

OPPORTUNITA' PER USCIRE DALLA CRISI:
GLI INVESTIMENTI DI OGGI, I RISULTATI DI DOMANI

ATTI DEL SEMINARIO
24 APRILE 2009 FORTE VILLAGE
S.MARGHERITA DI PULA (CA)

SOMMARIO

- 3 **PRIMA SESSIONE**
FONDI PENSIONE, CASSE DI PREVIDENZA E FONDAZIONI BANCARIE: QUALI INVESTIMENTI PER IL FUTURO?
moderatore: **MARCO LIERA** (direttore "Plus" - Il Sole 24 ore)
- 4 **PAOLO CRESCIMBENI /**
ETICA DELLA RESPONSABILITÀ DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI
- 7 **SALOMONE GATTEGNO /**
IL RUOLO DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI PER IL RILANCIO DELL'ECONOMIA E LO SVILUPPO DEL TERRITORIO
- 12 **DARIO SCANNAPIECO /**
DOPO LA CRISI: IL RITORNO ALL'ECONOMIA REALE. LE STRATEGIE DEI GRANDI INVESTITORI.
- 18 **ALBERTO ALESINA /**
SCENARI DI CRISI E NUOVE TENDENZE PER GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI
- 21 **TAVOLA ROTONDA /**
QUANTO PUÒ RISCHIARE UN INVESTITORE ISTITUZIONALE? NUOVE REGOLE E OPPORTUNITÀ DEL MERCATO. IL PUNTO DI VISTA DI INVESTITORI E OPERATORI.
CON LA PARTECIPAZIONE DI **ANTONIO MASTRAPASQUA, ALBERTO BRAMBILLA, FRANCESCO MARIA ATTAGUILE E DAVIDE SQUARZONI**
- 37 **SECONDA SESSIONE**
BENI "REALI" E STRUMENTI FINANZIARI. GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI
moderatore: **MARCO LO CONTE** (Il Sole 24 ore)
- 38 **ANTONIO FINOCCHIARO /SALUTO**
- 41 **MAURO MARÈ /**
L'EVOLUZIONE NORMATIVA SULLE POSSIBILITÀ DI INVESTIMENTO
- 47 **GUALTIERO TAMBURINI /**
SCENARIO E ANDAMENTO DEL MERCATO IMMOBILIARE
- 54 **MASSIMO CAPUTI /**
INVESTIRE IN FONDI IMMOBILIARI: UN PERCORSO DA SEGUIRE ANCHE IN TEMPI DI CRISI
- 57 **EMMA MARCEGAGLIA /SALUTO**
- 60 **TAVOLA ROTONDA /**
LA FINE DEL TABÙ. L'IMMOBILIARE INDIRETTO COME OPPORTUNITÀ PER GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI. IL PUNTO DI VISTA DI INVESTITORI E OPERATORI.
CON LA PARTECIPAZIONE DI **GIOVANNI GEROLDI, MAURIZIO DE TILLA, ARCANGELO PIRRELLO, MATTEO MALLEY E CARLO FELICE MAGGI**

PRIMA SESSIONE
FONDI PENSIONE, CASSE DI PREVIDENZA E
FONDAZIONI BANCARIE: QUALI INVESTIMENTI PER IL FUTURO?

PAOLO CRESCIMBENI
Pres. Fimit e Commissario Straordinario INPDAP

“ETICA DELLA RESPONSABILITÀ DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI”

Buongiorno,

grazie innanzitutto per essere qui e per aver accettato il nostro invito.

Abbiamo voluto organizzare un seminario perché quello che vorremmo condividere con voi è proprio un momento di riflessione, di approfondimento, sulla crisi e sulle opportunità che il mercato offre per uscirne, rapidamente e nel migliore dei modi possibili.

Avremo l'onore e il piacere di discuterne con soggetti qualificati che ci aiuteranno in questa nostra ricerca e che ci aiuteranno a comprendere le cause di questa crisi, così profonda che ha tanto pesantemente condizionato le economie di tutto il mondo. Discuteremo delle conseguenze, ma soprattutto delle possibili soluzioni. Abbiamo tra noi e Vi ringrazio ancora, presidenti, amministratori delegati e direttori generali di Casse privatizzate, di fondi pensione, di Fondazioni bancarie, di Istituti di credito e questo ci consentirà di avere un punto di osservazione privilegiato sulle modalità con cui, i grandi investitori istituzionali decideranno di effettuare gli investimenti per il futuro.

Ascolteremo il punto di vista di risk manager, docenti universitari, economisti e autorità di vigilanza che ci aiuteranno a delimitare le regole e i rischi a cui può esporsi un investitore istituzionale.

Il mio non vuole essere un intervento tecnico, ma, nella mia doppia veste di Presidente di Fimit e di Commissario Straordinario dell'Inpdap, vorrei introdurre questi nostri lavori proprio partendo dal sodalizio tra Inpdap e Fimit che, ormai dieci anni fa, ha dato vita a questa Società di Gestione del Risparmio che è oggi una delle principali realtà italiane nel settore dei fondi comuni di investimento immobiliare.

Fimit è una società che gestisce risparmio per conto di investitori istituzionali e retail (sono 55.000 i risparmiatori che hanno investito nei nostri fondi) gestisce 11 fondi immobiliari con oltre 4 miliardi di di patrimonio; ha un azionariato autonomo dal controllo di gruppi bancari Nello scorso mese di dicembre, si è ancora imposta alle cronache finanziarie con due rilevantissime operazioni che hanno portato all'acquisizione da Banca Intesa Sanpaolo del patrimonio di IMMIT e da UniCredit di parte del suo patrimonio immobiliare dando vita ai due Fondi immobiliari riservati, Omega e Omicron Plus che hanno riscontrato un notevole successo tra gli investitori.

Come ho già detto, è significativa la strada comune che Inpdap e Fimit hanno intrapreso fino ad oggi: ha portato alla costituzione dei primi esempi di fondi immobiliari ad apporto pubblico del nostro Paese, Fondo Alpha e Fondo Beta. Questi due fondi sono nati con il conferimento di parte

del patrimonio immobiliare dell'Istituto, il successivo collocamento sul mercato e la quotazione in Borsa. Fondo Alpha è stato il primo fondo immobiliare ad apporto quotato sul mercato in Italia. Oggi a quasi dieci anni di distanza dal lancio, Fondo Alpha e Fondo Beta, sono due modelli positivi che hanno avuto come risultato la valorizzare, l'ottimizzare e la razionalizzazione di parte del patrimonio immobiliare dell'Inpdap.

E' sulla base di questa nostra esperienza concreta che mi sento di segnalare come il ricorso all'investimento immobiliare indiretto, sottoutilizzato nelle scelte di asset allocation da parte degli investitori istituzionali, risulti viceversa una scelta vincente soprattutto alla luce dell'attuale fase del ciclo immobiliare e della forte incertezza che caratterizza oggi i vari segmenti del mercato mobiliare.

Infine, lasciatemi citare l'ultimo prodotto nato in casa Fimit: uno strumento in cui crediamo molto, che nasce dalla nostra attenzione al sociale e che contiamo darà frutti importanti per il territorio. Si tratta di Fondo Senior, un Fondo destinato a quella fascia crescente della popolazione del nostro Paese con oltre 65 anni di età, portatrice di bisogni ed esigenze particolari, legate appunto alle mutate condizioni di vita e alla modifica delle relazioni familiari di queste persone.

In tal senso, Fimit e INPDAP hanno elaborato strategie di risposta a queste nuove domande, che spaziano dai servizi alla persona ai servizi finanziari: dotando queste persone di strumenti in grado di favorirne il benessere economico e sociale.

Fondo Senior, il cui regolamento è stato recentemente approvato dalla Banca d'Italia, ha durata complessiva 30 anni con le seguenti caratteristiche principali:

- 1) la realizzazione di residenze innovative strutturate per le specifiche esigenze degli Over 65;
- 2) l'erogazione di prestiti vitalizi ipotecari (da parte di soggetti convenzionati) con possibilità per l'erogante di cedere al Fondo i relativi crediti ipotecari;
- 3) l'acquisto della nuda proprietà (senza usufrutto) degli appartamenti dei Senior.

INPDAP ha sostenuto con convinzione Fondo Senior sin dall'inizio: questo Fondo ci darà la possibilità di erogare nuovi servizi ai nostri assistiti, di ampliare la gamma di nostri prodotti rendendola adeguata alle esigenze manifestate, ci consentirà di dare risposta a questa nuova "emergenza" sociale che sta crescendo con tanta forza nella società.

Prima di iniziare i nostri lavori vorrei salutare idealmente e con commozione la popolazione d'Abruzzo.

Abbiamo deciso di destinare mille nuove case di Fondo Senior ad anziani autosufficienti residenti nelle terre colpite dal sisma. Il nostro progetto l'abbiamo presentato ai ministri del Lavoro, Maurizio Sacconi, e dell'Economia, Giulio Tremonti, con l'intento di mettere a disposizione, nel minor tempo possibile, abitazioni confortevoli per le popolazioni colpite. L'iniziativa, sarà gestita dalla Fimit appunto attraverso il Fondo Senior e il progetto verrà realizzato in accordo con il Dipartimento della Protezione Civile, con la Regione Abruzzo e i Comuni interessati.

Vi ringrazio molto e buon lavoro



SALOMONE GATTEGNO
Vice Presidente Confindustria

“IL RUOLO DEGLI INVESTITORI ISTITUZIONALI PER IL RILANCIO
DELL’ECONOMIA E LO SVILUPPO DEL TERRITORIO”

I dati macroeconomici

- La crisi che ha colpito l'economia mondiale è una crisi grave non solo per le dimensioni della riduzione dell'attività economica ma anche per la complessità e la diversità dei problemi che la caratterizzano. Riduzione del valore della ricchezza, rallentamento del credito, contrazione della fiducia delle imprese e dei consumatori, caduta della domanda sono i principali effetti sulle economie reali dei paesi avanzati.
- I dati indicano che in Italia la contrazione dell'attività, nel manifatturiero e nei servizi, è proseguita nei primi mesi del 2009 ai ritmi marcati dell'ultimo trimestre 2008. La maggior parte dei settori industriali è in difficoltà. Nel 2008 la produzione industriale è scesa del 3,1%, con una accelerazione della caduta a -8,1% nel quarto trimestre 2008. Nel primo bimestre 2009 la caduta dell'attività è stata del 5%. Le aspettative su ordini, produzione e livello dell'occupazione risultano ancora largamente al ribasso, anche se, rispetto a dicembre, si rilevano piccoli segni di attenuazione del pessimismo riguardo le prospettive a breve termine.
- Negative le prospettive dell'occupazione, soprattutto tra le medie e grandi imprese, meno tra le piccole. La CIG è vicina ai massimi del 1993; nel primo trimestre di quest'anno, secondo le elaborazioni della Banca d'Italia, l'incidenza degli occupati in Cig sul totale degli occupati ha raggiunto il 3,3%, il valore più elevato dal 1993. Il numero dei disoccupati risulta in aumento dal terzo trimestre 2007; a fine 2008 il tasso di disoccupazione è aumentato di 0,5 punti percentuali al 7,1%.
- La crisi si ripercuote anche sulle buste paga. Nell'industria in senso stretto nel 2008 le retribuzioni di fatto per unità di lavoro a tempo pieno sono cresciute meno di quelle contrattuali (+3,1% contro +3,3%). Il divario si spiega con il minor apporto delle componenti variabili, soprattutto per il calo delle ore di straordinario.

Incertezza dello scenario macroeconomico e finanziario e investimenti

- Strette tra costi unitari in aumento e prezzi dei prodotti fermi o in riduzione, le imprese nel corso del 2008 hanno registrato un intensificarsi della riduzione della redditività operativa, in particolare negli ultimi mesi dell'anno. Anche l'autofinanziamento si è ridotto, ed è sceso (dati Banca d'Italia) sotto il 10% del valore aggiunto, il livello minimo degli ultimi 15 anni.
- Calo della domanda, capacità produttiva inutilizzata, tensioni sul mercato del credito, incertezze sui tempi della ripresa economica sono evidentemente tutti fattori che indeboliscono fortemente la spinta all'aumento o al rinnovo dello stock di capitale delle imprese. Nel quarto trimestre 2008 gli investimenti sono diminuiti del 6,9%, in accelerazione negativa rispetto al -1,8% del

trimestre precedente.

- In aggregato, la riduzione dell'autofinanziamento è stata superiore a quella degli investimenti. Come sottolinea la Banca d'Italia (ultimo Bollettino Economico), 'ne è conseguito un marcato aumento del fabbisogno finanziario delle imprese'. È cresciuto l'indebitamento finanziario delle imprese, che a fine 2008 ha raggiunto il 76,2% del prodotto lordo, 3 punti in più del dato di fine 2007.
- In questo contesto è fondamentale garantire continuità nell'afflusso di credito al sistema produttivo. È necessario fornire alle imprese liquidità sufficiente per superare questi mesi e arrivare fino alla ripresa economica.
- Non può esserci ripresa se non viene sbloccata la finanza. Dall'analisi del nostro Centro Studi emerge che l'avvitamento tra congelamento del credito e caduta dell'attività economica si sta arrestando grazie alle politiche già adottate e a quelle programmate nei maggiori paesi. Ci si riferisce in particolare alla riduzione dei tassi di interesse in tutti i maggiori Paesi, anche emergenti; alle politiche espansive di bilancio pubblico; ai vari interventi per ristabilire il funzionamento regolare dei mercati finanziari e ricapitalizzare laddove necessario le banche.
- Negli ultimi mesi sono diventati evidenti in Italia come negli altri paesi i segnali di stretta selettività nei prestiti bancari. Si è ampliata in tutti i paesi la forbice tra l'offerta di fondi e il fabbisogno delle imprese (accresciuto dalla riduzione del cash flow). In Italia i prestiti erogati alle imprese sono in forte rallentamento: +6,4% a gennaio 2009 (+12,8% un anno prima), con un aumento dello 0,2% destagionalizzato su dicembre.
- Le condizioni di accesso al credito sono peggiorate per il 40,2% delle imprese a febbraio 2009 (indagine ISAE), con l'8% che non ha ottenuto il finanziamento richiesto. Il costo del credito è però in calo: 3,8% il tasso medio pagato dalle imprese sulle nuove operazioni a gennaio 2009, dal 5,8% in ottobre.
- Queste informazioni trovano riscontro nei risultati delle indagini effettuate sul territorio dalle associazioni di Confindustria, dalle quali emerge una diffusa difficoltà di accesso al credito da parte delle imprese; la richiesta di maggiori garanzie, in modo particolare per le PMI; viene inoltre confermata la sostanziale opacità nell'attribuzione dei rating da parte delle banche.

Interventi a sostegno del credito alle PMI. La strategia di Confindustria

- Nell'emergenza in cui ci troviamo, la strategia di Confindustria è in primo luogo stata diretta a ottenere un rafforzamento degli strumenti di garanzia, che possono immediatamente agevolare il rapporto tra banche e imprese: i Confidi e il Fondo di garanzia per le PMI.
- Per il Fondo era stato chiesto un consistente rifinanziamento e il Governo ha risposto in modo adeguato, stanziando oltre 1.600 milioni di euro e confermando l'impegno a non lasciare richieste di garanzie inevase. Confindustria aveva inoltre sottolineato la necessità di riconoscere la "ponderazione zero" agli interventi del Fondo, misura che, tra l'altro, consente alle banche di ridurre il costo del finanziamento. Anche su questo aspetto il Governo ha risposto in modo positivo e il decreto per l'approvazione di tale misura è stato firmato ed è ora in corso di registrazione presso la Corte dei Conti. È stata inoltre soddisfatta la nostra richiesta di innalzamento dell'importo massimo garantito da 500mila a 1,5 milioni di euro per rispondere alle esigenze delle piccole e medie imprese industriali.
- Un altro tema su cui Confindustria si è impegnata è quello dei ritardi dei pagamenti della PA. Non esiste una quantificazione precisa dell'ammontare dei crediti vantati dalle imprese verso la PA, ma le stime evidenziano ordini di grandezza molto elevati. Si parla di 50/50 miliardi di euro e la stima più bassa, del Governo, è comunque nell'ordine di 30 miliardi. È un problema di assoluta gravità, specialmente in alcuni comparti della PA e in alcune regioni.
- Nel Regno Unito, tra le prime misure anti crisi adottate dal Governo inglese vi è stata la riduzione da 30 a 8 giorni dei tempi di pagamento della PA.
- Il Governo italiano ha proposto strumenti che facilitino lo smobilizzo dei crediti vantati dalle imprese verso la PA. Si è parlato molto di certificazione, di garanzie della SACE, ma molto interesse suscita l'ipotesi di intervento - di cui si è parlato il 25 marzo in occasione del secondo incontro "Imprese, lavoro, banche" organizzato dal MEF - di intervento della Cassa Depositi

e Prestiti per la concessione di finanziamenti alle banche che anticipano alle imprese i crediti della PA.

- Considerate le difficoltà incontrate dalle imprese anche nell'ottenere semplici anticipazioni bancarie, questo meccanismo può essere molto efficace per reperire liquidità. Il meccanismo poi può essere ancor più efficace se, come si è ipotizzato, si prevede anche un contestuale intervento della SACE per il rilascio di garanzie a fronte delle anticipazioni effettuate dalle banche stesse.
- Nell'attuale situazione per le imprese diventa più che interessante anche un'altra fonte di liquidità, la compensazione dei crediti tributari e previdenziali. Risulta evidente la necessità di innalzare ad almeno 1 milione di euro l'attuale limite di 516.000 euro, fermo dal 2001. Tale limite risulta per molte aziende insufficiente, in modo particolare per quelle imprese che, operando prevalentemente con esportatori abituali, maturano annualmente elevati crediti IVA. Tale intervento può inoltre essere particolarmente utile per le imprese medio-piccole, la cui struttura finanziaria può risentire maggiormente dei tempi con i quali i rimborsi di imposta vengono accreditati.

Guardare avanti

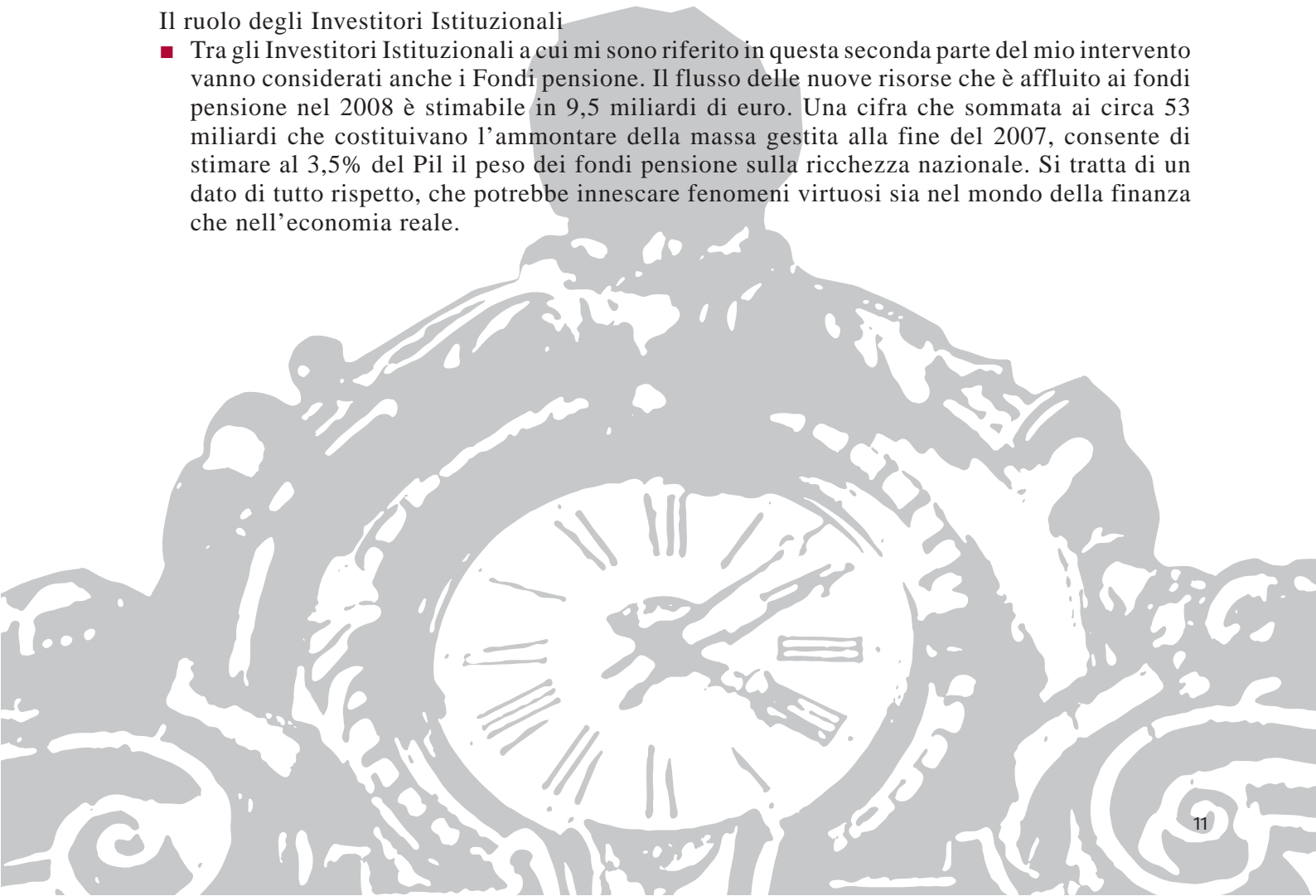
- Finora si è parlato di misure per l'immediato, dirette a sostenere il credito e la liquidità delle imprese, ma bisogna pensare anche a interventi strutturali, e al momento in cui si uscirà dalla crisi. È necessario considerare anche gli strumenti che possano rimettere in moto gli investimenti e la crescita patrimoniale delle imprese.
- A differenza dei mesi scorsi, le statistiche non sono più unidirezionali: gli esperti iniziano qua e là a intravedere segnali di stabilizzazione e di reazione alle misure espansive delle politiche economiche. E' prematuro parlare di svolta, ma sembra si stiano componendo le condizioni internazionali per la ripresa, che potrebbe gradualmente partire nella seconda metà del 2009. Il concretizzarsi della ripresa è inoltre condizionato alla stabilizzazione globale dei mercati finanziari e creditizi, al ritorno della fiducia e al sostegno al reddito di chi resta temporaneamente senza lavoro.
- Anche l'economia italiana dovrebbe trarre beneficio dagli effetti ritardati delle misure espansive monetarie (tassi di interesse ai minimi storici, iniezioni di liquidità) e di bilancio (pari allo 0,9% del PIL nella UE per il 2009, all'1,8% globale), degli incentivi selettivi ai consumi, dei risparmi sulla bolletta energetica e alimentare, della riduzione dell'inflazione anche core e della minor forza dell'euro. Il ripristino delle scorte e la decompressione di investimenti e commercio internazionale possono contribuire poi a generare un rimbalzo più deciso.
- In Italia la ripresa potrebbe cominciare a profilarsi dalla seconda metà del 2009. Il CSC stima una flessione del 3,5% del PIL italiano nel 2009 e un incremento dello 0,8% nel 2010. La previsione incorpora il ritorno alla crescita già nella seconda metà dell'anno in corso, seppure a ritmi più contenuti di quelli registrati nel 2005-2006 (2,3% annualizzato).
- Confindustria sta sostenendo la necessità di carattere fiscale che mirino al rilancio degli investimenti. Occorre spezzare il circolo vizioso di aspettative pessimistiche sulla domanda e di rinvio delle decisioni di investimento, introducendo meccanismi incentivanti che incoraggino le imprese ad anticipare l'avvio di una nuova fase positiva degli investimenti. Si potrebbe pensare a riedizioni della cosiddetta Tremonti bis, a interventi sugli ammortamenti fiscali.
- Sono anche auspicabili incentivi al rafforzamento patrimoniale delle imprese, anche al fine di migliorare il rating delle imprese per l'accesso al credito. Si potrebbe escludere dalla base imponibile del reddito d'impresa il rendimento figurativo riferibile ai nuovi apporti di capitale di rischio e agli utili reinvestiti in riserve di capitale. Il reddito imponibile dell'impresa, per la parte pari al rendimento figurativo dell'aumento di capitale, non sarebbe tassata; mentre, la restante parte rimarrebbe assoggettata a tassazione con l'aliquota ordinaria (27,5%). L'effetto della proposta è, quindi, di una riduzione strutturale dell'aliquota Ires, riconosciuta sotto forma di incentivo alla capitalizzazione delle imprese.

Liberare risorse per il core business della media impresa

- In questa sala ci sono Investitori Istituzionali ai quali noi vogliamo lanciare una provocazione.
- In questa prospettiva di rafforzamento patrimoniale possono essere molto utili nuovi strumenti che disintermedino il sistema bancario e che permettano, nel caso di imprese in fase di valorizzazione, interventi equilibrati nell'interesse di tutti gli stakeholder. Il sistema ha bisogno di nuovi interlocutori che garantiscano un approccio non speculativo ed equilibrato in grado di immettere risorse nelle imprese, che le stesse possano utilizzare per la propria attività tipica.
- Alla luce di ciò, investitori istituzionali non speculativi quali fondi complementari, fondazioni e casse private, potrebbero contribuire alla crescita delle imprese italiane ed al rilancio dell'economia del Paese investendo, nel prossimo triennio, una parte delle proprie risorse disponibili tramite appositi veicoli (es: fondi mobiliari chiusi) in grado di supportare società quotate e quotande, attive nei principali settori produttivi del Paese, partecipando all'equity di tali imprese.
- In particolare, il Fondo può contribuire al rilancio ed allo sviluppo di imprese di medie e piccole dimensioni che necessitano di capitale di rischio per accelerare la crescita per una piena valorizzazione della società. Conosciamo tutti la rilevanza di quella fascia di aziende di medie dimensioni che rappresenta il cuore del sistema imprenditoriale del paese ed è poco presidiata da altri investitori. L'investimento potrà essere attuato attraverso l'acquisizione diretta di quote/azioni o strumenti finanziari rappresentativi di diritti sul capitale dell'impresa c.d. "target".
- L'ottica di investimento non speculativa favorirà l'attuazione di operazioni coerenti con il profilo di rischio/rendimento delle principali tipologie di investitori istituzionali, che potranno individuare nel Fondo un interlocutore privilegiato mediante il quale contribuire al piano di rilancio della media impresa italiana.

Il ruolo degli Investitori Istituzionali

- Tra gli Investitori Istituzionali a cui mi sono riferito in questa seconda parte del mio intervento vanno considerati anche i Fondi pensione. Il flusso delle nuove risorse che è affluito ai fondi pensione nel 2008 è stimabile in 9,5 miliardi di euro. Una cifra che sommata ai circa 53 miliardi che costituivano l'ammontare della massa gestita alla fine del 2007, consente di stimare al 3,5% del Pil il peso dei fondi pensione sulla ricchezza nazionale. Si tratta di un dato di tutto rispetto, che potrebbe innescare fenomeni virtuosi sia nel mondo della finanza che nell'economia reale.



DARIO SCANNAPIECO
Vicepresidente Banca Europea degli Investimenti

“DOPO LA CRISI: IL RITORNO ALL’ECONOMIA REALE.
LE STRATEGIE DEI GRANDI INVESTITORI.”

Signor Presidente di Fimit, signor Amministratore Delegato, Signore e Signori, ringrazio Fimit per avere organizzato questo seminario per riflettere sul ruolo che gli Investitori Istituzionali possono e debbono avere nel tracciare il percorso di uscita dalla crisi finanziaria globale e gettare le basi per una ripresa solida, duratura e di ampia portata.

LA CRISI

La crisi ci ha consegnato un mondo finanziario inimmaginabile sino ad alcuni mesi fa.

Non poche tra le maggiori e storiche istituzioni finanziarie mondiali, colpite da questa crisi, sono oggi scomparse. Altre invece sono state nazionalizzate o hanno profondamente cambiato la propria natura.

I piani di salvataggio e rilancio approntati dai governi hanno raggiunto cifre in precedenza impensabili.

Nonostante i massicci interventi pubblici e la ingente immissione di liquidità a opera delle banche centrali, i mercati finanziari stanno faticando nel trovare un consolidamento di quei primi segnali di riduzione della estrema volatilità ed incertezza che si sono manifestati nelle ultimissime settimane.

