionalizzando il relativo sistema. Allo stato attuale, infatti, le Casse dei professionisti sono controllate dai singoli Ministeri vigilanti, dalla Corte dei conti nonché dalla Commissione bicamerale sotto profili diversi ma complementari.

La Commissione, nel corso della XIV legislatura, ipotizzava l'affidamento dei controlli sulle Casse ad un'autorità esterna, ma indipendente, che al contempo relazionasse al Parlamento e che svolgesse come funzione primaria il controllo per la previdenza di primo pilastro, senza commistioni tra i due tipi di controllo - per la previdenza complementare e per quella primaria - che toccano ambiti completamente diversi (Doc. XVII-*bis*, n. 10).

In particolare, si era posta la questione circa l'eventuale affidamento alla COVIP - organismo che vigila sulla previdenza complementare ed in particolare sui Fondi pensione - del compito di vigilanza sulle scelte di portafoglio delle Casse. Tale ipotesi sembrava essere infatti contenuta nella bozza di un disegno di legge del Governo. Al riguardo i commissari si erano posti il problema circa l'opportunità di affidare ad un unico organismo il controllo sia della previdenza complementare, sia della previdenza primaria delle Casse di previdenza.

A tale quesito il professor Geroldi - in veste di Direttore generale per le politiche previdenziali del Ministero del lavoro - ha risposto di non poter entrare nel merito di un'eventuale scelta politica su ipotesi di eventuale riassegnazione di compiti di vigilanza, pur essendo a conoscenza dell'intenzione di coinvolgere la COVIP.

"Il problema - come rilevato - probabilmente è come coinvolgerla e avere una corretta conoscenza delle competenze attuali e di quelle future. La COVIP ha controllato la previdenza complementare; ha controllato i portafogli non nel merito del rischio, bensì in base al decreto ministeriale n. 703 del 1996, che non si basa su parametri di rischio, ma su parametri *benchmarking*, che sostanzialmente vuol dire avere dei punti di riferimento per i rendimenti, in modo che non si scostino più di tanto da un rendimento prefissato sulla base della composizione di portafoglio. È una cosa completamente diversa dalle analisi sui rischi del portafoglio".

Con particolare riferimento ai controlli da ultimo introdotti sulle operazioni gestionali delle Casse di previdenza, il Ministro del Lavoro, si è soffermato sull'impatto della manovra 2010 e nello specifico sulla previsione di cui all'articolo 8, comma 15, della legge n. 122 del 2010 di conversione del decreto-legge n. 78 del 2010 che, anche al fine di assicurare la sostenibilità finanziaria delle operazioni poste in essere dalle Casse, prevede che: "*le operazioni di acquisto e vendita di immobili da parte degli enti pubblici e privati che gestiscono forme obbligatorie di assistenza e previdenza, nonché le operazioni di utilizzo da parte degli stessi enti delle somme rivenienti dall'alienazione di immobili o delle quote di fondi immobiliari, sono subordinate alla verifica del rispetto dei saldi strutturali di finanza pubblica, da attuarsi con decreto di natura non regolamentare del Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro del lavoro e delle politiche sociali*". Tale norma richiede quindi la preventiva autorizzazione al fine del rispetto dei saldi strutturali di finanza pubblica, delle operazioni di acquisto e vendita immobiliare, nonché di quelle concernenti il reimpiego delle somme derivanti da dette operazioni.

Come sottolineato nel corso dell'audizione, per il monitoraggio dei saldi di finanza pubblica particolare attenzione viene rivolta all'impiego delle somme derivanti da tali vendite, che qualora venissero utilizzate per pagamenti correnti o acquisti diretti di immobili comporterebbero un peggioramento dei saldi strutturali di finanza pubblica.

Sempre in relazione alle predette disposizioni dettate dal decreto-legge n. 78, sono stati adottati dal Ministero del lavoro, d'intesa con il Ministero dell'economia e delle finanze, una direttiva e un decreto interministeriale che definiscono i criteri generali cui si dovranno ispirare gli Enti previdenziali pubblici e privati nell'assumere decisioni in merito all'investimento dei fondi disponibili e alla gestione del patrimonio accumulato, attraverso specifiche previsioni nell'ambito dei propri regolamenti.

