

BOLLETTINO NOTIZIARIO

ANNO XLIII - DOSSIER 1/2012



CONFERENZA

La Cassa previdenziale dei Medici alla prova dei nuovi vincoli normativi:

La gestione del patrimonio finalizzata all'erogazione delle pensioni e delle prestazioni previdenziali. Prospettive

28 Gennaio 2012

presso la sede dell'Ordine Provinciale dei Medici Chirurghi e degli Odontoiatri di Bologna - Via Zaccherini Alvisi 4



BOLLETTINO NOTIZIARIO



**ORGANO UFFICIALE
DELL'ORDINE
DEI MEDICI CHIRURGHI
E DEGLI ODONTOIATRI
DI BOLOGNA**

DIRETTORE RESPONSABILE

Dott. Paolo Roberti di Sarsina

DIRETTORE DI REDAZIONE

Dott. Luigi Bagnoli

COMITATO DI REDAZIONE

Dott. Pietro Abbati

Dott. Massimo Balbi

Dott. Carlo D'Achille

Dott. Andrea Dugato

Dott. Flavio Lambertini

Dott. Sebastiano Pantaleoni

Dott. Stefano Rubini

Dott.ssa Patrizia Stancari

I Colleghi sono invitati a collaborare alla realizzazione del Bollettino. Gli articoli, seguendo le norme editoriali pubblicate in ultima pagina, saranno pubblicati a giudizio del Comitato di redazione.

Pubblicazione Mensile

Spedizione in A.P. - 45%

art. 2 comma 20/b - legge 662/96

Filiale di Bologna

Autorizzazione Tribunale di Bologna

n. 3194 del 21 marzo 1966

Editore: Ordine Medici Chirurghi ed
Odontoiatri Provincia di Bologna

Fotocomposizione e stampa:
Renografica - Bologna

Direzione, redazione e amministrazione:
via Zaccherini Alvisi, 4 - Bologna
Tel. 051 399745

www.odmbologna.it

DOSSIER 1/2012

Ordine Provinciale dei Medici-Chirurghi ed Odontoiatri di Bologna

• • •

Presidente:
Dott. Giancarlo Pizza

CONFERENZA

**La Cassa previdenziale dei Medici
alla prova dei nuovi vincoli normativi:**

**“La gestione del patrimonio finalizzata
all'erogazione delle pensioni
e delle prestazioni previdenziali. Prospettive”**

28 Gennaio 2012

**presso la sede dell'ordine Provinciale dei Medici Chirurghi
e degli Odontoiatri di Bologna - Via Zaccherini Alvisi 4**

Sono intervenuti:

Dott. G. Pizza, Presidente dell'Ordine dei Medici della Provincia di Bologna

Dott. E. Corsini, Dottore Commercialista e Revisore dei conti

Dott. G. Gallazzi, Presidente e Amministratore Delegato di SRI Capital Advisers Ltd

Prof. M. Marzo, Professore associato presso l'Università di Bologna Alma Mater Studiorum



PROGRAMMA

9:30

DOTT. GIANCARLO PIZZA

Presidente dell'Ordine dei Medici della Provincia di Bologna

Saluti e Introduzione: ENPAM: le ragioni di un Convegno

9:45

DOTT. ENRICO CORSINI

Dottore Commercialista e Revisore dei conti

La revisione dei conti nelle Fondazioni di Previdenza:

compiti e responsabilità tra interesse categoriale, pubblico e controlli governativi

10:30

DOTT. GIULIO GALLAZZI

Presidente e Amministratore Delegato di SRI Capital Advisers Ltd

ENPAM: Il futuro delle prestazioni previdenziali alla prova dei nuovi vincoli normativi.

Prospettive e limiti di sostenibilità

11:15

Coffee break

11:30

PROF. MASSIMILIANO MARZO

Professore associato presso l'Università di Bologna Alma Mater Studiorum

Opportunità e vantaggi di una previdenza integrativa: risk advisory e asset allocation advisory nella gestione di un piano previdenziale integrativo

12:45

Dibattito e chiusura lavori

13:30

Pranzo

INTRODUZIONE - Le ragioni di un Convegno

Perché siamo qui oggi? Perché l'Ordine di Bologna si è occupato di ENPAM. L'Ordine è stato allarmato da una dichiarazione di perdite consistenti in campo mobiliare e da dichiarazioni del Collegio dei Revisori dei Conti che hanno invitato a controllare con ogni mezzo bilancio e investimenti. Perdite dovute a investimenti mobiliari, come poteva capitare anche ad altri ovviamente, ma è stato chiesto a tutti i Consiglieri Nazionali di vigilare con ogni mezzo sulla gestione del patrimonio. Allora parve strano che coloro che hanno l'obbligo statutario di controllare i conti e i bilanci invitassero, diciamo, l'organo politico, il Consiglio Nazionale, a controllare con ogni mezzo la situazione contabile. Ovviamente noi medici non abbiamo gli strumenti tecnici per un tale compito. È già difficile fare il medico e pare che non sempre lo facciamo bene, se si deve dare retta alle segnalazioni della cosiddetta "malasanità".

Quindi ci siamo avvalsi di competenze, prima del dott. Enrico Corsini e poi del dott. Giulio Gallazzi, per poter entrare nel merito. I risultati di queste analisi vi sono note perché comunicate nei vari Consigli Nazionali oltre che inviati presso le sedi ordinistiche e dunque non li ripeterò in questa sede.

Poi sono intervenute delle modifiche di leggi importanti che pretendono che le casse di previdenza facciano delle proiezioni fino a cinquant'anni. Dalla richiesta di proiezione a 15 anni nell'arco di qualche anno si è passati a richieste con obbligo a 30 anni con proiezioni a 50 e se entro il 30 giugno di quest'anno le casse di previdenza non si organizzano per avere dei bilanci tali da garantire la pensione nell'arco di 50 anni scattano una serie di normative.

Naturalmente è comprensibile che si chiedi un allungamento nel tempo così importante perché nel momento in cui si obbligano i medici a versare danari in casse pensionistiche per 40 anni, almeno vi è certezza che, una volta raggiunta l'età per andare in pensione, questa sia garantita per almeno 10 anni. Comunque non sarò io a parlarvi di queste cose: ne parleranno gli esperti invitati che ringrazio ancora una volta di essere qui.

L'obiettivo di questa riunione è quello di guardare a fondo le nostre cose perché le pensioni rappresentano la sicurezza di chi ha lavorato una vita ed è fondamentale, per chi vive anche nell'attesa del meritato riposo, vedere che quanto si versa frutti adeguatamente proprio per garantire una tranquilla vita da pensionato, visto che l'ENPAM non ha la copertura della fiscalità generale. Controllare dunque che quanto investito nelle fondazioni frutti adeguatamente per la preservazione del capitale è di estrema importanza e non può che avvenire nella trasparenza e nella chiarezza degli intenti.

Chiediamo trasparenza – come dice qualcuno non ce n'è mai abbastanza – e ne abbiamo avuto le prove anche recentemente visto che la richiesta documentazione relativa a consistenti investimenti immobiliari ci è stata negata con motivazioni difficilmente comprensibili dal senso comune. Infatti ci si dice che non ci vengono date perché chi le produce non vuole porle a disposizione: ci chiediamo allora se certi acquisti vengono fatti senza avere la chiara consapevolezza di quanto si sta decidendo visto che non si può accedere alla perizia su cui si fonda la decisione.

Ma io mi fermo qui e cedo la parola al dottor Enrico Corsini, che è l'esperto economista di cui per primo mi sono avvalso per l'analisi dei bilanci dell'ENPAM, e che gravita intorno allo studio dell'avvocato Alberto Santoli contrattualizzato con l'Ordine.

Quindi chiedo al dott. Corsini di sostituirsi al podio. Vi anticipo che tutto quello che diremo verrà registrato per farne un Dossier che verrà distribuito a tutti gli Ordini perché questa è una riunione in casa nostra e parliamo tra di noi, qui ci sono tutti e tutti sono portatori di interessi.

Siamo particolarmente lieti della presenza del Tenente Colonnello Ruocco dell'Arma dei Carabinieri che ha accolto il nostro invito.

DOTT. ENRICO CORSINI

COMPITI E RESPONSABILITÀ DEL COLLEGIO DEI REVISORI

La puntuale revisione dei conti in un ambito previdenziale

Il Collegio sindacale, in ambito privatistico, rappresenta l'organo di controllo delle società e degli enti e ha il compito di vigilare sull'attività degli amministratori e controllare che la gestione e l'amministrazione della società e degli Enti si svolgono nel rispetto della Legge e dello Statuto.

In ambito pubblicistico, il Collegio sindacale che viene definito Collegio dei revisori dei conti svolge oltre l'attività di vigilanza e controllo sulla regolarità contabile dell'Ente anche l'attività di collaborazione con gli organi istituzionali dell'Ente.

In particolare, il Collegio dei revisori dei conti esprime pareri sulla proposta di Bilancio di previsione e sulle variazioni del Bilancio di previsione e predispose la relazione sulla proposta di deliberazione del rendiconto della gestione o consuntivo; il Collegio Sindacale riferisce della propria attività mediante la relazione al progetto di Bilancio o Consuntivo presentato ai soci per l'approvazione.

La normativa di riferimento per il Collegio Sindacale è il Codice Civile (art. 2397 e seguenti), mentre per il Collegio dei Revisori dei conti è il Testo unico degli enti locali (Dlgs 267/2000 artt. 234 e seguenti).

Il Collegio sindacale di Enti quali l'ENPAM, di cui si dirà nel prosieguo, ha delle competenze che fanno riferimento a norme del Codice Civile ma nel contempo svolge funzioni tipiche dei revisori dei conti in ambito pubblicistico (ad esempio parere sul bilancio di previsione e variazioni di bilancio non presenti in ambito privato).

1. PREMESSA

L'art. 1 del decreto legislativo n. 509 del 30/09/1994 ha statuito che gli enti (di previdenza) riportati in un elenco allegato, tra i quali è inserita anche l'ENPAM, sono trasformati, a decorrere dal 1 gennaio 1995 in associazioni o in fondazioni con deliberazione dei competenti organi.

L'articolo 2 del citato decreto stabilisce che gli enti trasformati continuano a sussistere come **enti senza scopo di lucro** e assumono personalità giuridica di diritto privato.

Infine l'articolo 3 decreta che le associazioni o fondazioni hanno autonomia gestionale, organizzativa e contabile nel rispetto dei principi stabiliti dal presente articolo e nei limiti fissati dalle disposizioni del decreto in relazione alla **natura pubblica** dell'attività svolta.

Si discute ormai da anni intorno alla qualificazione pubblica o privata delle casse privatizzate: l'ordinamento non sempre chiarisce esplicitamente la natura pubblica di un soggetto, cosicché si rende necessario addivenire, in via interpretativa, ad una corretta qualificazione.

Quest'ultima ha, peraltro, rilevanti implicazioni pratiche in materia di contratti (applicazione del codice dei contratti - Dlgs 163/2006 - in materia di personale, di spesa, ecc.) ed anche sulla funzione di controllo da parte del Collegio Sindacale.

L'ENPAM da sempre sostiene la natura privata della Fondazione ed indirettamente anche il TAR del Lazio con sentenza 224 del 11/01/2012, a proposito dell'inclusione delle casse privatizzate nell'elenco Istat delle amministrazioni pubbliche, afferma che le casse di previdenza private non pesano sulla spesa pubblica.

Senza entrare nel merito sulla natura dell'Ente, preme sottolineare che la funzione previdenziale è costituzionalmente garantita e lo Stato non è gestore ed erogatore diretto dei servizi ma assume il ruolo di regolatore e svolge un'attività di vigilanza.

L'autonomia riconosciuta dal citato decreto all'ENPAM deve essere funzionale ad una precisa e puntuale esigenza di sostenibilità finanziaria nel lungo periodo.

2. L'ENPAM

L'ENPAM è una fondazione senza scopo di lucro e con personalità giuridica di diritto privato (art. 1 dello Statuto dell'Ente).

L'Ente, ai sensi dell'articolo 2 dello Statuto, "ha lo scopo di attuare la previdenza e l'assistenza a favore degli iscritti, dei loro familiari e superstiti, secondo quanto previsto dai regolamenti deliberati dall'Ente medesimo ed approvati dalle autorità di vigilanza".

Il patrimonio dell'Ente è costituito dai beni immobili e mobili e dai valori in genere di proprietà dell'Ente. L'articolo 10 dello Statuto stabilisce che organi dell'Ente sono:

1. Il Consiglio Nazionale;
2. Il Consiglio di Amministrazione;

3. Il Comitato esecutivo;
4. Il Presidente;
5. Il Collegio dei sindaci.

Il citato decreto legislativo 509 del 1994 stabilisce che i rendiconti annuali sono sottoposti a revisione contabile indipendente e a certificazione da parte di una società di revisione (Dlgs n. 88 del 1992).

3. COLLEGIO SINDACALE

L'articolo 22 dello Statuto statuisce che il Collegio dei sindaci è costituito da:

- a) tre sindaci eletti dal Consiglio Nazionale;
- b) uno designato dal Ministero Lavoro, con funzioni di Presidente;
- c) uno designato dal Ministero del Tesoro.

I tre sindaci nominati dal Consiglio Nazionale sono scelti tra gli iscritti all'Ente e sono considerati in possesso di requisiti di competenza e professionalità qualora abbiano svolto presso enti pubblici o privati funzioni di tesoriere o funzioni di vigilanza, controllo o revisione della contabilità di amministrazione.

Il comma 3 dell'articolo 22 stabilisce che i sindaci esercitano le funzioni di cui all'articolo 2403 e seguenti del Codice Civile; debbono intervenire alle riunioni del Consiglio di Amministrazione e possono partecipare a quelle del Consiglio Nazionale e a quelle del Comitato esecutivo.

I sindaci durano in carica quanto i componenti del Consiglio di Amministrazione (quindi 5 anni) e come questi possono essere riconfermati.

Conseguentemente i doveri e le funzioni del Collegio sindacale dell'Ente sono quelli fissati dal Codice Civile alla stessa stregua delle società lucrative. Il Collegio sindacale dell'Ente correttamente, però, esprime pareri sul progetto di Bilancio di previsione e sulle variazioni di Bilancio che sono compiti "tipici" dei revisori dei conti di enti pubblici e completamente assenti in ambito privatistico. Ne consegue che i compiti del Collegio sindacale dell'Ente sono maggiori di quelli dello stesso organo in una società privata e fanno riferimento anche norme e principi in ambito pubblicistico. La natura ibrida dell'organo si può, altresì, rilevare anche dal parere del Collegio sindacale al Bilancio di previsione 2012 dell'Ente dove raccomanda "di contenere le spese di consulenza entro i limiti di legge (Legge 30/07/2010 n. 122), valorizzando le professionalità interne". La legge n. 122/2010, cui fa riferimento il Collegio sindacale è applicabile alle amministrazioni pubbliche e, quindi, si presume che secondo lo stesso, contrariamente al pensiero del Consiglio di Amministrazione, le norme sul contenimento della spesa pubblica ed anche sugli investimenti si applicano anche all'ENPAM.

Al Collegio sindacale è stata attribuita anche la funzione di controllo contabile ex art. 2409 ter del Codice Civile. Conseguentemente la revisione contabile è svolta sia dal Collegio sindacale che dalla società di revisione nominata dall'Ente.

3.1 Doveri del Collegio sindacale

I doveri del Collegio sindacale, previsti nell'articolo 2403 del Codice Civile, comprendono vigilanza sull'osservanza della Legge e dello Statuto, sul rispetto dei principi di corretta amministrazione ed, in particolare sull'adeguatezza dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato dall'Ente e sul suo concreto funzionamento.

Nell'attività di vigilanza il Collegio deve applicare una modalità di selezione dei controlli basata su identificazione e valutazione dei rischi con modalità adeguate alle dimensioni ed alle altre caratteristiche dell'Ente assoggettato al controllo.

Il Collegio, se del caso, deve richiedere all'organo amministrativo l'attuazione di opportune azioni di miglioramento al fine di eliminare i rischi o, quantomeno ridurli ad un livello accettabile. Nel caso in cui le azioni non siano ritenute sufficienti il Collegio adotta le iniziative previste dalla legge per la rimozione delle violazioni.

I sindaci devono vigilare sull'osservanza della legge e dello statuto.

Rientra in tale ambito la verifica che il Collegio sindacale dovrà effettuare nel corso del 2012 sul rispetto da parte dell'Ente della disposizione prevista dall'art. 24, comma 24 del DL n. 201/2011, convertito in Legge n. 214/2011 e, cioè, che l'Ente "adotti misure volte ad assicurare l'equilibrio tra entrate contributive e spesa per prestazioni pensionistiche secondo bilanci tecnici riferiti ad un arco temporale di 50 anni" e senza utilizzare a tal proposito il patrimonio dell'Ente.

I controlli del Collegio sindacale, in relazione all'attività di vigilanza, si esplicano attraverso le seguenti attività:

1. controlli preventivi (ad esempio esame degli ordini del giorno di assemblee, Consiglio di Amministrazione, comitato esecutivo, ecc.);
2. controlli contestuali (partecipazioni Consiglio di Amministrazione, ai comitati esecutivi, alle assemblee);
3. controlli successivi (ispezioni e controlli).