Il crollo di fiducia evidenziatosi con l'esplosione della crisi si manifesta ancora nella contrazione del volume degli scambi interbancari, nei premi pagati per i credit default swaps così come nelle differenze di spreads tra emissioni sovrane di stati appartenenti alla medesima area Euro.

In quest'ultimo caso si tratta di un fenomeno che si credeva fosse relegato alla storia della finanza precedente all'Unione monetaria.

Altro effetto di questa crisi, è che i titoli emessi dalle aziende medio-grandi per la raccolta di liquidità - tanto a breve, quanto a medio e lungo termine - sui quali, nel corso degli ultimi anni, esse avevano potuto contare, non hanno più soddisfatto l'interesse degli investitori se non a condizioni estremamente onerose e, comunque, con un orizzonte di breve o al massimo di medio termine (oggi il lungo termine, per gli emittenti, non esiste quasi più).

Tutto ciò crea un forte rischio di rifinanziamento e, spesso, problemi di mismatch tra disponibilità di fonti solo a breve-medio e necessità di investimenti a lungo.

Nel settore del credito, a livello internazionale e domestico, le principali conseguenze della crisi sono la riduzione dei volumi dei finanziamenti bancari, la revisione dei piani finanziari e il raffreddamento del mercato delle emissioni obbligazionarie legate ai progetti infrastrutturali, con la conseguenza che molte opere non riescono spesso a trovare le risorse per essere completate.

Dalla visuale lussemburghese della Banca Europea per gli Investimenti, quest'ultimo aspetto è stato avvertito in modo particolare in quei Paesi dove la realizzazione e gestione delle infrastrutture si fonda sul partenariato pubblico-privato e quindi dove investitori privati sono chiamati a finanziare e gestire opere di interesse pubblico.

Abbiamo assistito anche a una revisione dei coefficienti debito/equity nei piani finanziari dei progetti, a favore di una ben più solida partecipazione a titolo di equity rispetto a quanto avveniva sino a non molti mesi fa.

Questo nuovo atteggiamento degli operatori finanziari si manifesta anche in quelle operazioni i cui termini e condizioni erano stati concordati sino a metà 2008 e che, oggi, riescono a raggiungere il financial closing solo a condizione che siano rinegoziati i piani finanziari complessivi, le matrici di allocazione dei vari rischi, il grado di partecipazione a titolo di equity dei promotori o che sia previsto un maggiore intervento pubblico .

Dal punto di vista degli investitori, specialmente quelli orientati sul lungo termine, le conseguenze della crisi sono state simmetriche a quelle riscontrate per gli operatori economici: illiquidità dei mercati finanziari, specialmente per alcune categorie di assets come gli ABS, con conseguente impossibilità di monetizzazione di tali titoli se non a forte sconto (anche perché le banche non destinavano più proprio capitale allo svolgimento di attività di market making su tali titoli), perdita di valore di altre forme di investimento, inclusi gli immobili - anche se in Italia in misura minore e concentrata in zone non di pregio - allungamento dei tempi per la liquidabilità di tali investimenti e, in generale, quale risposta all'incertezza dal lato delle politiche di investimento, concentrazione degli investimenti sul breve termine, anche per non essere spiazzati da una temuta ripresa dell'inflazione nel medio termine, conseguente alla auspicata ripresa economica.

La reazione al primo manifestarsi della crisi (e quindi parlo del periodo che va dall'agosto del 2007 (crisi dei subprimes) all'ottobre del 2008 (crack di Lehman) aveva portato gli investitori, attraverso il c.d. flight to quality, a concentrarsi su titoli sovereign, o di emittenti di massima qualità.

Con il manifestarsi delle gravi difficoltà degli operatori finanziari negli scorsi mesi, si è registrata a livello generale una reazione di forte avversione al rischio.

Dal punto di vista degli operatori finanziari questo ha portato al congelamento del mercato interbancario (le banche si fidavano di meno tra di loro e quindi si prestavano di meno) e ad una conseguente riduzione del credito agli operatori economici.

Dal punto di vista del reperimento delle risorse finanziarie da parte degli operatori finanziari (inclusi gli Stati, che hanno dovuto finanziare deficit crescenti e politiche fiscali espansive) la diffusa incertezza ed avversione al rischio ha condotto ad incrementi sensibili delle curve dei tassi e degli spreads richiesti.

Tuttavia, in queste ultime settimane, anche a seguito della forte contrazione dei tassi di rendimento, si sta registrando un rinnovato interesse, da parte degli investitori, ad investimenti in titoli corporate o con un maggiore profilo di rischio. Ciò sta avvenendo in modo selettivo ed essenzialmente in settori difensivi e comunque sul breve termine.

Ritornando alla crisi, le istituzioni dell'Unione europea hanno elaborato, sulla base delle

indicazioni finali del Consiglio dei Ministri economici e finanziari dello scorso settembre a Nizza una serie di risposte, efficaci sin dalle prime applicazioni, finalizzate a mitigarne gli effetti nelle economie dei 27 Stati membri.

IL PIANO EUROPEO DI RIPRESA E IL RUOLO DELLA BEI

Il Piano europeo di ripresa economica, elaborato dalla Commissione, poggia su due pilastri. Il primo ha lo scopo di dare un forte apporto al potere d'acquisto nell'economia per rilanciare la domanda e far rinascere la fiducia; si tratta di interventi delegati principalmente alle iniziative dei vari stati membri, per 200 miliardi di euro, pari all'1,5% del PIL complessivo degli Stati membri dell'Unione. Il secondo si incentra su un'azione a breve termine finalizzata a rafforzare la competitività a lungo termine dell'Europa; i cosiddetti investimenti intelligenti.

L'azione della Banca europea per gli investimenti è inquadrata in questo secondo pilastro.

Sulla base di tali decisioni, la BEI sta aumentando i suoi interventi annuali complessivamente nella Unione europea di almeno il 30% nel biennio 2009-2010.

Permettetemi di ricordare che la Banca europea per gli investimenti - braccio finanziario della Unione Europea, ed istituzione "policy driven", costituita con il Trattato di Roma ed il cui capitale è interamente detenuto dai 27 Stati membri - aveva al 31 dicembre 2008 finanziamenti in essere per circa 355 miliardi di euro, di cui 57 attivati nel corso del 2008. Nella sola Italia, a fine 2008 i finanziamenti in essere erano pari a 45 miliardi di Euro, dei quali circa 8,5 concessi nel corso del 2008, anno in cui la BEI ha registrato il maggiore volume di attività mai realizzate nel nostro Paese, con un incremento del 50% rispetto al 2007.

Occorre anche ricordare che di questi 8,5 miliardi di Euro di finanziamenti in Italia nel 2008, ben 2,5 miliardi hanno riguardato operazioni destinate al sostegno delle PMI. Questa cifra raddoppia a 5 miliardi se si tiene conto del fatto che tipicamente la BEI finanzia il 50% dei programmi di finanziamento delle banche alle PMI delle banche. Nel complesso, è un volume pari a due volte e mezzo quello registrato in Italia nel 2007 e pari al 31% di tutti i finanziamenti BEI destinati alle PMI nel 2008 (8,1 mld).

Tornando all'incremento dell'attività di almeno il 30% richiesto alla BEI dagli Stati membri, questo sarà realizzato mantenendo ferma la rigorosa analisi tecnica, economica e creditizia dei progetti, tipica dell'operatività della banca, e si sta concentrando su tre filoni principali:

- 1) i finanziamenti alle regioni c.d. convergenza dell'Unione nel rispetto dell'obiettivo fondante della banca: l'integrazione di tutte le economie della Ue;
- 2) le iniziative finalizzate a combattere il cambiamento climatico, tra cui rientrano i finanziamenti alla ricerca & sviluppo delle imprese del settore automotive volti alla realizzazione di vetture con minori emissioni inquinanti e la possibile costituzione del "Fondo 2020 per l'energia, il cambiamento climatico e le infrastrutture" o Fondo Margherita tra BEI ed i principali istituti finanziari europei a lungo termine, quali la Cassa Depositi e Prestiti, la CDC, KfW ed altri. Tale fondo dovrebbe investire principalmente nell'equity di progetti relativi allo sviluppo della generazione di energia da fonti rinnovabili e alle reti trans-europee dei trasporti e della energia;
- 3) il sostegno alle PMI, pilastro dell'economia europea (che conta 23 milioni di PMI, con oltre 100 milioni di addetti), con finanziamenti di almeno 15 miliardi di euro nel biennio 2009-2010. Anche i finanziamenti alle società mid-caps (tra 250 e 3000 dipendenti) aumenteranno di almeno 1 miliardo.

Inoltre la BEI, attraverso il FEI (istituto controllato dalla BEI e operativo nei settori del venture capital e delle garanzie), metterà a disposizione un ulteriore miliardo di euro all'anno, investendo in fondi che si focalizzano sulle PMI fornendo prodotti mezzanini.

Parlando dell'analisi tecnico-economica che la Bei realizza su ogni progetto – e che costituisce davvero una tipicità della Banca - le variabili prese in considerazione sono molteplici: a quelle economiche-finanziarie si aggiungono le valutazioni sugli impatti ambientali, sulle tecniche di procurement e quelle di carattere sociale, in particolar modo quando opera nei paesi in via di sviluppo, quali ad esempio quelli degli ACP.

Nel caso di un progetto riguardante il finanziamento di un tratto di rete autostradale, ad esempio, determinanti potranno essere gli incrementi previsti di traffico con relativo decongestionamento di arterie sature su direttrici alternative e l'analisi del tracciato, una analisi dei risparmi in termini di tempi di percorrenza ed emissioni inquinanti. Per far capire il livello delle valutazioni effettuate in fase di esame dei progetti, cito un dato relativo alle professionalità presenti in BEI.

Una delle direzioni generali più rilevanti in termini di personale è quella che si occupa della analisi tecnico-economica (non solo finanziaria) dei progetti, fornendo anche supporto ai promotori nella puntuale definizione del progetto, sulla base della esperienza maturata dalla Banca nel corso della sua esistenza: su questi temi oggi lavorano oltre 200 persone tra ingegneri ed economisti dei quasi 1.650 dipendenti della BEI. Il loro compito, spesso con l'ausilio di consulenti, appunto è quello dell'esame tecnico ed economico delle domande presentate per il finanziamento, molte delle quali sono rigettate perché non rispettano i parametri qualitativi e quantitativi necessari per la finanziabilità del progetto (ad esempio nel settore della generazione di energia se non si raggiungono determinati parametri di abbattimento delle emissioni).

La necessità di una analisi approfondita dipende dal fatto che la Banca ha una politica di mantenimento dei propri crediti in bilancio fino alla estinzione di essi da parte del promotore del progetto: uno schema ben differente rispetto a quello spesso applicato nelle banche commerciali (che sovente hanno distribuito sul mercato il rischio di crediti da esse generati e quindi istruiti) e che in casi estremi è stato concausa della recente crisi.

Nessun'altra istituzione finanziaria internazionale o domestica ha caratteristiche di questo genere.

Proprio la presenza di spiccate competenze tecniche in seno alla BEI, associate ad una esperienza cinquantennale di finanziamenti agli enti locali ed all'analisi dell'effetto dei mutamenti demografici riscontrabili in Europa nelle principali strutture urbane (con città che vedranno profondamente mutata la propria attuale configurazione), hanno portato la BEI e la Commissione, di recente, a sviluppare un nuovo prodotto, denominato Joint European Support for Sustainable Investment in City Areas - e conosciuto con l'acronimo Jessica - in cui le sinergie con gli investitori nel settore immobiliare potranno rivelarsi decisive.

Si tratta di uno strumento concepito per fornire agli Stati membri ed ai gestori delle risorse del Fondo europeo di sviluppo regionale, finanziamenti ad hoc per un'ampia gamma di progetti di sviluppo e rinnovamento urbano. Con il risultato, non secondario, di ottimizzare l'uso dei fondi Europei, sovente poco o scarsamente utilizzati.

In tali iniziative la BEI può avere diversi ruoli che vanno dalla semplice consulenza alle autorità locali per l'attivazione dello strumento Jessica al coinvolgimento diretto nella gestione del fondo.

Lo strumento tipicamente prevede un Holding Fund attivato attraverso l'uso dei fondi Europei, che può fornire sostegno finanziario in varie forme ed in partnership con investitori privati, in uno o più Fondi di Sviluppo Urbano, che si occupano della realizzazione di progetti di rinnovamento e sviluppo urbano.

Questo strumento si affianca all'iniziativa Jeremie (Joint European Resources for Micro to

Medium enterprises initiative) che si muove con la stessa logica ma mira a fornire sostegno alle piccole e micro imprese locali. Jeremie infatti offre agli Stati membri la possibilità di utilizzare i Fondi strutturali per istituire un fondo rotativo (che può essere gestito anche dal FEI) la cui finalità è quella di agevolare l'accesso al credito da parte appunto di piccole, micro imprese e anche imprese di nuova costituzione nelle zone di sviluppo regionale. Il vantaggio è rappresentato dall'immediato smobilizzo dei Fondi strutturali, tanto più importante visti i destinatari finali delle risorse.

In Italia una operazione di Jeremie per 90 milioni è stata finalizzata di recente in Campania - si tratta di una delle primissime a livello comunitario - Mentre si sta lavorando con alcuni enti locali per strutturare le prime operazioni Jessica.

LA RACCOLTA BEI E L'AUMENTO DI CAPITALE

Ritornando, in generale al rapporto tra la BEI e gli investitori istituzionali, questo rapporto si muove in due direttrici: da un lato – come abbiamo visto – la BEI intervenendo nel cofinanziamento di progetti, rende possibile la loro realizzazione e quindi permette agli investitori istituzionali di intervenire nel finanziamento di opere e progetti (sia di natura pubblica che privata), limitando la propria esposizione (tra l'altro spesso, essi sono assicurati dal fatto che la BEI interviene proprio perché conoscono il livello di analisi che viene condotta sui progetti).

Da un altro lato la BEI stessa - con le sue emissioni - fornisce agli investitori istituzionali e retail titoli a basso coefficiente di rischio nei quali poter allocare le proprie risorse.

Vorrei, quindi, in conclusione soffermarmi proprio sull'attività di provvista sui mercati internazionali della BEI, istituzione che gode del rating tripla A, vista anche la presenza a questo seminario di molti Investitori Istituzionali interessati ai bond BEI.

Nel corso del 2008 la Banca ha emesso prestiti obbligazionari per 59,5 miliardi (+9% rispetto ai 54,7 nel 2007), con 247 emissioni in 18 valute differenti.

La raccolta attraverso le tre principali valute (Euro, dollaro USA e Sterlina) ha coperto l'86% delle emissioni.

Sempre a fine 2008, il totale dei prestiti obbligazionari della BEI era di 253 miliardi di euro. Ma questo livello è destinato a crescere rapidamente. Da gennaio 2009, infatti, per far fronte al maggior impegno nei finanziamenti, la BEI ha intensificato l'attività sul fronte della raccolta, che ha raggiunto, dall'inizio dell'anno ad oggi oltre 45 miliardi di Euro.

Da ultimo, ricordo che per realizzare l'incremento di attività previsto, la BEI pochi giorni fa ha perfezionato un'importante operazione di aumento di capitale. L'articolo 18 dello Statuto infatti prevede che il totale dei finanziamenti non deve superare il 250% del capitale sottoscritto. Il capitale sottoscritto della BEI era di 164,8 miliardi di euro, livello che consentiva un'esposizione massima di 412 miliardi. Tale ammontare non era compatibile con il previsto incremento di attività: sarebbe stato superato tra meno di un anno, quindi è stato varato un aumento di 67,6 miliardi di euro. Un livello che permette di far crescere di circa 170 miliardi il precedente livello di 412 miliardi di finanziamenti complessivi.

Si tratta di un aumento di capitale finanziato completamente con mezzi propri, e che consentirà alla BEI di realizzare le attività previste presumibilmente per un quinquennio e, quindi permetterà alla Banca di fornire il proprio contributo, anche nella attuale fase di difficoltà per l'economia globale, allo sviluppo ed alla competitività degli operatori Europei.

Vi ringrazio per l'attenzione.

ALBERTO ALESINA
Economista - Università di Harvard

“SCENARI DI CRISI E NUOVE TENDENZE
PER GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI”

Per analizzare la crisi che stiamo attraversando e cercare di fornire qualche risposta a tutto ciò, occorre partire da qualche dato e per far ciò mi aiuterò con alcune slide:

Il Pil pro-capite nel mondo, a parità di potere d'acquisto, è sempre cresciuto esponenzialmente dal 1980 ad oggi.

Il prezzo del petrolio, arrivato ad oltre 145\$ al barile è crollato lo scorso anno sotto i 40\$.

Ora, occorre partire dal luogo fisico dove questa crisi si è originata e cioè gli Stati Uniti.

Negli USA, a mio avviso, sono 7 i fattori di debolezza del sistema finanziario:

I mutui sub-prime, la diversificazione illusoria del rischio, la leva troppo elevata, l'opacità degli strumenti derivati, i bassi tassi di interesse, i regolatori incapaci, l'influenza politica della lobby dell'industria finanziaria.

Mentre la causa scatenante che ha dato il via alla crisi dei mercati è senz'altro da ricercarsi nell'elevato valore dei prezzi delle case.

Mentre non considero tra le cause di questa crisi, come viceversa sostenuto da molti economisti, la globalizzazione e la separazione fra elevato risparmio in Cina e elevata spesa negli Stati Uniti.

Tutto ciò era già noto e già accaduto anche in passato senza creare crisi di questa portata; basti ricordare gli anni '50, USA e Germania Ovest e gli anni '80, USA e Giappone.

La dinamica di questa crisi, invece ha riscontrato perdite nel capitale di banche, con conseguente riduzione della leva finanziaria, la ricapitalizzazioni nel mercato (fino a Giugno 2008), il parallelo falò delle attività finanziarie e il crollo dei prezzi di Borsa (dopo Giugno 2008), il congelamento del mercato interbancario (settembre 2008), l'introduzione sul mercato di massicce garanzie pubbliche (ottobre 2008) fino ad arrivare alla contrazione del credito a imprese e famiglie, recessione da novembre 2008.

Una delle cause, forse la principale come detto, va riscontrata nel prezzo delle case: questo è raddoppiato nel corso del solo 2000 e da allora quel valore non è mai calato, fino ad inizio 2007 da quando è iniziato un vero e proprio crollo.

La bolla immobiliare è scoppiata.

Un altro momento cruciale è stato il fallimento di Lehman Brothers il 15 settembre 2008. L'andamento del grafico dei tassi LIBOR a 3 mesi meno la media geometrica dei Fed Fund attesi nei 3 mesi è impressionante. C'è un'impennata sconcertante proprio in coincidenza con il fallimento di Lehman. Fino a quel momento il grafico si era mantenuto pressoché stabile anche dopo il salvataggio di Bear Stearns e dopo il salvataggio di AIG.

Come hanno tentato di dare risposte alla crisi i governi del Mondo. Quello Statunitense ha iniziato una colossale iniezione di liquidità con il tentativo di ritirare dal mercato titoli tossici, pur pagando un prezzo

altissimo in termini di ulteriori risorse pubbliche. Gli USA hanno varato due piani di intervento pubblici: un piano Paulson, con timida reazione del mercato ed un piano Geithner, migliore del primo, accolto con maggior favore, volto alla ricapitalizzazione delle banche con denaro pubblico, a garantire i crediti bancari e a prevedere interventi diretti sui mutui americani.

Alcuni interrogativi conseguenti a questi piani.

La politica, pur essendo intervenuta così massicciamente, perché ha salvato tutti, tranne Lehman?

E' proprio vero che i mercati di tutto il mondo non si aspettavano una tale bufera?

Davvero nessuno sapeva?

E soprattutto nelle prime fasi della crisi perché la politica è stata tanto in silenzio, senza risposte, in balia dei mercati?

A questo punto dobbiamo capire quanto costerà questa crisi, se è vero che questa offrirà opportunità per migliorare il funzionamento dei mercati finanziari, ma con la consapevolezza assoluta che se ne trarremo lezioni sbagliate rischiamo di tornare agli anni '70 con un'economia che ha al centro lo Stato.

Altro tremendo rischio che corriamo è quello di dedurre che la crisi è la prova che il capitalismo anglosassone non funziona perché c'è troppa poca regolamentazione e che i mercati finanziari sofisticati sono inutili, anzi dannosi e che si deve tornare a mercati semplici, a banche che fanno le banche, prodotti "plain vanilla", con meno diversificazione.

Dobbiamo evitare di convincerci che la globalizzazione dei mercati finanziari (e la sua controparte nel commercio internazionale) è la causa della crisi e che la globalizzazione vada limitata. Così come dobbiamo evitare di pensare che i mercati non funzionano senza l'intervento dello Stato.

Dobbiamo viceversa trarre da questa crisi convincimenti importanti circa il funzionamento delle Banche che devono avere più capitale, così come una capitalizzazione adeguata devono averla anche le altre istituzioni finanziarie. I manager devono avere un sistema migliore di incentivi, basati non su profitti di breve ma performance di lungo periodo e dobbiamo imparare che occorre più trasparenza e più concorrenza tra le agenzie di rating.

Altro dilemma della crisi: è stato/sarà un altro '29?

Io credo di no. Nel '29 il Presidente Hoover compì una serie incredibile di errori di politica economica: innalzò dazi e tariffe, aumentò le tasse, impedì alle imprese di ridurre i salari, individuò nella finanza il nemico da sconfiggere. Parallelamente anche la Fed, ridusse l'offerta di liquidità perché si riduceva la domanda. Allora non esistevano stabilizzatori automatici e nessuno riuscì ad evitare la catastrofe. Il New Deal di Roosevelt fu necessario per riparare agli errori di Hoover.

Oggi occorre intervenire innanzitutto per ridare fiducia ai mercati e ai risparmiatori. Occorrono politiche mirate a ristabilire la fiducia e incentivi ad investimenti ed a prendere rischi per i risparmiatori.

Occorre fare molta attenzione verso spese pubbliche inutili, evitare la retorica sulle politiche ambientali e andare a realizzare quelle infrastrutture cruciali per lo sviluppo. Bene i provvedimenti adottati sugli ammortizzatori sociali, male quelli sul mercato dell'auto.

Nel nostro Paese è assolutamente urgente ridurre le tasse sul lavoro, ogni mese scadono i contratti di 350.000 precari e sarebbero necessari sussidi di disoccupazione per tutti, mentre sul fronte del debito pubblico sarebbe urgente risparmiare sulle pensioni.

Non sopravvalutare il ruolo della spesa pubblica per infrastrutture (i grandi progetti), ma soprattutto evitare di strumentalizzare la crisi e riproporre la presenza permanente dello Stato nell'economia.

La crisi è alle spalle?

Attenzione all'eccesso di ottimismo (oggi) così come all'eccesso di pessimismo (ieri). Le buone notizie si alterneranno a quelle cattive. Una buona notizia è lo stress test per le banche americane.

Il 2009 sarà difficile ma alla fine i mercati si aggiusteranno, più da soli che con per gli interventi pubblici. L'importante è ricordare che le crisi ci sono sempre state e sempre ci saranno e che anche dalla crisi del '29 il capitalismo si è ripreso più forte di prima.



TAVOLA ROTONDA

QUANTO PUÒ RISCHIARE UN INVESTITORE ISTITUZIONALE?
NUOVE REGOLE E OPPORTUNITÀ DEL MERCATO.
IL PUNTO DI VISTA DI INVESTITORI E OPERATORI

MARCO LIERA
(DIRETTORE "PLUS", IL SOLE 24 ORE)

ANTONIO MASTRAPASQUA
(PRESIDENTE INPS)

ALBERTO BRAMBILLA
(PRESIDENTE DEL NUCLEO DI VALUTAZIONE DELLA SPESA PREVIDENZIALE – MINISTERO DEL LAVORO E DELLA PREVIDENZA SOCIALE)

FRANCESCO MARIA ATTAGUILE
(PRESIDENTE CASSA DEL NOTARIATO)

DAVIDE SQUARZONI
(PRESIDENTE PROMETEIA ADVISOR SIM S.P.A.)

Liera: Negli interventi di Scannapieco, di Crescimbeni, di Gattegno, di Alesina è stato toccato il tema degli investimenti, degli investitori istituzionali, Casse di previdenza, Fondazioni bancarie e fondi pensione, ma ci sono da considerare anche temi di macro economia come la crisi delle pensioni, la sostenibilità del sistema pensionistico, che interessa ovviamente più da vicino le Casse di previdenza e i Fondi pensione, ma anche l’attuale scenario di instabilità internazionale. Ne parliamo con: Alberto Brambilla, Presidente del Nucleo di valutazione della spesa previdenziale; Francesco Maria Attaguile, Presidente della Cassa del Notariato; Davide Squarzony, Prometeia Advisor Sim; Antonio Mastrapasqua, Presidente dell’INPS.

Presidente Attaguile, Cominciamo dal tema delle scelte di investimento delle Casse previdenziali, delle Casse privatizzate, più in generale degli investitori istituzionali: cosa possono fare gli investitori di questo paese per contribuire al rilancio dell’economia? Qual è la sua opinione al riguardo?

Attaguile: io ritengo che le Casse di previdenza, parlo ovviamente per il settore per il quale opero, hanno piena consapevolezza di non dover assolvere solamente a un ruolo di protezione sociale dei propri iscritti, ma - quale parte sociale - devono farsi carico anche di altri compiti quali sono quelli di contribuire in qualche modo, ovviamente in ruolo molto marginale, a quella che è la crescita del Paese. E nella consapevolezza di questo ruolo, proprio la Cassa del notariato, a ottobre scorso ha organizzato un forum nell’ambito del congresso nazionale del notariato che aveva come titolo “L’autonomia degli enti di previdenza privati per un moderno sistema di welfare e a sostegno dello sviluppo del Paese”, perché è importante che ci si riconosca in pieno in questo ruolo. Ma come possiamo essere consapevoli di questo ruolo e contribuire? Attraverso gli investimenti, ovviamente, con frazioni marginali del nostro patrimonio, perché sono investimenti che comportano un certo rischio, ma possono servire a incentivare l’economia. Infatti, seppur con piccolissime frazioni del nostro patrimonio, abbiamo investito in un fondo di private equity di infrastrutture, un altro che si occupa di sostenere le imprese che operano nel settore della tecnologia avanzata e di energie alternative, ed un’altra che mira soprattutto ad aiutare le imprese medio piccole nel Mezzogiorno d’Italia, che è un settore economico che ha bisogno forse più di altri di questo intervento. Questa mattina ho appreso con molto piacere che ci sono tante idee che possono incentivare questo ruolo che le Casse di previdenza private già svolgono anche se in misura marginale. Essendo un settore in cui il rischio è più elevato, avere maggiori garanzie è molto utile, e nelle relazioni di questa mattina qualcosa in questo senso è venuto fuori: per esempio il conforto di valutazioni sicuramente

importanti e qualificate quali quelle che potrebbe avere la BEI; un fondo di private equity partecipato dalla BEI e proposto alle Casse di previdenza private, per esempio è una strada che va sicuramente perseguita.

Liera: quindi lei vede il ruolo di investitori strutturali come la BEI, cioè di enti molto qualificati che hanno una credibilità e che quindi possono accompagnare le Casse previdenziali in questo processo di investimento?

Attaguile: sicuramente, non solo credibilità, ma hanno conoscenze tecniche e capacità di valutazione che sicuramente le Casse, per quanto specializzate, non possono avere.

Liera: sentiamo Davide Squarzoni: con Prometeia Advisor, vi occupate, di consulenza qualificata agli investitori istituzionali; cosa sta cambiando nel portafoglio degli investitori istituzionali, anche alla luce dell'attuale fase di grande instabilità dei mercati finanziari?