In particolare, i criteri riguardano: l'individuazione e l'utilizzo sistematico di un'analisi del rischio e, ove possibile, di adeguati indicatori del livello di rischio nella valutazione delle opportunità di investimento e delle operazioni di disinvestimento; la massima trasparenza e pubblicità sui criteri di selezione degli investimenti e dei soggetti coinvolti nelle relative operazioni e sui relativi risultati gestionali; l'adozione di misure volte a minimizzare e gestire le diverse tipologie di rischio e a garantire il corretto svolgimento del mandato gestorio al fine di prevenire ed eliminare potenziali conflitti di interesse.

Inoltre, come sottolineato dal ministro Sacconi, è in corso di perfezionamento l'*iter* di emanazione del decreto interministeriale quadro del 10 novembre 2010 che prevede, al fine di conciliare la garanzia di autonomia nelle scelte gestionali di tali Enti con l'esigenza di verifica del rispetto dei saldi strutturali di finanza pubblica prevista dalla legge, la presentazione da parte delle Casse di un piano di investimenti triennale, che deve essere comunicato entro il 30 novembre di ogni anno al Ministero dell'economia e al Ministero del lavoro; in fase di prima applicazione il termine è fissato al 31 gennaio 2011.

Il piano deve evidenziare l'ammontare dell'operazione di acquisto e di vendita degli immobili, di cessione delle quote di fondi immobiliari, nonché delle operazioni di utilizzo delle disponibilità liquide provenienti dalla vendita di immobili o la cessione di quote di fondi immobiliari; il piano viene allegato al bilancio tecnico (ed entro il 30 giugno di ogni anno gli enti comunicano eventuali aggiornamenti dello stesso) ed è approvato entro 30 giorni dalla presentazione con decreto del MEF, di concerto con il Ministero del lavoro.

Si precisa altresì che, per ragioni di efficienza e speditezza, non sono oggetto di approvazione, bensì di mera comunicazione ai ministeri vigilanti che, entro 30 giorni, possono formulare eventuali osservazioni al riguardo, le operazioni che non hanno impatto sui saldi strutturali di finanza pubblica (tra esse, la sottoscrizione di titoli pubblici, la sottoscrizione di quote di fondi immobiliari o la costituzione di fondi immobiliari, la vendita diretta di immobili a privati, la vendita diretta di immobili da ente o cassa previdenziale ad ente o cassa previdenziale o ente della PA). In tali casi, trascorso il termine di 30 giorni, vale il principio del silenzio-assenso.

Infine, è stata valutata positivamente da parte del Ministro la disponibilità delle Casse alle iniziative relative al *Social Housing*, seppure condizionata ad una garanzia di effettiva redditività dell'investimento, coerentemente con quanto promosso con il Piano Casa approvato con il decreto del Presidente del Consiglio dei ministri nel luglio 2009.

Considerazioni conclusive

L'indagine conoscitiva, avviata dalla Commissione nel novembre 2008 e conclusa nel dicembre 2010, ha permesso di verificare la reale esposizione finanziaria delle Casse di previdenza dei professionisti in merito alla detenzione di titoli e prodotti finanziari ad alto rischio e le relative conseguenze sui bilanci.

La recente crisi internazionale dei mercati finanziari ha infatti colpito anche gli investimenti mobiliari delle Casse privatizzate, esponendole a consistenti perdite patrimoniali e mettendo a rischio in alcuni casi la sostenibilità del sistema previdenziale nel medio e nel lungo periodo.