La partecipazione dei componenti del Collegio sindacale alle riunioni del Consiglio di Amministrazione e del comitato esecutivo è basilare in quanto devono essere adeguatamente informati e documentati sui temi oggetto di valutazione e deliberazione, al fine di valutare *ex ante* se le proposte degli organi sociali sono conformi alla legge, allo Statuto, ai regolamenti e ai principi di corretta amministrazione. In caso di violazioni da parte degli amministratori i sindaci possono impugnare le deliberazioni.

È bene sottolineare che il Collegio, soprattutto nelle riunioni del Consiglio di Amministrazione, deve intervenire laddove ritenga che la decisione possa sfociare in un comportamento che concretizzi irregolarità da parte degli amministratori (ad esempio delibere estranee all'oggetto sociale o in conflitto di interessi). Dopo aver verbalizzato il proprio dissenso o le eventuali lamentele, il Collegio dovrà, se del caso, esercitare i poteri che la legge gli conferisce per impedire che l'azione si compia. Al Consiglio Nazionale, i sindaci riferiscono in merito alle iniziative per contrastare violazioni e/o irregolarità rilevate. Il criterio base nello svolgimento nelle attività di controllo è rappresentato dalla diligenza professionale richiesta dalla natura dell'incarico.

3.2 Vigilanza sul rispetto dei principi di corretta amministrazione

I sindaci, poi, devono vigilare sul rispetto dei principi di corretta amministrazione. Tale vigilanza consiste nella verifica della conformità delle scelte di gestione ai criteri generali di razionalità economica posti dall'economia aziendale. Non si tratta di un controllo di merito, circa l'opportunità e la convenienza delle scelte operate dagli amministratori, ma si tratta di un controllo di legittimità e di rispetto delle procedure e/o prassi operative. In sostanza si tratta di accertare che gli amministratori agiscano con la diligenza propria dell'incarico ricevuto.

Nello specifico la vigilanza è finalizzata ad evitare che gli amministratori non compiano operazioni:

- estranee all'oggetto sociale e con gli scopi dell'Ente;
- in conflitto di interessi con la società;
- manifestamente imprudenti o azzardate;
- che possano compromettere l'integrità del patrimonio sociale;
- volte a prevaricare o modificare i diritti attribuiti dalla legge e dallo statuto ai singoli soci;
- in contrasto con le deliberazioni assunte dal Consiglio Nazionale, dal Consiglio di Amministrazione o dal Comitato esecutivo.

Se l'operazione ha una notevole rilevanza quantitativa e qualitativa, è opportuno verificare l'esistenza di uno o più pareri di esperti.

Particolare attenzione deve essere posta alle operazioni in cui uno o più amministratori possono avere un interesse in conflitto con quello della società e alle operazioni con parti correlate.

3.3 Adeguatezza dell'organizzazione

I sindaci devono verificare l'adeguatezza e il funzionamento dell'assetto organizzativo.

L'adozione di un adeguato assetto organizzativo da parte dell'Ente consente di limitare la discrezionalità e mantenere la coerenza dei comportamenti al fine di conferire ordine all'operatività aziendale ed accrescere la capacità di coordinamento e, quindi, l'efficienza delle diverse strutture funzionali.

I sindaci possono, in qualsiasi momento, senza che alcun limite o restrizione possa essergli eccepita, procedere, in via collegiale, ad atti di ispezione e di controllo. Il Collegio può inoltre chiedere agli amministratori notizie, anche con riferimento a società controllate, sull'andamento delle operazioni sociali o su determinati affari.

3.4 Vigilanza sul bilancio d'esercizio

Con riferimento alla vigilanza sul bilancio d'esercizio (e sulla relazione sulla gestione), i sindaci sono chiamati a svolgere sul bilancio d'esercizio l'attività di vigilanza sull'osservanza della legge e dello statuto. Il Collegio, a tal proposito, predispone una relazione e riferisce al Consiglio Nazionale sugli esiti dell'attività di vigilanza, nonché sulla qualità informativa del progetto di bilancio presentato ai soci per l'approvazione.

Nel caso in cui al Collegio sindacale è affidata anche la revisione legale dei conti (ex art. 2409 ter del

Codice Civile), come avviene nell'ENPAM, la relazione annuale esprime anche un giudizio sul bilancio d'esercizio e sulla regolare tenuta della contabilità sociale e la corretta rilevazione dei fatti di gestione e nelle scritture contabili.

Pertanto, il Collegio sindacale, nell'ambito di tale funzione, procede a controlli analitici di merito sul contenuto del bilancio, esprime un giudizio sulla sua attendibilità e accerta se il progetto di bilancio è stato redatto con chiarezza e rappresenta in modo veritiero e corretto la situazione patrimoniale, economica e finanziaria dell'Ente.

Il Collegio sindacale, nell'ambito della vigilanza, può esprimere il proprio dissenso relativamente alla denominazione, classificazione, iscrizione e valutazione di specifiche poste di bilancio o sul contenuto di specifiche informazioni fornite od omesse in nota integrativa o sugli schemi di bilancio adottati ed altresì, per quanto concerne, la revisione legale, il giudizio può essere:

1. senza rilievi, quando si ritiene che il bilancio fornisca con chiarezza una rappresentazione veritiera e corretta;
2. con rilievi, quando si ritiene che non possa essere dato un giudizio senza rilievi e tali (rilievi) non sono però così significativi da determinare un giudizio negativo o l'impossibilità di esprimere un giudizio;
3. negativo, quando una divergenza di opinione con gli amministratori è rilevante e influente a tal punto che il revisore ritiene che uno o più rilievi siano inadeguati ad illustrare la natura fuorviante o incompleta del bilancio;
4. dichiarazione di impossibilità di esprimere un giudizio, quando ricorra una rilevante limitazione della revisione.

3.5 Denuncia ex art 2408 Codice Civile

Nel caso in cui un socio o più soci denunzino a norma di legge o di statuto fatti censurabili al Collegio sindacale, i sindaci devono tempestivamente esaminare la denuncia al fine di valutarne la fondatezza.

Se la denuncia appare fondata, il Collegio svolge le necessarie indagini e, laddove necessario, richiede agli amministratori di intervenire affinché adottino opportuni provvedimenti.

In ogni caso, se i fatti riscontrati a seguito della denuncia da parte dei soci integrano le irregolarità di cui all'art. 2409 c. c. il Collegio sindacale può presentare la denuncia al Tribunale.

Se al contrario a seguito delle indagini esperite la denuncia appaia infondata il collegio ne dà tempestiva comunicazione al socio denunziante e, successivamente, ne dà notizia nella propria relazione annuale.

Il Collegio sindacale dell'ENPAM nelle relazioni ai Bilanci 2009 e 2010 riferisce di alcune denunce ex art. 2408 pervenute e delle quali ha appurato l'infondatezza.

3.6 Denuncia ex art 2409 Codice Civile

Il Collegio sindacale è legittimato a denunciare in Tribunale quando ha riscontrato o ha ragionevoli motivi per sospettare che l'organo amministrativo stia per compiere, stia compiendo o abbia compiuto, in violazione dei propri doveri, dolosamente o colposamente, gravi irregolarità che possono arrecare un danno concreto alla società.

Le violazioni debbono riguardare la legge, lo statuto e i principi di corretta amministrazione.

I comportamenti integranti gravi irregolarità devono essere idonei a produrre un danno patrimoniale alla società o alle sue controllate anche potenziale purché oggettivamente determinabile ed imminente.

Il Collegio sindacale ha il potere-dovere di promuovere il controllo giudiziario della società a fronte del compimento di irregolarità gestionali non sanabili tramite gli ordinari rimedi endo-societari.

3.7 Azione di responsabilità

Il Collegio sindacale è legittimato ad esercitare l'azione di responsabilità nei confronti degli amministratori, quando nell'esercizio dei propri doveri di vigilanza riscontri il compimento da parte degli amministratori di gravi irregolarità nella gestione sociale che hanno cagionato ovvero continuano a cagionare un danno concreto alla società (art. 2393 Codice Civile).

3.8 Responsabilità del Collegio sindacale

Il Collegio sindacale ha una duplice responsabilità esclusiva e solidale con gli amministratori. Con riferimento alla prima fattispecie, quest'ultima sopraggiunge quando i sindaci non adempiano ai doveri ed agli obblighi posti direttamente a loro carico, sia come Collegio che individualmente, diversi da quelli riconducibili al semplice controllo.

Di converso l'art. 2407 c. c., 2 comma estende la responsabilità del Collegio sindacale, in solido, con gli

amministratori, ai fatti e alle omissioni di questi ultimi, quando il danno non si sarebbe prodotto se essi avessero vigilato in conformità agli obblighi connessi allo loro carica.

I sindaci pertanto non rispondono del danno in quanto provocato dagli amministratori, ma in quanto cagionato dall'inosservanza di un obbligo inerente la loro carica.

4. RELAZIONE COLLEGIO SINDACALE SUI BILANCI ENPAM

Le relazioni del Collegio sindacale sui Bilanci consuntivi 2009 e 2010 non contengono rilievi né violazioni ed irregolarità rilevate.

In particolare, i sindaci con la relazione al Bilancio 2009 non hanno rilevato “violazioni della legge e dello statuto sociale, né operazioni manifestamente imprudenti o tali da compromettere l'integrità del patrimonio della Fondazione” ed è “stata valutata l'adeguatezza del sistema amministrativo e contabile, nonché l'affidabilità di quest'ultimo a rappresentare correttamente i fatti di gestione”.

Gli stessi affermano che il Bilancio 2009 corrisponde alle risultanze dei libri e delle scritture contabili ed i criteri di valutazione sono conformi a quelli previsti dal Codice Civile ed evidenzia solo due criticità: la prima legata all'andamento del Fondo previdenza degli specialisti esterni dovuta alla contrazione dei contributi e conseguente all'equilibrio di tale fondo e la seconda sulla tenuta del libro degli inventari.

Sempre nella relazione al Bilancio 2009, i sindaci in risposta, alla denuncia ex art. 2408 di un iscritto, rilevano che hanno “accertato che le possibili perdite che hanno determinato, per le immobilizzazioni finanziarie, la creazione di un Fondo oscillazione titoli di euro 400.000.000 non sono dovute a deficienze dell'apparato decisionale o informativo, ma all'imprevedibile e sfavorevole andamento dei mercati finanziari”. E che il “Collegio ritiene adeguata l'attuale impostazione della struttura della Fondazione preposta all'analisi di valutazione dei titoli”.

Il nuovo Collegio sindacale dell'ENPAM, nella relazione al Bilancio 2010, non riscontra nessuna violazione, ma, difformemente dal precedente collegio, afferma: che “**ha riscontrato la necessità di migliorare le procedure per lo svolgimento degli investimenti mobiliari**”. Ed anche le conclusioni sono foriere di raccomandazioni quali il contenimento delle spese, il miglioramento delle procedure nel settore mobiliare e la necessità di garantire nel lungo periodo l'equilibrio tra contributi e prestazioni.

È anche questo il segno dei tempi.

5. CONCLUSIONI

Sicuramente il pieno e fattivo esercizio da parte del Collegio sindacale dei compiti di controllo e verifica, nei suoi variegati aspetti esecutivi e sollecitativi, così come previsti dal normativo esaminato, è contrappeso essenziale, ausilio e garanzia concreta ed aggiuntiva per una gestione efficace di patrimoni di così grande rilevanza economica, destinati a soddisfare esigenze ed aspettative di primario rilievo sociale e collettivo, quale la risposta previdenziale adeguata di una intera categoria di professionisti costituenti essenziale perno attorno al quale – tra l'altro – ruota il sistema sanitario del nostro Paese.

Appare sempre più doveroso pertanto il responsabile e pieno esercizio di ogni facoltà connessa all'importanza del ruolo fondamentale di quest'Organo e delle risposte rendicontative che è chiamato a dare sempre più in via condivisa con gli organi e le responsabilità di governo degli enti a fronte dei compiti sempre più oggettivamente patrimonialmente “severi” e “gravosi” che il Legislatore ha posto e sta ponendo a garanzia dell'effettività prestazionale proiettata nell'arco della ipotetica vita contributiva degli stessi.

Dott. PIZZA – Grazie dott. Corsini. Ora prende la parola il dottor Giulio Gallazzi, laureato in Economia e Commercio all'Università di Bologna, nato a Bologna. Ha effettuato un master in Business alla Bocconi, è esperto di pianificazione finanziaria e di controllo dei rischi gestionali; è il fondatore, amministratore delegato e presidente della SRI Group, un gruppo italiano con cento professionisti e sette sedi nel mondo. È l'esperto di cui quest'Ordine si è avvalso per studiare gli aspetti mobiliari dei bilanci ENPAM, dopo il dott. Corsini, e che hanno portato ad una serie di considerazioni critiche finite poi nei Consigli Nazionali. Prego Giulio.

Il futuro delle prestazioni previdenziali alla prova dei nuovi vincoli normativi: prospettive e limiti di sostenibilità

In questo mio intervento mi occuperò in primo luogo della riforma delle pensioni varata dal governo Monti e delle conseguenze che avrà sul sistema delle casse previdenziali, e in un secondo momento sposterò l'attenzione sul caso specifico dell'ENPAM.

Come noto il cosiddetto decreto "Salva Italia" introduce all'articolo 24 delle disposizioni in materia di trattamenti pensionistici. E in particolare il comma 24, che si riferisce agli enti previdenziali, prevede che tali enti adottino, entro e non oltre il 30 giugno 2012, delle "misure volte ad assicurare l'equilibrio tra entrate contributive e spesa per prestazioni pensionistiche secondo bilanci tecnici riferiti ad un arco temporale di cinquanta anni". La sanzione, nel caso in cui una Cassa non riuscisse a raggiungere tale equilibrio a 50 anni entro il termine previsto dalla legge, è quella di imporre il passaggio al metodo contributivo per il calcolo delle pensioni e di applicare un contributo di solidarietà, per gli anni 2012 e 2013, a carico dei pensionati esistenti nella misura dell'1%.

Tale riforma va a modificare il sistema precedente, introdotto dal **decreto ministeriale del 29 novembre 2007**, in due punti:

1) L'equilibrio è ora a 50 anni, mentre precedentemente era a 30 anni, anche se il decreto del novembre 2007 già prevedeva che il bilancio tecnico sviluppasse delle proiezioni dei dati su un periodo di 50 anni "per una migliore cognizione dell'andamento delle gestioni nel lungo termine";

2) Mentre precedentemente il saldo che doveva essere in equilibrio era quello corrente, ora a dover essere in equilibrio è il saldo previdenziale. La differenza è che il saldo corrente include il reddito derivante dal patrimonio, il saldo previdenziale è invece dato dalla semplice differenza tra entrate contributive e uscite per prestazioni previdenziali. Si tratta di una differenza fondamentale: se la riforma non venisse modificata significherebbe di fatto che non sarebbe più possibile considerare il patrimonio ai fini del calcolo dell'equilibrio della Cassa.

Ora, volendo proporre delle considerazioni su questi due punti:

– Per quanto riguarda l'allungamento a 50 anni del periodo per cui la gestione dev'essere in equilibrio, si tratta senz'altro di una norma di buon senso. È una norma che fa sì che chi inizi a versare contributi all'Ente oggi abbia una garanzia che quando smetterà di lavorare ci siano abbastanza soldi nelle casse dell'Ente per corrispondergli una pensione (almeno per 10 anni). Ci sembra che, a prescindere da quanto preveda la legge, questa sia un'aspettativa ragionevole per un iscritto, a cui ogni anno viene richiesto di versare una parte del proprio reddito alla Cassa con in cambio la promessa di poter godere un giorno di una pensione equa. Non siamo dunque d'accordo con chi afferma che l'ENPAM sarebbe in equilibrio se non fosse per la politica che ha deciso di "alzare l'asticella": la politica in questo caso non ha fatto altro che dare carattere di legge ad un principio che avrebbe dovuto, a prescindere, già ispirare la gestione della Cassa. Come vedremo in seguito, secondo il bilancio tecnico dell'ENPAM al 31 dicembre 2009, utilizzando il sistema che l'Ente impiega al momento, le uscite previdenziali eccederebbero i contributi già a partire dal 2020, e il patrimonio si esaurirebbe interamente nel 2032: sicuramente non è una prospettiva positiva, per un medico che inizi a versare contributi oggi, sapere che se tutto va come previsto dal bilancio tecnico già dal 2032 le casse dell'Ente saranno vuote.

E infatti, come conseguenza di questi risultati del bilancio tecnico 2009 e della relazione della Corte dei Conti dell'aprile 2011, che aveva espresso un giudizio negativo sulla situazione economico finanziaria dell'ENPAM, l'Ente aveva già messo a punto una riforma delle pensioni molto severa, che stava per essere finalizzata appena prima che il governo Monti introducesse le nuove regole. La esamineremo più in dettaglio in seguito, ma per il momento il punto da tener presente è che la riforma Monti non ha compromesso una situazione virtuosa con delle richieste eccessive, ha semplicemente trasformato in legge un principio che già avrebbe dovuto ispirare la gestione della Cassa, complicando dunque ancora di più una situazione che era già molto difficile; e come vedremo questa è una conseguenza di quanto forse non accortamente stabilito negli anni precedenti.