Squarzoni: ci sono comportamenti molto differenti che rendono difficile dare una risposta univoca. Sicuramente una cosa che sta avvenendo, e non è necessariamente una cosa positiva, è che sta crescendo in maniera esponenziale la parte di attivo immobilizzato. Proprio perché, dal punto di vista del bilancio, avere titoli che sono difficili da valutare - si è parlato anche stamattina del mark to market che è saltato ormai dappertutto - porta alla necessità di cercare di immunizzare gli effetti prezzo mantenendo per quanto possibile gli effetti reddito. Ma quanto può rischiare un investitore istituzionale? Il mio auspicio è che ci si renda conto che alcuni vecchi rischi negli ultimi anni sono stati molto mal prezzati, probabilmente per effetto del gonfiamento e sgonfiamento di bolle, che in realtà sono state create dall'unica grande bolla della liquidità. Una bolla che nasce con l'euro, con la recessione del 2000 e con settembre 2001. Quindi denaro molto facile: poco costoso e molto abbondante; questo ha portato, i mercati, prima ancora della crisi, a prezzare molto male il rischio di credito. Prima ancora dei problemi di rating. Ci sono stati per anni spread del tutto inspiegabili. La valutazione delle società quotate, quali multipli utilizzare, che senso ha utilizzare determinati multipli piuttosto che altri e la volatilità dei corsi. Ma ultimamente c'è un nuovo rischio, o meglio un vecchio rischio mal prezzato perché probabilmente andava messo in conto, cioè l'incertezza dei flussi di Cassa. Se n'è parlato in questa sede con riferimento alle Fondazioni. Le Fondazioni probabilmente non hanno mai pensato di potersi trovare per anni a non avere dividendi, oppure ad averli ma molto ridotti. Questo è un rischio che dal punto di vista finanziario riguarda i flussi di Cassa in entrata. Quello che adesso secondo me va fatto è fare attenzione a come prezzare i flussi di Cassa in uscita, cioè programmare meglio le erogazioni, avere dei sistemi previdenziali che siano sostenibili e adeguati, quindi agire effettivamente sulla parte strutturale di questi sistemi, perché altrimenti è difficile gestire i nuovi rischi che abbiamo visto presentarsi, per esempio il rischio "controparte". Negli ultimi tempi abbiamo visto saltare le controparti di swap di derivati vari, cosa mai vista prima almeno per gli investitori istituzionali italiani. Il rischio di liquidità, quello vero, non è un rischio di valorizzazione "non mi danno indietro i quattrini che chiedo". Ci sono i gates e sidepockets. Il rischio esecuzione di ordine sul mercato. Tutti ad esaltare la Mifid perché c'erano tanti nuovi mercati, più concorrenza e più liquidità, invece la decentralizzazione dei mercati ha portato ancora più difficoltà in un momento di crisi appunto di fiducia. E quindi si pone un tema come il nuovo rischio di tenuta del sistema Paese, se n'è parlato stamattina, e quindi uno dei nuovi rischi che secondo me già sta, come dire, prendendo piede da parte delle Fondazioni col sistema bancario, che per il sistema Paese ovviamente è fondamentale, quindi capitali in soccorso di questo sistema. Non escludo che, se gli investitori non si attrezzano per gestire bene questi vecchi e nuovi rischi, la chiamata alle armi dei capitali privati verso il sistema Paese sia indiscriminata e tenda soprattutto ad andare, come purtroppo sta andando anche nei Fondi pensione che sono troppo sbilanciati verso l'acquisto di debito pubblico e sono poco invece propensi a comprare debito privato, capitale privato del sistema Paese Italia. Allora, di nuovo, siccome bisogna trovare prima di tutto debito pubblico, se è lo Stato che interviene sulle banche e sulle aziende in difficoltà, il rischio è che ci si debba

guardare un po' anche da questo tema.

Liera: quindi per quanto riguarda il debito pubblico, Lei intravede anche un rischio, come dire, per l'effetto di inflazione; cioè che l'eventuale aumento di emissione di carta pubblica nei prossimi anni, possa andare a detrimento delle performance per chi detiene questi titoli del debito pubblico italiano?

Squarzoni: il primo problema dell'inflazione, dal punto di vista del rischio per gli investitori - siano essi Casse di previdenza, o Fondazioni - è la conservazione del patrimonio in termini reali, quindi la stabilità del dividendo sociale. Cioè, c'è una asimmetria di rischio per questi investitori a seconda che l'inflazione ci sia o meno. E quindi quando il mercato l'inflazione te la regala, in forma di titoli pubblici o privati, se la sai apprezzare bene come crescita attesa di imprese che sono quotate o quotabili, bisogna approfittarne, perché il vero tema del rischio è capire se si tratta di un rischio di mercato, quindi comunque contenuto, o se è piuttosto un rischio di disattendere alla propria mission, al proprio obiettivo. E' un tema questo su cui si discuterà tanto nei prossimi mesi e nei prossimi anni. Bisogna uscire da una mentalità della valutazione fatta giorno per giorno, dell'angoscia di vedere come si muovono i corsi dei titoli acquistati, e fare dei ragionamenti di assets & liability management, o comunque di investimenti finalizzati al passivo. L'inflazione incide in maniera drammatica sul passivo e l'attivo deve necessariamente tenerne conto.

Liera: per quanto riguarda il sistema paese, c'è il tema rilevante delle pensioni: Dott. Mastrapasqua,

Mastrapasqua: diciamo che molto spesso si viene chiamati in causa come uno dei possibili, se non forse spesso l'unico modo per far quadrare il bilancio complessivo dello Stato: mettendo mano alla famosa riforma delle pensioni. Allora, prima qualche dato che fa capire perché oggi c'è una prudenza nell'affrontare questo tema. Il primo: ogni due anni o anche meno si è fatta una riforma delle pensioni. C'è chi dice che questo è giusto e fisiologico perché solamente in così breve periodo ci si rende conto di come evolve l'età delle persone. Però sta a persone più intelligenti di me capire che non è possibile questo, perché si hanno proiezioni più lunghe. Questo spesso è associato a scelte politiche: ogni governo che ha preso la guida del Paese si è cimentato in una riforma delle pensioni e questo ha portato ad un momento di sfiducia, di tensione con le parti sociali e tra le parti sociali, e con la parte debole del Paese, perché ovviamente il benestante è meno preoccupato della riforma delle pensioni di quanto non lo sia la persona che ha un reddito basso ed un lavoro più o meno usurante. Il tema della riforma delle pensioni non può non passare attraverso, innanzitutto, un patto tra generazioni. Sentir dire che una riforma delle pensioni può servire per fare investimenti o qualcos'altro, è qualcosa che spaventa, perché se l'Italia ha deciso di dedicare negli anni una quota consistente di spesa per le pensioni, è una scelta che è stata fatta in tempi non sospetti, e che non può essere distratta per farne un uso diverso da quello a cui è stato dedicato. Secondo, perché le percentuali con le quali si considera la spesa - cioè l'incidenza della spesa delle pensioni sul PIL - è una percentuale, diciamo, sporca, perché l'Italia ha scelto un sistema quasi totalmente imperniato intorno all'INPS, dove assistenza e previdenza non sono così marcate e non si ha una netta separazione tra quella che è la spesa per la previdenza e quella per l'assistenza.

Liera: in questo è difficilmente comparabile con le esperienze internazionali.

Mastrapasqua: è assolutamente incomparabile sia con le esperienze europee, che soprattutto con le esperienze anglosassoni. Chiunque di voi sa che nella cosiddetta busta paga o in tutto quello che verso allo Stato - mi viene in mente, la malattia, la gravidanza, le reversibilità, gli ammortizzatori - è un coacervo di voci che sono difficilmente separabili che però, nel momento in cui si fa l'incidenza sul PIL, classificano l'Italia ai primi posti perché si fa una somma di oggetti eterogenei. Caliamo poi queste problematiche nell'argomento che stiamo trattando. Qui si parla di quanto si può rischiare

con il momento di crisi che sta vivendo il paese. In un Paese normale o in una situazione normale, ci si potrebbe sedere intorno a un tavolo e discuterne. Noi siamo in un Paese spesso anormale, stiamo vivendo un momento anormale e gli interlocutori sulle pensioni sono interlocutori che spesso hanno più un'ottica demagogica che non un'ottica di merito. Pertanto, dover oggi, in un momento nel quale la coesione sociale e la coesione tra le categorie e tra la politica e le parti sociali, è principe, perché l'Italia ha scelto la negoziazione, anche per quanto riguarda il modello di ammortizzatori sociali, quindi non si ha e non si è deciso di fare la cosiddetta disoccupazione a domanda. Il governo, e l'INPS per conto del governo, non ha scelto il bancomat degli ammortizzatori. E questo sta portando però un risvolto positivo, perché fa sì che non abbiamo le file fuori dai nostri uffici per ricevere il sussidio, ma abbiamo un negoziato continuo fra le parti sociali che fanno individuare esattamente dove serve, per quanto serve e quanto serve. Allora, questo ci fa capire quanto in un momento di crisi sia importante la coesione con e tra le parti sociali. È innegabile che mettere oggi sul piatto una riforma delle pensioni creerebbe una tensione tale da non consentire il dialogo neanche in momenti più sereni. Io non sono d'accordo che nel momento di maggior stress si possono fare le maggior riforme. Alcune sì, alcune no. Questa secondo me no, perché incide sulle persone, sulle aspettative, sui patti generazionali, sugli ammortizzatori, sulla crisi. La pensione è l'argomento meno adatto da inserire nel dibattito nel momento storico.

Liera: sentiamo a questo punto Alberto Brambilla, Presidente del Nucleo di Valutazione della Spesa Previdenziale, se è d'accordo con quanto appena detto da .

Brambilla: Dobbiamo fare prima un'osservazione. Quando dall'estero ci viene detto di fare la riforma delle pensioni, come giustamente Alesina prima accennava, in realtà su che cosa si basano: leggono la relazione generale sulla situazione economica del paese che fornisce lo Stato italiano. La fornisce l'ISTAT con la Ragioneria. Allora, se in questa cifra noi dichiariamo che per la spesa del welfare impieghiamo il 17% del PIL, e fatti 100 gli euro spesi in welfare complessivo, 70 vanno alle pensioni, è ovvio che, da un lato ci facciamo tanto male, e dall'altro però gli altri leggono quello che noi scriviamo. Se poi si va in dettaglio, si scopre che nella spesa pensionistica ci mettiamo tutto il TFR, compreso quello che va ai fondi INPS, per esempio. Ci mettiamo il sussidio alla famiglia, ci mettiamo tutto un sacco di cose. Per farla breve: se noi riclassificassimo, come abbiamo fatto, ci troveremmo su un'incidenza della spesa pensionistica intorno 13,7 - 13,8%, che è abbastanza allineata con la media europea. Non solo. Ma proprio per l'effetto delle riforme che sono state fatte, noi, nella proiezione che è stata fatta a livello OCSE e a livello Eurostat, al 2050, ci troviamo in una fase mediana di classifica. Mentre siamo partiti con l'incidenza più alta, oggi siamo all'incidenza, diciamo, a fine percorso, quindi questo prova che le riforme sono state fatte. Sono d'accordo con quello che diceva Antonio Mastrapasqua che in una situazione del genere non si possa assolutamente pensare a fare riforme. Tra l'altro, per la verità, io abolirei la parola riforme. Le riforme sono state fatte. Oggi ci sono le manutenzioni. Nell'ultimo protocollo abbiamo anche detto che il sistema contributivo avrà, in maniera automatica, la revisione dei coefficienti di trasformazione con cadenza triennale, per cui io penso che ci sia veramente poco da aggiungere a questo. E poi, oltre tutto, lo diceva forse Oscar Giannino quando faceva l'osservazione, non è con questa riforma che facciamo Cassa immediata e sono d'accordo con lui che non bisogna fare Cassa immediata su questo. A completamento direi però che la spesa complessiva per il welfare, in Italia, andrebbe, come dire, analizzata meglio. Perché noi non abbiamo ancora un sistema di contabilità nazionale che lega Stato, Regioni, Comuni e Province.

Liera: e gonfierebbero ulteriormente la spesa per welfare che entra nelle statistiche internazionali, se così fosse.

Brambilla: per esempio, noi sulla casa diciamo che diamo lo 0,1% del PIL. Mettendo soltanto dentro e applicando la definizione di SESPROS, quindi delle statistiche europee, contabilizzare l'aiuto alla casa crea la differenza tra i canoni di mercato e i canoni effettivamente praticati. Solo

con le case popolari, noi abbiamo una funzione pari circa all'1% del PIL, che non dichiariamo, quindi non viene contabilizzata. E' ovvio però che è necessario tenere sempre d'occhio il PIL, perché come si diceva nella relazione dell'82, l'Europa con la coesione sociale è andata bene ma non deve morire sotto il peso del welfare e, soprattutto in questa crisi, bisogna fare attenzione che non incida troppo sui costi e sulla ripresa.

Liera: Quindi sembra di capire che non ci sono delle regole uniformi tra la contabilità nazionale e la contabilità degli enti di previdenza, così come non c'è uniformità nell'iscrizione degli attivi nei bilanci degli enti di previdenza. Ma allora, è auspicabile una maggiore uniformità? Oppure c'è una convenienza nella scarsa confrontabilità dei vari enti?

Attaguile: Certamente c'è l'esigenza di uniformità e le Casse, sentono questa responsabilità e stanno elaborando al proprio interno delle regole comuni da presentare poi al Governo e alle istituzioni perché ci possano essere dei punti di riferimento che poi possano essere utili per confrontare le prestazioni e, appunto, l'amministrazione dei patrimoni. Le Casse però sono diverse fra loro. Hanno sistemi differenti. Ci sono Casse che sono a ripartizione, altre che adottano invece altri sistemi. Per quanto mi riguarda, la Cassa che ho il privilegio di amministrare (cassa notariato, ndr) ha un sistema in gran parte a ripartizione che, un po' come l'INPS, ci consente di subire meno alcuni degli effetti della crisi. La Cassa del Notariato, quel patto intergenerazionale al quale accennava il Presidente dell'INPS, c'è l'ha sin dal momento della sua costituzione, e ritengo che abbia dato ottimi risultati e non intendiamo cambiare strada. Vorrei però riflettere su qualcosa che c'entra poco con le Casse, ma che riguarda un argomento della relazione del Prof. Alesina, che mi permetto di non condividere, con tutto il rispetto per la professionalità del relatore. Scriveva ieri sul Corriere della Sera il Prof. Giavazzi che questo è il momento delle riforme. Bisogna approfittare delle opportunità che offre la crisi per intervenire in alcuni settori in cui le riforme si trascinano. E accennava, appunto, come faceva stamattina il Prof. Alesina, sulla riforma delle pensioni. Io, se mi consente, mi schiero dalla parte di chi ritiene non immediata questa necessità e va assolutamente procrastinata. Questo non vuol dire che non si debba intervenire - e, da questo punto di vista, le Casse sono un modello importante, perché i professionisti hanno un'età pensionabile sicuramente più alta di quella che c'è in altri settori; è un modello al quale fare riferimento - ma credo che attuare riforme importanti, che possono creare lacerazioni sociali debba essere fatto al momento opportuno. Andando a memoria, il Prof. Gavazzi continuava sostenendo che bisogna smetterla con le inutili discussioni sulle colpe della finanza. Io dico che, certamente, nessuno vuole fare i processi ai finanziari, però una riflessione seria sul modello di organizzazione economica che viene propugnata, che è poi alla base di un'ideologia, di un modo di pensare e concepire il mercato, va fatta. Cioè, non è possibile pensare ad un mercato che si autoregola e che non ha bisogno di altre regole che vengano dall'esterno. Quindi, se c'è una cosa che mi pare evidente in tutto questo terremoto finanziario che c'è stato, è che sicuramente alcune regole, ammesso che ci fossero, non hanno funzionato e, soprattutto, non ha funzionato un sistema di controlli che va invece individuato. Dire che è difficile trovarlo, siamo d'accordo, perché la globalizzazione è un fatto irreversibile, la globalizzazione economica. Le regole che la devono governare sono difficili da individuare ed è anche difficile individuare chi le deve dettare e, soprattutto, chi è che le deve far osservare. Però è un'esigenza sicuramente importante.

Liera: quale è la vostra esperienza di Cassa del Notariato con il mondo della finanza, con gli intermediari finanziari, i gestori, le banche?

Attaguile: forse la nostra è un'esperienza, per una scelta che abbiamo fatto, abbastanza particolare e unica, perché noi facciamo una gestione diretta nell'amministrazione del nostro patrimonio. Finora abbiamo avuto, riteniamo, buoni risultati. Abbiamo delle regole di comportamento e scelte improntate alla massima prudenza per la natura dei soldi che amministriamo. Il risparmio previdenziale va amministrato con criteri sicuramente diversi da altri. Ovviamente con un'ottica di diversificazione e privilegiando, se vuole, nell'asset allocation, il settore immobiliare. È stata una scelta fatta agli

inizi. Il patrimonio immobiliare della Cassa è notevole e stiamo adottando, appunto, strumenti nuovi nella gestione e nell'amministrazione del patrimonio immobiliare quale è quello dei fondi.

Liera: Davide Squarzoni, quali sono i vantaggi e gli svantaggi del peso attribuito da certi investitori istituzionali all'investimento immobiliare diretto?

Squarzoni: faccio, se mi consente, un passo indietro e poi ci arrivo, perché è anche interessante il tema dei crediti contabili, dove appunto l'immobiliare è per definizione immobilizzato. L'immobilizzazione come sistema cresce, è cresciuto nel 2008 e crescerà ancora, lo vedremo coi bilanci, in misura esponenziale. Il notaio Attaguile ha risposto per il sistema delle Casse. Mi faccio indegno rappresentante anche di altri settori, per esempio le fondazioni, e anche i Fondi pensione. La cosa interessante è che, a livello di criteri filosofici, stando a quello che si scrive negli statuti e nei regolamenti, tutti adottano più o meno gli stessi sistemi: una sana e prudente gestione come si trova anche nella normativa. Tutti parlano - soprattutto chi fa previdenza - di sostenibilità e di adeguatezza, quindi, anche qua sembra essere tutto allineato. Molti parlano, ovviamente gli investitori a capitalizzazione come le fondazioni, di conservazione del patrimonio in termini nominali in generale e chi invece se lo può permettere, in termini reali, dato che l'inflazione è un tema importante. Poi, però, questa omogeneità a livello di principi e di regole, ecc. come può essere verificata? Attraverso il bilancio. Per es., nell'ambito della previdenza complementare, ci sono i fondi preesistenti, che il bilancio lo fanno da sempre e quindi fanno un unico rendiconto annuale, non danno ai loro iscritti la variabilità delle quote mensili. E poi ci sono i fondi pensione negoziali, che non hanno un bilancio, nel senso che sono semplici "trasferitori" del rischio di mercato al sottoscrittore, quindi non hanno le riserve, non hanno criteri di contabilizzazione diversi da mark to market. Quando si va a vedere chi fa i bilanci, quindi, anche all'interno di categorie omogenee, si trovano dei criteri completamente diversi da cui verranno fuori soggetti che usciranno con dei +8% e soggetti che usciranno con -8%. pur non facendo cose tanto diverse. Allora, è su questo punto che bisogna operare una riforma, ma non una riforma di sistema bensì una riforma su come si fanno i conti e come li si rappresenta. Un altro tema, secondo me importante: l'autorità di vigilanza che non ha al suo interno, per necessità o per scelta, competenze per trattare con un'innovazione finanziaria che è arrivata fino a questo punto, ha assunto dall'estate 2007 un atteggiamento di chiusura totale: "tutto quello che non capisco, a partire dai collegi sindacali, lo blocco e ti faccio la vigilanza ex-post". Viene fuori il caso Lehman, quanta roba avevi di Lehman? Viene fuori qualsiasi altra vicenda e te lo chiedo dopo. In modo che tu fai in tempo anche a dire che tipo di escamotage hai trovato per risolvere il problema. Ma questo non è vigilanza, questa è consuntivazione, è compliance. Allora, se veramente si vuole fare un sistema dove c'è chi fa le regole e c'è chi le controlla e le rispetta, bisogna un attimo sedersi e confrontarsi; ma chi si siede deve avere vera rappresentatività e vera possibilità poi di fare le cose. La domanda sugli immobili: ritengo, per essere brevissimo, che si sono tutta una serie di classi di attività che in un portafoglio istituzionale vanno tipicamente in quello che noi chiamiamo "corno", nel portafoglio stabile che produce redditività con basso livello di rischio che sono scomparse dalla faccia della terra. Gli hedge fund, cosiddetti a volatilità bassa, tutta roba che non esiste più e che pesava dei punti percentuali importanti in questi portafogli. L'immobiliare, soprattutto l'immobiliare "core" e "core plus" come viene definito dagli esperti, ha dei grandi spazi di crescita proprio perché sono venute meno queste classi di attività e l'immobilizzazione per questi asset è implicita.

Liera: Alberto Brambilla, prima Davide Squarzoni citava Lehman che, appunto, è presente nel portafoglio di alcuni investitori istituzionali. In precedenza, Massimo Caputi aveva preso di mira un certo atteggiamento destrutturato degli enti nella allocazione del proprio portafoglio. Nella sua esperienza maturata in tanti anni di osservatore e di riformatore del sistema pensionistico, che cosa può dire su questo approccio degli enti alla gestione del proprio portafoglio?

Brambilla: intanto c'è da dire che noi abbiamo un'anomalia tutta italiana e riguarda le Casse di

previdenza privatizzate. Noi abbiamo posto dei limiti d'investimento abbastanza precisi, che ci hanno consentito di salvaguardare il patrimonio sui fondi pensione negoziali aperti, quelli di cui alla legge 252, abbiamo posto limiti d'investimento precisi per il sistema bancario, per il sistema assicurativo, per i fondi comuni d'investimento, per i SICAV, e poi c'è questo buco, che non prevede nessun limite d'investimento e quindi l'impossibilità di fare controlli, sia ex ante che ex post, sulle Casse di previdenza privatizzate. Nella fase di privatizzazione, e qui facciamo noi un mea culpa, perché l'abbiamo fatto insieme, ce ne siamo dimenticati. Quindi, sicuramente la prima cosa da fare sarebbe che gli enti e le Casse facessero assieme al governo una proposta per garantire: a) limiti d'investimento condivisi; b) modalità di calcolo delle performance che siano omogenee. Quanto, poi, agli investimenti. Intanto, quanto può rischiare un investitore istituzionale? Io torno a ribadire quello che stiamo dicendo da circa 3 anni a questa parte: che le gestioni previdenziali hanno come primo obiettivo quello di garantire le pensioni; quindi, qualsiasi altra forma è assolutamente da non perseguire, se non per questo tipo di obiettivi. Bisogna andare con buon senso, bisogna tenere conto di quali sono gli obiettivi. Allora, noi abbiamo da una parte che la passività dedicata alle prestazioni deve avere una rivalutazione pari all'inflazione. Un'altra parte uguale al tasso tecnico che può essere il 2-3-4-%. Un'altra parte, ancora, che è la media quinquennale del PIL e, per quanto riguarda i fondi pensione, un benchmark che è il TFR. Allora, se noi andiamo a vedere questi parametri, abbiamo che, storicamente, negli ultimi dieci anni si va da un 1,5% a un 4%. Quando ci troviamo di fronte a volatilità e quindi a quantità di rischio presa da determinati fondi, pari al 7-8 - anzi, qualcuno si vantava, fino all'anno scorso, di avere una volatilità del 7,40% - dobbiamo pensare che c'è qualcosa che non quadra. Bisogna sempre avere un obiettivo, se poi si realizza qualcosa di più, va bene, ma non si deve mettere a rischio quello che è il patrimonio che serve poi per le passività. Quindi, come diceva Davide Squarzone prima, un occhio alle passività. Detto questo, se posso aggiungere una cosa, questi enti pubblici privatizzati, fondi pensione, sono inquadrati nel welfare. Welfare vuol dire benessere, se poi c'è lo Stato, welfare state, ce lo fa lo Stato, ma noi stiamo andando verso un welfare mix. Quindi, è una definizione di welfare che cambia al variare dei contenuti della società. Cioè, una volta il 95% erano funzioni internalizzate alla famiglia, quindi i bambini non avevano bisogno dell'asilo nido perché c'erano gli anziani che li curavano, gli anziani non avevano bisogno delle case di riposo perché c'erano i giovani che li curavano. In Italia, come diceva Crescimbeni, questo concetto di patto d'acciaio intergenerazionale, sta cambiando. Sono nati i fondi pensione, perché? Semplicemente perché da solo il sistema pubblico non ce la fa più e quindi bisogna avere un sostegno. Cosa devono fare gli enti? Per esempio, io qui ho letto la documentazione che mi è stata data sul fondo senior. Il fondo senior secondo me è una proposta che da un lato può generare delle buone attività di investimento da parte degli investitori istituzionali e segnatamente le Casse di previdenza e i fondi pensione. Genera dei ritorni nel tempo e contestualmente associa anche la funzione di un welfare mix, cioè di un'attività sociale che aiuta anche i pensionati. I pensionati non hanno solo bisogno di pensione. I pensionati non potranno pensare che ogni anno che i governi che si susseguono facciano i 20-30 euro di aumenti mensili, perché le risorse non ci sono, come dicevamo prima. Questa attività di protezione, con pensioni, quindi quattrini, ma anche prestazioni in natura come dice del resto la classificazione dell'Eurostat, è fantastica. Quindi dare agli anziani delle residenze che non sono dei ghetti, ma delle residenze in città, acquistare la nuda proprietà, farne delle azioni, è un insieme di pratiche che ti possono rientrare oltre all'immobiliare, oltre ai fondi infrastrutturali, nelle attività fondamentali di questi investitori istituzionali.

Liera: .. parliamo anche di cartolarizzazione degli immobili previdenziali. Sulla Scip, quali novità ci sono?

Mastrapasqua: il Parlamento ha approvato qualche settimana fa una manovra per la quale, dopo tanti anni di cartolarizzazioni, tutto il patrimonio è tornato agli enti previdenziali. Allora, un'analisi del passato. Nel passato la gestione del patrimonio immobiliare era eccessivamente regolamentata, era stata portata talmente all'eccesso che c'è un palazzo a Roma, di un ente previdenziale pubblico, dove abitano tutte le vedove dei presidenti, ed è nel posto più bello di Roma. Nonostante ci fossero tutte le

regole possibili e immaginabili, con questo patrimonio si faceva di tutto: le Scip, una cartolarizzazione, poi il Parlamento ha deciso non di svendere, ma comunque di essere molto generoso con i potenziali acquirenti, scelta che noi tutti dobbiamo rispettare. Poi, ci si è accorti che questo meccanismo non è riuscito a generare quanto era stato collocato sul mercato, ma soprattutto quelle che erano le attese e la giusta valorizzazione. L'eccesso di vigilanza nel passato ha fatto sì che ci fosse il palazzo delle vedove. Oggi, noi guardiamo per la prima volta, forse, in un confronto costruttivo e in un dialogo veramente vicino con tutti i nostri enti vigilanti, con uno spirito diverso. Vogliamo e dobbiamo valorizzare il patrimonio (almeno, fino a quando ci sarò io non ci saranno né svendite, né regali, né acquisti incauti), dobbiamo cedere quello che non ci interessa. Il più grande ente d'Europa, 550 miliardi di capitale, abbiamo terreni edificabili, abbiamo di tutto, qualsiasi cosa. Un patrimonio di qualche miliardo di euro. Parliamo solamente del "non strumentale". E allora, inevitabilmente, oggi guardiamo con attenzione e ringrazio non solo per l'ospitalità, ma anche per gli spunti, FIMIT, e l'ing. Caputi, guardiamo con interesse quello di cui si dibatte oggi, che sta facendo FIMIT. Perché, come diceva l'amico Brambilla, è chiaro che riuscire a coniugare un patrimonio come il nostro, che è frutto degli accantonamenti dei contributi dei dipendenti, non è frutto di nient'altro che non di questo, poterlo valorizzare dal punto di vista economico, poterlo valorizzare secondo finalità, ecco, sento e ho letto anch'io sul Fondo Senior, ma ci sono anche altre iniziative, beh, credo che sia la sintesi e la possibilità migliore per poterlo fare. È chiaro che dobbiamo rispettare le regole. Ho detto poc'anzi che l'eccesso di regole ha provocato l'aneddoto, quindi forse le regole devono essere anche utili ed essere capaci di guidarci per far sì che quello che i contributi, i lavoratori, hanno dato all'INPS possa servire veramente per i dipendenti, per i loro eredi e per il sociale.