In base all'analisi svolta e ai dati raccolti dal Ministero del Lavoro e delle politiche sociali nell'attività di monitoraggio e di vigilanza tecnico-finanziaria sul patrimonio degli enti previdenziali privati è emerso che il possesso in via diretta di titoli *Lehman Brothers* costituisce un fenomeno diffuso, ma comunque di portata economica complessiva limitata, rappresentando lo 0,5% circa del patrimonio mobiliare totale, che ammonta complessivamente a circa 24 miliardi di euro, e lo 0,3% del patrimonio totale delle Casse. Il valore nominale dei titoli ad emissione diretta o facenti riferimento all'area *Lehman* è di circa 125 milioni di euro.

Le Casse risultate maggiormente esposte in forma diretta alla crisi della banca d'affari statunitense sono: l'Ente di previdenza dei veterinari (Enpav), con una percentuale pari al 6,4% del patrimonio mobiliare; l'Opera nazionale assistenza orfani sanitari italiani (Onaosi), con una

percentuale pari al 5,6%; ed, infine, l'Ente nazionale di previdenza per gli addetti e impiegati in agricoltura (Enpaia), con una percentuale pari al 5,5%.

Decisamente più complessa è risultata essere la situazione relativa al possesso di titoli strutturati, che costituiscono, in base ai dati raccolti, circa il 13% del patrimonio mobiliare complessivo delle Casse di previdenza dei liberi professionisti e circa l'8,6% del totale del patrimonio. Ci sono Casse, infatti, i cui portafogli presentano una rilevante percentuale di titoli strutturati: a fronte del dato medio poc'anzi ricordato, si arriva fino a punte del 30% circa per l'Ente di previdenza dei veterinari (Enpav) e per l'Ente pluricategoriale (Epap), sino a raggiungere il valore massimo del 50% per la Fondazione degli agenti e rappresentanti di commercio (Enasarco).

La Commissione, nel valutare la composizione dei portafogli mobiliari delle Casse, ha sempre tenuto presente che il fine primario della sostenibilità dei bilanci è quello di garantire agli iscritti le prestazioni pensionistiche.

In tal senso, si ritiene che l'utilizzo di strumenti finanziari cosiddetti innovativi, quali i titoli derivati o strutturati, può conseguire solo da una effettiva valutazione del ruolo e della finalità previdenziale con cui sono utilizzati nel portafoglio, finalità che spesso viene individuata in una non meglio precisata e precisabile "attività di copertura", laddove, invece, risulta evidente la speranza di guadagno connessa ad una pura "scommessa speculativa".

Si ritiene pertanto opportuna, da parte di chi é intenzionato ad utilizzare tali strumenti finanziari, oltre che una adeguata competenza anche un'attenta valutazione del rischio di massima perdita che ne può derivare. E' infatti necessario che gli strumenti finanziari innovativi non servano a coprire perdite già acquisite, con il rischio di un effetto amplificativo.

Sono stati altresì rilevati nel corso dell'indagine taluni casi di scarsa trasparenza nella gestione, sia in merito agli aspetti contabili, sia in merito all'attendibilità delle valutazioni prospettiche fornite dai bilanci attuariali e non sempre sono state fornite risposte convincenti alle richieste di chiarimento in merito ad investimenti su strumenti finanziari rischiosi da parte degli amministratori delle Casse.

Proprio al fine di garantire un maggior livello di trasparenza, la Commissione ha invitato tutte le Casse ad inserire sui propri siti *internet* sia i rispettivi dati di bilancio, sia le relazioni degli organi di vigilanza.

Come è ovvio, la Commissione ha valutato positivamente i comportamenti di quegli Enti che, di fronte alle turbolenze dei mercati finanziari, hanno optato per scelte di investimento meno rischiose, riducendo la componente azionaria del portafoglio mobiliare e quindi optando chiaramente nella scelta tra rischio e rendimento a favore di una riduzione del primo con una conseguente correlata riduzione del secondo. Tra le Casse meno esposte in tal senso si ricordano l'Istituto nazionale di previdenza dei giornalisti italiani (INPGI) e la Cassa nazionale del notariato.