– Passando al secondo punto, ovvero quello che l'equilibrio dev'essere raggiunto con il solo saldo previdenziale, ovvero senza considerare il contributo del patrimonio, non possiamo non essere d'accordo con l'ostilità espressa a tale proposito dalle Casse. Il patrimonio è l'elemento fondamentale del sistema delle Casse di previdenza, l'elemento che le definisce differenziandole dal sistema pensionistico statale. L'importanza del patrimonio è che garantisce l'equità tra le diverse generazioni, quindi per dare una immagine di estrema sintesi PATRIMONIO = PATTO GENERAZIONALE, nel senso che quando la gene-

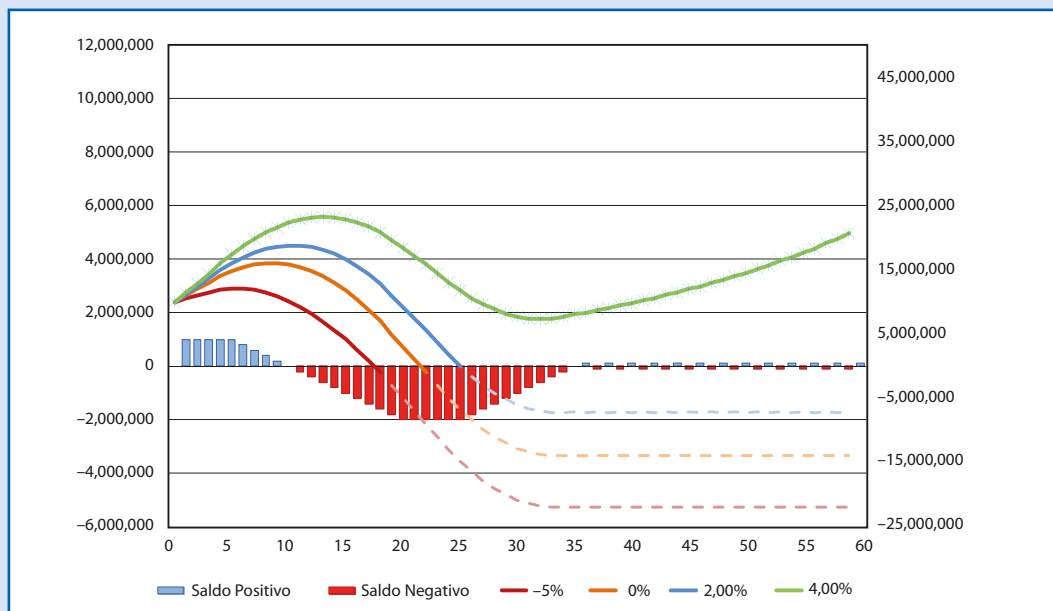
razione dei lavoratori è più numerosa il patrimonio andrà ad aumentare perché i contributi saranno maggiori rispetto alle pensioni erogate, e poi questo patrimonio che si è creato consentirà di far fronte a periodi in cui i lavoratori saranno meno numerosi e quindi le pensioni erogate saranno superiori rispetto ai contributi versati. In un sistema in cui non si può usare il patrimonio invece, negli anni in cui il rapporto tra lavoratori e pensionati peggiora bisogna comunque far sì che il saldo previdenziale sia positivo e ciò significa alzare i contributi ed abbassare le pensioni. Sarebbe come se una persona che ha lavorato per anni e ha messo da parte dei risparmi poi, quando improvvisamente si trova senza lavoro, invece di attingere a quei risparmi li lasciasse in banca e smettesse di mangiare.

Prevediamo dunque che su questo punto dell'uso del patrimonio ci saranno ancora molte discussioni tra le Casse ed il Governo, e che la versione finale della riforma continuerà a riconoscere l'importanza fondamentale del patrimonio per il sistema delle Casse.

Fatte queste premesse, data la legge dello Stato e nella speranza che quanto prima possa essere modificata per considerare il contributo del patrimonio, quali sono dunque le opzioni che una Cassa ha a disposizione per raggiungere un equilibrio a 50 anni? Le soluzioni possibili sono due: o si diminuiscono le uscite o si aumentano le entrate, o combinazioni delle due. Diminuire le uscite vuol dire, fondamentalmente, ridurre le prestazioni previdenziali, chiedendo dunque un sacrificio ai pensionati. Un aumento delle entrate invece si può ottenere in due modi:

- il primo è quello di aumentare i contributi, chiedendo un sacrificio ai lavoratori;
- il secondo invece rappresenta la soluzione ideale, quella che non pesa né sui lavoratori né sui pensionati: aumentare la redditività del patrimonio.

Vediamo con un esempio concreto quali sono i benefici che possono derivare da un aumento della **redditività del patrimonio**. Consideriamo una Cassa "X" che ha un patrimonio iniziale di 10 milioni e un saldo previdenziale che per i primi 5 anni è positivo e pari a 1 milione, e poi comincia a decrescere di 200.000 euro all'anno fino a diventare negativo di 2 milioni. Poi dopo 5 anni a questo livello ricomincia a crescere e si assesta poi su un livello di equilibrio. I numeri sono ovviamente semplificativi, tuttavia si può notare come non sia dissimile dal caso dell'ENPAM, che per i prossimi anni avrà un saldo previdenziale positivo, che poi diventerà negativo per effetto della cosiddetta "gobba previdenziale" e poi ricomincerà a crescere.



Ora vediamo che succede ipotizzando diversi livelli di redditività del patrimonio.

Vediamo dal grafico che, con queste ipotesi, se il patrimonio è gestito male e genera una perdita del 5% all'anno dopo 19 anni si azzerava completamente e la Cassa non può più far fronte alle proprie obbligazioni previdenziali.

Se invece il patrimonio rendesse lo 0% all'anno, l'equivalente di lasciarlo a giacere in un conto corrente, vediamo che la situazione migliorerebbe, ma non di molto: in questo caso il patrimonio si azzererebbe completamente in 23 anni.

Anche con un rendimento positivo del 2%, che come vedremo è il rendimento che ENPAM ipotizza nel bilancio tecnico, la situazione migliora ma non in modo considerevole: l'equilibrio si allunga di soli 3 anni e quindi il patrimonio si azzerà dopo 26 anni.

Ma se ipotizziamo invece un rendimento del 4%, non di molto superiore, notiamo qualcosa di particolarmente interessante: non soltanto il patrimonio non si azzerà mai, ma anzi continua a crescere all'infinito. Quindi, per riassumere, incrementare la redditività dal -5% al 2%, quindi in totale del 7% all'anno, non ha portato nel nostro esempio a grandi benefici; ma da quel livello aumentare la redditività di un ulteriore 2% fa sì che il patrimonio non si azzeri mai e continui a crescere all'infinito.

Senza scendere nei dettagli matematici del perché questo accada, possiamo dire in maniera semplificata che il motivo sta nel fatto che, mentre il saldo previdenziale varia in modo lineare, il patrimonio cresce in modo esponenziale, ovvero il reddito prodotto in un anno viene messo a sua volta a produrre reddito per gli anni successivi.

Questo esempio è molto interessante perché può essere generalizzato e applicato anche al caso dell'ENPAM, che come detto presenta un profilo molto simile. Quindi anche per ENPAM esiste un livello di redditività del patrimonio tale per cui, anche con il sistema attuale di calcolo delle pensioni, il patrimonio non si azzerà mai e quindi l'Ente è in equilibrio all'infinito.

La conclusione che deriva da questo esempio è che i sacrifici che oggi vengono chiesti agli iscritti dell'ENPAM potrebbero essere evitati, o essere comunque significativamente inferiori, se solo si riuscisse a generare una maggiore redditività dal patrimonio dell'Ente.

Vediamo ora nel dettaglio qual è la situazione dell'ENPAM, quali misure sono state prese per farvi fronte, per quali motivi si è arrivati a questa situazione e cosa si dovrebbe fare nel futuro.

SITUAZIONE ENPAM

Equilibrio dei saldi - Bilancio tecnico e analisi Corte dei conti

TAV. 29 - SINTESI DEI BILANCI TECNICI				
Fondo di previdenza	Anno in cui			
	Il saldo previdenziale diviene negativo	Il saldo totale diviene negativo	Il patrimonio diviene negativo	Il patrimonio diviene inferiore a 5 volte le pensioni correnti
Generale - Quota A	2018	2019	2030	2021
Generale - Quota B	2024	2028	2043	2032
Medicina generale	2020	2021	2030	2023
Specialisti ambulatoriali	2023	2024	2037	2027
Specialisti esterni	2010	2010	2010	2010
Totale	2020	2021	2032	2024

Fonte: Corte dei Conti, “Relazione sul risultato del controllo eseguito sulla gestione finanziaria della Fondazione ENPAM per gli esercizi 2008 e 2009”

Dai bilanci tecnici, aggiornati a fine 2009, emerge una situazione economico finanziaria dell'Ente che diviene instabile entro un lasso di tempo piuttosto breve.

Come si può vedere dalla tabella, considerando tutti i Fondi gestiti nel loro complesso, le uscite previdenziali eccederanno i contributi già nel 2020. Anche prendendo a riferimento il saldo totale della gestione, ossia aggiungendo le entrate derivanti dai redditi patrimoniali e, tra le uscite, le spese di assistenza e le spese amministrative, si giunge a una situazione di disavanzo a partire dal 2022. Il patrimonio rimane superiore a cinque volte le uscite correnti per pensioni fino al 2023; da allora diviene insufficiente rispetto al vincolo citato, e diviene addirittura negativo a partire dal 2032.

È stata la stessa Corte dei Conti, nella sua “Relazione sul risultato del controllo eseguito sulla gestione finanziaria della Fondazione ENPAM per gli esercizi 2008 e 2009”, a mettere in evidenza come destino

“serio allarme le conclusioni cui giungono i nuovi bilanci tecnici”, sottolineando “la necessità che vengano assunte con urgenza misure idonee a riportare la gestione in equilibrio”.

E infatti, come conseguenza dei risultati del bilancio tecnico e in risposta al giudizio negativo espresso dalla Corte dei Conti nella sua relazione, l'Ente lo scorso novembre aveva predisposto un piano di riordino delle pensioni già molto severo.

L'obiettivo era quello di adeguarsi alle nuove regole di equilibrio introdotte dal decreto ministeriale del 29 novembre 2007, che in particolare richiedeva di garantire la solvibilità dell'Ente su un orizzonte temporale di 30 anni. Questo prima ancora che si insediassero il governo Monti e che questo introducesse i nuovi interventi di cui ora si discute. Il piano di riordino proposto a novembre, pur con il vincolo di non intervenire sui trattamenti pensionistici in essere, andava a toccare, in misura più o meno incisiva a seconda dello specifico Fondo, i parametri dell'attuale sistema retributivo.

In particolare prevedeva:

- **innalzamento graduale dell'età di vecchiaia** fino a raggiungere i **68 anni dal 2018** in poi;
- **incremento dei livelli contributivi**, sia in termini di rivalutazione dei contributi minimi previsti, sia in termini di aumenti delle aliquote contributive. In particolare si prevedevano aumenti di **1% all'anno per alcuni anni** fino a raggiungere un tetto massimo. Per i singoli Fondi questo corrispondeva ad un 22% per il Fondo di Previdenza Generale – “Quota B”, 26% per il Fondo Medici di Medicina Generale e 32% nel caso del Fondo Specialisti Ambulatoriali;
- introduzione del metodo contributivo, sia per il Fondo Previdenza Generale – “Quota A”, che per una parte del trattamento pensionistico previsto per il Fondo Specialisti Interni.

Si può vedere che già si trattava di interventi piuttosto penalizzanti, dovuti ad una situazione dell'Ente alquanto delicata, che lungi dall'essere in fase di miglioramento, si sarebbe progressivamente aggravata se non si fosse intervenuti immediatamente.

Tuttavia è legittimo interrogarsi su come si sia giunti ad una situazione che ora impone delle scelte così penalizzanti. Dare semplicemente “la colpa” alle dinamiche demografiche sembra fuorviante e assolutamente semplicistica come soluzione di comunicazione agli iscritti.

Come si determinano queste proiezioni da cui poi dipendono decisioni gravose come quelle di posticipare l'età di pensionamento, incrementare l'entità dei contributi, o addirittura peggio il rischio di non essere solvibili nei confronti dei propri iscritti?

Partiamo innanzitutto dalle ipotesi su cui si basa l'elaborazione dei bilanci tecnici, che sono redatti da un attuario di fiducia dell'Ente, secondo i parametri fissati dai ministeri vigilanti (che riguardano variabili quali l'andamento dell'inflazione, della produttività, dell'occupazione etc).

Tra questi parametri, uno particolarmente importante è rappresentato dal **tasso di redditività del patrimonio** che, in base alle indicazioni ministeriali, non può superare il tasso di interesse adottato per la proiezione del debito pubblico nel medio e lungo periodo, lasciando tuttavia libertà agli enti di adottare un livello anche sensibilmente inferiore, qualora lo ritengano necessario in un'ottica di maggiore prudenzialità. Ebbene il bilancio tecnico di ENPAM è stato redatto adottando un **tasso di rendimento del patrimonio pari al 2%**.

Perché si è scelto questo numero? A prima vista sembrerebbe una stima molto conservativa, se si considera che oggi un'obbligazione dello Stato Italiano a dieci anni rende più del 6%.

Ed infatti se si confronta con il tasso applicato da altre Casse Previdenziali per redigere i propri bilanci tecnici ci si accorge che quello dell'ENPAM è tra i più bassi se non il più basso (nelle proiezioni relative a fine 2008 la forchetta di tassi in media oscillava tra il 3% e il 4,5%). Tuttavia se si verifica quale sia stato il rendimento effettivo del patrimonio di ENPAM nel passato, si scopre che nel quinquennio 2005-2009, il rendimento medio del patrimonio è stato pari al 1,72%, addirittura inferiore al livello del 2%. E questo è il tasso ufficiale dichiarato dall'ENPAM che non tiene conto delle variazioni negative che si sono registrate nei valori di mercato dei prodotti finanziari presenti nel portafoglio dell'Ente. Come a dire che questo tasso del 2%, che dovrebbe essere prudenziale, al momento rappresenta un tasso target che la gestione effettiva della Fondazione nel quinquennio 2005-2009 non è stata in grado di replicare.

Un altro fattore che incide negativamente nelle previsioni del bilancio tecnico è che il livello attuale del patrimonio è frutto dei risultati non brillanti ottenuti negli anni passati. Ovvero se il patrimonio avesse generato un reddito superiore negli anni passati, il livello di partenza del patrimonio usato nel bilancio tecnico sarebbe superiore e di conseguenza le previsioni sarebbero più favorevoli.

Quali sono dunque gli aspetti gestionali del patrimonio nel passato che hanno determinato la situazione attuale?

- Una prima ragione è probabilmente collegata al tipo di **governance adottata**. Il processo di investimento dell'Ente negli anni passati probabilmente non è stato sufficientemente strutturato: sembra si siano eseguiti investimenti in prodotti finanziari talvolta molto complessi, di norma regolati da documentazioni di centinaia di pagine scritte in un inglese tecnico comprensibile solo a un limitato numero di persone nel mondo. Acquisti eseguiti dall'Ente molto probabilmente sulla base di una speranza di ottenere un rendimento superiore viste le alte cedole offerte nell'immediato dall'investimento stesso. Purtroppo questi prodotti finanziari nascondevano rischi elevati che si sono poi concretizzati. E, da ultimo, il monitoraggio dell'evoluzione del portafoglio nel tempo è stato probabilmente effettuato in maniera insufficiente tale da comportare un involontario aggravamento della situazione;

- Una seconda ragione potrebbe essere stata quella di un ricorso a **consulenti esterni** senza preventivamente accertare il livello del valore aggiunto al prodotto che poteva essere ottenuto al netto di commissioni talmente onerose che facevano sì che il prodotto avesse poche possibilità di generare rendimenti adeguati. A tale proposito ricordiamo gli articoli apparsi su testate finanziarie, tra cui "Il Sole 24 Ore", nel corso del 2011, che parlano di commissioni fino al 9,25% corrisposte ad *advisors*.

- Altra ragione potrebbe essere ricercata in un assente o insufficiente approntamento di procedure di **competizione** tra i fornitori di prodotti finanziari. Infatti se ci si rivolge direttamente solo all'istituzione da cui poi si acquista il prodotto molto spesso si finisce per pagare in eccesso il prodotto stesso;

- Un'ulteriore problematica potrebbe essere quella relativa alla scelta dei parametri di approntamento dei **bilanci**, che redatti comunque a termine di legge, potevano apparire eccessivamente tranquillizzanti. Un esempio concreto lo evidenzia la Corte dei Conti nella sua relazione: nel 2009 l'ENPAM ha acquistato dei titoli di stato italiani zero coupon con scadenza 2029, per un valore nominale di un miliardo di euro. Dato che si tratta di titoli zero coupon a lunga scadenza il valore di acquisto, ovvero quanto valevano sul mercato in quel momento, era di molto inferiore, intorno a 365 milioni di euro; tuttavia l'Ente ha deciso di iscriverli nell'attivo per l'intero valore nominale, iscrivendo poi allo stesso tempo un riscontro passivo di 630 milioni. Questo ha l'effetto di aumentare artificialmente l'attivo, e di far vedere che il portafoglio finanziario dell'Ente contiene una maggior percentuale di titoli di stato rispetto alla realtà. La Corte dei Conti fa notare a proposito che "si tratta di una scelta di rendicontazione contabile sulla quale né il Collegio sindacale né la Società di revisione hanno formulato obiezioni, ma che rischia di rendere meno leggibili le scelte di investimento compiute". E fintanto che si tratta soltanto di una rappresentazione creativa delle poste di bilancio, questo, per quanto stigmatizzabile, almeno non ha un impatto diretto sulla redditività del patrimonio. Il problema è che in alcuni casi sono state effettuate scelte che apparivano dettate dall'esigenza di migliorare il bilancio e che si sono rivelate d'impatto non certamente positivo sul patrimonio.