Liera: adesso possiamo aprire il dibattito alle vostre domande. In prima fila, avvocato Maurizio de Tilla.

de Tilla: questo abbinamento tra responsabili di enti previdenziali pubblici e responsabili di Casse private, mi fa sorgere delle domande: una va a Mastrapasqua e l'altra all'amico Attaguile. In fondo, gli enti previdenziali pubblici per il passato hanno avuto dei soggetti politici ingombranti: i partiti e i sindacati. Per cui, tante politiche che si erano avviate sono state fortemente condizionate da questi controlli. E tutti noi abbiamo visto che, nonostante la capacità dei manager e l'indiscussa capacità dell'attuale presidente, uno dei segreti sia quello di svolgere una funzione di forte autonomia che consente non solo di rispettare le regole, ma anche di fare atti economici fortemente convenienti. Allora giro la domanda a Francesco Attaguile. Dall'altra parte, noi abbiamo il mondo delle Casse che, come è stato detto in una relazione bellissima, è fondata sull'etica della responsabilità. L'etica della responsabilità ha portato i professionisti eletti, senza influenza né di partiti né di sindacati, a gestire le proprie risorse con cautela, con moderazione, con gli obiettivi che Alberto Brambilla ha illustrato. È un mondo che ha bisogno non solo di regole, ma di capire quali sono le regole che in essere che stanno muovendo, da quattordici anni in maniera virtuosa, le Casse previdenziali Come la Cassa dei Notai, tanto per fare un esempio, ma anche tutte le altre. I notai hanno una professione fortemente responsabilizzata, e quindi è evidente che hanno trasferito la propria cultura, all'interno della propria gestione, la propria moderazione, il proprio autocontrollo. E hanno rispettato, sia pure con i controlli - ci sono 18 controlli, per altro - affidandosi al principio dell'auto responsabilità. Allora, la mia domanda è incrociata: secondo Mastrapasqua, vale questo mondo di auto responsabilità? E secondo Attaguile, vale il mondo della previdenza pubblica?

Mastrapasqua: la domanda è semplice. Quando si assume la guida di un ente come l'INPS che gestisce i soldi di più dell'80% dei lavoratori italiani e della quasi totalità delle aziende italiane, è chiaro che non si può non tener conto del contesto nel quale si lavora. È vero pure che ci sono state influenze eccessive nel passato. Quelle del presente, si sta cercando di evitare che siano così invasive. Però non si può non avere rispetto, perché tra le parti sociali c'è anche la politica, perché i politici sono stati nominati o votati o condivisi dal tessuto sociale, così come le parti datoriali. Però l'autonomia è indubbiamente importante, perché le sfide cui siamo chiamati, non sono solamente relative alle pensioni da pagare. Io ricordo che il momento del pagamento della pensione è, per quanto riguarda il mio istituto, una

frazione piccolissima rispetto alle attività che svolgiamo e alle ulteriori attività che questo governo ci ha voluto delegare. Quindi non è giusto concentrarsi sulla pensione, perché l'INPS, come unico caso al mondo, al quale addirittura il governo americano sta guardando, per valutare se può essere attuato anche nel loro paese. Ecco l'INPS fa tante altre cose. Facendone tante, e forse anche troppe rispetto solamente ad un momento di incasso e pagamento, il controllo delle parti sociali pubbliche è doveroso.

Attaguile: Io credo che abbia già risposto il presidente, perché la domanda poi è unica. Nel senso che, come in tutte le cose, l'equilibrio di alcuni elementi è fondamentale. E quindi, parlavi di regole, le regole ci devono essere ovviamente. Non solo autodeterminate, perché sarebbe un peccato di presunzione. E credo che vadano invece concordate con chi ha il dovere poi di fare dei controlli nell'interesse generale. Smentirei quello che ho detto prima se pensassi ad una autoregolamentazione assoluta. Io credo e condivido quanto detto dal presidente dell'INPS. Adesso non voglio fare il difensore d'ufficio, ma non trovo strano che l'INPS risenta di controlli, o di interventi della parte politica. Influenze. Perché è giusto che sia così perché il potere politico ha questo ruolo di guardare agli interessi generali del Paese e di tutti i soggetti del Paese. Per quanto ci riguarda, le regole le vogliamo, e che non siano però regole che vanno ad intaccare la nostra autonomia e le nostre decisioni prese. Accennavo prima a quel Forum che ha fatto la Cassa del Notariato a ottobre, e parlavo di un moderno sistema di welfare che deve necessariamente essere articolato. Non solo per quanto riguarda coloro che assicurano, diciamo, un buon sistema di protezione sociale, ma anche per quanto riguarda le prestazioni. Un articolato e moderno sistema di welfare deve vedere accanto allo Stato altri enti, che nel principio di sussidiarietà intervengono in questo settore, e ovviamente sono anche gli enti di previdenza delle libere professioni, che non devono però limitare il proprio intervento all'assicurazione delle pensioni, come diceva poco fa il presidente, devono dare un ampio spettro di prestazioni. E mi piace ricordare che la Cassa del Notariato, ma già anche altre Casse che si sono organizzate attraverso un consorzio, un'associazione che si chiama EMAPI, assicurano anche ai propri iscritti un'assistenza sanitaria complementare a quella che assicura lo Stato. Assicurando fra l'altro risparmi, da questo punto di vista, al sistema sanitario nazionale. Ecco perché vediamo, e chiudo, e non è per in qualche modo fare propaganda o ringraziare in questo modo il nostro ospite FIMIT, ma noi guardiamo con molto interesse al Fondo Senior, perché è da tempo che vogliamo entrare, anche per dare soprattutto ai nostri pensionati, prestazioni migliori e a più ampio spettro.

Liera: c'è un intervento di Mauro Marè, Presidente del MEFOP

Marè: due commenti molto brevi. Uno da economista, da docente. Il secondo da presidente MEFOP. Il primo. Partecipo da diverso tempo, come rappresentante del Tesoro, in alcuni gruppi OCSE e UE e ci criticano su tutto: sul livello di evasione, sul livello del disavanzo, sul livello del debito. Ma c'è una cosa che ci riconoscono ed è la riforma delle pensioni del '95 che è stata, prima di quella svedese, un'apri pista, un esempio, un'immagine. Sto parlando del contributivo. Quella Dini. Poi, ovviamente, migliorata o non migliorata da quelle successive, non è questo il punto. Ce la riconoscono. Però percepiscono un elemento, diciamo, di scarsa affidabilità sulle reali intenzioni di realizzarla. Questo è il punto di fondo. Allora, io sono convinto che non serva un'ulteriore riforma delle pensioni. Serve applicare quella che abbiamo. È perfetta, va benissimo. Però che i mercati e gli organismi internazionali percepiscano qualche difficoltà, oggettiva, perché poi dire alla gente che il tasso di sostituzione si riduce, non è una buona notizia. Questo è un dato che noi dobbiamo capire. Quindi sicuramente va fatto così. La teoria economica dimostra che non è giusto, non è corretto, non efficiente, per le decisioni di investimento e di allocazione del risparmio, fare riforme pensionistiche continue, ogni due o tre anni, perché sono deleterie. Se io decido un piano di allocazione del risparmio, giusto o sbagliato che sia, mi devi dare vent'anni per arrivarci. Se tu ogni tre anni mi cambi le regole del gioco, va male. Noi abbiamo fatto una neverending pension reform, una riforma senza fine, dal '92, anzi molto prima. Però rischiamo di arrivare a una fine della riforma, the end of the reform. Allora, c'è una via di mezzo giusta. La riforma l'abbiamo fatta, va

applicata con i coefficienti, con la riduzione della copertura e qui, ecco, parlo da Presidente MEFOP, vorrei sollevare un dubbio sul sistema dei Fondi pensione, il dubbio è sullo scetticismo a livello internazionale legato alla sostenibilità e all'adeguatezza, sostenibilità e credibilità del sistema. Perché se noi vediamo o pensiamo che con una riduzione del grado di copertura delle pensioni pubbliche, deve esserci, nel bene o nel male, un aumento della copertura di quelle private. Per cui, le figure del mercato del lavoro che entreranno non sono lavoratori dipendenti. Per la maggior parte saranno lavoratori precari con uno stipendio particolare. Un'indagine di MEFOP, mette in evidenza che il grado di copertura che i più pensano che ci sia è molto lontano dalla realtà. Larga parte del mondo autonomo crede di avere un tasso di sostituzione del 50-60-70%; qualcuno dovrebbe dire a queste persone che non è così e perché non può essere così. C'è quindi necessità di risparmiare altrove e di più. Quindi c'è un problema oggettivo che riguarda la capacità di risparmio. Cosa viene fuori? Molti non si fidano, non risparmiano nella previdenza complementare perché non hanno fiducia nei mercati finanziari, come vogliamo noi vorremmo. Molti non hanno proprio la capacità di risparmio. E allora lì, senza fare un'ulteriore riforma, andrà fatto un aggiustamento da qui a quindici-vent'anni, però è un problema di adeguamento per chi non avrà non solo lo spazio per accumulare nel secondo pilastro, ma avrà anche una copertura molto modesta nel primo. Quindi bisognerà prevedere tassi di rendimento con la Dini ad hoc per queste generazioni? Bisognerà prevedere una pensione sociale per chi non ce l'ha finanziata dal sistema tributario? Quindi per adesso non serve una riforma. Però i problemi che abbiamo di fronte non sono molto lontani, e ci sono tutti sulla adeguatezza e la stabilità. Grazie.

Liera: Farei rispondere su questo punto velocemente Alberto Brambilla.

Brambilla: intanto bisogna che diciamo una cosa. Finora, a livello anche europeo, si è parlato di tassi di sostituzione lordi. Voi capite bene che è differente parlare di tassi lordi e tassi netti. Uno va con il netto in busta paga, sia che sia un lavoratore attivo sia che sia un pensionato. Per cui, se uno ha 100.000 euro di reddito lordo, netto saranno 51-52, quindi in rapporto 100/60, 51/36, insomma, i tassi di sostituzione... Quindi se cominciamo a ragionare con questa metodica, cominciamo già a dare alle giovani generazioni e a chi contribuisce, il senso che è giusto versare. Perché se noi andiamo a dire ai ragazzi che cominciano oggi a versare che il loro tasso di sostituzione, dopo aver versato il 33% di contributi, tra loro e il datore di lavoro, sarà pari al 30%, in pratica incentiviamo la gente a non farlo. Ecco, detto questo, è anche corretto che la gente cominci a capire che i tassi di sostituzione netti, che pure migliorano il sistema, sono tali da non garantire più, come ai nostri padri e ai nostri nonni, un tasso complessivo di sostituzione intorno al 90-95 e a volte anche di più. E quindi, per coprire questo gap che si è creato quando nel '95 abbiamo introdotto il sistema contributivo per scaglioni di classi di età e di generazioni, abbiamo bisogno di un 20% di integrazione. Ecco, se noi cominciassimo con una buona educazione, con una buona comunicazione, a dire ai nostri giovani che è sufficiente un 3,8-4% del loro reddito, da pagare regolarmente per trentacinque anni, otterremmo già un grande risultato. Sappiamo che per fare trentacinque anni di nastro contributivo con il mondo del lavoro di oggi è molto complicato per via di tutta questa grande innovazione che c'è sul mercato e per via di tanti lavori un po' meno continuativi.

Liera: Alla fine non sono così importanti dei grandi numeri. Si può partire veramente da poco.

Brambilla: secondo me molti possono... poi dopo c'è sempre un 3,5-4% di popolazione che fisiologicamente non ce la fa per menomazioni di qualsiasi natura, per incidenti di percorso, ma al di là di questo 3,5-4%

Liera: al quale ci deve pensare lo Stato con il welfare classico, no?

Brambilla: esattamente.

Liera: Davide Squarzoni

Squarzoni: sono d'accordo con tutto quanto. Faccio un passaggio ulteriore. Nessuna necessità di riforma, ma applicare e forse perfezionare quelle che già sono state fatte. Per esempio, la 335 citata. Mette, come dire, un gap tra quelli assunti dopo il 1° gennaio '96 e gli altri. Allora, io non trovo scandaloso che questi che si sono trovati in quella condizione, quindi non possono cominciare oggi a lavorare sapendo quello che avete appena detto, abbiano un incentivo fiscale maggiore a partecipare alla previdenza complementare, e in cambio devono dare qualche cosa che, secondo me, dovrebbe poi diventare il sistema e, cioè, la disponibilità a prendere 100% di rendita. Perché se parliamo di previdenza complementare e poi uno può prendere il 50% di capitale, o tutto o con le anticipazioni, se mischiamo come diceva prima bene il presidente dell'INPS, anche nella previdenza complementare riformata, ecc, previdenza e assistenza, rifacciamo lo stesso errore che abbiamo nel primo pilastro dove facciamo fatica ad andare avanti.

Liera: Oscar Giannino, prego.

Giannino: una domanda per Brambilla e per Squarzoni, perché mi interessa la vostra opinione, distinta per i rispettivi ruoli, sul tema della regolamentazione prudenziale ex ante nel mondo delle Casse privatizzate. La mia personale opinione è che non si tratta semplicemente di muoverci verso una standardizzazione dei criteri contabili rispetto ai fondi, come è già stato giustamente detto. Ma la crisi, quella che stiamo vivendo, io parto da una certa insoddisfazione per l'asset allocation della mia Cassa, sono giornalista per essere sincero, e allora mi chiedo, e vi chiedo, Alberto, quando si è fatta la privatizzazione non è che ci si è dimenticato il fatto che loro avevano mano libera. Ci si è detto, sperando nel fatto che il processo di entrare dentro il mercato le facesse funzionare meglio, diamo loro mano libera in un asset allocation molto ampia e si confronteranno coi prodotti sul mercato. Adesso, l'esperienza di adesso. Voi pensate a una regolamentazione ex ante così pervasiva anche da definire classi di rischio nell'asset allocation per tipi di prodotti sul totale degli impieghi delle Casse? Oppure pensiamo che sia troppo rigida questa regolamentazione ex ante? Perché altrimenti si resta nel principio della sana e prudente gestione, ma poi si fa solo ex post. Io mi rendo conto che è una domanda..., dalla mia cultura, dovrei dire no. Però quando vedo poi i risultati di un asset allocation come quella fatta da alcune Casse, mi chiedo se non si debba andare invece in quella direzione.

Liera: Brambilla e Squarzoni.

Brambilla: dunque noi sul sistema dei Fondi pensione negoziali abbiamo fatto ancora nel '96, il decreto cosiddetto 703, così noto agli addetti, che dà una griglia quali-quantitativa con alcune possibilità di operare e mette dei paletti per quanto concerne l'utilizzo dei fondi hedge e dei fondi dei fondi hedge e l'utilizzo dei derivati, delle option, dei future e tutte queste cose qua. Devo dire che, quando nel 2006 abbiamo varato definitivamente tutto l'impianto della complementare, era un anno buono per le borse, per i fondi hedge e tutto quanto, e quindi siamo stati messi un po' sotto accusa perché non abbiamo migliorato quello che si poteva migliorare. Perché adesso per dircela tutta, che un fondo come Cometa o Fonchim debba per comprare un titolo di Stato dare un mandato di gestione, è una cosa assurda. Allora avevamo, come dire, impostato un ragionamento di questo tipo: una griglia abbastanza larga e comunque tale da non generare rischi e una possibilità di acquisto di strumenti tanto più sofisticati quanto il controllo e il monitoraggio del rischio, il calcolo del cosiddetto fund ratio e tutte le passività erano sviluppati in una Cassa. Quindi una Cassa con grandi dimensioni, con un controllo interno del rischio, con l'applicazione dei VaR, quindi di quello che può essere la perdita mensilizzata, in funzione degli obiettivi di gestione, ci pareva una cosa buona. Poi è arrivata questa crisi e quindi ovviamente tutte le nostre velleità di andare a migliorare, estendendo il 703, si sono un po', come dire, scontrate con un'osservazione molto semplice. Ci hanno detto: quello che avevate scritto per i fondi negoziali ha fatto sì che questi non

avessero perso altro che la normale perdita azionaria. Quindi, noi dobbiamo cercare di migliorare questo 703 dando, diciamo, delle asset class sulle quali si può investire, ma lasciare l'investimento a chi si dota di un controllo e di un monitoraggio del rischio o, come sta facendo Davide in alcune realtà, implementando questo fund ratio, quindi vendendo quanto è la copertura delle passività sulle attività.

Squarzoni: allora, sulla previdenza complementare, visto che è già stata tratta da Alberto... Secondo me il vero punto è quello che dicevo prima, cioè capire la previdenza complementare che fa l'intermediario finanziario o l'investitore istituzionale. Perché se abbiamo detto oltre al tema della rendita c'è il tema da economisti, che la previdenza complementare fa trasferimento intertemporale di potere reale di acquisto, quindi si dovrebbe occupare molto di inflazione anche lei, se non mi sbaglio. Invece, avere un benchmark e fare un piano di accumulo, pur a basso costo vigilato e controllato, su un benchmark ipoteticamente anche efficiente, produce magari risultati migliori, ma produce una inequità-disequità intergenerazionale, perché gli obiettivi si raggiungono in maniera molto diversa nel tempo, soprattutto corretti per l'inflazione, che mi fa domandare se allora lo Stato deve incentivare fiscalmente, se poi deve intervenire con le coperture. Invece, a rischio di essere un po' tecnico, la domanda è molto interessante sul primo pilastro, quindi in questo caso, sulle Casse. Allora, il tema è questo, esiste un modo internazionale che si chiama asset liability management. Sul tema liabilities, quindi le pensioni, le Casse sono attrezzatissime, hanno delle regole, delle leggi molto chiare al loro interno. Ogni tanto le riformano coi parametri, però sono chiarissime. E l'attualizzazione delle liabilities è un criterio internazionale, nessuno lo discute. Allora, il problema è come valorizzare l'asset. Ed è per quello che eravamo al tema della contabilità. Allora, o diventi investitore di lungo periodo e quindi il bilancio non lo fai. O comunque lo fai con dei criteri da investitore e non da azienda, e questo è un primo punto. O se non, sei costretto a farlo così, perché anche chi ti vigila lo sa leggere solo così, allora devi capire come puoi e devi valutare determinati asset. Allora, il mio punto è: oggi c'è piena facoltà di immobilizzare dal titolo azionario, al fondo di equity giapponese, al bond legato all'inflazione. È giusto che sia così? Magari nel 703 adeguato ci sarebbe il fatto che non è giusto che sia così. Però è giusto che una Cassa compra uno zero coupon reale a 30 anni, quindi fa esattamente quello che dovrebbe fare per fare asset & liability management e arriva il revisore che, dal suo punto di vista, legittimamente dice, no. L'inflazione è un dato che può essere positivo o negativo. Quindi l'accumulo reale che hai con lo zero coupon non lo puoi portare a bilancio. Allora, ovviamente, un sano e prudente gestore, non lo prende. O se non, si compra sul mercato il floor che non gli serve. Spende soldi in modo assolutamente inutile rischiando poi che gli sparisca la controparte dello swap o del derivato.

Liera: grazie a Davide Squarzoni. Sergio Corbello.

Corbello: solo due battute, anche perché gli ultimi due interventi hanno reso molto più semplice quello che volevo dire. Tornerei al discorso riforma delle pensioni come necessità. Mi pare che tutti quanti abbiamo capito che non c'è una riforma necessaria, ma una serie di manutenzioni soltanto. E da questo punto di vista mi sembrerebbe abbastanza interessante iniziare a valutare come sta andando l'applicazione della riforma delle pensioni sulle realtà che già ne sono state particolarmente colpite. Mi riferisco, e qui torno alla ripartizione del 1° gennaio del 1996, i soggetti che sono al contributivo. Forse nessuno si sta accorgendo che in questo momento il sistema previdenziale sta risparmiando un sacco di soldi. Perché la valutazione delle posizioni individuali con il PIL per gli anni che stiamo vivendo, e io non so per quanto tempo ancora questa crisi, che forse si sta in parte risolvendo, ma che non vuol dire un'esplosione di sviluppo, comprimerà il PIL. Ma queste generazioni che sono al contributivo stanno avendo dell'impoverimento reale nei trattamenti pensionistici mostruosi.

Liera: anche perché in media mobile, quindi ci mette 5 anni in più.

Corbello: infatti. Ed è una qualcosa che forse non è percepito sicuramente dai nostri misuratori

esterni, perché c'è una difficoltà autolesionistica di comunicazione da parte nostra, che ci diceva Alberto, ma forse non è percepito neppure all'interno. E questo è il dato grave. Allora, un primo argomento da affrontare, in una piccola manutenzione, è di aumentare, mi spiace Antonio di aggravarti ulteriormente, ma vale per tutti gli enti di base

Mastrapasqua: hai perfettamente ragione. Mai come in questo momento e mai come in questa teorica e anche reale precarizzazione e segmentazione dell'attività lavorativa, la comunicazione è fondamentale. Tu sai che presso l'INPS è allocato il casellario degli attivi, che è impegno del Governo e anche dell'INPS di mandare entro l'anno la famosa "busta arancione". Stiamo ragionando con Alberto pure, se questo è possibile, ma è l'inizio, ma anche un inizio costante di comunicazione doverosa tra coloro che ci versano i loro contributi e quello che noi dobbiamo invece a loro ridare come comunicazione e come trasparenza.

Liera: Sergio Corbello

Corbello: ma direi due battute, l'argomento del 703, per usare un linguaggio un po' da addetti ai lavori, ecco un'altra questione tutta da affrontare. Era da affrontare prima della grande crisi, ora è da affrontare in senso molto complessivo. Bisogna fare dei ragionamenti in cui (e qui non vorrei essere encomiastico nei confronti dei padroni di casa, ma sono anche consigliere d'amministrazione di Fimit, il discorso dell'immobiliare è un discorso che entra pesantemente nelle problematiche di asset allocation dei fondi, di tutti i fondi, anche i fondi a contribuzione definita che finora non hanno colto tutti questi aspetti. Però, vi sono dei ragionamenti da fare sulla struttura stessa dei fondi pensione, perché comunque il contributivo esasperato, la posizione a contribuzione definita senza delle interapedini di solidarietà all'interno, fa sì che poi si vada esasperatamente al risultato di brevissimo periodo, e quindi non si possa fare quel servizio importantissimo per gli scritti che è di dare una ulteriore pensione. Ultimissima considerazione: non vorrei essere pessimista, ma se ho capito bene una battuta di Alberto, diceva: 3-4 punti percentuali di accantonamento ogni anno per la previdenza complementare del reddito. A me sembra, francamente, un po' poco. Le proiezioni su cui lavoro io, mi dicono le due cifre di accantonamento in un arco lungo sono necessarie per aver un 25/30 per cento..

Liera:.. di integrazione..

Corbello: di integrazione, certo. Perché a questo punto, il 30% è necessario soprattutto se il PIL mi deprime così la valorizzazione del primo pilastro.

Liera: Per gli investimenti dei fondi pensione diamo la parola a Elio Schettino. Non so se avete avuto tempo e modo di leggere una decina di giorni fa sulla prima pagina del Sole 24 Ore, è uscito un intervento di Nassim Taleb, l'autore del "cigno nero" di "Fooled by randomness" "Giocati dal caso", questo autore che è diventato particolarmente famoso per essere stato quasi profetico nei suoi libri. Ha messo in evidenza i rischi sistemici della finanza mondiale ed effettivamente alcune delle cose che lui aveva scritto nei suoi libri poi si sono verificate. Allora, abbiamo pubblicato questo articolo nella prima pagina del Sole, e c'erano le dieci lezioni della crisi per un investimento "anti-cigno nero". Allora, una di queste regole era: i cittadini non dovrebbero considerare i mercati finanziari come dei rifugi sicuri per i loro risparmi previdenziali. Ho chiesto a Taleb: "ma se i risparmiatori cittadini non investono nei mercati finanziari, dove devono mettere i loro risparmi previdenziali, sotto il materasso?". E lui mi ha risposto "in realtà, io non dicevo che non possono mettere nei mercati finanziari rischiosi i loro risparmi previdenziali, io per me investo soprattutto in titoli di stato americani, sia nominali che indicizzati all'inflazione". E questo ci rincuora, vuol dire che ha anche fiducia nella capacità degli americani di restituire il loro enorme debito pubblico "e poi, in una serie di attività reali, l'oro e altre attività che si rivalutano in misura pari all'inflazione, e soltanto una piccola quota dei miei risparmi la considero play money, e quindi soldi con cui posso

permettermi di correre dei rischi, di giocare, e quindi la investo in venture capital, in private equity e in azioni speculative". Ecco ho voluto avere questa certezza che, sui mercati, anche il più grande guru che attualmente esiste a livello accademico continua ad avere un minimo di fiducia, perché anche i titoli di stato americani sono trattati su mercati. Elio Schettino.

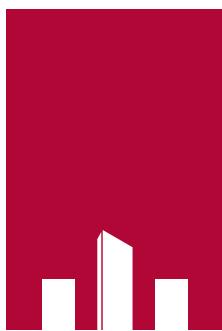
Schettino: data l'ora, cercherò di essere brevissimo, anche perché credo che nel pomeriggio si approfondisce un attimo questo tema sugli investimenti, i rapporti dei fondi negoziali e così via. Io parto solo da una brevissima premessa. Credo che la crisi finanziaria abbia anche fatto cadere alcune certezze che avevamo sui corretti modelli ottimali di investimento. A parte che sinceramente ho delle perplessità su alcune osservazioni di Squarzoni, ma non fanno testo nel ragionamento attuale. Perché dobbiamo stare attenti da un lato a un'assenza completa di regolamentazione, ma da un altro lato dobbiamo stare attenti anche a una eccessiva regolamentazione, riguardo per esempio al tema dei fondi pensione. E la domanda da fare è: "siamo sicuri che il 703 da questo punto di vista, per i fondi pensione negoziali, abbia funzionato bene, quanto meno per le gestioni finanziarie? Io non sono assolutamente convinto che questo sia stato il risultato ottimale, perché sì, abbiamo sicuramente un buon decreto che ha stabilito che determinati quantitativi e la definizione di alcuni asset particolari, ma, una domanda molto semplice: vincolare i fondi pensione negoziali a dei mandati di gestione per certi versi blindati, la non possibilità di uscire dai mandati di gestione, la non possibilità di un corretto rapporto con l'investitore istituzionale ha determinato il fatto che quasi tutti i fondi negoziali, per il comparto di taglio finanziario hanno dato un rendimento negativo. Cosa che altri fondi, fondi preesistenti, potevano fare, si sono protetti e guarda caso hanno dato un rendimento positivo anche rispetto a un benchmark negativo, in alcuni casi anche a due cifre. Quindi, io farei questa distinzione, tenendo presente che la previdenza complementare, la previdenza negoziale deve avere delle regole diverse, completamente dal primo pilastro. Quindi noi dobbiamo fare attenzione a dare una regolamentazione, ma nello stesso tempo a non blindare il comportamento dei gestori, perché altrimenti ci troveremmo assolutamente in difficoltà. L'ultima battuta: fatta questa distinzione, dobbiamo anche stare attenti a riparametrare delle regole che vanno bene per il pubblico e portarle sui fondi negoziali. Guardo Mastrapasqua; il rischio che noi corriamo è che le criticità che abbiamo avuto nella gestione degli investimenti, parlo dell'immobiliare, del pubblico eccetera, poi le trasciniamo anche sulla parte dei fondi negoziali. Teniamo ben presente questa distinzione in questo momento che mi sembra assolutamente fondamentale.

Liera: Davide Squarzoni

Squarzoni: come dice il buon Taleb, che odia gli statistici – e io sono uno statistico – quindi mi ci metto subito come ghibellino contro i guelfi. Il tema suo è un tema di non crearti l'angoscia del valore di mercato e questo risponde anche alla domanda sui fondi preesistenti, cioè è chiaro che più tu dai valorizzazioni frequenti, che vanno sui giornali, commentate, che vanno con il TFR che non c'entra niente, e più chi è lasciato...

Liera: sento odore di censura..