Pur nella consapevolezza che le scelte di investimento delle Casse di previdenza dei liberi professionisti sono adottate in piena autonomia dai rispettivi consigli di amministrazione, la Commissione ha comunque accertato che molte delle Casse coinvolte in scelte finanziarie altamente rischiose avevano come referenti i medesimi *advisors*. E, seppure il giudizio sull'operato di tali società di consulenza finanziaria sia stato formulato *ex post* in base ai rendimenti ottenuti ovvero alle perdite subite, la gran parte delle Casse ha preferito sostituire tali *advisors*.

La Commissione ha potuto altresì verificare che non necessariamente la componente mobiliare del patrimonio fornisce il rendimento maggiore: risultano, infatti, significativi esempi di gestione immobiliare con redditività superiore. La componente immobiliare, laddove ben gestita, può costituire pertanto una valida alternativa di investimento, con rilevante "efficacia difensiva" nei momenti di turbolenza dei mercati finanziari, e non necessariamente penalizzante in termini di rendimento. Appare opportuno rilevare che l'evidente maggiore difficoltà di liquidabilità di tale componente non deve costituire un disincentivo al suo utilizzo, in quanto la dinamica della spesa di un Ente previdenziale risulta abbastanza prevedibile su orizzonti temporali di medio periodo: sono

pertanto attuabili strategie di investimento che tengano conto della tempistica delle "uscite" per pagare le prestazioni pensionistiche.

In tema di controlli sulla gestione dei patrimoni delle Casse di previdenza dei professionisti, si ricorda inoltre che è stata definita di recente, in attuazione di quanto prescritto nella manovra finanziaria 2010, una nuova disciplina che definisce, da un lato, controlli leggeri sulle singole operazioni di acquisto o di vendita di beni immobili, con la previsione di una mera comunicazione seguita dal silenzio-assenso; e, dall'altro, controlli più incisivi sulle operazioni di vendita/acquisto di masse immobiliari, attraverso la predisposizione di un piano di investimenti triennale da sottoporre alla verifica dei ministeri competenti.

Inoltre, sempre in relazione alle predette disposizioni recate nella manovra finanziaria 2010, è in corso di adozione da parte del Ministero del lavoro, d'intesa con il Ministero dell'Economia, una direttiva che definisce i criteri generali cui si dovranno ispirare gli Enti previdenziali pubblici e privati nell'assumere decisioni in merito all'investimento dei fondi disponibili e alla gestione del patrimonio accumulato attraverso specifiche previsioni nell'ambito dei propri regolamenti di criteri relativi: all'analisi del rischio in materia di investimenti; alla massima trasparenza e pubblicità sui criteri di selezione degli stessi e sui relativi risultati gestionali; all'adozione di misure volte a minimizzare e gestire le diverse tipologie di rischio e a garantire il corretto svolgimento del mandato gestorio, al fine di prevenire ed eliminare potenziali perdite e conflitti di interesse.

In materia di controllo sulla gestione finanziaria, si potrebbe pensare in prospettiva di affidarlo ad un organismo terzo indipendente, come un'*Authority*, con funzioni regolatorie compatibili sia con l'autonomia riconosciuta alle Casse dei professionisti, sia con l'esigenza di garantire la sostenibilità finanziaria di lungo periodo. Si ritiene che una decisione in tal senso spetti comunque all'Esecutivo.

Infine, il perseguimento di una maggiore efficienza gestionale sembrerebbe suggerire - così come evidenziato dai rappresentanti dell'ADEPP – l'opportunità di promuovere il rapporto di sinergia e scambio di conoscenze tra le Casse in materia di investimenti finanziari adeguati, anche ipotizzando - attraverso accordi di tipo consortile - la creazione di gestioni comuni di *know how*. In tale ottica, si ritiene peraltro di non poter escludere a priori la possibilità di piani di fusione o di accorpamento tra Casse, laddove sussistano sia la garanzia di sostenibilità finanziaria - meglio se correlata alla piena compatibilità delle attività professionali gestite - sia una esplicita manifestazione di volontà espressa in tal senso dalle Casse medesime.