E l'esempio che viene alla mente è quello dei **CDO**, che più volte hanno fatto finire l'Ente sotto osservazione, titoli che sono stati necessariamente oggetto di una serie di ristrutturazioni che hanno comportato costi vivi per l'Ente, con il risultato che oltre all'investimento iniziale sono stati spesi altri soldi che, considerato come si sono mossi i mercati finanziari negli ultimi due anni, difficilmente hanno possibilità di essere recuperati.

E il discorso fatto sui CDO vale anche per altri titoli nel portafoglio dell'ENPAM. La conseguenza di ciò è che una gran parte di questi titoli hanno ora una redditività nulla o molto bassa e se le cose andranno bene permetteranno al massimo di recuperare il capitale investito tra 10-20 anni.

In pratica l'Ente ha effettuato operazioni finanziarie speculative che hanno comportato perdite con un impatto negativo sulla redditività del patrimonio, che, come messo in evidenza prima, finisce con il tradursi in maggiori sacrifici da richiedere agli iscritti e ai pensionati dell'ENPAM.

- un ultimo punto da evidenziare è quello relativo all'**asset allocation strategica**. Dal bilancio di previsione del 2011 si apprendeva che l'Ente aveva in programma di avvalersi di un *advisor* indipendente che, tra l'altro, avrebbe avuto il compito di definire l'*asset allocation* strategica. Tuttavia ancora nel bilancio di previsione 2012 il piano degli investimenti risultava non definito in attesa di finalizzare la nuova governance e scegliere un nuovo *advisor*.

Ed anche in occasione della presentazione della nuova governance a novembre risultavano ancora “allo studio” le procedure per la selezione degli *advisors* e dei consulenti.

Ci domandiamo come possa un Ente come l'ENPAM gestire il suo ingente patrimonio e i contributi ricevuti dagli iscritti in mancanza di uno strumento fondamentale quale l'*asset allocation* strategica. In assenza di tale strumento vi è un concreto rischio che gli investimenti dell'Ente non siano coerenti con le obbligazioni previdenziali nei confronti degli iscritti.

Avendo evidenziato tutte queste problematiche, quale dev'essere dunque la ricetta per il futuro, per far sì che il patrimonio riesca ad apportare un contributo importante alle casse dell'ENPAM evitando dunque inutili sacrifici per gli iscritti e i pensionati?

– Un primo criterio che dovrà essere seguito è senza dubbio quello di una **governance** all'avanguardia, con un processo di investimento strutturato e rigoroso. Devono essere previste all'interno dell'Ente delle strutture preposte all'individuazione degli investimenti più efficienti per la Cassa e allo studio dell'impatto sul patrimonio in termini di rischiosità e rendimento. Questo per far sì che vengano effettuate decisioni di investimento consapevoli. Tali strutture devono avere al loro interno le competenze necessarie per tali valutazioni.

E il processo con cui avviene l'investimento, dall'individuazione dei prodotti alla decisione e alle modalità di acquisto, deve essere disciplinato nella massima trasparenza.

In questo senso l'Ente si è mosso e ha adottato un nuovo modello di governance proposto da Mario Monti, che prevede proprio la creazione di ruoli e funzioni nuove ed un processo di investimento più rigoroso.

– Sempre a tale proposito si evidenzia la necessità che sia previsto un **monitoraggio del rischio** attento, sia successivamente all'investimento che prima dell'investimento stesso

– Il risk management dovrebbe essere separato dalle altre funzioni per garantire una valutazione dei rischi indipendente. Gli interventi, nel caso in cui si presentino delle criticità, dovranno essere tempestivi, in modo da ridurre al minimo il potenziale impatto negativo.

– L'Ente dovrà continuare ad esternalizzare alcune funzioni, avvalendosi di soggetti esterni, semplicemente perché creare internamente le competenze richieste per occuparsi di tutti gli aspetti della gestione di un patrimonio così ingente e complesso richiederebbe investimenti troppo onerosi e difficilmente giustificabili.

– La procedura per la scelta di questi **consulenti** non potrà che essere improntata alla assoluta trasparenza e gli incarichi affidati a soggetti con riconosciuta professionalità e una reputazione impeccabile e le commissioni corrisposte a tali soggetti potranno essere adeguate al valore aggiunto che saranno in grado di creare.

– Sarà fondamentale che l'Ente si doti al più presto di un'*asset allocation* strategica che preveda una composizione del portafoglio adeguata agli obiettivi di redditività e di rischiosità dell'Ente, determinati alla luce del profilo delle entrate contributive e delle uscite previdenziali future. Ribadiamo che senza tale strumento l'Ente è come una nave che naviga senza la bussola.

E a tale proposito auspichiamo che le decisioni di investimento future dell'Ente vadano nella direzione di prodotti finanziari sostenibili, che oltre ad adeguate prospettive di redditività abbiano anche un impatto sociale positivo in modo da riaffermare anche in questo l'importante funzione pubblica dell'Ente.

Dott. PIZZA

Grazie Giulio. Al termine dell'intervento del prof. Massimiliano Marzo, che sta per prendere la parola, sarà aperta la discussione sull'intervento del dott. Corsini, del dott. Gallazzi e del prof. Marzo.

Il **prof. Massimiliano Marzo** è professore Associato di Macroeconomia e Microstrutture dei Mercati Finanziari. Ha conseguito il Dottorato di Ricerca in Economia presso la Yale University, è docente di Teoria del Portafoglio presso il Dottorato di Ricerca in Economia Politica dell'Università di Bologna, è autore di pubblicazioni internazionali in materia di finanza e analisi del rischio. Il prof. Marzo ricopre il ruolo di Direttore del Corso di Alta Formazione in Economia e Gestione del Credito Cooperativo attivato presso l'Università di Bologna. Egli svolge regolarmente attività di formazione e consulenza presso istituzioni finanziarie nazionali ed estere, è editorialista dell'edizione locale di Bologna del “Corriere della Sera”.

Opportunità e vantaggi di una previdenza integrativa: risk advisory e asset allocation advisory nella gestione di un piano previdenziale integrativo

PROF. MARZO : Intanto ringrazio il Presidente per questo invito, ringrazio voi, per me è sempre molto stimolante parlare davanti ai medici, anche se non mi capita spesso.

Lo dico non per piaggeria ma perché un grandissimo economista vedeva un forte parallelismo tra medici ed economisti, come anche il dott. Gallazzi ricordava poc'anzi. Quando parliamo di spread, inflazione, debito pubblico, tassi di interesse, ecc. ci interessiamo dei parametri vitali di un'economia. E gli economisti sono chiamati a svolgere un ruolo molto simile a quello di un medico di fronte al paziente. Una delle differenze importanti tra le due discipline sta nella sperimentazione: in medicina essa è la base del progresso scientifico. In economia e in finanza, la sperimentazione è molto più rischiosa e incerta.

Nel fissare l'agenda del mio intervento, vorrei iniziare con alcune considerazioni relative a quanto è accaduto nel corso degli ultimi anni, senza dilungarmi su aspetti tecnici. Discuteremo anche sulle caratteristiche di una cassa di previdenza e quali siano le sue peculiarità. Successivamente, cercheremo di affrontare il tema probabilmente più importante, quale è quello del conflitto d'interesse, esaminandone un caso pratico.

Premetto che raramente nei convegni ci si trova d'accordo. Questa è un'occasione in cui mi piace veramente sottolineare fin dall'inizio che condivido al 100% quello che hanno detto i relatori precedenti. Ognuno ha la sua visione ma la sostanza è assolutamente condivisa.

La virulenza della crisi finanziaria che abbiamo attraversato nei mesi scorsi lascia ora intravedere un minimo di stabilizzazione. In ogni caso, il quadro macro economico è in lenta evoluzione e da qui a sei mesi potremmo aspettarci timidi segni di recupero, che, per tutto il corso del 2012, non ci consentiranno di poter disporre di un tasso di crescita florido per l'economia italiana. Riguardo al quadro relativo ai mercati finanziari, non è irragionevole attendersi, da qui a quattro/cinque mesi un inizio di ripresa dei corsi di borsa, dato che il comparto dell'*equity* oggi appare largamente sottovalutato. Quando l'elevata volatilità sul comparto titoli di stato si sarà attenuata, assisteremo probabilmente ad una ripresa interessante dei corsi di borsa.

Possiamo sin da subito cercare di capire la strategicità del problema relativo al conflitto di interesse, che permea tutta l'attività finanziaria. Per meglio comprendere, si consideri per un attimo il sistema bancario.

Le banche sono affamate ed assetate di raccolta. Se si considera che Casse di Previdenza e Fondazioni bancarie sono le unità del sistema economico strutturalmente in surplus (o prestatori netti), non è difficile comprendere il motivo per cui soggetti non sempre cristallini hanno forti incentivi a candidarsi come consulenti di questi soggetti, blandendoli con mille furbizie. Ciò rappresenta una potenziale pericolo, se la gestione non è effettuata con la giusta diligenza.

Per comprendere a fondo la questione, basti ricordare che il filo conduttore della crisi finanziaria che stiamo vivendo è rappresentato dall'asimmetria informativa che è connaturata con l'attività finanziaria. Va anche ricordato, però, che l'asimmetria informativa permea anche molti altri aspetti della nostra vita. Basti pensare, ad esempio, al rapporto medico paziente: c'è un'asimmetria informativa perché il paziente non conosce la propria diagnosi e nemmeno di conseguenza le cure necessarie. In economia è la stessa cosa, alla base della crisi finanziaria vi è una colossale assenza di verità in tutti i passaggi cruciali dei processi di investimento e di ristrutturazione. Per questi motivi, oggi si assiste ad un enorme bisogno di trasparenza. E da questo punto di vista le Casse di Previdenza hanno sofferto moltissimo di questa asimmetria informativa.

È certamente vero che la crisi finanziaria si è originata negli Stati Uniti come conseguenza di una cattiva regolamentazione presente in quel paese. La pubblicistica corrente non manca di evidenziare le distorsioni generate dal ruolo di colossi finanziari come le grandi banche di investimento. Tuttavia, siamo proprio certi che anche nel nostro paese non esistano problemi gravi relativi al conflitto di interesse e all'asimmetria informativa?

Non è difficile riscontrare, infatti, che in molti casi i conflitti di interesse che sono nel sistema italiano sono largamente peggiori rispetto a quelli che invece dominano il sistema finanziario internazionale. L'unica differenza è che questo si avverte di meno, per la dimensione ridotta che il problema assume nel nostro paese.

Il sistema delle casse di previdenza italiano in aggregato è inferiore come masse gestite a quello di altri paesi più o meno confrontabili con noi. Ciò non toglie, tuttavia, la presenza anche nel nostro paese di colossali conflitti di interesse. Purtroppo sulla stampa vi è stato uno scarso dibattito sulle caratteristiche di un fondo pensione o una cassa di previdenza: sui bisogni, la redditività, l'equilibrio finanziario di lungo termine. Pertanto, se vogliamo impostare un ragionamento serio sul nostro futuro, è quanto mai imperativo che con la massima urgenza si proceda a condurre un'importante "operazione-verità" per individuare con attenzione i problemi in essere e progettare una soluzione efficace.

La regola dell'equilibrio finanziario su di un orizzonte di 50 anni, imposta dal Governo alle Casse di Previdenza, è certamente molto rigorosa ed è ispirata da un criterio tecnico molto corretto. In altri paesi, tale regola di equilibrio di lungo termine è già in essere da parecchi anni. Nel nostro caso, però, non vi sono molti strumenti adatti per mettere le casse di previdenza nelle condizioni di rispettare tale regola. Ad esempio, infatti, negli Stati esiste una serie di strumenti finanziari poco rischiosi che hanno: 1) fiscalità privilegiata e sono strumenti dedicati esplicitamente ai fondi pensione e alle casse di previdenza e 2) scadenze molto protratte nel tempo. Un esempio di tali strumenti finanziari è rappresentato da titoli emessi dalle contee e comuni, i cosiddetti *Municipal Bonds*, che hanno un trattamento fiscale assolutamente privilegiato e offrono una redditività molto stabile nel tempo, con scadenze molto lunghe (30, 40 anni o più). Questa caratteristica è molto importante, non solo in funzione della pianificazione della redditività di lungo termine, ma soprattutto per la possibilità offerta da questo strumento per la valutazione delle passività del fondo pensione o cassa di previdenza. Le discussioni relative alle Casse hanno spesso trascurato analisi attente relative al lato del passivo, a favore di un'attenzione più forte concentrata all'*asset allocation*. Ciò è cruciale, in quanto nel momento in cui si discute del saldo previdenziale è necessario porsi il problema non solo di come gestire correttamente l'attivo, ma anche di come evolverà il passivo da qui al futuro. A tal fine, è necessario disporre di strumenti finanziari adeguati, necessari a fornire una corretta valutazione delle poste del passivo, che necessitano di una corretta previsione di verifica e quindi di programmazione. A tale proposito, giova sottolineare che negli USA la Federal Reserve sta studiando la possibilità di emettere un titolo di Stato garantito avente scadenza di cento anni. È evidente che l'investitore naturale in tale titolo è il fondo pensione (o Cassa di Previdenza) che come ruolo istituzionale ha proprio quello di passare il testimone da una generazione all'altra. Altro strumento finanziario importante ed utile per una corretta gestione del saldo previdenziale è rappresentato dai titoli indicizzati all'inflazione, che in Italia e, più in generale, in Europa, sono scarsamente utilizzati, al contrario di Stati Uniti e Regno Unito, dove, per l'appunto, il ruolo dei fondi pensione agisce anche come stimolo alla creazione di strumenti finanziari innovativi che abbiano come obiettivo la preservazione del patrimonio nel tempo, senza ricorrere a complesse operazioni di ingegneria finanziaria.

È fuor di dubbio che oggi ci troviamo di fronte ad un'importante fase di svolta che richiede rigore nei comportamenti da tutte le parti in causa. Alle casse di previdenza viene chiesta efficienza gestionale che si sostanzia in un saldo previdenziale attivo su un orizzonte temporale di cinquant'anni. Il Governo, in cambio, deve garantire maggiore responsabilità fiscale, dal momento che i principali detentori di titoli pubblici sono proprio le casse di previdenza, i fondi pensione e le fondazioni. In Italia non abbiamo titoli di stato con scadenze così protratte nel tempo, pari ai cinquant'anni, come richiesto dall'equilibrio del saldo previdenziale. Nel momento in cui vi fossero, il Governo si impegna intertemporalmente a mantenere un rigore fiscale adeguato nel lungo periodo, al fine di evitare che gli investitori istituzionali e non subiscano perdite devastanti.

In generale, una cassa di previdenza come l'ENPAM assolve a due compiti precisi: da una lato, vi sono le prestazioni pensionistiche che sono prevalentemente esposte al *maturity risk*, per coprire il quale è necessaria un'attenta gestione dei flussi di cassa in entrata ed in uscita anche attraverso l'utilizzo di strumenti finanziari adeguati, ma a scarso contenuto opzionale.

Un secondo ramo di attività delle casse di previdenza – e l'ENPAM, come altre, la svolge – è rappresentato dalle prestazioni assistenziali, in caso di eventi accidentali che possano colpire gli associati (malattia, infortuni, ecc.). Da questo punto di vista, le casse di previdenza non sono molto diverse da un'assicurazione, che è tipicamente soggetta ad un tipo di rischio diverso, qual è il classico *event risk*, ovvero il rischio secondo cui determinati eventi possano o meno verificarsi. Queste due funzioni non possono essere totalmente tenute distinte dal punto di vista finanziario, ma le esigenze di valutazio-

ne della sostenibilità dell'equilibrio ci obbligano a valutare entrambe gli aspetti. Per due rischi diversi è necessario adottare tecniche di gestione diverse e non esiste una tipologia di *asset allocation* che vada bene per entrambe i casi. È evidente che per una corretta valutazione del saldo previdenziale, dobbiamo valutare attentamente flussi di cassa in uscita ed in entrata contraddistinti da incertezza relativa al timing e alla dimensione della loro realizzazione.

Come ricordava giustamente il dott. Gallazzi precedentemente, dal lato dell'attivo l'obiettivo prioritario è dato dal rendimento degli investimenti finanziari. Da questo punto di vista, sono rimasto esterrefatto nel sapere dalle parole del dott. Gallazzi che l'ENPAM attualmente non dispone di nessun *advisor* per l'*asset allocation* strategica. Non è francamente nemmeno immaginabile il poter gestire un patrimonio così ingente senza alcuna decisione strategica in merito all'allocazione degli investimenti finanziari.

È evidente che se l'attivo finanziario non è gestito, non è nemmeno possibile ragionare compiutamente riguardo al saldo previdenziale previsto dalla normativa recente. Ma a questo punto, è naturale e doveroso rivolgersi ad *advisors* specializzati, che, però, devono essere trasparenti nella comunicazione dei processi seguiti nella definizione degli investimenti finanziari, nel loro bilanciamento e nelle scelte che ad esse soprintendono, senza necessariamente cadere in tecnicismi inutili che avrebbero solo il ruolo di annebbiare le menti e ridurre la trasparenza necessaria.