Squarzoni: ma no, è normale! Il sistema è questo, è normale che quando uno ha una notizia, la commenta, non ci vedo niente di strano. E' che non ci dovrebbe essere questa notizia, semplicemente perché il fondo pensione non fa semplicemente intermediazione di rischio. Il lavoratore che è iscritto a un fondo



negoziale, è l'unico caso in cui è datore da solo di fronte al rischio di mercato. Mette due risparmi e magari gli viene detto cosa fare dalla banca, o dal promoter. Magari gli viene detto male, ma c'è qualcuno che gli dice qualcosa, no? Nel fondo negoziale è da solo, ha magari i sindacati che gli danno una mano, ma quanto può un sindacalista o anche qualcuno del lato confindustriale o datoriale dare dei consigli. Quindi, dal punto di vista della gestione finanziaria, distinguerei fra due livelli: delega di gestione o gestione diretta? Che è un punto. Allora, lì io sono d'accordo con quello che sostiene Alberto: chi può fare gestione diretta, chiaramente solamente su determinati strumenti o comunque far gestione diretta su strumenti vestiti, è un altro modo per far gestione diretta, ma solo chi ha modelli di governance, strutture organizzative e sistemi di controllo del rischio adeguati; altrimenti è come mettere in mano un fucile a un bambino. Secondo, questo è diciamo, la scatola, il veicolo: obbligo di delega, gestione diretta. Secondo che cosa compro, e torniamo a quello che dicevamo prima, qualcosa che è strettamente legato a una passività effettiva, concreta, misurabile nel caso della previdenza del primo pilastro. Deve essere, secondo me, confrontata con il tasso di sostituzione target, avendo più possibili informazioni sul primo e secondo pilastro per la previdenza complementare.

SECONDA SESSIONE
BENI "REALI" E STRUMENTI FINANZIARI.
GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI

SALUTO DI ANTONIO FINOCCHIARO
Presidente COVIP

Io ringrazio innanzitutto l'ing. Caputi, per questa opportunità. Spero di non annoiarvi, perché l'argomento, con le cifre, i riferimenti ecc. ecc., non è certamente dei più brillanti. Io credo che stamattina voi abbiate avuto informazioni o perlomeno valutazioni sulla crisi finanziaria in atto che soltanto da poche settimane comincia a mostrare dei timidi segni di inversione. Una crisi che ha causato perdite patrimoniali, che ha... minato anche la fiducia degli investitori. Il tema del convegno dicevamo è una cosa interessante, dice che la crisi può essere fonte di opportunità. Può essere fonte di opportunità per gli investitori istituzionali, può essere fonte di opportunità per i fondi pensione, che in questo momento, o almeno per quel che risulta alla COVIP stanno valutando la possibilità. o stanno assumendo delle decisioni in tema di riallocazione del portafoglio. L'argomento di oggi pomeriggio, per quanto pesante, richiama gli investitori istituzionali a guardare con un'attenzione rinnovata quello che è il più classico degli investimenti di lungo termine, quello immobiliare. Un interessante e specifico argomento è quello di... valutare le modalità di questo investimento, dell'investimento in immobili. Sappiamo tutti, lo abbiamo visto e lo leggiamo, che sostanzialmente si sta arricchendo l'offerta di strumenti di investimento indiretto, e fra questi in primis le quote dei fondi di investimento immobiliare che sono in grado di stemperare diciamo questo tema e alcuni degli svantaggi dell'investimento diretto in immobili. Io vorrei fare soltanto alcune considerazioni molto in breve sul ruolo che gli investimenti immobiliari possono avere, in futuro potranno avere ancora di più, per i fondi pensione. Alla fine del 2008, questi sono i dati ufficiali della COVIP, dati che hanno bisogno ancora di una messa a punto in previsione della relazione che sarà il 18 giugno, gli investimenti di tipo immobiliare dei fondi pensione italiani erano pari a 4 miliardi di euro. Non è una cifra da trascurare perché 4 miliardi di euro rappresentano il 9% dell'attivo netto dei fondi pensione. E aggiungo che questo importo è indicato ai valori di bilancio, che sono almeno di un quarto inferiori a quelli che sono i valori correnti. Questo significa anche che dal confronto con altri Paesi noi non stiamo proprio male, perché se prendiamo i dati pubblicati dall'OCSE credo, queste percentuali per Paesi simili al nostro si situano fra il 2 e il 5%. E solo la Svizzera sfiora il 10%. Quindi non stiamo male, però come sempre succede il dato aggregato nasconde una realtà diversa, cioè questi quattrini... questo dato si riferisce solo ai fondi preesistenti, quelli di tipo autonomo, cioè che hanno una persona giuridica distinta dall'azienda sponsor. Se rapportiamo questa cifra all'attivo di questi fondi pensione, la percentuale sale al 20% dell'intero portafoglio. Ancora, questo 20% poi è concentrato per il 99% in una ventina di fondi, e solo tre di questi detengono oltre la metà di questo, quindi è una specie di imbuto e alla fine scopriamo che sono pochi i fondi grossi, naturalmente, che detengono investimenti immobiliari. In un caso almeno questa incidenza è del ben il 40% del totale delle attività. Capite bene che questi sono casi, pochi, ma sono casi che la COVIP segue con estrema attenzione, perché questi fondi sono interessati, come qualcuno stamattina ha ricordato, da piani di dismissione o decisi autonomamente o a seguito di normative più recenti che stamattina sono state citate.

Perché si sono trovati questo portafoglio di immobili?

Perché c'era una normativa che risaliva agli anni '60 che diceva che i fondi dovevano annualmente presentare

al Ministero del Lavoro dei cosiddetti "piani di impiego" e in questi piani di impiego era prevista una percentuale rilevante di investimenti immobiliari. Una normativa che si applicava a non tutto il mondo dei fondi pensione, ma a pochi di questi fondi, e per altro devo dire che oggi esistono in circolazione più di 300 fondi preesistenti, nove decimi di questi fondi non ha mai avuto...non hanno mai fatto investimenti immobiliari. Quindi c'è una fortissima concentrazione in pochi fondi degli investimenti immobiliari. Come vengono gestiti, come vengono...come sono stati investiti? Tre quarti sono detenuti e gestiti direttamente, un quarto per il tramite di società che sono state costituite ad hoc e partecipate in toto dai proprietari. Se però guardiamo agli investimenti nei fondi immobiliari, questi risultano ancora di ammontare limitato, sono 300 milioni di euro, anche se rileviamo che negli ultimi anni, e lo vedevo anche da un documento che ho trovato nella busta che ci è stata data stamattina, curata credo dall'Ing. Caputi, le operazioni più significative si sono registrate negli ultimi due anni. Questo significa che c'è un rinnovato interesse in questo tipo di investimenti. Fondi di nuova istituzione zero, non hanno fondi di investimento immobiliare. Perché? Mah, la normativa vigente non è che appare molto restrittiva in materia di investimenti immobiliari. Sì, non si può investire direttamente in immobili però è consentito l'investimento per il tramite di società immobiliari anche se partecipate in toto. E fino al 20% del proprio patrimonio si può investire, purché questo investimento non superi il 25%, un quarto, del valore del fondo immobiliare. E addirittura la normativa attuale è ancora più flessibile per i fondi preesistenti, e si capisce bene perché, perché questi ereditavano situazioni del passato e naturalmente bisogna far sì che le dismissioni non avvengano con perdite degli aderenti ai fondi. Tolgo alcune parti del mio intervento il mio amico MEFOP li può parlare della normativa, perché come sempre succede in occasioni come queste le duplicazioni si sprecano quando si è in molti a parlare sullo stesso argomento. Bisogna smobilizzare in cinque anni però c'è una norma a salvaguardia di tutto che dice che valutate le circostanze, può prolungare questo periodo. E concludo. Punto primo: in linea di principio l'investimento immobiliare è congeniale ai fondi pensione, si dice che non possono investire, che non devono, che ci vuole coraggio a investire ma insomma, perché? Perché l'investimento immobiliare, soprattutto in fondi immobiliari, è un investimento che ha un lungo periodo come orizzonte, che tendenzialmente protegge dai rischi di inflazione, perché ha una limitata correlazione dei rendimenti con quelli delle attività finanziarie, e quindi potrebbe essere un componente naturale del portafoglio di un fondo pensione. E ciò è ancor più vero prima di tutto, come ho detto prima, per gli investimenti indiretti, nei fondi immobiliari che uniscono a questi vantaggi anche quello della maggiore liquidabilità e di regole di valorizzazione che mitigano l'incertezza dell'investimento e soprattutto godono, in genere, di una gestione professionale di parte di operatori specializzati.

Allora perché non investono?

Noi ce lo siamo chiesti e abbiamo riscontrato che molti fondi di recente costituzione hanno non più di due o tre anni. Questo periodo rappresenta ancora una fase di avvio, considerata in questo modo da molti operatori che giudicano questo lasso di tempo ancora una fase di sperimentazione e di lancio. E questo naturalmente forse si riflette sulla rinuncia a gestire questo tipo di investimento da parte di alcune categorie. Un elemento ulteriore di criticità che noi individuiamo è dato dalle modalità gestionali finora sperimentate, che sono come voi sapete essenzialmente limitate alle gestioni a benchmark e non contemplano, di norma. Quindi riconfermo che il tipo di strumenti oggetto di questo seminario può essere di interesse per i fondi pensione, e in particolare però, qualcuno stamattina lo ricordava, di coloro i quali dispongono di professionalità tecniche che siano capaci di valutare e di monitorare l'investimento dei fondi immobiliari. Non ci si avventura in questo settore così, a cuor leggero: bisogna avere strutture, bisogna avere uomini, bisogna avere al limite programmi di valutazione ecc. Quindi la COVIP si augura che nella valutazione di questi strumenti però i fondi non si fermano soltanto ai vantaggi che possono derivare dal tipo di investimento, ma che ne valutino anche i rischi e con particolare attenzione al profilo dei costi. E naturalmente, come sempre di fronte a nuove modalità di investimento dei fondi pensione, la COVIP, che deve tutelare..anche se stamattina qualcuno...deve tutelare il principio della sana e prudente gestione, che per noi è una stella polare, assieme con la concorrenza, leale, e con la trasparenza assoluta. Non mancherà la COVIP di vigilare e soprattutto di vigilare che venga osservato, da parte dei fondi, il principio della diversificazione nell'ambito della quota di investimento, della diversificazione degli investimenti stessi.

Grazie.

MAURO MARÈ
Presidente MEFOP

“L’EVOLUZIONE NORMATIVA
SULLE POSSIBILITÀ DI INVESTIMENTO”

Buongiorno,

grazie, innanzitutto ringrazio dell'invito. Allora, i primi dati sono dati da tutti conosciuti, per cui pensavo di saltarli. Il numero degli iscritti: sono cose che ormai conoscete tutti. Molto rapidamente: poteva andare meglio? Sì, certo. Pensate cosa sarebbe potuto succedere se anziché il 2007 fosse stato il 2008. Immaginate il numero di aderenti che avremmo avuto. Quindi, forse è stata la decisione di anticiparla che è sembrata un po' pericolosa o non del tutto provvida. Invece, è stata molto fortunata e anche azzeccata. I rendimenti, la situazione dell'attivo, il volume dell'attività che sta superando i 60 miliardi, i rendimenti. Prima di iniziare la parte - mi permetto di dire questa parola - noiosa, perché è la parte del 703 di descrizione dei vincoli. C'è poco da fare, è una parte non particolarmente allegra. I rendimenti, lo possiamo vedere da diversi punti di vista: sia annuali, sia soprattutto, facendo qualche calcolo. Come vedete, se guardiamo quelli 2000-2008, abbiamo che né i chiusi né gli aperti hanno battuto il benchmark del TFR. Naturalmente, se guardiamo 2007-8 addirittura sono negativi, ampiamente negativi e in questo non c'è nulla da fare, visto quello che è successo nel 2008. Però, già il rendimento annualizzato 2003-2008, si vede che quelli aperti sono in linea con il TFR e addirittura quelli negoziali, quelli chiusi, stanno sopra. Quindi, nonostante tutto quello che è successo, io direi - e stiamo parlando di 4 anni, il confronto va fatto su 20 anni, su 25 - è stato ancora un buon affare; perché, avere una cosa che ha reso positivamente in situazioni come quella che abbiamo avuto, una tempesta finanziaria senza precedenti - insomma, va spiegato. Naturalmente, aggiungo, questi conti, se li facciamo, sono quattro calcoli che abbiamo fatto noi di Mefop, ma il professor Cesari di Bologna lo ha scritto sul tuo giornale.. se noi mettiamo dentro il contributo del datore di lavoro e i vantaggi fiscali, naturalmente il conto diventa molto positivo per i fondi pensione. Uno mi può dire: "non sono risorse libere, ovviamente". Le aziende pagano il contributo datoriale, ci mancherebbe, così come lo stesso TFR o l'aggiunta di contributo del lavoratore, ma se guardate, e chiedo scusa per la rapidità perché non voglio prendere molto tempo, il messaggio che mi premeva, da cui partire, che in un momento come questo, di tempesta, è stato sicuramente significativo. E' ancora conveniente e, comunque, ha una sua logica, visto che ne parlavamo stamattina, la riduzione dello spazio del primo pilastro. Andiamo all'argomento. Questa è la ripartizione. I limiti agli investimenti. Come sapete, nel '96 si è adottato questo DM 703 e nella riforma del 252, l'ho evidenziato in blu, si prevedeva di effettuare una revisione di questo decreto, eventualmente fissando limiti massimi di investimento, qualora siano giustificati da un punto di vista potenziale. L'idea di investimento e di interessi. Bene, si è fatto e si è andati avanti. Quali erano i limiti del 252? Questi qui: sono rapido per non annoiarvi, per chi vuole lascio la relazione e li vede. Massimo 5%, poi qui c'è l'amico Brambilla, per cui... massimo 5% del valore nominale, o 10% se l'impresa non era

quotata, poi una serie di vincoli o quote per soggetti non ammessi alla contribuzione, li vedete, 30%, 5%, non sto nel dettaglio e mi fido più dei vostri occhi che delle vostre orecchie. E poi, dei vincoli sul patrimonio. allora, entriamo nella cosa che mi è stata chiesta: i limiti del decreto ministeriale. Non i limiti, poi dirò anche quali sono i limiti, ma i vincoli che il decreto ministeriale poneva. Innanzitutto, stabilire alcuni principi, che sono quelli che vedete: diversificazione degli investimenti, efficiente gestione del portafoglio, diversificazione dei rischi, contenimento dei costi di transazione e di gestione del fondo, massimizzazione dei rendimenti netti. L'utilizzo del benchmark, questo di nuovo è un punto molto delicato, perché su questo è l'innovazione del 703, sostanzialmente. Poi, altri limiti quantitativi: finanziamento alle PMI, l'effetto dei fondi pensione sul territorio come stimolo per l'economia nazionale. Bene, i limiti, come dicevo, sono di questo tipo e prevedevano una serie di operazioni, appunto. I fondi pensione potevano investire in titoli di debito, in titoli di capitale, in OICM, in fondi chiusi, potevano detenere liquidità, operazioni di pronto contro termini, anche sotto alcuni vincoli molto stretti, anche effettuare azioni con patti derivati. Non potevano effettuare, ovviamente, vendite allo scoperto perché era, banale. Salto la parte sulla normativa europea e semplicemente ricordo che non era previsto, nella direttiva europea, un vincolo preciso agli investimenti, vincoli quantitativi. Ora, si può discutere sull'approccio o meno, ma questo è un punto da tenere in considerazione. Allora, come dicevo, andiamo a vedere i vincoli quantitativi; li ho appena detti: concentrazione... si distinguono una serie di concentrazione di singoli investimenti, poi si distinguono gli strumenti negoziati e i mercati regolamentati o non regolamentati, poi la liquidità e poi l'esposizione valutaria, cioè la gestione del rischio di cambio. Vediamo quali sono, brevemente, questi vincoli. Scusate la parte noiosa di descrizione, ma era opportuno che richiamassi cosa c'era nel 703 e cosa c'era anche nel 525. Prima di tutto le liquidità: il mercato monetario, i titoli di debito e via dicendo, il vincolo è massimo 20%. I fondi pensione non possono avere liquidità superiori al 20% del patrimonio. Fondi chiusi, cioè l'investimento dei fondi pensione in fondi chiusi, sia mobiliari sia immobiliari, possono essere 20% del fondo pensione d'origine. Il singolo fondo pensione non può mettere più del 20% del proprio patrimonio in un fondo chiuso, mobiliare o immobiliare. Però, quello che ci interessa oggi, è ovviamente immobiliare. Mentre non può essere l'investimento superiore al 25% del fondo stesso oggetto di investimento. Poi, questo è quello che ci interessa, perché parliamo di investimenti immobiliari. Poi, abbiamo altre norme, titoli di debito e di capitale non negoziati nei mercati regolamentati - vedete qui massimo 50% e un totale limite massimo del 10% del patrimonio in titoli di capitale - e poi, un altro vincolo del 20% in titoli di debito e di capitale emessi da soggetti diversi dai paesi aderenti all'OCSE. Questo sempre per la idea del vincolo sui mercati regolamentati dei paesi OCSE per evitare che andassero in zone o settori o parti più o meno oscure. Bene. Ci sono altri vincoli che salterei per non annoiarvi, titoli di debito e di capitale, altri limiti quantitativi: massimo 5%, il secondo pezzo, sempre debito e capitale, compresi i derivati, non più del 15%, e poi c'è una differenza fra mercati regolamentati e non regolamentati. Ma, sono norme così, sono numeri, quindi, io personalmente tendo a non ricordarli a memoria e credo che molti di voi non lo fanno, le guardano quando servono e le vanno a vedere. Quindi, non vi voglio annoiare e vado avanti; andiamo alla parte di sostanza. In questo caso i limiti nel senso dei difetti, non dei limiti quantitativi del decreto, ma i difetti se ci sono. Allora, molte tipologie d'attività non sono ammesse, questo è il punto. Effetto che va benissimo, ci mancherebbe, fa parte della gestione sana e prudente, quello che uno si deve chiedere è quello che possono essere gli effetti di questa normativa sui rendimenti, sulle possibilità di rendimento. Anche sulle possibilità di perdita, naturalmente, ma anche di rendimento. Perché ricordiamoci che i fondi pensione devono contenere il rischio, ma hanno l'obiettivo di dare una rendita pensionistica che compensi il primo pilastro. Poi, in futuro, i lavoratori iscritti chiederanno conto sui rendimenti e sull'importo delle somme che verranno restituite prevalentemente - speriamo - sotto forma di rendita e non sotto forma di capitale, anche se capisco che è molto complicato, per le parti sociali in primo luogo e il sindacato, quando si tratta di mettere qualche vincolo, qualche disincentivo al capitale. Ovviamente, è giusto, poi chi va a raccontarglielo, ai lavoratori? Chi va... ha dei vincoli, io faccio presto a parlarne, tanto non ci vado! Lo dico in modo generale, ma se poi bisogna andare in un'assemblea a raccontare ai lavoratori e poi alla fine non hai anticipazioni o non hai la possibilità di prendere il capitale, forse la posizione dei fondi pensione sarebbe più delicata. Secondo aspetto: limitazioni solo

formali. Questo è il punto che mi preme di più di tutti. Quale effetto, in sostanza? Si è molto discusso che questi limiti, questi vincoli rigidi abbiano salvato il fondo pensione, il che è vero, questo lo devo accettare. Ma, il vincolo quantitativo, il 5-10%, non è che ha .. poteva risparmiare o avrebbe risparmiato i fondi pensione. I titoli di maggiore notorietà di scandalo (Cirio, Parmalat, Argentina, subprime, potrei metterci altri) potevano tranquillamente stare nel portafoglio fondo pensione. Non lo sono stati sicuramente per la bravura, la competenza e l'esperienza dei manager, ma permettetemi di dirlo, anche per fortuna. Quindi un po' il vincolo quantitativo ha un limite. Perché se tu metti un vincolo quantitativo e poi, chi gestisce non ha la sensibilità, la conoscenza adeguata, poi magari prende qualcosa che è completamente in compliance dal punto di vista del vincolo, però poi non è ... ha dentro cose non piacevoli. Bene, rigidità delle limitazioni quantitative, limiti delle liquidità, del 20%. So che la Covim in passato ha dato diverse deroghe su questo, proprio perché nella gestione e nella ripartizione del rischio la liquidità era importante. ha dato quindi la possibilità di superare questo limite. infine, i benchmark, l'uso di parametri oggettivi. C'era l'uso di usare parametri diversi, credo che questo sia il punto più importante e ci arriverò fra poco, credo che il benchmark sia insufficiente. Non sto parlando di - per lo meno per come la vedo io - di eliminarlo. Assolutamente, il benchmark resta! Però sarebbe necessario e ci torno fra un attimo, avere più indicatori di gestione del rischio, anche più complessi ma più ricchi ed elaborati, nella gestione del portafoglio. E quindi, oltre al benchmark, qui ho fatto l'esempio del total return, o del rendimento assoluto, di una gestione garantita, insomma una serie di strumenti che sono più in linea con la situazione del mercato. Rapidamente, vado avanti. Ecco, in realtà il 703 era stato rivisto, era pronto. A tre settimane dalla crisi del governo precedente, il 703 era stato rivisto. C'era un decreto pronto, impacchettato, pronto per la firma, poi così non è stato. Chi vuol andar a vedere le diverse posizioni, l'ho riportato sul sito, l'hyperlink, le 18 risposte, di cui pubblicate 17, perché uno dei soggetti non ha voluto essere riconosciuto, non è stato pubblicato. Ci sono tutte le posizioni, non so neanche io chi è. Sabbatini, il direttore, non mi ha detto quale persona che ha contribuito non ha voluto dire. Perché sono state pubblicate, le posizioni? Per capire se il decreto prendeva o risentiva delle diverse posizioni, che è l'unico modo di fare una cosa. Lo dico a scampo di equivoci, marginalissimo. Il mio azionista mi ha chiesto di partecipare, ha avuto un ruolo molto, minoritario, quasi di segretario. Quindi io personalmente e Mefop pochissimo, però il decreto era pronto. Personalmente, permettetemi, credo sia stato un peccato non portarlo a termine, però la situazione politica era tale che, effettivamente, il ministro Damiano lo riteneva una forzatura, visto che c'era già una crisi di governo e, correttamente, non l'ha fatto. Però, visto con il senno di poi, data la crisi, forse è stato bene, però riaprire questo vaso di Pandora e riandare in quella direzione sarà divertente. Invito chi vuole, al posto di Mefop, a partecipare e così vedrà le diverse posizioni e dei conflitti. E' un punto di vista interessante della political economy, dei conflitti distributivi, ha degli aspetti interessanti. Bene, quali erano gli orientamenti della nuova disciplina? Erano questi qui, e credo che più o meno a questi orientamenti ci si dovrà richiamare. Prima di tutto, i divieti e i limiti agli investimenti dovrebbero dipendere dalla capacità del fondo pensione. Anche, che vuol dire? Non ci deve essere un obbligo di adottare strumenti più sofisticati di gestione del rischio. Si può lasciare ai fondi pensione la volontà - e hanno la forza, le capacità e il desiderio di gestire e utilizzare strumenti più avanzati di gestione del rischio, non solo benchmark ma anche proprio la volontà di investire in mercati o di superare quei vincoli, di decidere, di far decidere ai fondi pensione, magari anche alle stesse associazioni di categoria, Assofondi, Assogestioni, Assoprevidenza. Primo punto. Uno o più parametri, non necessariamente benchmark, ce ne possono essere molti altri, nella revisione del decreto ministeriale c'è stata una discussione feroce sul VAR; nessuno è tifoso. Si possono utilizzare molti tipi di strumenti tecnici di valutazione del rischio, naturalmente l'esistenza di più strumenti può arricchire una gestione più efficiente. Naturalmente, per finire, alcuni limiti quantitativi andrebbero mantenuti. Nessuno ce l'ha con i limiti quantitativi in sé, vorrei semplicemente sottolineare il fatto che l'esistenza di un limite quantitativo non mette al riparo da cattive sorprese. Questo è il punto di fondo. Quindi, sì ai limiti quantitativi, sapendo che i limiti quantitativi hanno una forza limitata. Questo è il punto. Poi, l'orientamento erano i principi di gestione specifici: ogni fondo, qualche fondo, o a seconda del tipo di fondo (chiuso, aperto, negoziale) può avere dei criteri di gestione diversi. Oltre al parametro oggettivo, non più il benchmark ma altri parametri,

- ho messo in rosso perché son questi i due punti importanti - Introduzione di un modello organizzativo di gestione e controllo del rischio nuovo, più adeguato, più sofisticato ma anche più in linea con la realtà dei mercati finanziari. Perché questo è il punto: i fondi pensione devono sottoscrivere solo titoli di Stato. Dal punto di vista di un macroeconomista come sono io, guardate che non c'è differenza, avere un solo pilastro pubblico e chiudiamo coi fondi pensione, perché se ci sono titoli di stato, il ministero del Tesoro fa debito, emette e paga la pensione abbiamo chiuso. Allora, altro discorso è che la direzione generale del Tesoro dovrebbe emettere, come vorrebbe, titoli indicizzati a trent'anni, a trentacinque, i cosiddetti longevity bonds, che possono dare uno strumento di protezione per l'inflazione e soprattutto per il rischio a 30 anni, questo è un discorso diverso. Ma, se dobbiamo dare dei rendimenti ed evitare che vadano solo in titoli di Stato, credo che serva un modello più adeguato. Inoltre, ripeto, l'investimento è ammesso solo se il fondo è in grado di gestire. Ecco, qui due parole importanti. E' ovvio che se si dà la possibilità ai fondi, se i fondi si dotano di strumenti più sofisticati, prima di questo va dotata la COVI di strumenti più sofisticati, in termini di risorse, di disponibilità di persone, è ovvio. Altrimenti, non può un'autorità controllare un mondo che diventa così complicato. Spero che il presidente sia d'accordo! Quindi, prima di dare questo serve ovviamente, decidere come rafforzare la COVI nelle sue attività di vigilanza e nelle sue attività giornaliere di verifica. Limiti agli investimenti nella 703, nella revisione, più o meno erano questi, lasciare dei limiti di concentrazione del 5-10% e lasciare anche dei limiti sui tipi di strumenti finanziari quotati, sull'esposizione valutaria, sugli OCR, ecc. Sintesi di quello che è successo e poi vado alle conclusioni. Da una parte come era il 703, dall'altra, come poteva essere la disciplina. Ripeto, non sta a me assolutamente farlo, riflette la discussione di un anno fa. Molte tipologie non sono ammesse. Tendenzialmente, sono ammessi tutti i tipi di impiego, soprattutto se il fondo pensione ha la capacità e la forza di gestirlo. Limitazioni solo formali, il vecchio 703, il nuovo 703 quello che sarà: sì, limitazioni formali, però non è ammesso ciò che il fondo pensione - e soprattutto che l'autorità di vigilanza - non ti permette di gestire. Potenziamo l'autorità di vigilanza, rivediamo la forza della regolamentazione ed è chiaro che nel fallimento che c'è stato, è la failure di quel tipo di regolamentazione. Poi, ci saranno state persone che non hanno fatto il loro mestiere, le società di rating che probabilmente hanno fatto qualcosa di diverso, ma questo esula. Quindi, io resto convinto che se una regolamentazione è fatta bene e le si danno gli strumenti, le forze, i posti per farla, poi può portare a risultati positivi. Infine, la differenza fra parametri oggettivi, solo benchmark, sì, ma chi vuole, lasciamolo sempre a livello volontario, poi possiamo anche pensare a una successiva fase con l'introduzione dell'obbligo di indicatori più sofisticati di gestione del rischio. Per finire, due riflessioni brevi e poi chiudo, sulla crisi finanziaria. Cosa succede a questo tipo di idea, di vincolo, di limitazione dopo la crisi finanziaria? Prima domanda: la crisi finanziaria mette in discussione questo approccio? Un po' sì, bisogna dirlo c'è poco da fare. Dopo quello che è successo, cosa sarebbe potuto succedere un anno fa se avessimo avuto una maggiore libertà d'investimento? Le perdite sarebbero state superiori, lo posso riconoscere. Però, che è successo? C'è stato un repricing del rischio e quando c'è il flight to quality tutti sono andati verso la qualità e la sensibilità degli operatori - e in sala ce ne sono molto più esperti di me che lo fanno tutti i giorni - hanno riconsiderato il prezzo, la significatività, il valore del rischio, e anche l'importanza di ridefinire la regulation. Però, io dico che sicuramente la crisi finanziaria ha modificato la saggezza tradizionale. L'idea qual era? Che la diversificazione degli investimenti, in diversi asset class di per sé potesse essere sufficiente a garantire un certo investimento. Questo è stato sfidato, è venuto meno. Perché larga parte dei fondi pensione esteri hanno avuto rendimenti - ora vi faccio vedere i dati OCSE - meno 30, meno 40%, meno 50%. quindi, la fiducia che una buona ed elevata diversificazione fosse il migliore strumento, anzi lo strumento che ti garantiva il buon rendimento è stata sfidata dalla crisi finanziaria. Questa va un po' riconsiderata. Se andiamo a vedere questi sono i dati che il comitato private pension dell'OCSE ha pubblicato. Come vedete, sono i fondi pensione inglesi, statunitensi, sono fondi a beneficio definito in larga parte, sono fondi a iscrizione obbligatoria, quindi ci sono molte differenze. Però, c'è poco da fare, il rendimento medio che vedete è il primo circoletto, meno 25% meno 20% con i picchi dell'Irlanda, meno 35 o degli USA o del Regno Unito. L'Italia, per una serie di fattori e anche per i vincoli quantitativi (sarebbe poco corretto da parte mia non riconoscerlo) sta per una volta - nelle classifiche dove ci vedono sempre messi male - in negativo

ma sta messa bene, perché le perdite sono state molto contenute. Quindi ovviamente chi adora i vincoli quantitativi del vecchio 703 dirà: "questa è la dimostrazione che fanno bene". Io sono convinto che hanno fatto bene, ma il mondo è un po' più complicato e quindi forse, piano e gradualmente servirà qualcosa di più. Per chiudere, quindi, cosa è successo? Quello che avviene nell'idea di fondo della diversificazione: è successo che quando le cose vanno male e molto, come nel 2008, tutti i prezzi sono andati giù. L'idea della diversa correlazione, inferiore a 1, in realtà non si è verificata molto di meno. C'è stata una riduzione dei prezzi molto forte e questo ha determinato una riduzione della fiducia molto elevata. Per cui, è necessario riconsiderare la strategia e gli effetti positivi delle strategie di diversificazione? Io credo di no. Ho detto un secondo fa che va comunque riconsiderata perché quello che è successo qualcosa ci deve insegnare. Però, quando le cose vanno molto male, la correzione tende a uno. Però, anche in questa situazione così negativa, se c'è qualcosa che dà una variazione inferiore a uno, ancora a senso, dal punto di vista economico, che venga ricercata, che esista, perché questo comporta una riduzione del rischio. Per finire, mi sembra che - sempre per dire una parola su questa idea della diversificazione - e l'idea degli investimenti, la diversificazione non va vista solo sul breve, ma va vista sul lungo termine. Cioè, nel lungo termine una diversificazione credo sia in grado di dare dei buoni risultati. Naturalmente se la guardo in 2, 3, 5 anni probabilmente no. Se la guardo in 20, 25 come deve essere un'accumulazione in un fondo pensione, io sono convinto che ancora fa la differenza. Nel lungo termine questa strategia di diversificazione può essere ancora valida e dare elementi positivi. Naturalmente, va adattata, ammodernata, adattata al profilo degli investimenti con la revisione del 703 quando sarà possibile, ma vanno anche visti tutta un'altra serie di aspetti, dalla gestione ai costi. Possiamo pensare che un aumento della concorrenza può abbassarlo, questo sicuramente, ma insomma, oltre all'aspetto.. ci sono sicuramente molti altri aspetti dei fondi pensione sui quali è opportuno continuare a lavorare. Grazie, mi fermo qui.