Il secondo aspetto fondamentale, molto delicato, riguarda la gestione del lato del passivo, ovvero il debito delle prestazioni previdenziali. La delicatezza di questo aspetto riguarda proprio il fatto che il lato del passivo apre una prospettiva regolamentare che può avere conseguenze importanti, dal momento che nulla vieta che, in seguito a qualche impulso normativo, la gestione delle prestazioni assistenziali possa venire incorporata e sottoposta alla medesima regolamentazione a cui sono sottoposte le assicurazioni (Solvency 2, ecc.). Ciò aggraverebbe gli oneri e imporrebbe in modo ancora più stringente il vincolo di mantenimento di solvibilità di lungo termine. Vista la situazione ora descritta, non sarebbe azzardato ragionare intorno ad una ridefinizione accurata del pricing dei due lati (attivo e passivo) per quello che riguarda l'ENPAM, in modo da verificare puntualmente lo stato del saldo previdenziale ad oggi.

Per effettuare questa verifica, basta procedere esattamente come per le assicurazioni: la valutazione accurata delle attività e delle passività permetterebbe un'attenta definizione delle strategie necessarie per il rafforzamento del patrimonio attraverso una gestione finanziaria attiva che generi un ammontare di profitto utile a rafforzare il patrimonio della Cassa. Il salto logico da compiere è importantissimo: è necessario comprendere che la Cassa di previdenza è come un'azienda che deve generare flussi di profitto, con la differenza che mentre in un'azienda i profitti vanno agli azionisti nella cassa i profitti vanno al patrimonio a beneficio di tutti gli iscritti, permettendo – laddove possibile – anche una riduzione dei contributi di versamento (magari per i giovani medici, ecc.). È esattamente questo il significato della parola mutualità, concetto di cui troppo spesso oggi ci siamo dimenticati. Oggi siamo portati a vedere solo ed esclusivamente gli aspetti negativi della finanza, vista la perniciosità di questa crisi. In realtà, la finanza è uno strumento potente e meraviglioso che consente di passare il testimone da una generazione all'altra, se ben usato. Se però una generazione si prende tutto, dov'è la mutualità?

C'è un sistema di valori che va necessariamente ripristinato. Non è con le promesse di rendimenti facili, ma con la trasparenza e la correttezza gestionale.

Ora come valutare il debito prospettico di una prestazione assistenziale, ad esempio per malattia? Si utilizza tipicamente il metodo dell'"opzione put". Tale strumento dà diritto a chi lo detiene di vendere un determinato titolo ad un prezzo prefissato. Nel momento in cui si ha bisogno dell'assistenza pattuita, il detentore esercita l'opzione. Ora, se immaginiamo di generalizzare il medesimo ragionamento a tutta la pluralità degli iscritti, è chiaro che la valutazione delle passività comporta la valutazione generalizzata di tutti i diritti di opzione, sui quali influiscono una serie di fattori molto complessi, quali la data di esercizio, i tassi di interesse: tutti elementi per i quali sono necessarie ipotesi e analisi specifiche. È evidente allora che, data la complessità degli elementi che entrano negli esercizi di valutazione, sono molteplici gli aspetti nei quali è possibile una gestione poco trasparente, mascherando ai diretti interessati la reale situazione.

L'altro tema è legato alla vera e propria gestione del portafoglio, dal lato dell'attivo. Anche da questo punto di vista la realtà è molto complessa e le domande fondamentali sono tante: come ci si deve comportare di fronte ad una crescita della volatilità sui mercati? Cosa accade se si verifica un evento estremo o un *tail risk*? Come impatta il ruolo della scadenza media degli *asset* sull'allocazione di por-

tafoglio? Anche in questi aspetti la complessità è tanta e tale che non è difficile riscontrare differenze anche importanti nello stile di gestione impresso da *advisors* diversi. Ad esempio, come illustrato nella Figura 1, il grado di incertezza legato all'investimento di tipo B è molto maggiore e l'oscillazione di valore del fondo è molto maggiore.

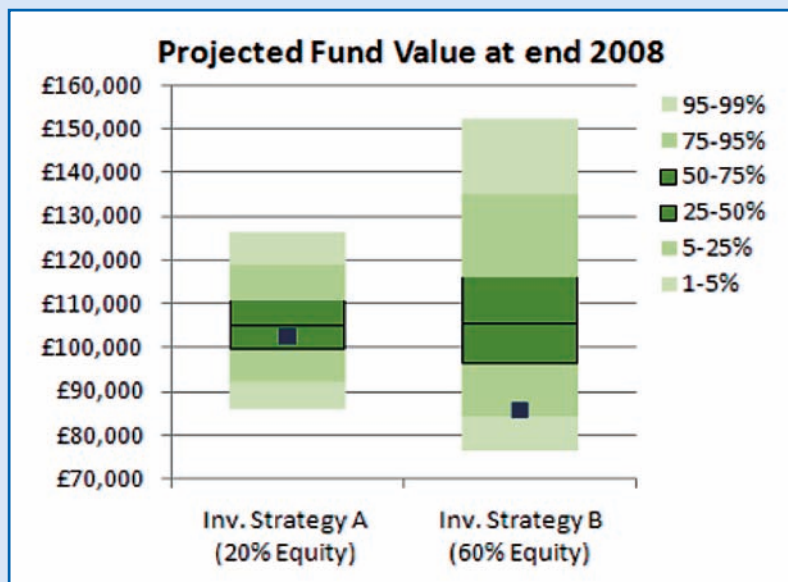


Figura 1: Proiezione del valore del fondo alla fine di un anno 'base' (2008), esempio tratto da elaborazioni proprietarie.

Ciò mostra in modo molto semplice come le scelte di portafoglio influenzano in modo determinante la performance e la rischiosità degli investimenti, ovvero il valore del fondo a scadenza. Anche il tema dell'orizzonte temporale risulta cruciale: l'allocazione di portafoglio è in funzione anche dell'orizzonte temporale, variabile nella quale entra anche la programmazione della revisione degli investimenti. Quest'ultimo punto non è affatto marginale: il rigiro di tutti gli investimenti in portafoglio rappresenta una fonte di guadagno importante anche per gli *advisors*. Tale fattore è talmente cruciale che le autorità di vigilanza statunitensi hanno posto un limite annuo di riallocazione di tutta la massa di investimenti in capo ai fondi, pari a non più di 40 volte all'anno, al fine di limitare le commissioni occulte sulla clientela che tale pratica comporta.

Tutti questi aspetti rivelano come la realtà che stiamo esaminando sia talmente complessa che, per essere affrontata correttamente, necessita di un cambio di mentalità che investa tutti, al fine di colmare il deficit anche culturale che ci separa dal resto dell'Europa.

Il filo conduttore di tutti gli interventi che sinora si sono succeduti, compreso il presente, è rappresentato dal conflitto d'interesse, prevalentemente in capo agli *advisors* che nel corso degli ultimi anni hanno preso in carico la gestione di vari aspetti legati alle casse di previdenza e delle fondazioni bancarie. Per poter meglio capire quali siano le caratteristiche di un *advisor* ed evitare così che il suo comportamento possa in qualche modo danneggiare gli interessi degli iscritti, è fondamentale fissare regole trasparenti nella scelta degli *advisors*, che, per prima cosa, ne fissino le caratteristiche fondamentali. Ciò comporta inevitabilmente l'adozione di una procedura di *due diligence* preventiva sugli *advisors* ad opera del Collegio sindacale della Cassa di previdenza, al fine di prevenire almeno il potenziale rischio di conflitto di interesse palese. Ad esempio, uno dei primi elementi di cui tener conto riguarda la presenza o meno di partecipazioni societarie incrociate tra gli *advisor*, banche e case prodotte, quali sono, ad esempio le SGR. Questo è il primo e forse uno dei più importanti aspetti di cui preoccuparsi nel momento in cui si prenda in considerazione la scelta di affidare ad un determinato *advisor* un incarico di gestione o di consulenza riguardante la Cassa.

La valutazione delle partecipazioni incrociate è estremamente semplice, dal momento che basta una visura camerale.

Altro aspetto molto importante è rappresentato dalla *governance* societaria in capo agli *advisors*. Ad esempio, se il presidente o altro amministratore della società (SIM o altro) che si candida a diventare *advisor* siede anche nel consiglio di qualche banca o SgR in posizione diversa da quella di consigliere indipendente. Questo è un punto estremamente delicato, come apparirà chiaro tra poco.

Un ulteriore elemento riguarda la struttura organizzativa e gestionale che l'*advisor* mostra di disporre: se, ad esempio, tale soggetto mostra di avere correttamente il presidio dei rischi e la tutte le capacità di monitoraggio e analisi che possa prevenire e attenuare, nei limiti del possibile, le perdite e favorire i guadagni.

Veniamo ora ad uno degli aspetti più delicati riguardante l'investimento in talune tipologie di titoli che hanno rappresentato e rappresentano un grave problema per tutte le casse di previdenza italiane (e quindi non solo per l'ENPAM), come evidenziato dall'indagine messa in atto dalla Commissione Parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale. Mi riferisco ai titoli strutturati più o meno complessi, presenti nel bilancio delle casse di previdenza. In modo molto semplice, senza entrare nel dettaglio tecnico, possiamo affermare che il valore di un titolo strutturato dipende dal valore di un altro strumento finanziario che ne rappresenta il sottostante. Chiediamoci, allora: quale sarà il valore di un titolo strutturato, quando il sottostante, ad esempio, perde tutto il suo valore, per effetto, ad esempio, di turbative di mercato o di un fallimento dell'emittente? Purtroppo zero: il valore dello strutturato è nullo. Se si trattasse di un'obbligazione, la percentuale del capitale che è possibile recuperare di fronte ad un fallimento dell'emittente è comunque sempre maggiore: 40-50 per cento o più. Gli obbligazionisti sono creditori privilegiati e hanno diritti inalienabili in sede di fallimento. In questo stesso contesto, possiamo far rientrare il tema relativo agli *Alternative Investments*, o investimenti alternativi, tra i quali rientrano gli *Hedge Funds*, l'arte, le *commodities*. Anche per questi strumenti, valgono i medesimi discorsi già fatti in precedenza. Essi, infatti, non sono né buoni né cattivi di per sé: sono strumenti utili che possono generare un rendimento molto interessante, ma vanno saputi scegliere con intelligenza e, soprattutto, in modo scevro da conflitti di interesse, senza incorrere in rischi eccessivi.

Passiamo ora alla discussione della Tabella 1 dove è riportata la percentuale del patrimonio delle casse di previdenza italiane investito in titoli strutturati. I numeri riportati in Tabella 1 sono tratti da un documento ufficiale essenziale, quale è la relazione finale della Commissione Parlamentare di Vigilanza. Dai numeri riportati vediamo che l'ENPAM ha ben il 26,18 per cento del proprio patrimonio investito in titoli strutturati.

ENTE	Strutturati	Patrimonio mobiliare	% Strutturati/ patrimonio	PATRIMONIO COMPLESSIVO	% Strutturati/ PATRIMONIO COMPLESSIVO
ENPAV	78.412	156.123	50,22%	297.575	26,35%
ENPAM	2.928.091	6.724.701	43,54%	11.185.123	26,18%
EPAP	118.097	419.042	28,18%	501.318	23,56%
ENASARCO	1.343.000	2.836.652	47,34%	6.431.307	20,88%
INARCASSA	824.720	3.369.282	24,48%	5.036.424	16,38%
ENPACL	85.000	379.554	22,39%	598.422	14,20%
ONAOI (1)	30.500	265.531	11,49%	427.793	7,13%
ENPAIA	80.000	853.040	9,38%	1.314.453	6,09%
ENPAF	0	476.152	0,00%	1.291.321	0,00%
ENPAP	0	396.055	0,00%	537.593	0,00%
TOTALE	5.487.820	15.876.132	34,57%	27.621.329	19,87%

Tabella 1: Percentuale investita in strutturati da parte delle Casse di Previdenza italiane. Fonte: Relazione Finale Commissione Parlamentare di Controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale.

GALLAZZI: per dovere di cronaca questa è una tabella della commissione parlamentare che ha fatto un’audizione delle casse per verificare quello che era lo stato di salute delle casse e fatto sui bilanci al 2009. La tabella, però, è stata pubblicata nel 2011 e non tutti i bilanci erano disponibili per le analisi. L’altra cosa da dire è che quando voi vedete quella percentuale che è corretta, questa è da bilancio – voi vedete che ci sono 4 casse che investono sopra della media (ENPAV, ENPAM, ENASARCO e EPAP). In realtà, va segnalato che quelle percentuali sono ottenute facendo il calcolo degli attivi al lordo del valore degli investimenti in titoli di Stato riferiti al 2009. Oggi tale valore è molto inferiore, vista la turbativa di mercato: 1 miliardo di euro in titoli di stato che però è vero nel 2009, oggi è molto inferiore, con la conseguenza che le percentuali investite in titoli strutturati sono molto maggiori di quelle riportate nella tabella.

MARZO. Sempre tratto dallo stesso documento della Commissione Parlamentare ho riportato in Tabella 2 le percentuali del patrimonio delle casse di previdenza investite in strutturati il cui sottostante è rappresentato dal famoso titolo Lehman Brothers. L’Enasarco, in particolare, risulta avere un’esposizione complessiva verso Lehman pari a ben il 12,2 per cento del proprio patrimonio.

ENTE	Esposizione diretta	PATRIMONIO COMPLESSIVO al 31.12.2008	Esposizione Diretta/ Patrimonio Complessivo	Esposizione indiretta	PATRIMONIO COMPLESSIVO al 31.12.2008	Esposizione complessiva / Patrimonio Complessivo
ENPAIA Ente Naz. Prev. Ass. Addetti e Impiegati agricoli	45.000	1.268.367	3,55%			3,55%
EPAP	15.700	486.951	3,22%			3,22%
ONAOISI	15.000	427.793	3,51%			3,51%
INARCASSA	14.230	4.395.009	0,32%			0,32%
ENPAP	10.000	459.531	2,18%			2,18%
ENPAV	9.068	268.874	3,37%			3,37%
ENPACL	5.000	570.868	0,88%	53.000		10,16%
ENPAF	5.000	1.161.653	0,43%			0,43%
CASSA FORENSE	3.000	4.217.150	0,07%			0,07%
CASSA GEOMETRI	1.500	1.763.680	0,09%			0,09%
ENPAIA Periti agrari	1.000	73.439	1,36%			1,36%
ENPAIA Agrotecnici	200	11.659	1,72%			1,72%
ENASARCO				780.000	6.383.870	12,22%
ENPAM				80.000	9.309.150	0,86%
EPPI				35.000	546.956	6,40%
TOTALE	124.698	15.104.974	0,83%	948.000	16.239.976	3,42%

Tabella 2: Percentuale investita in strutturati indicizzati ad obbligazioni Lehman Brothers da parte delle Casse di Previdenza italiane. Fonte: Relazione Finale Commissione Parlamentare di Controllo sull’attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale.

Queste due tabelle evidenziano tutta la gravità del problema in esame, dal momento che l’esposizione verso strutturati indicizzati a Lehman Brothers (che è fallita) ora hanno valore nullo. Senza entrare nel dettaglio dei numeri, certamente nessuno poteva prevedere con certezza il fallimento di una banca come Lehman Brothers. Tuttavia, l’anomalia è rappresentata dall’eccessiva concentrazione degli investimenti su un singolo titolo: percentuali del 3,51% o 2,18% concentrate su un singolo titolo o strumenti ad esso collegati sono veramente eccessive. Anche senza alcuna ipotesi di fallimento, tale strategia di investimento non rispetta il principio di diversificazione che deve essere alla base di qualunque buona strategia di asset allocation. Come abbiamo visto, il problema fondamentale riguarda la scelta degli advisors. Nella Figura 2 ho riportato i risultati di un’indagine effettuata da Alternative Investments riguardante le logiche seguite dalle casse di previdenza nella scelta degli advisors.

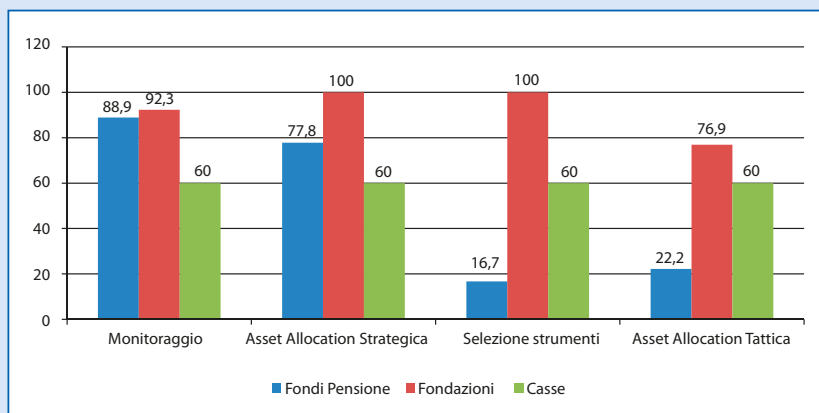


Figura 2: Percentuale di soggetti suddivisi per motivazioni di scelta dell'advisor.

Come si può notare, le logiche che guidano la scelta dell'advisor sono quattro: *asset allocation* tattica, strategica, monitoraggio e selezione strumenti. Le casse di previdenza mostrano di scegliere gli advisors con motivazioni molto simili riguardo alle funzioni da assegnare loro. In realtà, però, nessuno mostra di scegliere gli advisors avendo in mente il ruolo del *Risk Management*, che è un elemento cruciale nella valutazione dell'adeguatezza degli investimenti in relazione ai potenziali rischi futuri relativi all'attivo e al passivo del bilancio della cassa. Un processo di consulenza deve essere impostato a partire dalla valutazione della compatibilità degli investimenti in relazione al profilo di rischio e alle entrate e uscite future. Gli strutturati e i derivati sono strumenti che – come tutti gli investimenti – necessitano di un attento monitoraggio in relazione all'andamento complessivo dei rischi di mercato. Come funziona all'estero? Nel Regno Unito, ad esempio, le casse di previdenza non hanno un unico advisor per l'*asset allocation* ed il *risk management*, ma le due funzioni vengono gestite da due consulenti separati. La ragione è molto semplice. Il *risk management* è quella funzione che permette di giudicare se gli investimenti scelti sono adeguati e si mantengono tali nel tempo, in relazione agli impegni futuri e al profilo di rischio. Questo è un punto veramente importante: i due tipi di advisors devono essere distinti. L'ENPAM ha certamente la capacità di influenzare il decisore politico nel proporre una riforma che sancisca in modo inequivocabile la separazione tra di essi, al fine di evitare un conflitto di interessi intrinseco all'attività di *asset allocation*. Esaminiamo ora, con l'aiuto della figura riportata nella Figura 3 come è raffigurabile un esempio di conflitto di interesse. Abbiamo tre soggetti: banche, SgR (Società di gestione del risparmio) e SIM (Società di intermediazione mobiliare). La SIM ha in capo il ruolo di advisor che cura l'*asset allocation* e il *risk management* per una serie di clienti (casse di previdenza, fondazioni bancarie, privati, ecc.). Non è infrequente riscontrare un conflitto di interesse articolato come segue. La SgR ha il ruolo, nel contesto qui delineato, di strutturare titoli indicizzati al valore di crediti di proprietà di alcune banche, che, esse stes-

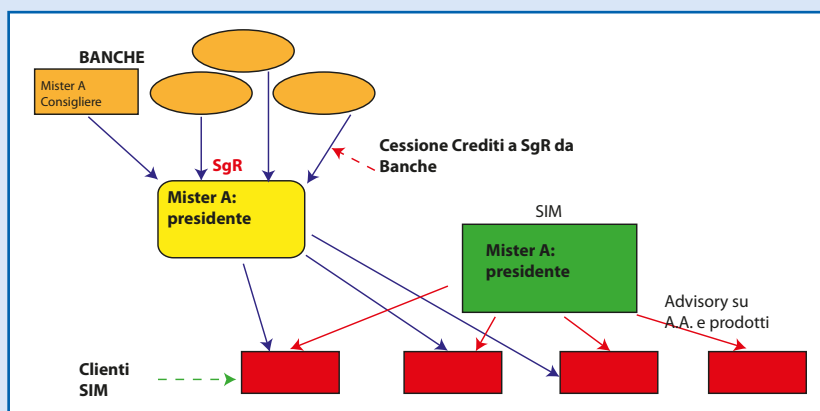


Figura 3. Esempio di conflitto di interesse.

se sono azioniste della stessa SgR. Di fatto, le banche – attraverso la SgR – cartolarizzano i propri crediti attraverso la creazione di titoli strutturati. Per assicurare il piazzamento di tali titoli, il ruolo della SIM è cruciale: con il suo ruolo di *advisor*, essa ha gioco facile nel disegnare il portafoglio investimenti dei propri clienti in modo da includere tali titoli, senza rischio di ammontare inoptato. Tutto questo percorso non presenta di per sé problemi, se esso viene correttamente gestito nel rispetto della trasparenza rappresentata al cliente finale dei rischi connessi a ciascun passaggio. Ma questo è possibile se gli attori che partecipano a questo scenario sono soggetti distinti. I problemi sorgono, infatti, quando i ruoli vengono confusi. Nella pratica, però, accade (e questo fatto è stato pubblicamente censurato dalla stampa) che il presidente della SIM siede nel Consiglio di Amministrazione di una delle banche azioniste della SgR e, allo stesso tempo, è presidente anche della SgR incaricata di strutturare le obbligazioni risultato della cartolarizzazione. È evidente che in questo contesto, visto l'intreccio pericoloso che è qui evidenziato, esistono incentivi molto forti a creare titoli strutturati e a disporli nei portafogli di soggetti terzi, senza un vero e proprio controllo 'terzo', essendo, di fatto, il medesimo soggetto presente in tutte le fasi del processo, controllandolo fin dalla sua origine. Il problema ora delineato è assolutamente reale ed è qui presentato senza nomi, come esempio paradigmatico di come il conflitto di interessi possa essere pervasivo. Ciò ci aiuta a comprendere, senza inutili moralismi, la ragione per cui il patrimonio di molte casse di previdenza si sia così deteriorato nel corso degli ultimi anni, ben al di là delle oscillazioni di mercato che si sono verificate. Ma allora capiamo anche la ragione dell'eccessiva concentrazione del patrimonio sugli strutturati, del rendimento minimo degli attivi, e via dicendo.

Da quanto ora discusso in questa sede, non è esagerato richiedere che a questo punto vi sia un serio cambio di prospettiva. A tale proposito un'opera di sensibilizzazione è fondamentale per comprendere adeguatamente il ruolo del rischio e dei conflitti di interesse. In questo ambito, risultano assolutamente cruciali operazioni rigorose e trasparenti di *due diligence* sugli *advisors*, ad opera principalmente del Collegio sindacale che è l'organo istituzionalmente incaricato a ciò. Inoltre, come è correttamente affermato negli atti della Commissione Parlamentare, è ormai ineludibile un processo di riforma della previdenza separata al fine di collocarsi in linea con gli altri paesi europei, introducendo la separazione tra diverse tipologie di *advisors* su segmenti specifici di attività (monitoraggio, *risk management* e *asset allocation*) e rendendo la *due diligence* obbligatoria.

Infine, credo che la parola d'ordine che debba entrare nel nostro vocabolario sia proprio la trasparenza necessaria a tutti i livelli: tra *advisors* e Cassa di previdenza, e tra quest'ultima e i propri iscritti. Tutto questo perché l'avidità di pochi non vada più a danno di tutti. Grazie.

DIBATTITO E CHIUSURA DEI LAVORI

PIZZA - Grazie prof. Marzo. Bene, i Relatori hanno concluso le loro presentazioni ed ora apriamo il dibattito. Infatti sono state fatte molte domande. Avrete notato nella locandina del convegno che al suo termine sono previsti dibattito e conclusioni. Personalmente non ho alcuna intenzione di trarre conclusioni dagli interventi: le conclusioni le trarrete voi dalle cose che sono state dette. Assumo invece il compito di coordinare il dibattito e mi pongo qui di lato lasciando in cattedra i tre relatori. Lasciate intanto che li ringrazi e ringrazi enormemente anche voi tutti intervenuti perché l'obiettivo di questa riunione era quello di aiutarci a capire non solo le problematiche sottese all'ENPAM ma anche i problemi che in generale ci sono sugli investimenti, sulle Casse di Previdenza e perché esistono le Casse e perché, come il prof. Marzo ci ha fatto capire, in America si sta pensando addirittura l'emissione di bond di Stato a 100 anni.

Qui ora mi fermo, non dico una parola di più e vi invito a porre tutte le domande che vi sono sorte e vi anticipo che questo Convegno rappresenta il mio ultimo interessamento sull'ENPAM: non me ne occuperò più dopo questo. Cerchiamo di capire tutto quello che è possibile capire poi se vorrete capire ancora di più inviterete a casa vostra questi Relatori perché, onestamente, sono stanco di essere considerato un "disturbatore" solo perché cerco di capire e far capire. Il mio obiettivo come Presidente dell'Ordine dei Medici e Odontoiatri di Bologna e quindi come un Consigliere Nazionale dell'ENPAM è quello di, avendo capito che c'era qualcosa da valutare, è quello di capire un po' di più e per far capire ai portatori di interesse che siete voi.

Vi prego di fare domande, se avete dubbi il prof. Marzo, il dott. Corsini, e il dott. Gallazzi sono qui. Il dott. Corsini ha chiarito quali sono gli obblighi di legge di un Collegio dei Revisori, il dott. Gallazzi vi ha spiegato alcune cose e il prof. Marzo vi ha detto altro. Come prima preannunciato tutto è registrato e verrà pubblicato in un dossier dell'Ordine e inviato, dopo una revisione da parte dei relatori che dovranno – ovviamente una cosa è parlare e una cosa è scrivere non si può scrivere come si parla – rivedere i concetti che hanno espresso, li integreranno come riterranno opportuno, e sarà inviato ai vostri ordini; andrà cioè ai Consiglieri Nazionali, i Presidenti di Ordine, reali portatori di rappresentanza degli interessi degli iscritti che decideranno cosa fare delle conclusioni che potranno trarre dal Convegno.

ROSSET - *Presidente OMCeO Aosta.*

La mia considerazione è questa dato: che il patrimonio mobiliare e immobiliare è stato accumulato nel tempo e non ci è piovuto dal cielo nel passato, mi pare che, proprio per far fronte ad una situazione di emergenza quale la gobba previdenziale del 2035, diventi poco comprensibile il divieto governativo di attingere in qualche modo al patrimonio proprio per fare fronte a questa emergenza di tipo generazionale che speriamo sia l'ultima.

Un'altra cosa che forse mi è difficile capire è che comunque questo patrimonio frutta degli introiti per lo Stato perché le nostre retribuzioni sono tassate alla fonte, le pensioni sono tassate alla fonte, il patrimonio mobiliare e immobiliare sono tassati, quello immobiliare paga l'ICI, l'IMU, quello che è giusto che paghi. Quindi di fatto la percezione che ne abbiamo è che l'imposizione della norma dei 50 anni sia estremamente vessatoria e ci pare abbia uno scopo molto preciso che è quello di rendere impossibile la sostenibilità finanziaria per ottemperare alla norma stessa.

GALLAZZI - Come ho detto prima ho separato il giudizio di tipo tecnico da quello di tipo politico, e sul giudizio tecnico sono d'accordo con Lei. È sbagliato non considerare il saldo della gestione corrente, quindi il rendimento da patrimonio.

Su questo siamo d'accordo, solo è necessario fare questa puntualizzazione, stiamo parlando di bilanci tecnici non di gestione quotidiana. Il bilancio tecnico è una assicurazione chiesta dallo Stato nell'interesse dei cittadini. Sono d'accordo con Lei il patrimonio non è piovuto dal cielo, viene fatto con il sudore, l'impegno e l'adesione e il senso di appartenenza di tutti i medici italiani per far sì che il patto generazionale funzioni, su questo non ci sono dubbi.

Quindi il patrimonio è lì per assumere, come dicevo prima, una funzione di garanzia, ma i bilanci tecnici servono per dire ad un ragazzo di pagare serenamente i contributi per quarant'anni che quando toccherà a lui la Cassa pagherà "serenamente" la sua pensione.

Sulla questione delle plusvalenze inesprese facciamo una piccola riflessione e di nuovo caliamoci nella vita quotidiana di ognuno di noi.

Il mio Patrimonio vale quanto il mercato nel momento di vendere è disposto a riconoscermi, appunto il mark to market. Se vendo una casa di proprietà non incasserò quello che pensavo valesse ma quanto il mercato mi riconosce date le condizioni di domanda e offerta del momento e della negoziazione condotta. Costi storici, plusvalenze inesprese, minusvalenze “ristrutturate”, ecc. possono essere, se non attentamente spiegati e prudenzialmente valutati, informazioni fuorvianti.

BAGNONI - *Presidente Ordine dei Medici di Pistoia* - Volevo chiedere, se l'esempio che Lei ha fatto del rendimento del patrimonio intorno 4% che garantirebbe all'infinito la stabilità, potrebbe essere rappresentativo della nostra situazione ENPAM. Sarebbe una prospettiva realistica?

GALLAZZI - io ho dichiarato, anche per mia personale tranquillità e protezione, di non entrare nel dettaglio dell'analisi anche perché come sapete è sul tavolo di Autorità Competenti.

Io ho la mia opinione di quale dovrebbe essere il livello di redditività sostenibile, ma non lo dico!

Dico solo che dovrebbe essere certamente di più dell'1, 72%.

Una domanda, se il vostro patrimonio personale rendesse l'1, 72% per anni sareste contenti?

E allora di chi è quel patrimonio?

Per fare una teoria del portafoglio in maniera responsabile, scientifica e trasparente ci vuole una cosa che si chiama Asset Allocation Strategica ossia Gestione strategica del patrimonio che l'Ente non ha e ha dichiarato in occasione della presentazione del bilancio preventivo, che non ce l'ha da oltre un anno, che non ce l'ha ancora e che quindi non può fare nessun ragionamento di questo tipo, non può fare una strategia di investimento. . . e allora signori, dichiarare che non c'è un Asset Allocation Strategica significa quindi che manca anche il controllo dei rischi, perché se io non ho un piano strategico dell'investimento che cosa controllo? Come faccio a controllare l'equilibrio del mio portafoglio o del mio bilancio, non posso certo controllare se la strategia è giusta, quindi cosa faccio, vivo alla giornata? Qualcuno sceglie? C'è qualcuno che voi ritenete essere così illuminato per poter scegliere negli interessi di tutti gli investimenti senza esercitare nessun tipo di strategia?

Veniamo al novembre scorso, dicevo è stata realizzata una riforma di sistema dell'ENPAM molto tenace e virtuosa. Due cose ha fatto l'anno scorso l'ENPAM di cui bisogna sicuramente dargli merito, ha rivisto, e tutti ci auguriamo che vengano implementati, i modelli di governance, il processo di investimento coinvolgendo addirittura quello che oggi è il nostro Presidente del Consiglio, e poi ha fatto una riforma, e qui i complimenti sono da fare a voi, perché parla di:

- innalzamento graduale dell'età di vecchiaia fino a raggiungere i 68 anni dal 2018 in poi;
- incremento dei livelli contributivi, sia in termini di rivalutazione dei contributi minimi previsti, sia in termini di aumenti delle aliquote contributive. In particolare si prevedevano aumenti di 1% all'anno per alcuni anni fino a raggiungere un tetto massimo. Per i singoli Fondi questo corrispondeva ad un 22% per il Fondo di Previdenza Generale – “Quota B”, 26% per il Fondo Medici di Medicina Generale e 32% nel caso del Fondo Specialisti Ambulatoriali;

- introduzione del metodo contributivo, sia per il Fondo Previdenza Generale – “Quota A”, che per una parte del trattamento pensionistico previsto per il Fondo Specialisti Interni.

Si può vedere che già si trattava di interventi piuttosto penalizzanti, dovuti ad una situazione dell'Ente alquanto delicata, che lungi dall'essere in fase di miglioramento, si sarebbe progressivamente aggravata se non si fosse intervenuti immediatamente.

BIAVATI - Come faccio a garantire che ci sia una coerenza, una corrispondenza con il mandato ricevuto dagli iscritti?

GALLAZZI - Attraverso l'informazione continua e il bilancio. Il bilancio è uno strumento gestionale di informazione, indirizzato ai portatori di interesse che serve a mostrare le reali aree critiche di gestione per prendere delle decisioni, non è uno strumento politico o di gestione del consenso!

Ho io ora una domanda per Voi.

Domanda: i CDO anche per una piccola fetta inserita in un complesso di patrimonio molto grande hanno ragione di esistere nel portafoglio di una cassa previdenziale? Con questa domanda vi auguro un buon caffè.

Dott. BENFATTI - *Delegato dell' Ordine dei Medici di Ascoli Piceno*

Desidero chiarire alcuni dei motivi per cui Ascoli, un Ordine di peso specifico relativamente piccolo nel pa-

norama nazionale, si è espresso dapprima con documento molto critico, pur votando a favore dell'ultimo bilancio consuntivo dell'ENPAM, e poi ha dato voto negativo sul bilancio preventivo presentato lo scorso Novembre.

Fatto salvo che l'ENPAM è la nostra cassaforte e, di fronte all'ultimo decreto governativo cosiddetto "Salva Italia", è necessario difenderla a tutti i costi, è sulla gestione della cassaforte che abbiamo numerosi dubbi. Premesso che anche noi, da inesperti, non capiamo quali siano i motivi che hanno portato l'Ente ad investire in titoli a rischio come i CDO una parte così cospicua del patrimonio, ci siamo concentrati prevalentemente sulle spese di gestione.

Analizzando il bilancio da questo punto di vista si trova che, mentre il saldo della gestione previdenziale è attivo per 1,1 miliardi di euro, la gestione non previdenziale incassa 420 milioni e ne spende 370. L'attivo è di soli 50 milioni di euro. Dunque il rendimento degli oltre 11 miliardi di patrimonio, tolte le spese, si attesta al disotto dello 0,5%.

Correggetemi se sbaglio applicando il vecchio e collaudato sistema del conto della serva, ma questo è il risultato operativo e definirlo deludente è solo un eufemismo.

Allora siamo andati a vedere come si spendono questi soldi e vi cito almeno tre punti che ci sembrano molto rilevanti.

Il primo: è stato iscritto a bilancio un milione mezzo di euro per ristrutturazione informatica, da spendere in buona parte sui famosi totem sistemati nelle sedi ordinistiche. Si tratta di strumenti obsoleti, pochissimo utilizzati perché fornivano dati inattendibili, attualmente bloccati e completamente superati dal progetto busta arancione. Tra l'altro non è dato sapere esattamente quanto siano costati finora e spenderci sopra altro denaro ci è sembrato follia.