GUALTIERO TAMBURINI
Presidente Assoimmobiliare e Presidente NOMISMA

“SCENARIO E ANDAMENTO
DEL MERCATO IMMOBILIARE”

Grazie e buonasera a tutti,

ringraziamenti non di rito a Fimit per aver organizzato questo incontro che credo, mi sembra, stia cercando di far colloquiare due mondi che non spesso colloquiano fra di loro. Quello degli enti di previdenza, Fondi pensione, Casse e così via. Prima commentavo con Lo Conte il fatto che in certi passaggi della tavola rotonda sul tema tecnico dei fondi pensione, personalmente qualcosa devo aver perso, però certamente mi sono arricchito e ho imparato anche, fra le tante cose che non sapevo, una cosa che il cappello che porto qua di presidente dell'Associazione delle società immobiliari è una grave pecca, perché citava adesso nella sua relazione Maré, 17 risposte a un'indagine conoscitiva sulle modalità di definizione dei limiti degli investimenti anche immobiliari... non so se c'era ADEPP, ma mi sorprende che per definire un aspetto che ha delle tecnicità così complesse come l'investimento immobiliare, si sia tralasciato l'ascolto non dico di Assoimmobiliare, ci sono una quantità di sigle mostruose, ma si sia tralasciato l'ascolto dei tecnici del settore immobiliare. Perché il settore immobiliare è un buon esempio di un settore che causa un'illusione. Parafrasando Friedman che dice che non c'è nessuna parte delle teorie economiche più difficile dell'economia monetaria, e solamente una persona su centomila ci capisce, ma noi la incontriamo tutti i giorni, anche l'immobiliare ha queste caratteristiche. Cioè, si ritiene che il moderno investimento immobiliare in generale sia una partita che si può giocare anche senza gli specialisti. Cercherò di argomentare per quale motivo è sempre meno vero che il comparto dell'investimento immobiliare è materia per specialisti. Devo fare a questo punto una piccola premessa, cercando di non dilungarmi troppo per capire cos'è l'investimento immobiliare, capire qual è l'industria reale sottostante, l'industria immobiliare e le trasformazioni che questa industria ha avuto gli ultimi 20 anni. Grosso modo a partire dal 1991 ad oggi, quando in virtù di tutta una serie di modifiche normative, a metà degli anni '90 nascono i fondi immobiliari. Il settore immobiliare diventa sempre più un settore specializzato e l'anomalia italiana costituita dal fatto che contrariamente a ciò che avviene nei paesi anglosassoni o quelli nordeuropei in generale, negli USA certamente, la maggior parte degli investimenti sono investimenti diretti, con effetti non propriamente di efficienza sull'economia; il nostro è un Paese dove l'85% circa delle famiglie sono investitori diretti nella proprietà della prima casa, ma soprattutto dove, fatto uguale a 100 l'investimento immobiliare complessivo, l'investimento per le attività economiche – cioè gli immobili nei quali investono i fondi immobiliari (alberghi, industrie, uffici, centri commerciali e così via) - e fatto uguale a 100 l'investimento in immobili non residenziali - considerando che nel nord Europa e USA, il 70-80% di questi immobili non è di proprietà delle imprese, ma degli investitori che cedono in locazione alle imprese gli immobili - con questo si ottiene un effetto dal punto di vista dell'efficienza del settore industriale straordinario, dell'economia reale, nel senso

che le imprese, liberate dalla detenzione diretta degli immobili e degli investimenti messi negli immobili si concentrano sul loro core business mentre lasciano lo spazio agli investitori specializzati che mettono in contatto nel modo più efficiente, secondo una tendenza immanente nell'economia in generale, quella verso la specializzazione, le necessità di chi ha bisogno di spazi nei quali vivere o esercitare la propria attività economica e le necessità degli investitori che cercano di allocare il loro risparmio come ci ha raccontato molto bene questa mattina Alesina parlando del tema della distribuzione diseguale del risparmio nel mondo e quindi degli investimenti. Quindi, questa anomalia che rimane, per il settore immobiliare italiano, è un'anomalia alla quale progressivamente strumenti di finanza immobiliare evoluti, come sono i fondi immobiliari e come potrebbero essere altri, cercano di porre rimedio e di assecondare quella tendenza a esternalizzare le gestioni immobiliari. Chi ha un core business industriale, per non far nomi facciamo cognomi, la FIAT, perché è stata la prima grande impresa italiana a compiere questo tipo di scelta più di una decina di anni fa, cede a investitori specializzati i propri capannoni industriali, li conserva in locazione e in questo modo, si libera del peso diretto dell'investimento immobiliare. Questa illusione della possibilità di gestire senza una intermediazione costituita - fatta sia con un fondo esterno o con una società dedicata ma sempre attraverso uno specialista - consente di porre rimedio a una serie di problemi che l'investimento diretto non consente di superare. Dicevo prima che l'industria dei fondi immobiliari, cresciuta in modo consistente nel nostro paese, a partire dal '99, quando nasce il primo fondo immobiliare di emanazione bancaria. Non mi ricordo se anche Fimit, lo chiedo a Massimo, nasce nel '99. Non so se il '99 o il 2000, ma in quegli anni. Dovrei saperlo prima io essendone stato vicepresidente a suo tempo. Colgo l'occasione per un breve ricordo di Gianfranco Imperatori che abbiamo visto e letto sui giornali, dopo lunga malattia è morto ieri. Lui è stato il primo presidente Fimit e ricordo bene, invece, che l'acronimo se l'era inventato Imperatori, Fondi immobiliari italiani. Mi ricordo di quando ne discutemmo e l'idea mi sembrava venisse da lui. Come diceva Keynes, parafrasandolo in questo caso, ma è sempre bene per un economista ispirarsi a modelli molto alti, nelle attività concrete - lui parla di quelle dei politici - dell'oggi, c'è sempre l'idea di qualche economista defunto e in questo caso ci sono delle idee che sono partite molti anni addietro, in modo pionieristico, frutto peraltro di una normativa che molti di voi conoscono bene, anche l'amico Brambilla, del D. Leg. 104 del '96 e che appunto avviò la possibilità anche per gli enti pubblici di avviare la costituzione di enti immobiliari. Da allora molta acqua è passata sotto i ponti, oggi noi abbiamo un'industria dei fondi immobiliari ben strutturata, messa in qualche difficoltà in questo momento, ma dobbiamo guardare, oltre la difficoltà della crisi, per via del credit crunch o del credito e dell'aumento degli spread che di fatto oggi rende molto meno liquidi questi investimenti, ma li rende meno liquidi in termini congiunturali, non strutturali (le loro caratteristiche strutturali rimangono) a una liquidità inferiore rispetto ad altri asset plus. In un mercato non ancora dominato in modo così forte come ora dall'incertezza - ma vedremo dopo e sono d'accordo con Alesina in questo - che probabilmente il punto più basso della crisi è stato raggiunto e da questo momento in poi riteniamo - come associazione dell'industria immobiliare italiana - magari anche con qualche operazione di sostegno in termini di politiche industriali da parte pubblica, si potrebbe riavviare virtuosamente il circuito immobiliare, sia con i piani casa annunciati a più riprese, sia con altri interventi dedicati a costo zero ma a produttività elevata per quello che riguarda la possibilità di rimettere in circolo, ridare fiato al ciclo immobiliare. Questa mattina, all'ultimo momento, grazie all'aiuto dei tecnici di Fimit, ho chiesto che mi mettessero all'inizio delle slide questa, che trovo straordinaria per dare la misura quantitativa dell'entità che ha avuto questa crisi. Questa è la fonte, il Rapporto del Centro studi DNL Einaudi, stranamente non è stata ripresa che sappia dagli organi di informazione ed è stata pubblicata nei primi mesi di quest'anno e mostra la dimensione psicologica, prima che reale, che ha avuto questa crisi. Come vedete, è una serie storica che va dall'inizio degli anni '80 e il titolo è un po' fuorviante. Riflette la percezione che hanno le famiglie della loro ricchezza:



quanto si sentono ricche rispetto ad ogni momento successivo. Come vedete, abbiamo avuto per 30 anni una stabilità in questa percezione, stabilità con cicli, va su e giù ma gira attorno al livello 80. E nell'ultima rilevazione del 2008, è un campione significativo di famiglie italiane, questa piomba verso il basso. Non è che le famiglie sono diventate più povere alla fine del 2008. Ciò che è successo è che l'incertezza, la preoccupazione e la situazione di crisi vengono percepite in modo forte e nell'ambito di una ricchezza uguale a quella precedente, perché i prezzi degli immobili non sono calati, - uno potrebbe dire, è una percezione giusta perché sono calati i prezzi degli immobili - secondo i nostri dati statistici, peraltro molto migliorati rispetto a 15 anni fa. 15 anni fa, Jones Langs Lassalle, uno dei migliori operatori mondiali a rete del settore immobiliare, metteva il settore immobiliare italiano fra i meno trasparenti del mondo. Divideva il mondo in 4 o 5 categorie e stavamo nell'ultima, in basso. Da pochi anni a questa parte con un percorso di risalita di questa classifica, il settore immobiliare italiano, grazie a tutta una serie di interventi, fra i quali metto in primo luogo l'industria dei fondi immobiliari, che ha importato nel nostro Paese sia delle pratiche di carattere internazionale, delle modalità di definizione dei valori, oggi è possibile fare dei benchmark sull'immobiliare in Italia. Se me l'avessero chiesto 15 anni fa, la risposta sarebbe stato che non era possibile. Oggi abbiamo una quantità di indicatori straordinariamente variata, che consentono di poter fare politiche di confronto dei risultati degli investimenti. Il dato di consenso dell'andamento dell'economia l'aveva già mostrato Alesina dicendo che questi dati vengono superati tutti i giorni, questo è il dato di Confindustria Italia, quel 3,7 forse è stato superato ieri, è il consenso fra una grande varietà di fonti che mette in rilievo un aspetto. La varietà delle fonti indica per il 2010 l'uscita dalla fase di recessione pesante, ma soprattutto tenendo conto peraltro - e questa è una specie di pubblicità di settore - negli anni scorsi 2000-2008, quando l'andamento di crescita dell'economia italiana è stato piuttosto annualmente contenuto misurato in termini di variazione del PIL (con performance inferiori alla media europea e molto spesso vicine allo zero), senza il contributo di immobiliare e costruzioni alla creazione di PIL nel nostro Paese, saremmo stati in recessione probabilmente quasi in tutti gli ultimi dieci anni. Forse per questo il Governo ha riconosciuto oggi l'urgenza di rimettere in moto questo settore. Ecco, questa è la foto molto chiara di questo ragionamento. Abbiamo toccato il punto più basso della crisi e dalla metà del 2009 numerosi segnali, deboli si diceva questa mattina, ma segnali forti.. certamente è molto difficile poter decretare la fine della crisi o l'aver toccato il punto più basso. Ieri sera dopo cena in stanza dando un'occhiata in TV c'erano le Iene che facevano ironia su quelli che sostengono che è stato toccato il punto più basso della crisi mostrando le contraddizioni fra le dichiarazioni di un momento e quello successivo. Siamo ancora in una fase di incertezza, a questo consenso generale possa essere letto in questo senso: dalla seconda metà del 2009 certamente l'economia potrà riprendere. Veniamo al tema tema centrale dei prezzi degli immobili. Sono statistiche nazionali dei vari Paesi sui prezzi delle abitazioni in termini reali, considerando il prezzo delle abitazioni come una proxy del prezzo in generale degli immobili. Statisticamente questo è un dato riconosciuto e qui vediamo la grande crescita degli anni dalla metà degli anni '90 fino ad oggi, che è stata presente in tutti i Paesi, con l'eccezione del Giappone e della Germania. E' un dato ancora più aggiornato, pubblicato su "The Economist" della settimana scorsa, da cui si vede che una certa diminuzione del valore dei prezzi delle abitazioni c'è stato in tanti paesi del mondo. Questa mattina ci ha fatto una bella lezione Brambilla sui pericoli dell'uso distorto delle statistiche. Anche in questo campo i pericoli sono molto forti, perché invece che prendere l'indice Case-Schiller, qui, prendiamo l'indice Nareke, che è l'indice delle agenzie immobiliari USA, la riduzione è molto meno forte, anzi tende quasi ad essere invisibile. Comunque, con questo indice risulta che dalla metà del 2006 è iniziato il rallentamento nella creazione di valore sugli immobili negli USA, con una riduzione del 26%.

Sempre usando come indicatore il prezzo delle abitazioni e l'effetto che hanno avuto questi dieci anni sul valore delle abitazioni. Ecco, come vedete l'Italia sta nella parte bassissima della statistica di incremento dei prezzi. 104 vuol dire che sono raddoppiati in termini reali in questi dieci anni. Mentre lassù vedete il Sudafrica, e comunque la maggior parte dei Paesi ci stanno sopra. E stanno sopra abbondantemente. Il tema che noi ci possiamo porre, che voi di solito ponete a noi economisti, è quello di fare una previsione sull'andamento dei prezzi. La previsione sull'andamento dei prezzi, si diceva stamattina, fare le previsioni, soprattutto se riguarda il futuro, è una cosa piuttosto

difficile. Possiamo però basarle un po' sull'analisi di quello che è successo in passato, che è uno dei pochi modelli sensati ai quali possiamo fare ricorso. Citando uno dei grandi dell'economia a questo proposito, trova conferma la mia tesi traballante che è difficile fare previsioni, sulle previsioni riguardo ai prezzi - diceva Samuelson - che tutto quello che si può dire di sensato su quale è il livello di equilibrio di un prezzo, cioè il prezzo è giusto oppure non è giusto, è che fluttua nel tempo. Ma non si può dire granché sul fatto che un livello di equilibrio sia quello definitivo raggiunto per sempre. Ma se noi, e tralascio alcune delle tabelle sulla dimensione del mercato immobiliare citata questa mattina, mercato immobiliare che è diventato molto più grande di quanto non fosse un tempo, e sul fatto che questo mercato si è un po' ristretto nell'ultimo anno, ma se noi guardiamo all'andamento lungo del mercato immobiliare italiano, ed è qua l'aggancio per poter fare una previsione che abbia, diciamo, un fondamento che io ritengo essere solido. Se guardiamo all'andamento lungo del mercato immobiliare italiano, utilizzando sempre come parametro l'andamento dei prezzi delle case, questa fonte è la fonte che consente di guardare come sono andate le cose dal '66 ad oggi, non esiste nessuna altra fonte con una continuità così grande e con una metodologia di rilevazione, tutto sommato, costante, ci mostra, linea blu, che non si è mai verificata una riduzione nominale degli immobili, una diminuzione, diciamo, consistente. Ecco, l'unico momento di una diminuzione appena accennata è lì. Naturalmente quella è una fase che ha fatto qualche vittima, ma però, come vedete, se dovessimo scommettere sul lungo periodo, diminuzioni nei valori nominali degli immobili, mai. Questo andamento è abbastanza diverso da quello degli Stati Uniti. Se noi prendessimo la linea dell'andamento dei prezzi delle case negli Stati Uniti, assomiglierebbe di più a quella sopra, anche nella versione nominale. Quella sopra è invece la versione reale dei fatti e, cioè, la versione senza inflazione, e mostra invece che l'andamento reale dei prezzi degli immobili subisce nel tempo delle fluttuazioni. C'è una letteratura sterminata che riguarda il confronto tra l'asset class immobiliare e le altre asset class. Come direbbe un filosofo dell'ovvio, nel periodo lunghissimo, diciamo, questa letteratura converge sul fatto che nel periodo lunghissimo i rendimenti delle diverse asset class tendono a convergere. La letteratura è altrettanto unanime nel riferire che l'andamento dei valori immobiliari è scorrelato rispetto ad altri asset class. Il che significa che dentro a un paniere di investimenti, secondo quei principi di prudenza che venivano discussi prima, una quota, che non saprei quale debba essere, se dobbiamo agganciarci al modello anglosassone o se dobbiamo agganciarci al modello invece mediterraneo, comunque, una quota più o meno rilevante di investimenti immobiliari è un must per una equilibrata gestione dell'investimento. E qua avevo messo qualche dato sull'andamento, diciamo, nel settore quotato del cosiddetto "mattoni", dove mi piaceva sottolineare, per la necessità di corroborare in qualche modo la tesi che siamo arrivati al punto più basso, che il nostro punto più basso nei valori comunque non è un punto più basso di discesa dei valori nominali, con il dato sull'investimento quotato che, come vedete, negli ultimi periodi mostra un timido segno di ripresa verso il rialzo. La caduta non è stata così terribile come è indicato qua della capitalizzazione degli strumenti immobiliari quotati. Lì in mezzo, ovviamente, c'è stato molto di crisi della borsa in generale. E l'immobiliare è vero che è scorrelato, ma insomma, quando è quotato, una componente rimane legata all'andamento delle borse. E poi c'è stato l'uscita dal novero dei fondi immobiliari quotati, quelli sui quali furono fatti le Opa di un paio di anni fa, e quindi questo spiega perché è diminuito in modo consistente questo ammontare. Mentre non è diminuito in nessun modo, anzi ha continuato a crescere, una bella botta verso la crescita l'ha data per altro Fimit con le due grandi operazioni di fine 2008, ma comunque anche senza quella ha continuato a crescere, perché l'industria dei fondi immobiliari, qua ci sono i protagonisti, come vedete, 135... e probabilmente è superatissimo e sono diventati di più perché anche in questo campo i dati invecchiano molto rapidamente, questo era l'ultimo dato prodotto da Assogestioni, divisi fra fondi riservati e fondi retail, come vedete, mentre c'è stata una stagione dei fondi immobiliari con forte crescita dei retail, cioè di quelli quotati, ultimamente, diciamo, questa tendenza è venuta meno e c'è stato un prevalere molto forte da parte invece dei fondi riservati, ma sarebbe troppo lungo entrare nelle technicalità sul perché e su che cosa si potrebbe fare. L'asset allocation dei fondi immobiliari, lo ripeto, solo per chi magari non ha grandissima dimestichezza, come vedete, non ci sono case, cioè ci sono case ma sono il 7,4%. Oggi le case sono escluse dai fondi immobiliari, che è un'altra anomalia italiana, alla quale forse non sarebbe

male porre rimedio. Le performance, ecco, dei fondi immobiliari. Noi abbiamo una fonte, modello anglosassone, che fa l'analisi anche sui fondi immobiliari e altre asset class, cioè altri investitori istituzionali nel mercato italiano. E qua è stato fatto il confronto, come vedete, fra fondi immobiliari, performance su sei mesi, e prende dentro, ovviamente, la fase al 31/12/2008. Il mercato cambia di segno a metà del 2008 e, diciamo, c'è un riflesso sulla performance dei fondi, soprattutto per la componente quotata. Il 2008 comunque consegna un risultato che rimane positivo, chi avesse fatto anziché un investimento nel 2008 in fondi immobiliari, nel fondo immobiliare medio. Qua parliamo di media sempre, attenzione. Quello che fa la differenza poi è la capacità di selezionare, dentro al paniere di un asset indistinto, gli operatori, e di fare le scelte di investimento migliori. Quindi attorno alla media, naturalmente, c'è una certa variabilità, ma mettendo la media delle azioni, delle obbligazioni e dei fondi immobiliari, è chiaro che l'ultimo anno è molto penalizzante per chi ha investito nell'azionario e, diciamo, tutto sommato, conservativo, ci ha salvato se stavamo nei fondi immobiliari e sulle obbligazioni. Il rendimento quest'anno è più elevato, ma se andiamo indietro nel tempo, ecco che il fondo immobiliare vince, e vince in generale l'immobiliare. È, diciamo, un confronto impari, perché su un periodo di dieci anni, che sono stati dieci anni d'oro, ma qua voi vedete che questi dieci anni d'oro per chi ha investito nell'immobiliare, ricordo comunque, ancora una volta, che l'andamento nominale dei valori immobiliari, anche negli anni non d'oro, mediamente non diminuisce. Per chi ha investito nell'immobiliare ha significato questi istogrammi, che sono i negozi, gli uffici e le abitazioni nel mercato retail, quindi come proxy dell'investimento dei fondi. Rendimenti annui, total return, veniva citato più volte prima, cioè variazione in conto capitale più locazione. I costi sono da computare dopo. La fiscalità, pure. Per inciso, ma credo che poi lo dirà bene Caputi, il fondo immobiliare ha un profilo fiscale molto più vantaggioso rispetto all'investimento attraverso veicoli societari e di capitali di altro tipo. Secondo il diritto italiano, ci sono alcuni studi che mostrano che la differenza di rendimento fra un investimento in una società di capitali, quindi una società immobiliare che detiene immobili, e l'investimento in un fondo immobiliare che detiene gli stessi immobili, è circa del 100%. Cioè, si dimezza il netto dell'investimento se gli immobili sono dentro a una società di capitali, raddoppia se stanno dentro a un fondo immobiliare. Questa variabilità di rendimento fra diverse tipologie viene rafforzata ulteriormente se andassimo a vedere, ma non l'andiamo, le distribuzioni, ma ormai ci sono una grandissima quantità. Quindi, differenziazione per tipologia, per genere. Differenziazione per territorio. Tutte strade che consentono di portare al conseguimento di quel risultato di valorizzazione dell'investimento attraverso la componente dell'investimento immobiliare. Questa è l'ultima slide. Per cui tranquillizzo Lo Conte. È una slide che riflette, credo, il principio secondo il quale l'investimento immobiliare da una risposta soprattutto alla domanda di sicurezza. Questa è sempre quell'indagine del centro BNL Einaudi, anche questa su un periodo di tempo molto lungo. Come vedete, riguarda il mercato al dettaglio. Allora, possiamo strapolare, come vedete, nelle scelte degli investitori in immobili la motivazione della sicurezza è la motivazione nettamente prevalente e, da diversi anni a questa parte, tra l'altro durante proprio la fase di grande crescita del mercato immobiliare a livello globale, la motivazione di sicurezza è



quella che ha prevalso. È possibile pensare, e ritengo, che la motivazione di sicurezza continuerà ad esser dominante nel mondo globale sempre meno sicuro. E potrebbe essere un po' una chiusura a Alesina, se questo è il sentimento generale delle persone sul valore dell'investimento immobiliare, la teoria delle aspettative razionali mi dovrebbe far pensare che è una buona idea quella di investire in immobili. Grazie.

MASSIMO CAPUTI
Amministratore Delegato Fimit Sgr

“INVESTIRE IN FONDI IMMOBILIARI:
UN PERCORSO DA SEGUIRE ANCHE IN TEMPI DI CRISI”

Buonasera.

Credo che ci siano due momenti brutti nei quali parlare, alle 13.15 e attorno alle 16.00, per motivi ovviamente diametralmente opposti. E devo dire anche che mi sento, mutuando la battuta che ha fatto un mio amico l'altro giorno in un'altra occasione, il marito di Liz Taylor la prima notte di nozze al settimo matrimonio: "non sai che dire e che fare perché ormai hanno detto quasi tutto". Mi hanno perfino bruciato il mio cigno nero, stamattina Liera mi ha bruciato il cigno nero. Avevo cominciato una settimana fa a farvi un intervento di 50 pagine, poi è diventato di 15 e adesso è diventato di 4, per cui cerco di tediarvi. Cos'è il cigno nero? Ci citava Taleb stamattina, Liera, il cigno nero è un evento assolutamente imprevisto, che nessuno di noi è in grado di prevedere, che ha un impatto enorme e induce però dopo che è avvenuto, ognuno a dare le spiegazioni. Perché è scoppiata la I Guerra Mondiale, nessuno l'ha capito, però poi tutti i libri l'hanno spiegato, perché abbiamo avuto lo Tsunami nessuno l'aveva capito, son morte migliaia di persone, però poi tutti avevano una spiegazione razionale. E se vediamo, la nostra vita è piena di cigni neri, l'attacco dell'11 settembre, se qualcuno l'avesse previsto: avrebbero vietato il volo degli aerei su New York, blindato le cabine di pilotaggio e probabilmente sarebbe avvenuta un'altra cosa, e così via. Non siamo in realtà in grado di fare previsioni. Le nostre previsioni sono normalmente sbagliate, anzi, Chi le indovina viene trattato come reietto. C'era un articolo sul Corriere della Sera molto interessante su questo, l'altro giorno. I nostri errori sono enormi. Io ho delle azioni del Monte Paschi, quando sono arrivate a 5,15 e qui c'è un consigliere del Monte Paschi, ho detto: "qui può andare malissimo, malissimo, arriva a 4, 3,8! E sta a 1,1. Ho preso il cigno nero e ho sbagliato le previsioni. Abbiamo beccato in faccia un cigno nero, ci siamo abituati, ma non è che le cose vadano molto meglio. Cerco di essere estremamente sintetico, perché ripeto, l'organizzazione è carente, ci vorrebbe un doppio caffè, oltretutto la giornata non invita a stare in questa stanza. Peraltro, ce l'hanno richiesta perché dicono che Berlusconi deve fare un intervento. Allora, l'asset class è assolutamente scorrelata, perfetto. Che cosa facciamo sull'investimento indiretto, che cos'è? Lo vedete meglio di me voi. Possiamo selezionare operatori specializzati invece che operatori diretti e abbiamo una continua frequenza di valutazione, è un po' più complessa la strutturazione, è un investimento di medio periodo, ma abbiamo un controllo indiretto molto forte. Ecco, questo è il dato che mi interessa. Avete parlato di tutto, come ho detto mi limito a quattro slide. Non so perché, ma in Italia il 94% degli investimenti aggregati sull'immobiliare è indiretto, in Olanda è il 75%. Abbiamo una passione per il mattone e termino con una battuta, lasciando la parola a Emma Marcegaglia che è arrivata un po' prima. Questo grafico di Madoff che secondo me rappresenta tutto quello che ci siamo detti oggi: cosa dice Madoff al suo compagno di cella al primo giorno

di carcere? "Fammi capire se ho capito bene: ti do una sigaretta oggi e tu me ne garantisci 10 per la prossima settimana" e Madoff gli spiega "E' semplicissimo, adesso ti faccio vedere come si fa". Questo abbassa le nostre riflessioni e adesso lascio la parola per un saluto a Emma Marcegaglia, perché tanto hanno parlato tutti i più bravi di me stamattina.