Secondo: i revisori dei conti raccomandavano, in ossequio alla legge finanziaria, la riduzione delle consulenze esterne che costavano svariate centinaia di migliaia di euro.

Ebbene, non solo non sono state ridotte ma sono previste in aumento del 20 - 30%.

Terzo ed ultimo punto, quello più fastidioso per gli iscritti, che coinvolge in modo pesante anche le modalità della comunicazione istituzionale, la propagandata riduzione del 10% dei compensi e delle spese del Consiglio di Amministrazione.

Siamo andati a vedere nel bilancio consuntivo e abbiamo trovato che per il Consiglio di Amministrazione si erano spesi poco meno di 4 milioni di euro. Nel bilancio preventivo ne sono previsti 5,9.

Ci è sembrato di assistere al gioco delle tre carte. Ipotizzare un aumento del 50% di questa voce di bilancio e rendere nota sulla stampa soltanto la riduzione del 10% significa davvero prendere in giro gli iscritti.

Nel mio intervento al Convegno di Roma, in cui l'ENPAM ha presentato le linee guida della riforma, avevo già espresso personalmente questa richiesta di severa riduzione delle spese del Consiglio di Amministrazione, per dare un chiaro segnale etico di condivisione dei sacrifici che l'Ente sta per chiedere a tutti i medici. Evidentemente la direzione presa non è questa.

Anche sul discorso della trasparenza, della casa di vetro, che tuttavia non permette la visione di molte cose, non ultima la richiesta inesaudita del dott. Pizza di conoscere i dettagli d'acquisto del Palazzo della Rinascente a Milano, la strada è ancora lunga.

Questi sono stati i motivi principali del nostro voto negativo.

Per concludere alcune domande agli esperti che abbiamo di fronte.

Sarebbe utile per l'ENPAM avere un amministratore delegato? Chi controlla attualmente il potenziale conflitto d'interesse degli *advisor*? Soltanto il Collegio dei revisori dei conti?

L'attuale Consiglio di Amministrazione ha le competenze necessarie per fare questo? Mi risulta che sia stato sottoposto a un veloce training finanziario perché in buona parte, come noi tutti peraltro, non ha l'esperienza per gestire un'Ente Previdenziale.

E inoltre, parlando di riforma dello Statuto, ha senso mantenere 24 persone nel Consiglio di Amministrazione e 10 nel Collegio dei revisori dei conti? Quanti risparmi si potrebbero ottenere da una riduzione di questa pleora amministrativa?

Non prendetemi per un epigono di Quintino Sella, ma credo che riducendo le spese inutili i 14 milioni di euro di risparmi che l'Ente ha previsto nei prossimi tre anni potrebbero tranquillamente raddoppiare.

Questi sono solo alcuni spunti di discussione.

Sul problema dei titoli che l'Ente ha in portafoglio lasciamo l'analisi a chi è più esperto di noi, ma ora che ci è stato mostrato che il 26% del patrimonio dell'ENPAM è esposto su titoli strutturati mi corrono dei brividi lungo la schiena.

Infine qualche dubbio sulle statistiche che ci vengono fornite, sulla famosa aspettativa di vita che aumenta indefinitamente, per cui vivremo fino a cent'anni e dovremo lavorare fino a ottanta. Io mi pongo il seguente

problema: sono nato nella prima metà degli anni '50 e presumo che la mia aspettativa di vita sarà quella della mia coorte di nascita. Se man mano che invecchio continuano a spostarmi in avanti l'età di pensione, dicendomi che se arrivo a 65 anni la statistica mi gratifica di altri 18 anni di vita, quanti anni di buona salute avrò per godermela questa pensione? Perché ho un gruppetto di nomi, di amici e colleghi, nati nel mio stesso periodo, che non sono arrivati neanche a 60 anni.

DOTT. PIZZA - Grazie dott. Benfatti. Signori relatori ci sono risposte da parte vostra, considerazioni ai quesiti del dott. Benfatti? Io so quello che ha detto Ascoli perché c'ero, alcune cose le ho ribadite anch'io una relazione che tutti i Consiglieri hanno perché l'ho girata a tutti quanti sulle considerazioni di natura generale ovviamente perché non dobbiamo parlare di ENPAM in questo caso, anche se si parte dall'ENPAM. Corsini, Gallazzi, Marzo potete rispondere nell'ordine in cui siete seduti che è diventato anche alfabetico.

Risposta Corsini a Benfatti

DOTT. CORSINI - Vorrei sottolineare che al Collegio sindacale dell'ENPAM è stata attribuita anche la funzione di controllo contabile.

L'analisi, la (corretta) rappresentazione e valorizzazione degli investimenti mobiliari nel Bilancio di una "cassa privatizzata" rappresentano uno dei compiti più delicati dell'organo di controllo.

Il Collegio sindacale non si deve solo limitare a verificare la corretta applicazione delle norme civilistiche e dei principi contabili nella redazione del Bilancio ma deve segnalare, ove presenti, anche delle criticità su determinate valorizzazioni di poste contabili che benché conformi al dettato civilistico non rappresentano l'effettivo valore alla data di riferimento del Bilancio. Mi riferisco alla valorizzazione degli investimenti mobiliari che sono iscritti all'attivo del Bilancio a costi d'acquisto storici mentre il valore di mercato alla data di chiusura dell'esercizio è notevolmente inferiore. In tale caso, sarebbe opportuno che, nella relazione al Bilancio, l'organo di controllo segnalasse agli azionisti tale diminuzione di valore di parte dell'attivo patrimoniale. Ricordo che qualora si obbligasse "le casse privatizzate" ad applicare i principi contabili internazionali gli investimenti mobiliari sarebbero sempre valorizzati al valore di mercato e non al costo d'acquisto.

Le minusvalenze degli investimenti mobiliari alla data di riferimento del bilancio, a mio parere, sono perdite certe a differenza delle plusvalenze e minusvalenze sugli investimenti immobiliari che sono sempre potenziali, teoriche. Quindi sarebbe auspicabile che i sindaci di una cassa privatizzata, nella propria relazione al Bilancio, informino gli azionisti dell'ammontare, se rilevante, delle perdite da investimenti mobiliari e dell'effetto sul patrimonio anche quando il Bilancio è stato redatto nel rispetto delle normative vigenti.

PIZZA - Un piccolo commento : nel bilancio consuntivo del 2011 è stata posta in approvazione una perdita di 100 milioni di euro, perdita relativa in ambito finanziario mentre la previsione del 2010 sul 2011 era zero.

La previsione di perdita finanziaria nel 2012 è di nuovo zero, quindi io ho votato contro sia per il consuntivo sia sul preventivo.

Risposta Gallazzi a Benfatti

GALLAZZI - Io credo che l'intervento del delegato dell'Ordine di Ascoli sia stato molto chiaro, ha dato delle precise ragioni, proprie ragioni critiche, non ha fatto semplici domande ai relatori ma ha posto approfondite osservazioni per tutti. Sostanzialmente possono essere domande che ci poniamo tutti noi qui riuniti.

Però c'è una domanda alla quale credo che si possa rispondere subito e direttamente: un Consiglio di Amministrazione fatto da più di 20 persone ha come effetto quello di allargare la piattaforma di responsabilità condivisa, cioè di una decisione che prendono in pochi "consapevoli" si fa una responsabilità allargata, in pochissimi però sono in grado di descrivere cosa sia stato veramente discusso e quali ragioni ci siano per una decisione, quindi si diffonde a tanti "spettatori", che alla prima occasione diranno "non ho scelto io...", una responsabilità probabilmente di pochi "esperti". Così come è, ovvero un consiglio modello "assemblea di condominio" non ha un rapporto efficacia/efficienza ottimale.

La formazione di un Consiglio di Amministrazione o di un Collegio sindacale costituito da troppe persone non può che rispondere soltanto ad una logica di rappresentanza politico-territoriale e su quello non c'è niente da dire, sulla propria istituzione i portatori di interesse possono fare ciò che vogliono, ci mancherebbe. Ma se si vuole che ci siano tanti a controllare allora che controllino, che ci siano nelle discussioni, che siano presenti, che pretendano risposte e chiarimenti.

Un Consiglio di Amministrazione fatto di 24 persone dove non vi è questa partecipazione, quest'attività di

controllo invece è inutile. Se il Consiglio di Amministrazione deve lavorare con un comitato separato o con alcune persone con deleghe precise che prendono le decisioni che devono solo informare sommariamente il consiglio di Amministrazione di quello che hanno già deciso, direi che l'utilità è abbastanza limitata. Ci saranno altre ragioni, dal punto di vista gestionale e finanziario non ci sono delle ragioni, quindi questa è l'unica risposta.

Risposta Marzo a Benfatti

PROF. MARZO - Grazie. Anche io condivido questo aspetto e anzi aggiungo alcuni dati. Un Consiglio di Amministrazione ha in genere un costo. Quindi è necessario che come regola di amministrazione generale nei consigli di amministrazione entrino persone competenti. Tuttavia, per preservare il principio di rappresentanza pur salvaguardando le esigenze operative, basterebbe adottare una *governance* di tipo duale, come previsto dalla recente riforma del diritto societario. In base a ciò, si devono prevedere due organi: un consiglio di sorveglianza ed un consiglio di gestione. Nel primo possono trovare spazio i rappresentanti dei vari ordini locali e interessi allargati. Nel consiglio di gestione, invece, più snello, devono esservi soggetti con incarichi più operativi e con competenze più specifiche. Il consiglio di sorveglianza può fissare linee guida di indirizzo e non deve necessariamente riunirsi con la stessa frequenza del consiglio di gestione. Un punto importante, però, è rappresentato dalla crescita interna di persone competenti da avviare alla gestione della Cassa di previdenza. Nei nostri interventi abbiamo molto parlato di *advisors*. Una proposta interessante potrebbe essere quella di ridurre il numero di consiglieri di amministrazione della Cassa di previdenza, utilizzando il risparmio che si genera per assumere manager esterni in grado di gestire un comparto dell'attività consulenziale normalmente delegata agli *advisors* esterni (asset management, risk management o monitoraggio). Tali persone possono certamente essere supportate da *advisor* esterni, ma il vantaggio è che si creano internamente delle professionalità la cui esperienza può essere preziosa per il futuro e per la memoria storica della cassa. Un *advisor* serio e trasparente è anche colui che può aiutare l'ENPAM (o le altre casse) a crescere in questa direzione, facilitando sempre di più anche la crescita interna di figure professionali dedicate. La riforma della *governance* è però il punto centrale: senza di essa, nulla può poi avviarsi.

PIZZA - Grazie per questo suggerimento, abbiamo lo Statuto che deve essere rivisto ci ragioneremo perché ogni consiglio che viene dato è certamente un consiglio che verrà tenuto presente altrimenti è inutile trovarsi insieme.

ROSSET - Presidente OMCeO - Aosta

La mia è una curiosità non so se può rispondermi. Il Presidente Monti, che sappiamo tra l'altro essere stato anche consulente ENPAM, e il Ministro Fornero, nel momento che hanno ideato al comma 24 dell'articolo 24 il parametro dei cinquant'anni di equilibrio di bilancio senza utilizzo dei proventi del patrimonio e il patrimonio stesso, ma soprattutto nel momento in cui hanno ideato, più sotto al comma 28, forme di "decontribuzione parziale dell'aliquota contributiva obbligatoria" con la possibilità di "schemi previdenziali integrativi", e quindi, *ipso facto*, se capisco bene, la possibilità che altri fondi privati si occupino delle pensioni dei medici, ecco io immagino che il Presidente ed il Ministro in quel momento avessero in mente un modello economico preciso.

Allora la domanda che faccio è questa: qual è questo modello? Esiste in questo momento, anche non parlando di altri enti previdenziali, molti dei quali sappiamo finanziarsi con la fiscalità generale e il debito, ma anche di entità private, una Azienda, pur ad entrate abbastanza costanti, mi viene in mente la Società Autostrade, che possa assolutamente garantire quello che il Ministro Fornero chiede all'ENPAM e cioè un pareggio di bilancio per i prossimi cinquant'anni senza indebitarsi e senza attingere alle sue immobilizzazioni, ma soprattutto senza sapere non solo come sarà il mercato ma quanti saranno i fornitori?

RAVERA - Presidente OMCeO SALERNO - Una curiosità: ai primi di novembre si è tenuto un Convegno ENPAM in cui uno dei relatori è stato il prof. Monti. Il Giornale "La Previdenza" ha pubblicato un riassunto in stile tacitiano per la brevità ma non per la chiarezza e la completezza. Ha tenuto presente le considerazioni che ha fatto Lei stamattina? Scusi e grazie.

GALLAZZI - Allora rispetto alla prima domanda, senza fare pubblicità ad alcune casse virtuose piuttosto che ad altre. Ci sono delle casse in cui vi è l'aspetto virtuoso della curva del saldo della gestione corrente che abbiamo visto prima e che quindi hanno un patrimonio che già adesso non andrà mai a mancare. Ve ne sono altre che hanno invece un rischio a 30 anni, 32, 37 etc.

L'ENPAM è uno dei dati peggiori pubblicati, e parlo sul bilancio tecnico del 2009, che è quello che ho visto. Ma è anche dovuto al fatto che come le dicevo la rendita del capitale dell'1,72% nel quinquennio 2005/2009 è la più bassa delle 23 casse confrontate perché la media va nell'intervallo 3-4 mezzo per cento. Quindi per rispondere alla sua domanda, questa è sicuramente una legge che, ripeto, probabilmente avrebbe dovuto essere fatta prima ancora. Anzi dovrebbe essere stata vigente da quando hanno costituito le casse stesse, con un approccio prudenziale, è certamente una legge di buonsenso civile e politico.

È chiaro che quando entra una legge di questo tipo, quando l'abitudine e, diciamo così, il senso di sicurezza era legato al fatto che tanti mercati crescono sempre ... chi mai avrebbe mai previsto che nel 2008 sarebbe iniziata la crisi e che da quattro anni i mercati finanziari si comportano come sappiamo. Nessuno, non è mai successo nella storia, quindi ci si è sempre affidati all'antico adagio del ... ci penserò domani ... allora è chiaro che nel momento in cui i mercati non crescono e non c'è questa prospettiva, non c'è una previsione di crescita stabile, una norma di questo genere inserita adesso ovviamente diventa uno *spauracchio*.

Specie per le casse ... meno in forma!

Importante dire però che già adesso ci sono delle casse che sono in grado, con un questa norma, di rispondere ai requisiti.

E poi c'era la domanda del Presidente di Salerno. Allora io ho una grande stima, come la maggior parte degli italiani, per il Presidente Monti, io ho studiato alla Bocconi e quindi ho avuto la fortuna di essere all'interno delle sue aule.

Non conosco l'intervento il dettaglio e l'analisi che lui ha fatto l'anno scorso. Conoscendo la professionalità elevatissima e molto seria immagino che l'abbia fatta nei dettagli dovuti. Il 1° novembre o il 1° ottobre scorso, adesso non ricordo, c'è stato questo convegno nazionale organizzato dall'ENPAM, io credo che l'attuale Presidente del Consiglio allora fosse già in versione *homo politicus* e un po' meno esperto di *advisory* finanziaria per l'Ente.

Quindi io non so se l'ha detto, perché ovviamente non sono stato invitato al convegno e non ho avuto modo di vedere al di là di quello che ha scritto la presidenza negli atti che sono stati pubblicati.

Monti ha e aveva tutti gli strumenti per aver visto quello che ho detto io e con umiltà dico anche più delle mie osservazioni, se l'ha detto non lo so e non so il perché.

BENEFATTI - Ascoli Piceno - Domanda tecnica. Allora questo rendimento dell'1,72 è un rendimento effettivo? Mi spiego, l'ente ha una gestione previdenziale e una non previdenziale. Nella gestione non previdenziale se non ho capito male c'è una differenza tra il rendimento del patrimonio e le spese. Allora questo 1,72 è il risultato finale oppure è l'1,72 dal quale vanno poi tolte le spese e quindi ancora meno?

GALLAZZI - È il risultato netto della gestione corrente cioè il reddito da patrimonio netto, quindi tiene conto delle spese amministrative di gestione che sono certamente rilevabili a differenza di quelle altre sono certamente rilevabili perché fanno riferimento al *mark to market*. Ma anche queste tendenzialmente non vi è obbligo di considerarle anche perché vi è sempre la legittima speranza che dopo questa grande crisi andremo incontro a un boom pazzesco per cui la borsa guadagna 20% all'anno, i titoli impazziscono e tutto quanto si risolve, però significa giocare alla roulette. Allora l'1,72 è il saldo della gestione del reddito del patrimonio al netto di quelle che sono le spese di gestione e non tiene conto però delle componenti straordinarie.

DOTT. AUGUSTO PAGANI - Presidente Ordine di PIACENZA - Innanzitutto grazie al dott. Giancarlo Pizzà perché questa è stata un'occasione veramente unica, mi ha fatto piacere essere qui. Voglio ringraziare anche i relatori perché hanno reso di facile comprensione un tema complesso e difficile per un medico.

Due domande; la prima al dott. Pizzà: mi sembra di ricordare che il tuo invito sia stato inviato anche ai rappresentanti dell'ENPAM, volevo sapere se è presente qualcuno che può portarci la voce ufficiale dell'Ente. Ai consulenti dopo l'apprezzamento veramente sentito per la meravigliosa esposizione e la diagnosi molto chiara, quale è la terapia? Cosa rispondete ad un iscritto che chiede che cosa si può fare per cercare di salvare la previdenza dei medici?

PIZZA - Grazie dott. Pagani, chiarisco come è nato questo convegno. Ne ho parlato al telefono con il presidente Parodi prima di lanciare l'invito a tutti i Consiglieri Nazionali e al Presidente stesso ho detto che sarei stato onorato della sua presenza o di chiunque avesse voluto inviare. È un convegno che veniva fatto per ra-

gionare su i problemi che ha l'ENPAM in questo momento che non derivano dalla governance. Questi li discutevamo, li abbiamo discussi all'interno dei Consigli Nazionali. Il convegno nasceva per affrontare la problematica alla luce della legislazione incombente e delle modifiche, che entro giugno, devono essere fatte. Il Presidente Parodi mi ha detto che difficilmente sarebbe venuto però ne avrebbe parlato in Consiglio. Poi ho telefonato al Vice-Presidente Vicario chiedendogli di partecipare, perché mi avrebbe fatto molto piacere e che la segreteria era a disposizione per tutto quello che poteva essere necessario. Da Parodi non ho avuto più nessun segnale: ovviamente lo spazio per metterli all'interno della scaletta era da me previsto e poteva questa essere rifatta in qualunque momento con la disponibilità a darne quanto ritenuto da loro necessario, non c'erano problemi di sorta. Poi è partito, dall'Ufficio di Presidenza dell'ENPAM, un comunicato stampa a tutti i Presidenti di Ordine giunto solo due giorni dopo a Bologna: a me è arrivato l'altra notte, per ultimo. Questa è stata la risposta dell'invito a Parodi. Il dott. Oliveti mi telefonato due giorni fa dicendomi che non sarebbe intervenuto per ragioni di opportunità. Le ragioni di opportunità sono sempre comprensibili e rispettabili. Questa è la mia risposta al dott. Pagani intorno all'invito. Ora andiamo oltre e sentiamo le risposte dei Relatori alla domanda che è stata fatta dal Presidente Pagani.

DOTT. CORSINI - Ritengo che le leve che gli amministratori hanno a disposizione sono contenimento delle spese generali e redditività degli investimenti mobiliari ed immobiliari.

Per quanto concerne la redditività degli investimenti ne hanno già parlato i miei colleghi nelle loro relazioni. Il contenimento delle spese generali, comprese le consulenze e i compensi agli organi sociali, deve essere l'obiettivo primario da parte di amministratori diligenti.

Non mi sembra che negli ultimi anni l'Ente abbia proceduto in tal senso; il dott. Gallazzi ha ricordato le alte remunerazioni percepite da parte dell'*advisor* che ha curato gli investimenti mobiliari.

Pur non conoscendo l'assetto organizzativo dell'ENPAM, ritengo che l'adozione di un adeguato assetto organizzativo consente di accrescere l'efficienza delle diverse strutture funzionali.

DOTT. GALLAZZI - Adesso tutto consentitemi ancora di fare un "parallelo medico". Vista la situazione attuale la prescrizione a mio giudizio è fatta in parte di una terapia intensiva da seguire e in parte da un intervento chirurgico necessario. Questo perché la terapia da sola non solo rischierebbe di non riuscire a recuperare una parte rilevante delle patologie rilevate che invece andrebbero prese radicalmente.

In termini di intervento chirurgico, partiamo da questo perché è quello più urgente, ci sono 3 azioni da fare:

1. affrontare in maniera radicale la grande percentuale di strutturati presenti nel patrimonio, dentro quegli strutturati ci sono i CDO che valgono da soli circa 800 milioni di euro in valore nozionale. L'iniziativa fatta e continuata fino ad oggi, è di ristrutturarli continuamente a costi altissimi, riportando avanti la scadenza e il problema stesso. Queste azioni continue, come vedete nei conti del conto economico, come costi di ristrutturazione significano decine di milioni di euro e non risolvono il problema, anzi. Lì, nei CDO, purtroppo, c'è poco e niente da fare, è ormai come la teoria della "rovina del giocatore", bisogna intervenire, riallocare il rapporto rischio-rendimento, portare a perdita, ma impedire che l'attesa e il non voler intervenire per non assumersi le responsabilità vada a rendere inutili le terapie per una migliore governance.

Il 26% di un patrimonio di 11 miliardi investito in prodotti strutturati è un valore pazzesco e lì bisogna approfondire, bisogna andare dentro a vedere con tutti gli strumenti scientifici del caso.

Non è semplice però, è curioso dirlo, perché alcuni danari non sono investiti fisicamente qua in Italia o in Europa, ma sono investiti in strumenti o veicoli "off-shore".

2. La seconda azione "dell'intervento chirurgico" è "impiantare" una regola, un meccanismo, ben preciso: i consulenti, chiunque essi siano, devono dimostrare il valore aggiunto apportato e semmai devono poter essere remunerati sul risparmio o sull'extra performance derivati dal loro consiglio. C'è appena stato un decreto che si chiama *Libera Italia*, che parla di liberalizzazione delle professioni, adesso addirittura tutte le professioni sono portate a doversi confrontare con il beneficio prodotto, addirittura sembra senza più una protezione di parcelle professionali. E allora che facciamo? Il consulente finanziario, non può dunque esimersi dal rispettare il fatto che o dimostra il valore aggiunto o non è possibile fare un atto di fede e pagare una cifra fuori da ogni ragione. I consulenti devono rispondere del loro operato. Devono essere soggetti alla legge vigente nel nostro paese (MIFID) e devono rispondere del loro operato, dei conflitti d'interesse, della non trasparenza, di qualsiasi azione che sia contraria all'interesse degli iscritti.

3. L'ultima azione dell'intervento chirurgico è, diciamo così, l'inserimento, adesso non so che termine di paragone medico posso fare, non so se sia un *by-pass* o altro *device*, ma è fondamentale inserire l'*Asset Allocation Strategica*, sistema necessario che va inserito nella gestione del patrimonio con urgenza!! perché senza quella ormai non si può funzionare. È una follia!

Non è infatti secondo me accettabile da parte vostra che chi gestisce fiduciariamente i vostri soldi non abbia, ma non da una settimana ma da un tempo incredibile, anni, una asset allocation strategica. Ossia, di un sistema che dichiari chiaramente agli stakeholder quale sia la strategia di investimento, ti dica ad esempio il perché si sia messo il 26% del patrimonio in prodotti strutturati, e perché in quelli, se io non ho asset location strategica non posso nemmeno controllare strategicamente il portafoglio, perché chi è che mi dice che un investimento non è coerente con la strategia se la strategia non c'è? Come faccio a controllare la rotta su una barca se il marinaio non ha dichiarato la rotta?

Ora dopo l'intervento articolato in tre azioni la terapia: ... la governance!!

Ho grande fiducia nel lavoro di fatto dal prof. Monti, non dubito abbia fatto un progetto specifico di grande valore sulla governance, non lo conosco nei dettagli ma ho avuto modo di vederlo sinteticamente esposto. L'Ente ha dichiarato che lo sta implementando, il primo elemento che si è visto, è che si vorrà fare una gara fra consulenti per individuare a chi assegnare eventuali incarichi, molto bene, basta che le gare siano fatte bene, perché in Italia abbiamo già una unga esperienza di gare in cui si sa già chi vince. Allora se le gare sono fatte bene e sono trasparenti è un bel segnale. La governance è uno stile di vita che deve essere seguito come una prescrizione medica: basta fumare, mangiare sano, fare un po' di movimento. Fare una governance trasparente è necessario perché senza governance non si può gestire bene un patrimonio di terzi (gli iscritti), non bastano le terapie e le cure che vogliamo fare.

Un altro aspetto della terapia: la competizione, altra regola fondamentale. Non è possibile non avere una competizione fra le varie offerte di investimento e disinvestimento, basta, si dovrà fare poi d'ora in avanti una gara fra le proposte investimento e disinvestimento mobiliari e immobiliari. Vediamo cioè il mercato che cosa mi offre, negoziamolo, rendiamo edotti gli stakeholder. Non sia più data l'impressione di avere già una soluzione cotta e mangiata.

Come terza cosa in termini di terapia seguirei poi quello che dice la Corte dei Conti, posto che su questo tema, ci tengo a chiarirlo ho già dato!!!! Sotto il punto di vista civilistico e fiscale, i bilanci sono fatti rispettando la legge che ti consente di fare i bilanci così, nulla da dire. Ma ripeto, i bilanci non sono fatti per passare solo l'esame "annuale" della legge e comunicare a tutti i costi una rassicurazione ai portatori di interesse. Il bilancio è uno lo strumento di gestione, ho sentito parlare dell'aspirazione di essere una casa di vetro, uno strumento di controllo attivo, che fa di tutto per essere letto anche da non esperti e vuole essere chiarissimo. Questo vuol dire essere una casa di vetro. E allora se il bilancio deve essere questo, io darei retta al consiglio della Corte dei Conti, e certamente può essere migliorato come strumento di condivisione, di comunicazione trasparente e di gestione.

PIZZA - Grazie Giulio, prof. Marzo.

MARZO - Grazie Giulio. Non posso che associarmi a questi suggerimenti. Anche io insisto sul fatto che l'asset allocation, se opportunamente gestita, deve essere in grado di generare reddito fin da subito, attraverso una gestione adeguata del patrimonio libero che deve già iniziare a rendere qualcosa di più di questo 1,72 per cento. Quindi, c'è il tema scottante degli strutturati, che vanno smontati. In questo contesto, non sarà improbabile rinvenire qualche sorpresa. Da ultimo, la riforma della governance è premessa fondamentale per ripartire dal momento che permette di avere trasparenza, apertura, correttezza e responsabilità. È infatti inutile, a mio parere, insistere troppo sulla definizione di tutti gli aspetti giuridici per la gara 'ottimale'. Non è necessariamente la revisione della procedura di gara che permette di eliminare i problemi di conflitto di interessi (basta vedere cosa accade nei concorsi universitari). È piuttosto la garanzia di una governance trasparente ed efficiente che permette il miglioramento dell'esistente. Comunque anche io concordo sulla massima urgenza di lavorare da subito sull'asset allocation e sulla procedura di valutazione dei derivati che attualmente gravano sul patrimonio dell'Ente, per identificare quali siano i rischi potenziali o concreti di perdite.

PIZZA - Allora visto che la glicemia è molto bassa se ci sono altre domande, per favore rapide con risposte rapide.

BRIANZA - Delegato Ordine Di Brescia - Volevo capire se per caso possiamo utilizzare delle forme di pressione come lo sciopero che è stato indetto per cercare di convincere la Ministra di poterci dare quelle famose chiavi di soluzione dei problemi che ha suggerito il professor Marzo perché se ci danno delle regole ma non ci danno la possibilità di usare il patrimonio o almeno i frutti del patrimonio, penso che non andremo da nessuna parte e quindi si individua una volontà pervicace di volerli rubare le nostre

case per cui chiederei ai colleghi e a Voi se siete d'accordo per fare delle forme di pressione in questa ottica.

Prof. MARZO - posso rispondere al volo perché ho cosa urgente da dire su questo tema. In Italia vi è un problema fiscale importante su questi temi. Sull'integrazione pensionistica: oggi vi è il limite di deducibilità pari a 5000 euro. Se vi fosse la necessità di elevare i contributi volontari, forse sarebbe opportuno elevare tale limite di deducibilità (per esempio a 12.000 euro per anno) per incentivare al massimo i versamenti nella cassa. Altro tema importante è quello delle donazioni. All'estero il patrimonio degli enti previdenziali viene costantemente rimpinguato anche attraverso il sistema delle donazioni. Ciò avviene perché vi è una fiscalità che fornisce gli incentivi giusti, al contrario del nostro paese. Altro tema è il coinvolgimento del settore privato. Nel caso dei medici, è noto l'importante legame tra ricerca e pratica e l'industria farmaceutica e del settore medicale. Se un'azienda avesse vantaggi fiscali importanti nell'effettuare donazioni alla Cassa di Previdenza dei Medici, sarebbe un vantaggio di sicuro interesse. Tutti questi temi devono essere in qualche modo posti all'ordine del giorno dell'Ente, al fine di migliorare il patrimonio ed attenuare i rischi di deterioramento del saldo previdenziale, discussi in precedenza.

PIZZA - Grazie prof. Marzo

GALLAZZI - Io lo avevo detto anche prima e ieri era sul "Corriere della sera", sul "Sole 24 ore", c'era l'articolo delle casse, come dicevo prima credo che sia logico aspettarsi, grazie alla reazione importante fatta da parte di tutte le casse previdenziali e dall'ADEPP, una apertura in questo senso, ossia di considerare anche i frutti generati dal rendimento del patrimonio. Io credo che sia in itinere, il ministro dice che è presto per fare questo aggiustamento, però io credo che si vada in questa direzione, non è logico escludere il reddito del patrimonio.

UGO TAMBORINI - Milano - Mi scuso cercherò di essere sintetico ma una risposta che vorrei proprio avere ed è qual è da un punto di vista ideale per una cassa previdenziale il giusto rapporto all'interno d'un patrimonio tra un valore mobiliare e immobiliare perché io vedo con estrema preoccupazione questa tendenza di ENPAM di spostare tutto patrimonio verso il mobiliare ancora nel 2012. Sul bilancio di previsione, io sono nella consulta per la medicina generale, mi sono permesso di far notare questo aspetto e manifestare le mie preoccupazioni sul fatto che sposteremo di un ulteriore miliardo il nostro patrimonio verso il settore mobiliare e trovo che a fronte di questi dei fondi immobiliari non ne abbiamo molti, ippocrate street eccetera hanno un buon rendimento, sono relativamente sicure? Ecco vorrei un vostro parere su questo aspetto. Grazie.

GALLAZZI - Allora diciamo che vi è una tendenza in atto delle casse previdenziali a fare questo tipo di passaggio. Non soltanto l'ENPAM, ma anche le altre casse, perché la liquidabilità dell'investimento mobiliare è più elevata rispetto alla liquidabilità dell'investimento immobiliare, intendendo quale investimento mobiliare anche le quote di fondo immobiliare che sono un ibrido, perché sono un investimento mobiliare con rischio immobiliare. Quindi questo è il passaggio che molte casse comunque stanno facendo, ENPAM, Enasarco, Inarcassa, le maggiori casse stanno ragionando in questi termini.

Ad esempio, semplicemente, si vendono immobili detenuti da anni a costo storico, si realizza una buona plusvalenza, e si reinveste in fondi immobiliari. Mantengo in termini di portafoglio lo stesso rischio di asset class, di categoria di investimento, e lo faccio con degli investitori professionali che sono in fondi immobiliari, lì ovviamente si tratta di scegliere i giusti fondi immobiliari. Certamente l'ENPAM ha una concentrazione incredibile in un unico operatore, ed è ovvio che anche lì si tratterà di cercare di ragionare sul fatto che convenga una sana competizione fra vari operatori e vedere le proposte fra i vari operatori.

Nel mobiliare questa opportunità di realizzo di cospicue plusvalenze non c'è oggi, qualunque titolo mobiliare si vada a vendere adesso, salvo che non ci siano dei titoli che hanno guadagnato tanto in passato, è quasi sicuro che si incassa una perdita. Quindi se io debbo far "girare" il patrimonio, meglio far quel passaggio sull'immobiliare, con cautela, in termini di strategia a breve.

Però c'è un problema, in questo momento gli immobili non si vedono facilmente, non c'è liquidità, vendere si fa fatica, le banche non danno i mutui ai possibili acquirenti, ad esempio agli inquilini stessi e dunque la vendita del patrimonio immobiliare non è così semplice, quindi si tende laddove possibile a fare dei fondi immobiliari di apporto che possono essere una soluzione.

L'acquisto di patrimonio immobiliare o di quote di fondi immobiliari invece di mobiliare, risponde alla logica che dicevo prima, cioè mantenere un di rapporto rischio/rendimento ottimale, e anche di uscire da una staticità del patrimonio stesso.

Bisogna comunque vedere cassa per cassa. È lì che serve l'asset allocation strategica, che mi dice qual è il rapporto ottimale per ogni caso, e non in non generale. Non essendoci, l'Asset Allocation Strategica, la risposta per l'ENPAM non la posso dare io, ma non la può dare nemmeno l'Ente per se stesso...!

Prof. Marzo - Non esiste una prescrizione generale. La modellistica di asset allocation indica dei livelli massimi di concentrazione in relazione alla massima entità di rischio sopportabile da ciascun soggetto. Tutto dipende dalla composizione generale del patrimonio e dalla sua redditività. È evidente che qualora un soggetto abbia un patrimonio immobiliare importante è sempre opportuna un'attenta valutazione dei costi associati alla gestione del medesimo. I costi di gestione rischiano se non valutati, di erodere il rendimento del patrimonio immobiliare. Credo che alla fine dei conti, sia più una valutazione relativa al costo di gestione dell'immobile (mantenimento, riscossione affitti, ecc.), piuttosto che relativa al vero e proprio grado di concentrazione. Fermo restando, infatti, che in alcuni casi il patrimonio immobiliare può essere lasciato fuori dall'asset allocation finanziaria in senso stretto.

PIZZA - Se non vi sono altre domande desidererei darvi un consiglio: di approfittare di questo momento per strappare a questo ticket di esperti la promessa di venire presso i vostri Consigli Direttivi a dare altre delucidazioni: è il momento giusto per chiederlo! Grazie ai Relatori. Grazie a tutti gli intervenuti.