SALUTO DI EMMA MARCEGAGLIA
Presidente Confindustria

Buona sera a tutti,

mi scuso se anticipo questo mio intervento, ma come sapete anche per me questa è una giornata piuttosto complicata. Abbiamo appena terminato il G8 della CONFINDUSTRIA, che si è tenuto fra ieri pomeriggio e oggi, e tra poco arriverà qua il Presidente del Consiglio Silvio Berlusconi, al quale consegneremo il documento che è stato condiviso dalle Confindustrie dei Paesi del G8, dove ci sono le posizioni delle varie Confindustrie relativamente allo stato della crisi, al tema del protezionismo e al tema della riduzione dell'emissione di CO2 e del climate change che abbiamo discusso a lungo, come potete immaginare. Discutere e arrivare a situazioni condivise con paesi diversi, come il Giappone da una parte, l'Inghilterra, gli USA dall'altra è un po' complicato, ma devo dire che la cornice sarda ci ha aiutato ad uscire, ad arrivare ad un obiettivo di condivisione abbastanza accettabile. Vi saluto, so che i lavori stanno andando molto bene, il mio amico Massimo mi dice che qui ci sono rappresentati circa 100 miliardi di fondi d'investimento; un sacco di soldi, che di questi tempi sono sempre molto importanti. Mi fa piacere che siate qua, ho anche visto che il mio vicepresidente Gattegno ha fatto una proposta estremamente interessante: la possibilità che possiate voi investire una piccola quota del vostro capitale, del vostro cash in un fondo che possa poi a sua volta investire in aziende, nell'equity delle aziende quotate o quotande, proprio per aiutare questo processo di capitalizzazione. Questa mi sembra una proposta estremamente interessante, come sapete anche come CONFINDUSTRIA stiamo molto lavorando in questo settore, c'è un problema di restrizione del credito vero e concreto, c'è un problema di restrizione del credito che colpisce le imprese migliori, quelle che si sono indebitate perché negli scorsi anni hanno deciso di investire in ricerca, innovazione, in aumento delle proprie quote di mercato. Magari, queste oggi si trovano con le proprie linee di credito ritirate o difficoltà a riuscire a sostenere i propri investimenti. Noi stiamo cercando, come Confindustria, di insistere nel sensibilizzare i nostri imprenditori, i piccoli e medi, nel dire: "Certamente, noi dobbiamo fare tutto il possibile per supportarvi e per fare in modo che questa restrizione del credito si allenti, ma non v'è dubbio che anche da parte nostra, in un momento in cui il leverage sarà per forza molto inferiore rispetto a quello che abbiamo vissuto negli anni passati, dobbiamo essere i primi a capitalizzare le nostre imprese, ad aumentare le nostre imprese". Chi non lo farà avrà difficoltà a stare sul mercato ed a mantenere le proprie imprese nei prossimi anni. Tutto quello che va nella direzione di aumentare l'equity delle imprese, anche di disintermediare la presenza bancaria in Italia, che è altissima, e di dare altri canali d'accesso di finanziamenti sotto forma di equity alle imprese è da guardare con estremo interesse. Mi auguro che questa proposta possa andare avanti, che la condividiate, da parte mia vi posso dire che c'è tutta la volontà di collaborare nel miglior modo possibile, proprio perché credo che solo tutti insieme possiamo cercare di ritornare nel più breve tempo possibile a una situazione non dico di

normalità, ma almeno di inferiore emergenza rispetto alla situazione attuale che vede una restrizione del credito certamente significativa. A questo riguardo volevo anche dire che oggi abbiamo avuto uno spaccato piuttosto interessante; abbiamo avuto la possibilità di discutere con le Confindustrie dei principali Paesi mondiali su quello che è lo stato della crisi. E vi devo dire che ne esce uno scenario simile al nostro: una probabile percezione - non in tutti i Paesi, ma in buona parte - che il fondo l'abbiamo toccato e che nella seconda parte dell'anno si possa vedere qualche piccolissimo segnale. Tutto questo nell'ambito di una congiuntura che rimane negativa. Il 2009, in tutto il mondo soprattutto in Europa, ma anche negli USA, in Russia, in Giappone, vedrà decrescite del PIL che non conoscevamo da decenni e anche per il 2010 vi sono una serie di problemi che rimangono. Quindi, probabilmente possiamo alzare un po' la testa e dire "non siamo più nella situazione in cui ogni settimana vedevamo una caduta degli ordini o dei fatturati, forse abbiamo visto il fondo, ma certamente la risalita sarà complessa e difficile". Credo che tutti noi dovremmo ragionare insieme su quale mondo avremo una volta che questa crisi sarà terminata. Avremo certamente un mondo diverso, non sappiamo quale sarà, ma certamente penso che è importante che come mondo dell'industria e degli intermediari finanziari, cerchiamo di riflettere insieme per capire quali sono le sfide che abbiamo e come coglierle, come cercare di anticiparle e riuscire a cavalcarle e coglierne le opportunità. Se non riusciamo a fare questa operazione, il rischio è che sicuramente subiremo conseguenze negative di quello che ci arriverà, senza comprenderlo e avere la capacità di guardare al futuro e cogliere le opportunità che in ogni crisi ci sono. Vi ringrazio, vi auguro buon lavoro, credo che continuerete i vostri lavori ancora oggi e mi pare anche domani mattina. siamo a disposizione per qualsiasi forma di collaborazione. In momenti come questi, tutto quello che va nella direzione di unire le forze, di ragionare, di progettare per supportare il nostro sistema economico e sociale, credo che debba essere salutato con grande positività. grazie per l'attenzione, buon lavoro e buon soggiorno anche al Forte Village. Arrivederci.

TAVOLA ROTONDA

LA FINE DEL TABÙ. L'IMMOBILIARE INDIRETTO COME
OPPORTUNITÀ PER GLI INVESTITORI ISTITUZIONALI.
IL PUNTO DI VISTA DI INVESTITORI E OPERATORI.

MARCO LO CONTE
(IL SOLE 24 ORE)

GIOVANNI GEROLDI
(DIRETTORE GENERALE DEL MINISTERO DEL LAVORO E DEL WELFARE)

MAURIZIO DE TILLA
(PRESIDENTE DELL'ADEPP)

ARCANGELO PIRRELLO
(PRESIDENTE DELL'EPAP)

MATTEO MALLEY
(PRESIDENTE DELLA FONDAZIONE CASSA DI RISPARMIO DI LA SPEZIA)

CARLO FELICE MAGGI
(DIRETTORE GENERALE DI ENASARCO)

Lo Conte: grazie alla Presidente Marcegaglia per l'invito e per averci fornito di prima mano, freschissime, notizie sugli incontri di oggi e sul prosieguo dei lavori nelle altre sessioni qui al Forte e ci ha dato anche il destro per girare immediatamente anche al Presidente della commissione di vigilanza sui fondi pensione, Antonio Finocchiaro, quelle che sono state le sollecitazioni del mondo dell'impresa, già sollecitate stamattina da Samy Gattegno, in merito alla possibilità che i fondi pensione, gli investitori istituzionali, possano impegnarsi nell'aumentare il capitale delle PMI in particolare, ma non solo, del tessuto imprenditoriale italiano, così come (in una slide rapida ma indubitabile è stato esplicitato dal rapido Maré) il decreto 703 permette. Perché il decreto 703 del '96 già offre la possibilità di investire nelle imprese del territorio. Uno strumento, un veicolo, presidente Finocchiaro, potrebbe rappresentare uno strumento idoneo per garantire in questa fase di difficoltà nella liquidità per le imprese, ma in una fase meno difensiva rispetto alla crisi, dare l'occasione di giocare all'attacco e investire in nuovi progetti e in nuova imprenditoria?

Finocchiaro: premesso che le decisioni d'investimento appartengono ai fondi, ma non può essere la commissione a invogliare i fondi ad investire in equity; però la Covip deve stare attenta a dei principi, quello della sana e prudente gestione, che io ho richiamato prima, e in un certo qual modo è alla capacità dei fondi di valutare attentamente e in maniera completa, il rischio a cui si va incontro. L'investimento suggerito dalla dott.ssa Marcegaglia è in grado di garantire ai fondi un rendimento tale da poter poi soddisfare le esigenze future? Qualcuno stamattina ha parlato di trasferimento nel tempo di valori reali o qualcosa del genere, se ricordo bene. Allora, questo tipo di investimento, è in grado di trasferire nel tempo i valori reali per poi pagare ecc. ecc.? Tutte le idee sono buone, Maré ha fatto riferimento nel suo discorso alla revisione del 703 e devo dire che noi ci siamo già mossi in questa direzione, anche se il momento non è dei più idonei per affrontare. Forse noi stessi della Covip non saremmo in grado di fronteggiare le conseguenze in termini, come autorità di controllo, che possono nascere da una profonda revisione del 703. Maré, mi pare giusto, l'ha detto, prima si rafforzano le autorità di controllo, e poi si fanno riforme di quel genere, ipotizzate dalla 703. Perché se non c'è qualcuno che interviene, se non c'è qualcuno che controlla, che fa i confronti, nello spazio e fra i fondi, c'è il rischio di trovarsi di fronte a un grande buco.

Lo Conte: Stamattina la Svezia è stata citata per il caso delle banche fallite nazionalizzate e rivendute. La Svezia ha finito questa fase, ha avviato una serie di fondi private equity in cui i fondi pensione investono e che hanno dato fino a poco tempo fa ritorni a doppia cifra a livello annuale. Però quella è un'esperienza che può tornare utile per un'allocazione efficiente, trasparente di quelli che sono i contributi previdenziali di diversa natura nel sistema delle imprese in maniera indiretta,

evidentemente.

Maré: sono assolutamente d'accordo che una parte delle risorse sollecitate da fondi pensione finisca all'economia. Ci mancherebbe! Non solo per il settore immobiliare, ma anche alle imprese, questa era l'idea, soprattutto alle PMI, vista la struttura industriale italiana. Private equity, si possono trovare diversi strumenti, questo va bene. Io, però, quello che temo quando si fa questo - sono favorevole, ottima idea, si stabilizza l'economia e i mercati finanziari e reali - è che quando si fanno questi discorsi, c'è la tentazione di introdurre vincoli di portafoglio, ecco il punto. Sono sempre stato contrario, con tutto il rispetto che si deve a un Premio Nobel, Franco Modigliani, a una sua idea di un fondo pubblico dell'INPS, perché quando il settore pubblico si lancia in un fondo unico e unico proprietario ci sono problemi di gestione societaria, di governance, qual è il mandato che hanno i rappresentanti del fondo pubblico nei CdA delle imprese? Quello di massimizzare i rendimenti dei loro iscritti o di quelli di giusti e ovvi obiettivi di politica economica? Quindi, tornando alla tua domanda, benissimo tutto ciò che va verso private equity e nella mia relazione si capiva, che ero chiaramente favorevole a questa idea, ma facendo bene ed evitando che questo incentivo e persuasione morale verso l'afflusso di risorse, verso le imprese, si trasformi o possa far venir tentazioni di vincoli di portafoglio. Personalmente credo che siano pericolosi, perché ogni volta che se ne mette uno, si finisce male, non solo, è una cosa diversa dalla contribuzione volontaria per fini previdenziali.

Lo Conte: c'è un punto importante, prima di passare alla tavola rotonda con altri interlocutori, un punto che vorrei sottoporre all'ing. Caputi, perché abbiamo visto dai numeri delle varie relazioni, anche questa cifra che citavo all'inizio: 1/7 degli investimenti nel mercato immobiliare avviene in maniera indiretta e 6/7 in maniera diretta. Gli italiani sono un popolo del mattone fai da te e della volontà di utilizzare la propria expertise su un territorio e un terreno che abbiamo visto non è certo indenne dalle variabili e dai cicli economici e finanziari. Intanto, per quale ragione, e poi, come invertire questa rotta?

Caputi: guardi, la sua domanda è una di quelle a cui uno dovrebbe dire: "preferisco non rispondere". E' piuttosto complessa, la situazione. Per quanto riguarda gli investitori tradizionali, c'è questa tradizione di comprare il palazzo, mentre non si compra il prodotto immobiliare. E' un fatto di sottocultura, è un fatto, a volte anche di accordi per i servizi, di accordi commerciali. Ma, sicuramente, è una cosa che va scardinata, perché tutto il mondo occidentale, a cominciare dai rates americani è andato in un'altra direzione e deve andare in un'altra direzione. Quello che interessa è l'asset class immobiliare a tutela dell'investimento, a tutela dei risparmi, a tutela della previdenza e non la proprietà del palazzo fisico. Il mio intervento, che ho reso particolarmente breve, sia perché arriva la Dr.ssa Marcegaglia, sia perché ormai tutti hanno detto di tutto, ma di fatto evidenzia che cosa? L'assoluta necessità di invertire questa tendenza. Ci sono dei sistemi già evoluti, ci sono delle Casse già evolute. Incredibilmente, spesso delle Casse pubbliche sono state bistrattate su questa e sono state molto più efficaci e molto più attive finora delle Casse private, ma credo che nei prossimi due-tre anni ci sarà veramente un cambio totale di tendenza e si andrà in linea con tutti i paesi occidentali ad avere investimenti indipendenti dal senso fisico della proprietà del mattone.

Lo Conte: per la tavola rotonda, invito per primo Giovanni Geroldi, direttore generale del Ministero del Lavoro e del Welfare, Maurizio de Tilla, presidente dell'ADEPP, Associazione che rappresenta le Casse privatizzate; Arcangelo Pirrello, Presidente dell'EPAP, ente di previdenza e assistenza pluricategoriale che raggruppa tutte le funzioni previdenziali per geologi, agronomi e chimici. Saluto Matteo Malley, presidente della Fondazione Cassa di risparmio di La Spezia e Carlo Felice Maggi che è il direttore di ENASARCO. Il tema da approfondire, in questo secondo focus è quello dell'attività, in particolare, delle Casse. Le Casse si dividono in due grandi gruppi: quelle più nuove e quelle più vecchie, 509 e 103. Nell'ultimo anno la stampa, giustamente o ingiustamente, ha concentrato l'attenzione su una serie di attività di gestione che nel tempo hanno portato proverbialmente il pettine a evidenziare alcuni nodi. Complice la crisi economica, alcuni strumenti emessi da Lehman Brothers, ma anche da molti altre investment bank statunitensi, hanno

rappresentato delle problematiche articolate e complesse all'interno dei portafogli e in particolare delle Casse. Allora, Giovanni Geroldi ha negli ultimi mesi approfondito con attenzione quella che è l'analisi del portafoglio delle Casse e della loro stabilità in relazione a quello che è stato definito questa mattina liability driven; ossia, la guida che ne patrimonio di gestione delle Casse, ossia l'asset management liability viene dato a quella che è la funzione prioritaria, quella di erogare prestazioni previdenziali, abbiamo esagerato nel dire che le Casse avevano degli investimenti particolarmente inefficienti, oppure - diciamo così - alcune preoccupazioni che sono nate nell'ultimo anno, complice l'andamento della crisi, possono essere delle indicazioni utili per provare, in ogni caso, a migliorare quella che è l'efficienza di questa gestione?

Geroldi: dunque, io naturalmente tenderei a dare una risposta che per definizione è parziale, perché è quello che noi, d'ufficio, sostanzialmente, da una sede di vigilanza, di regolazione come quella che è il Ministero, abbiamo potuto fare nel momento in cui - data la reazione emotiva del pubblico di fronte alla crisi finanziaria - è stata la richiesta di procedere a un'indagine che, per definizione, aveva elementi di immediatezza, ma anche di relativa scarsa preparazione al fare delle cose di quel tipo, perché fino a quel momento, sostanzialmente, nei patrimoni il ministero aveva guardato abbastanza poco. Il modello di regolazione che contraddistingue l'attività ministeriale, storicamente era un modello di regolazione che aveva una caratteristica essenzialmente di vaglio giuridico formale sulle delibere, in relazione a quanto appunto le norme istitutive di due tipologie di Casse, 503 e 103, prevedevano. In aggiunta, il Ministero si è andato attrezzando a sviluppare un tipo di valutazione nuova che è quella del comma 763 della Legge finanziaria del 2007 e identifica due obiettivi fondamentali quali: la sostenibilità finanziaria delle previsioni previdenziali che le Casse hanno in corso, e dell'adeguatezza delle pensioni, che sono anche i due punti cardine - se vogliamo - del riferimento che si fa in Europa del confronto tra sistemi previdenziali. Dicevo, quindi, questa era un po' la strutturazione con già una parte evolutiva; perché quella con l'applicazione del 763 già richiede una predisposizione di risorse, indirizzata a sviluppare quel tipo di verifica che prima non esisteva di fatto, o esisteva in misura minore. Per cui, si è proceduto con una verifica che ha una natura prevalentemente statistica, diciamo. Cosa voglio dire? E' un limite, no? Come quando si fa una qualsiasi valutazione statistica, perché coglie il valore medio, coglie anche alcuni elementi di differenza in termini di variabilità, ma difficilmente entra nello specifico della singola Cassa. Allora, nel valore medio, quello che è andato emergendo fin dall'inizio e poi con due-tre passaggi successivi è stato esposto anche alla bicamerale, è che l'impegno diretto in titoli Lehman era sicuramente modesto, nell'ordine dello 0.3, mediamente, dell'intero patrimonio, considerando sia la parte immobiliare che mobiliare, se ricordo bene. Comunque, un valore direi quasi irrilevante. Per quanto riguarda invece la parte dei cosiddetti "strutturati", ci sono delle situazioni nelle quali appare, ricompare il nome di Lehman, ma essenzialmente in una funzione di garanzia. Quindi, c'è stata una fase di rinegoziazione della garanzia che in questo periodo, credo, abbia aggiunto un po' di onerosità. Perché non è una fase facile, neanche per andare alla ricerca di nuovi soggetti garanti, però non ha implicato un rischio del tipo rischio "default" come quello che era connesso alla detenzione di titoli a emissione diretta Lehman. Sugli strutturati, abbiamo anche lì delle dimensioni non gigantesche, medie e tutto sommato abbastanza contenute. Però, appunto, quando si parla di strutturati, si parla soprattutto - se si vanno a vedere i titoli sottostanti - cominciano a vedersi i grandi dubbi, dove la statistica non ci dice più niente, nel senso che le catene dei sottostanti sono complesse, che meritano delle indagini approfondite, una per una. E anche quando si fa quello, una cosa ancora da mettere in movimento, come sapete tutti, se c'è un elemento della globalizzazione che qualche perplessità per non dire svantaggio, lo solleva, è che oramai le fonti di emissione sono talmente diversificate a livello internazionale, i paesi sono talmente tanti, ecc. (mi pare che anche al G20 abbiano deciso di fare degli elenchi per i titoli "tossici") può darsi che quel nome non esista nemmeno più e uno nemmeno lo sa. E questo è un po' il problema. Questo imporrebbe un'indagine molto più analitica specifica sulle singole situazioni. Cosa che io dubito, sinceramente, possa essere fatta - almeno allo stato attuale delle cose - da una struttura come quella di un Ministero, ma anche da altre strutture presenti nel panorama delle istituzioni di vigilanza. E quindi, su quello bisognerebbe riflettere. Io ho sentito con molto interesse oggi avanzare, anche da Maré, l'idea di inventarsi dei modelli di regolazione un pochino più efficaci, da questo punto di vista, che non possono essere dei

modelli che vanno a prendere puntualmente ogni singola situazione.

Lo Conte: è pressoché paradossale che in questa fase, in cui si richiede la massima trasparenza a tutto il mondo finanziario, si voglia conoscere nel dettaglio l'esito e l'andamento di titoli quotati e non quotati in Borsa, si offra il destro per approfondire anche e soprattutto in titoli e società non quotate, molti dati... un comparto non unico al mondo, ma unico certamente in Italia e nel mondo occidentale, i cui risultati nel 2008 sono assolutamente sconosciuti, che sono proprio quelli delle Casse privatizzate. Maurizio de Tilla, che è presidente di ADEPP ha difeso con grande vigore e gelosia la indipendenza e l'autonomia delle Casse. Però, la mia sensazione, e questa è la domanda che sottopongo, se non ha reso non dico opaco ma quanto meno inferiore a quel livello di accountability che oggi il mercato richiede a un soggetto che investe. Alle Casse non si può aderire in maniera volontaria, in genere. In genere si è obbligati ad aderire e, d'altra parte, la costituzione prescrive all'articolo 38, comma due, che le pensioni sono un diritto da tutelare. Ma è possibile che tutto si sa del mondo nel 2008 e delle Casse, una visione completa, di come hanno investito dei titoli che nel frattempo sono andati in default, anche nelle ultime settimane... di come le Casse abbiano investito, non si sa praticamente nulla?

de Tilla: è una domanda che Marco Lo Conte giustamente fa, da giornalista intelligente e anche provocatorio. Io vorrei dire una cosa. Innanzitutto, ho seguito tutto il dibattito e vorrei dire qualche cosa sull'immobiliare: questo è un mondo diverso dagli altri mondi, cominciamo a dire. La previdenza pubblica, ogni anno trasferisce ricchezza per pagare le pensioni costituite dal 42-43% di invalidi e pensioni di anzianità. Noi, abbiamo il 4%, ma non è che gli avvocati e gli ingegneri si ammalano di meno, non è che gli avvocati e gli ingegneri non hanno l'esigenza di andare in pensione prima... allora, noi ci siamo basati su un criterio di lungo termine, tant'è vero che abbiamo fatto le riforme e abbiamo proiezioni minimo a 30 anni. Adesso, la Cassa forense ha fatto una riforma a 50 anni. Che significa questo? Significa che noi, nei 50 anni, paghiamo le pensioni con i contributi e la parte di gestione va a patrimonializzare gli enti. Oggi abbiamo 40 miliardi di euro, in proiezione ne avremo 300 miliardi di euro e saremo i più grossi investitori del Paese. Bene, nel '94 ci siamo trasformati in privati. Quando eravamo pubblici, non avevamo questi tassi di rendimento, perché lo Stato ci imponeva delle cose. Di recente si è allentata questa pressione politica. Io posso dire che nel '97 sono diventato presidente della Cassa che aveva 1,5 miliardi di euro, ho finito di fare il presidente della Cassa e aveva 3,5 miliardi di euro, con dei bilanci annuali con degli attivi di 300, 400, 500 milioni di euro all'anno, ma questo ha riguardato tutto il nostro mondo. Quando si è verificato il crollo delle torri, il titolo generale è sceso a 14, poi è risalito a 36. Allora, noi non abbiamo la politica del bilancio annuale, dell'utile annuale, abbiamo una politica di lungo corso. E se per 12 anni l'abbiamo gestito bene, poi i bilanci nostri sono ricchissimi, c'è tutto, tutte le azioni che abbiamo fatto, tutti titoli che abbiamo investito, e siamo andati sempre bene, nonostante il crollo delle due torri e precedentemente un crollo di Borsa vuol dire che qualche cosa ci sta. A parte la professionalità, ci sono gli strumenti per dotarsi di know-how, di consulenti di advisor. Qualche Cassa addirittura ha creato delle società di gestione, delle SGR e l'obiettivo che l'ADEPP faccia delle SGR e faccia dei fondi o concorra a fondi dove ha anche la regia della situazione. Abbiamo dei grandi patrimoni e così come assistiamo i nostri clienti - molte delle nostre professioni sono attinenti - gestiamo questi patrimoni con la stessa professionalità. Allora, ecco, io volevo dire al dr. Geroldi, lei ci fa la domanda: "Quanti Lehman Brothers avete, quanti derivati?" Ci sono alcune Casse che non hanno un titolo Lehman Brothers e non hanno un derivato! La maggior parte, cominciamo a dire! Ma è una domanda impropria, perché non si può chiedere a fine anno "che cosa c'hai?" Tu devi vedere la mia storia, come si è verificata, e se è stata puntualmente controllata, perché ho fatto sempre il rendimento superiore al 4, a volte ho fatto anche il 7-8%, il rischio che ho preso, la volatilità del mio patrimonio (che in gran parte sono titoli dello Stato, anche legati all'inflazione, gran parte sono immobili - come ha detto giustamente Francesco Attaguile - gran parte è gestione liquidità); per una parte alcune Casse hanno delle partecipazioni azionarie, ma di grandi società. Pensate che Unicredit nel giro di un mese ha fatto il 100%. Allora, che cosa avevamo fatto noi, per il passato? Io suggerisco: non possiamo. Insomma, le immobilizzazioni, non è un falso che si fa, ma perché questi enti non possono avere dei bilanci annuali di grandi attivi e se le partecipazioni sono

strategiche... e nel tempo... i notai da sempre hanno Le Generali, da sempre, è una partecipazione strategica, che loro non hanno nessuna intenzione di liquidare, che fa parte del loro patrimonio, e il patrimonio ha quel rischio. Poi, però, gli immobili hanno un rischio diverso. Ora, la domanda è impropria, perché è come dire (adesso ti colpisco nel segno): i risultati quali sono stati? Che la maggior parte di noi non aveva i titoli spazzatura. Non abbiamo mai comprato né Cirio, né Parmalat, né fondi. Addirittura qualcuno dei grandi, di questo Paese, ci ha rimproverato di essere troppo prudenti. Io, il rimprovero che ho avuto, è di essere estremamente prudente. Ma noi, non abbiamo - la maggior parte delle Casse hanno il sistema a ripartizione - di tutti i 30 miliardi, il 70%-80% è sistema a ripartizione, quindi essendo un sistema a ripartizione, che si è rivelato una semicapitalizzazione, perché giustamente non è che paghiamo le pensioni con gli attivi, solamente con una parte degli attivi. Con una parte dei contributi, almeno attualmente in una maggior parte delle Casse, vanno a monte del patrimonio. E' un mondo diverso. Questo Paese deve imparare che ogni tanto ci sta qualcosa di diverso che non bisogna combattere. Marini, quando abbiamo fatto il decennale, ci ha scritto una bellissima lettera. Ha detto: "Vedete, abbiamo anche dei momenti di difficoltà", poi sulla trasparenza voglio dare anche una risposta. Però il mondo pubblico potrebbe imitare il mondo privato, perché il mondo privato, la storia... Io faccio l'avvocato, se mi sono affermato, è perché la mia storia mi ha affermato! Se le Casse dal '94 ad oggi hanno retto e hanno moltiplicato i patrimoni.. e i titoli che abbiamo... certo, lo voglio dire, non l'ho detto mai nemmeno in privato a Marco Lo Conte.. noi abbiamo due difficoltà: la prima, ogni volta che lo Stato si muove, pensiamo che ci vuole mettere le mani addosso. Se un giornalista intelligente come Marco Lo Conte, ci fa delle domande e dice: "domani mattina faccio un pezzo", è evidente che qualcuno dà tutto, qualcuno dà di meno, ma non dà di meno perché si sottrae alla regola della trasparenza. La stampa ha il diritto di parlare. E' un po' intimorito e dice "vuoi vedere che domani lui mi scrive quella cosa e me la scrive in modo tale che appare la mia immagine come l'immagine di un soggetto incapace che non sa gestire". Io, è difficile che come Cassa professionale mi voglia far giudicare quotidianamente dalla stampa, perché la stampa è importante, ma è una cosa che si fa in elaborazione comune, vediamo in comune delle cose, si elaborano dei dati. Il Sole 24 Ore ha pubblicato pagine intere, le prime volte che è intervenuto, erano dei dati, ma poi, man mano tutte le ultime pagine che pubblica il Sole 24 Ore.. ci sono voluti 3-4 anni di collaudo, e poi pubblica e anche se naturalmente ci invita ad allungare i periodi e le proiezioni attuariali, pubblica dei dati che stanno a testimoniare che complessivamente è una buona gestione, dove ci possono essere anche momenti di difficoltà, ma in proiezione rende. E' come un chirurgo che opera sempre bene, e io non posso andare ad attaccarlo ogni giorno per chiedergli ad ogni operazione che cosa ha fatto. Allora, bisogna rendersi conto che se oggi le Casse professionali stanno vedendo l'investimento immobiliare indiretto, non lo fanno perché vengono qui al Forte Village, lo fanno perché si stanno convincendo - e questa è una risposta che do a Massimo Caputi che ha detto "state ancora sul mattone" - lo fanno e l'acquisto del mattone si fa sempre molto di meno. Perché? Perché il fondo immobiliare ti dà anche la possibilità di rientrare, il fondo immobiliare ti dà anche la possibilità di unire un know-how molto forte con degli investitori che hanno capitale. Purché la base sia la professionalità e quando c'è è ben accolta. Poiché la base sia l'integrità morale. Io, nella mia gestione, non ho mai avuto nessuno che mi abbia chiamato per qualcosa, come un magistrato. Nessun ente di controllo che abbia detto "un momento, ma che cosa stai facendo?" E abbiamo la Corte dei Conti, abbiamo i sindaci, i revisori, i ministeri, l'organo di vigilanza, la Commissione bicamerale, abbiamo il Nucleo di valutazione con funzioni di stimolo, ma non hanno mai potuto dire a me e a tutte le Casse "guardate, state facendo qualcosa per cui io faccio un rapporto al Parlamento che queste Casse bisogna chiuderle e bisogna ripristinare il vecchio sistema del pubblico o un sistema di natura diversa". Allora, non è che io faccio la difesa perché sono un avvocato e riesco a difendere discretamente. Ma perché è opportuno, se facciamo un



investimento in un fondo, ci sentiamo fra di noi. C'è qualcuno, come i notai, che vanno avanti e poi noi seguiamo. Vogliamo entrare nella regia, e quando siamo entrati nella regia, abbiamo dato un valore aggiunto anche agli altri azionisti. Come noi vogliamo il know-how della grande esperienza manageriale, così noi siamo in grado, con le nostre capacità, di dare anche un valore aggiunto, è un valore, una sintesi. Io sono contentissimo di aver visto qui i rappresentanti degli enti previdenziali pubblici, perché da anni stiamo dicendo, possiamo combinare le nostre esperienze. Abbiamo qualche cosa, e voi avete qualche cosa che è l'organizzazione, la struttura, vedete, il casellario che noi abbiamo accettato, il casellario presso l'INPS. Possiamo combinare certamente.. non combiniamo niente sul piano dell'unificazione di patrimoni, perché noi sul pubblico non ci vogliamo entrare, mai più vogliamo entrare nel pubblico, preferiamo poi restituire i soldi ai colleghi che entrare nel pubblico, tanto per fare questa battuta. Allora, il problema è questo. Noi, i titoli che abbiamo - ma lo sanno pure i nostri iscritti, stanno su internet, se qualcuno ce li chiede - ma il giudizio sul giorno o sul mese, non credo che sia un giudizio che si possa dare a un mondo che lavora. E' un fondista, non è uno scattista, non puoi chiedere a Pirrello, "i 100 m, in quanti minuti li fai?" Devi chiedere a Pirrello. I 10 km o i 50 km che sarebbe la vita di una generazione" della sua Cassa, in quanto tempo? Allora, su questo piano Pirrello è in grado di dare una risposta compiuta, invece di essere incartato perché lui sui cento metri non parte manco, non inizia nemmeno la corsa, perché quello che lui deve fare è una cosa completamente diversa dallo scatto o dal temporaneo. Poi, che tra di noi ci possa essere qualcuno che sbaglia, però io dico che l'ADEPP ha fatto anche una correzione, perché da quando l'ADEPP funziona, ci guardiamo l'un l'altro e ci sono delle esperienze che sono comunicate. Se poi, qualcuno non ha ancora aderito all'ADEPP, ci deve aderire, chiaramente, e ci siamo anche comunicati, sia nel positivo che nel negativo, le esperienze che abbiamo fatto. Io in questo mondo, finché avrò questa responsabilità, lo difenderò sempre, perché è una chance che ha la nostra società, che applica il privato all'obbligatorio, e invece il volontario è privato. Noi che abbiamo il 18% di imposte che paghiamo, un salasso incredibile, incostituzionale e illegittimo. Quindi, quando facciamo i buoni rendimenti, paghiamo il 18%. Quindi, questo è un ladrocinio di Stato nei confronti di una previdenza obbligatoria che è paragonabile alla previdenza pubblica che non paga una lira. Non solo, paghiamo molto di più dei fondi complementari, che sono agevolati. Ed è previdenza volontaria, rispetto alle Casse che è previdenza obbligatoria per cui abbiamo un salasso di Stato. Però, più di un salasso di stato, non tolleremo e non tolleriamo di metterci le mani addosso. Io questa frase la dico sempre, perché è sempre attuale con qualsiasi governo. Grazie.

Lo Conte: Pirrello, a questo punto, l'onere di spiegarci l'esperienza sua, dell'Epap, è anche l'esperienza di una Cassa particolare, perché le Casse 103 sono diverse rispetto alla 509, con problematiche che forse più le avvicinano a quelle dei fondi negoziali, per esempio.

Pirrello: le Casse del 103, che come tutti sanno sono delle Casse a contribuzione. Non abbiamo la parte retributiva, siamo le Casse della nuova generazione, siamo nate dopo che ci si era accorti davvero di come bisognava fare le riforme, come bisognava fare previdenza e dunque sono nate queste Casse del 103. E allora, mi viene in mente quella metafora della legione a cui Pompeo disse "Andate verso est, andate ad oriente a esplorare". Questi andarono, camminarono piano, essendo fanteria, come noi, del resto, che dobbiamo fare molti km. E basta, poi se ne dimenticarono, di questa legione. Questa legione andò avanti, a oriente. Adesso, sembra che qualcuno ha scoperto un paio di villaggi, vicino alla Cina, dove non si mangia riso, ma grano e questi hanno dei tratti strani nel volto, non solo, nel loro dialetto c'è qualche latinismo. Io ho l'impressione che come enti del 103, noi diventeremo in questo modo. Hanno messo in mano il decreto 103 e dopo di che hanno detto: andate avanti. Esploriamo, ci accorgiamo che le cose non vanno bene, ma... ci voltiamo indietro per trovare il Console generale, e invece il console generale è a Roma e se n'è fregato di noi. Ecco, questo è il problema, questo per ciò che riguarda gli investimenti, per ciò che riguarda la condizione della previdenza. Mi immagino come io debba dire ai miei iscritti che, per il fatto che il PIL diminuisce, questi vedono diminuire la pensione. E' così. "Cosa diavolo c'entro io col PIL?" mi dice il mio iscritto "voi fate i vostri traffici, vi fate diminuire il PIL e a me diminuisce la pensione! E per quale motivo, visto che io contribuisco sempre allo stesso modo?" E' così. Ma, i danni che ci sono con questo 703 non sono solo questi. Questo è l'ultima chicca che è arrivata, perché adesso il

PIL diminuisce, fintanto che aumentava... non ci si accorgeva di questa cosa. Qual è il problema vero? E' che viene detto "adeguatezza, adeguatezza", però ho l'impressione che rimanga solo una parola. Per adeguatezza, si deve intendere cosa riusciranno ad avere gli iscritti allorché avranno la pensione. E quando si sente dire che avranno un tasso di sostituzione attorno al 20%, guardate che è una cosa tragica. Sì, stamattina si diceva col prof. Maré "bisogna informare gli iscritti". Noi li informiamo gli iscritti, anche bene. Io per es. sul mio sito sono riuscito a far fare ai miei tecnici un simulatore di pensione. Questi cliccano, ci mettono un paio di varianti, il loro reddito, poi magari fanno un paio di simulazioni per vedere che succede se aumentano un po' la contribuzione e poi, alla fine, tutti quanti sanno che hanno bisogno del secondo pilastro e della contribuzione integrativa. Però, scoprono che per avere questo devono cacciare fuori altri soldi, non c'è dubbio. A questo punto, stamattina mi hanno fatto un diagramma un po' a blocchi. Informazione contributivo, tasso di sostituzione al 20%, allora io glielo dico all'iscritto, e l'iscritto dovrebbe contribuire in maniera diversa oppure farsi un altro tipo di assicurazione. A questo punto ho tagliato, perché in questo passaggio, dato che rappresento professionisti, non sono io, sono Casse di professionisti, ci sono due grossi drammi: la generalizzazione del fatto che i professionisti sono tutti quanti ricchi e tutti non hanno problemi di lavoro, hanno i soldi e non c'è nessun problema, ed è una grande, grave generalizzazione. Poi, l'altra cosa è il decreto Bersani che ha dato la botta finale alle professioni, soprattutto le professioni tecniche più degli altri. Giusto ieri sera dicevo a Maurizio (de Tilla) che io ormai sento parlare del decreto Bersani.. soltanto lui e Maurizio de Tilla, soltanto per il mestiere che fa, forse non è compito suo quello di parlare dell'abolizione, perché ci sono i rappresentanti delle categorie; l'altro giorno ho sentito parlare del decreto Bersani dall'ex ministro, ora soltanto sottosegretario, Castelli, dei mali del decreto Bersani. Però, non dovrebbe parlarne in televisione, dovrebbe andare da Berlusconi e dire "aboliamolo". E invece non lo fa. I professionisti si rendono perfettamente conto che devono ricorrere a maggiori contribuzioni, ma non hanno i soldi per farlo, perché il lavoro è sempre meno. Avete sentito dire di questa crisi, dobbiamo aiutare la FIAT, aiutiamo la FIAT che poi si va a comprare la Chrysler, meglio così, nulla di male. Dobbiamo aiutare i tessili? D'accordo. Avete sentito qualcuno che dice: aiutiamo i professionisti, magari togliendo il decreto Bersani. Mi pare che non si parli di nulla di questo. Quindi, ripeto, andiamo avanti, ma c'è il pericolo che ci ritroveremo vicino alla Cina, senza aver più i collegamenti con la madre patria. Poi urge una riforma, ci mancherebbe! Ma un'aggiustatina a questo decreto 103, la vogliamo dare? Io guardo il mio amico Pentirelli, presidente dell'EPE, che sa esattamente le cose che voglio, lui. Abbiamo fatto di tutto per convincere la politica a fare 3-4 aggiustamenti a costo zero, per lo Stato. Cercare di aumentare il contributo integrativo, cercare di mettere i montanti, bisogna togliere la doppia tassazione, ma sono cose che abbiamo detto per un sacco di tempo, non dico novità. Ma continuano ad essere cose dimenticate, e noi continuiamo a marciare verso la Cina.

Lo Conte: mi sembra di capire che sulla strada verso la Cina, gli investimenti immobiliari rappresentano un pensiero non centrale.

Pirrello: no, faremo pure gli investimenti immobiliari, ma in Cina. Cerchiamo di essere vicini alla realtà, al fatto che dobbiamo dare delle pensioni congrue. Vanno benissimo gli investimenti immobiliari, ma l'obiettivo mio è quello di dare pensioni concrete.

Lo Conte: cambiamo il punto d'attenzione, perché parlando di fondazioni, dobbiamo considerare un altro tipo di gestione del patrimonio di un investitore istituzionale non con quella frase che utilizzavo all'inizio in inglese un po' bruttina, liability driven. Le fondazioni non hanno come i fondi Pensione e le Casse, l'obiettivo primario di erogare prestazioni pensionistiche. Sono note soprattutto per la loro fase erogativa sul territorio, ma non hanno quello come stimolo principale come le Casse. Che ruolo può giocare un investimento mediato, indiretto nel mercato immobiliare, secondo la sua esperienza, dr. Melley? Melley, ricordo, è presidente della Fondazione Cassa di risparmio di La Spezia.

Melley: io ringrazio intanto di questa opportunità. Mi trovo stretto in questo mondo. Le fondazioni, come diceva bene Marco Lo Conte, hanno esigenze finalità e problematiche diverse dai fondi

pensione. Intanto, un accenno: si parla tanto di regole. Le fondazioni sono enti privati, che però sul tema della gestione hanno una vigilanza del Ministero del Tesoro. E' l'unico limite che il ministero ha ancora nei nostri confronti. Ci siamo battuti a lungo per toglierci ogni giogo. Però il tema della gestione ci sta impegnando. Il titolo di questa tavola è "fine dei tabù". Per la nostra fondazione, è caduto il tabù delle fondazioni, fundamentalmente, perché la crisi economica ci ha reso consapevoli che l'erogare, la logica che abbiamo ereditato dalle Casse di risparmio - siamo eredi dei mecenati rinascimentali che distribuivano ricchezza sul territorio - ecco, questa regola entra in crisi con le difficoltà economiche. In realtà le nostre gestioni sono fundamentalmente quelle di incrementare il patrimonio, ma anche di seguire gli investimenti che ancora abbiamo. Si è interrotto il flusso della redditività degli investimenti bancari, che quest'anno ci ha lasciato effettivamente sgomenti. Non vi nascondo che nel nostro mondo c'è una grande sensazione di scoramento. In questi anni ci siamo legittimati nei nostri territori, sulle pagine dei quotidiani, per quanto erogavamo. Il sistema delle fondazioni l'anno scorso coi bilanci 2008 ormai chiusi, ha erogato circa 1,7 miliardi di euro. Questo è un dato che è stato sempre crescente, accompagnato anche dalla crescita dei valori patrimoniali, dalle partecipazioni bancarie. Nel 2009 sappiamo già che non sarà così. Qui nasce il crollo di un mito. Se non eroghiamo, che facciamo? Mentre le Casse, come diceva bene Lo Conte, hanno l'obbligo e tutto il loro sistema ruota attorno all'esigenza di accountability che comunque appartiene al nostro mondo, anche, abbiamo una crisi d'identità, quest'anno. Che ci stiamo a fare? Posto che nelle banche ormai siamo marginali, anche se - fatemi spendere una parola - il ruolo di investitore istituzionale delle fondazioni nel sistema bancario credo che abbia contribuito a reggere questo sistema, non siamo fuggiti dalle banche. Pensate la schizofrenia di un sistema che ha demonizzato per lungo tempo la presenza delle fondazioni nelle banche e che oggi lo riconosce come strategico per mantenere solidità e forse anche per spingere le banche - mi spiace che ora non ci sia nessuno di Confindustria - a quella maggior attenzione nei confronti del sistema produttivo italiano. Noi presidiamo ancora un ruolo di banche territoriali, alle quali crediamo, caso specifico la mia fondazione è un'azionista del gruppo Intesa-San Paolo, certamente di minoranza, ma ha ben chiaro il ruolo della banca sul territorio e le cosiddette Casse territoriali devono svolgere nei confronti dell'economia del nostro territorio. E questo ruolo penso che anche in questi momenti di crisi potrà trovare una rivalutazione. Accanto a questo, nasce un'esigenza: che fare? Come legittimarci? Come essere riconoscibili sui nostri territori. Qui c'è il tema degli investimenti. La leva che le fondazioni non hanno ancora effettivamente utilizzato. Tremonti, nel 2003, all'apice della lite con il sistema delle fondazioni, introdusse un'idea molto intelligente, l'unica vera regolatrice, che autorizzava le fondazioni a investire fino al 10% del loro patrimonio in immobili. Mi risulta che questa percentuale sia rimasta poco superiore all'1%. Quindi, è una potenzialità che le fondazioni hanno, quindi investimenti diretti al di là delle strumentali. Perché, vedete, le fondazioni si dibattono in duplice ruolo: noi perseguiamo scopi di utilità sociale. Allora, gli immobili che abbiamo acquistato sono con finalità conservative, sono immobili storici, ci occupiamo - e stamattina sentivo Scannapieco citare il progetto Jessica - il sistema sta seguendo da vicino questo progetto e vi partecipa attivamente perché mira alla riqualificazione dei centri storici. Sempre con finalità sociali, di utilità. Quindi non più la leva solo delle erogazioni, non più la leva... così, del fondo perduto, ma la leva degli investimenti diretti naturalmente - in strumenti che devono avere trasparenza, devono avere controlli, devono avere tutta una serie di regole che ci sono e che sono alla nostra portata. Io credo che questo sia il futuro, naturalmente richiede tutta una serie di fenomeni. Richiede innanzitutto un acculturamento degli amministratori delle Fondazioni, dentro l'associazione di categoria, l'ACRI, io mi occupo di formazione, so bene che c'è da colmare un gap da questo punto di vista...mi spiace che per esempio queste occasioni non vedano una forte presenza di amministratori perché sarebbero molto stimolanti. Comunque direi che questo è il primo punto, cioè acculturare, far capire agli amministratori delle Fondazioni che non soltanto con l'erogazione, non soltanto con la filantropia rinascimentale si può dare sostegno ai propri territori. Il secondo riguarda la creazione di strumenti, e qui mi riallaccio al tema degli investimenti immobiliari, strumenti che devono avere potenzialmente una ricaduta per i nostri territori, cioè noi siamo custodi, anche un po' orgogliosi insomma di questo legame con i territori. Quindi quella tipologia di strumenti che fino ad adesso si sono affacciati al sistema delle Fondazioni...come dire...sono strumenti che certamente hanno un respiro nazionale addirittura internazionale, ecco ma si giustificano poco come ricaduta per le nostre comunità. Cito

l'esempio, il fondo infrastrutturale di F2i, che è questa grande operazione...di raccolta di fondi ha visto molte Fondazioni aderirvi ma il comparto delle medio-piccole... perché le Fondazioni italiane sono circa 88, una quindicina sono le grandi, tutto il resto sono Fondazioni medio-piccole, quindi sono anche impaurite nel conferire quella porzione del patrimonio in strumenti che vanno al di là del loro territorio. Quindi io credo che se è vero che alla fine di un tabù, è anche l'occasione per cominciare. Auspico che gli strumenti finanziari...ma ci sono insomma...gli operatori si stanno, come dire, inventando, stanno stimolando la loro creatività per costruirci degli strumenti ad hoc. Cito, permettetemi, un minimo di autoriconoscimento, uno strumento innovativo costruito grazie al nostro advisor Prometeia, grazie a una SGR che farà parte, a breve, del gruppo FIMIT. E' uno strumento che abbiamo chiamato "Fondo per lo sviluppo del territorio", creato da tre piccole Fondazioni che però hanno una comunanza, sono sulla dorsale tirrenica del nostro Paese: Livorno, Carrara e La Spezia, e hanno individuato come un settore carente dei loro territori ma foriero di ricadute le infrastrutture turistiche e per la nautica di porto. Quindi questo è un fondo che è stato creato con una dotazione di circa 25 milioni di euro complessivamente, quindi non è una grande dotazione ma che si propone come un piccolo esempio di strumento che è in grado di calamitare, ci auguriamo, interessi di altri investitori e dare risposte sul territorio. Ancora, se mi permette, una parola: la grande sfida si chiama Cassa Depositi e Prestiti, abbiamo modo di vedere. Noi siamo alla vigilia di una decisione importante, le Fondazioni italiane hanno il 30% della Cassa Depositi e Prestiti, sono azionisti privilegiati di questa macchina straordinaria...ancora Scannapieco citava giustamente Bayle ma io ricordo ai presenti che la Cassa Depositi e Prestiti ha su un conto corrente di tesoreria qualcosa come 100 miliardi di euro fermi, che sono la quota non utilizzata del risparmio postale per il finanziamento agli Enti locali. Ecco questo è un peccato clamoroso che non si possa utilizzare! Le Fondazioni italiane confidano nella recentissima riforma voluta da questo Governo che consentirà alla Cassa Depositi e Prestiti di utilizzare una parte...una cospicua parte di questa quota del risparmio postale per gli investimenti, anche infrastrutturali, anche in fondi di investimento e le Fondazioni... le Fondazioni probabilmente condizioneranno a questa futura prospettiva la permanenza dentro la Cassa Depositi e Prestiti. Io credo che questo sia un modo intelligente per sostenere quel ruolo di investitori che le Fondazioni devono per forza cominciare ad avere... un altro aggettivo: accanto a "istituzionali" io metterei investitori "sociali/territoriali". E' un ruolo che le Fondazioni fanno, credo, di dover svolgere, è una nuova frontiera. Mi auguro che anche queste occasioni insomma servano a far comprendere che oltre a Bancomat, come qualcuno ci ha definito in tempi non sospetti, possiamo fare qualcosa di più per il nostro Paese. Grazie.

Lo Conte: grazie a Matteo Melley, per la sua esperienza. Invece con Carlo Felice Maggi, di Enasarco, volevo un po' fare il punto sul presente della Cassa, del mondo del commercio. Sintetizziamo così la Enasarco, perché il presente di Enasarco al di là del passato, sappiamo quanto il passato sia stato travagliato e come un grosso e importante lavoro la stia portando verso livelli di maggiore efficienza e trasparenza. Ma il presente, sia in campo, diciamo così, di investimenti, con i casi Lehman Brothers, le garanzie sulle obbligazioni strutturali, ha tenuto banco sulla stampa ma anche la grande operazione di dismissione del patrimonio immobiliare, che è stata operata in maniera diversa, diciamo così, rispetto a quella tentata negli anni passati. Chiedo a Maggi un aggiornamento su questi due fronti, partendo possibilmente dall'immobiliare, perché... perché bisogna trovare i punti di contatto su quelli che possono essere gli investimenti indiretti di una struttura che, come la vostra, ha deciso di smettere con buona pace delle indicazioni che abbiamo raccolto fino adesso, quel fai-da-te immobiliare che caratterizza gran parte della vocazione degli italiani a far da soli. A che punto siamo con la dismissione del patrimonio?

Maggi: allora, beh, diciamo che la seconda domanda è quella che speravo, che attiene un po' alla fine del tabù no? Il nostro piano delle dismissioni proprio lo centra appieno questa fine del tabù, nel senso che noi abbiamo deciso di vendere tutti i nostri immobili, cioè tirarli fuori completamente dal nostro bilancio, sia per quanto riguarda gli immobili di civile abitazione, sia quelli di tipo commerciale. Abbiamo avviato il piano di dismissione degli immobili per venderli agli inquilini quelli che sono di civile abitazione, e quelli che non verranno venduti verranno appunto messi in fondi immobiliari come investimento indiretto. Quindi diciamo che per noi è veramente la fine

del tabù e l'inizio di un'epoca nuova. Giustamente diceva Lo Conte, il mercato immobiliare è un mercato pericoloso, rischia di essere poco trasparente, pieno di rischi. L'obiettivo nostro qual è? Negli ultimi 50 anni, come gran parte delle Casse, come si diceva stamattina, per indirizzi di tipo governativo, all'inizio sono stati accatastati palazzi su palazzi all'interno dei bilanci delle Casse, degli Enti di previdenza e nelle Enasarco. Tra l'Enasarco e l'Empam forse sono quelli che hanno il patrimonio immobiliare più importante, senza che nel contempo sia stata sviluppata all'interno della Cassa un processo di tipo industriale adeguato a supportare tutta questa quantità di immobili che io dico appunto accatastati, cioè acquistati uno dopo l'altro senza fare un piano industriale all'interno per far crescere la struttura, per dotarsi di professionalità all'altezza di gestire appunto tre, quattro, cinque miliardi di euro di immobili come cita il nostro piano delle dismissioni. Secondo me è la fine di un'epoca, nel senso che è arrivato il momento, stando anche a tutti gli indicatori macroeconomici e anche sulla propensione a investire nel post-crisi delle famiglie siamo ancora in epoca buona, cioè è ora di incassare la grande cedola che è nascosta dentro questo immenso zero-coupon che sono gli immobili di civile abitazione che abbiamo comperato negli ultimi 50 anni e abbiamo tenuto nel nostro bilancio. Hanno reso forse l'1%, lo 0,80% all'anno come stacco di cedola, hanno accumulato al loro interno una bella plusvalenza. Per il tipo di fiscalità delle nostre Casse, una plusvalenza libera oltretutto da imposizione fiscale, con un'operazione di dismissione globale in favore dell'inquilinato abitativo. Noi abbiamo come obiettivo di realizzare una plusvalenza, di un miliardo e mezzo di euro. L'invenduto, perché sicuramente un po' ce ne sarà, verrà conferito in fondi immobiliari di nostra intera proprietà. Stiamo facendo una gara per la selezione delle SGR che gestiranno questi fondi immobiliari, abbiamo ipotizzato di fare tre tipi di fondi fondamentalmente. Daremo la possibilità anche per esempio di acquistare soltanto l'usufrutto, quindi faremo un fondo soltanto che conterrà le nude proprietà di coloro che acquisteranno gli usufrutti. Faremo un fondo destinato alle fasce deboli, fasce sociali, quelle che abbiamo definito così negli accordi sindacali e poi faremo un fondo invece di coloro che pur avendo la possibilità di comperare non comprano e quindi godranno di meno tutele degli altri, quindi sarà più un fondo da combattimento, nel senso che poi quando scadranno i contratti dovremo liberare gli immobili e venderli. Il commerciale, anche questo, quello che si può vendere si vende, quello che non si vende perché il momento non è buono verrà anche questo conferito in fondi immobiliari. Già nel 2004, nel 2005 avevamo cominciato a fare investimenti indiretti in fondi immobiliari affiancandoci a quello che avevamo come patrimonio diretto, abbiamo continuato anche in questi anni, la Fondazione Enasarco ci crede perché alla fine io ho potuto vedere anche dall'interno la gestione di una SGR come FIMIT e i controlli, la compliance, la 231, collegio sindacale, e i meccanismi di verifica e di attenzione che ci sono all'interno sicuramente sono di più alto livello, più professionali e ci garantiscono sicuramente di più di quello che siamo in grado e siamo sempre stati in grado di fare noi all'interno, oltretutto avendo una visibilità molto meno di ampio respiro sul mercato immobiliare italiano. La Cassa che decide di comprare il palazzo o è dotata e si dota di meccanismi per fare ricerche nazionali o anche sovranazionali volendo acquistare all'estero, o è meglio che si affidi ad operatori specializzati.

Lo Conte: e su Lehman Brothers invece sorvoliamo, lasciamo...

Maggi: no non so...Lehman Brothers... Lehman Brothers...noi facciamo parte di quegli investitori di cui parlava il prof. Geroldi che, come Lo Conte sa benissimo, hanno sottoscritto un' obbligazione strutturata che era garantita da Lehman Brothers, quindi non avevano investito direttamente in Lehman Brothers. Anche lì parliamo di obbligazioni strutturate, il mio pensiero personale è che siamo alla fine di un'epoca. Dopo la crisi probabilmente ci sarà un altro modo di pensare, di vedere gli investimenti di questo genere con le grandi banche estere, ma qui si potrebbe fare magari un congresso, un incontro ad hoc solo su quello. Per la stampa: lunedì o martedì dovremmo apporre l'ultima firma definitiva, abbiamo riacquistato la garanzia. Devo dire che negli ultimi quattro mesi i fondi sottostanti alla nostra obbligazione che erano dei fondi hedge di grosso nome, hanno tenuto bene, hanno di nuovo avuto una spinta in avanti...quindi rispetto alle previsioni di fine anno andremo a firmare condizioni migliori e quindi anche dal quel punto di vista stiamo andando bene.

Lo Conte: Quindi ritornate nel possesso di quella liquidità che era, serrata dentro l'obbligazione strutturata?

Maggi: Sì noi nell'obbligazione strutturata noi avevamo dato tante redemption ai fondi sottostanti, nessuno ci ha messo i gates, uno ci ha fatto una side pocket...Oggi abbiamo una buona Cassa lì all'interno, più abbiamo degli investimenti in fondi di hedge. Chi ci rifà la garanzia ha mano libera se liquidare questi investimenti e come reimpiegare la Cassa, chiaramente sempre con la nostra supervisione, la supervisione del nostro advisor, però sì, ne ritorniamo pienamente in possesso.

Lo Conte: quindi è la fine di un'epoca, come diceva lei?

Maggi: secondo me sì.

Lo Conte: le Casse non investiranno più in obbligazioni strutturate?

Maggi: mah io faccio il direttore generale...

Lo Conte: Geroldi cosa dice?

Geroldi: vorrei riprendere alcune questioni delle quali si è parlato e sulle quali io ero stato volutamente sintetico. Secondo me non si tratta di dire cosa e quali potranno essere le scelte delle Casse, io riprenderei un paio di spunti che sono stati anche tra l'altro già detti nel corso della mattinata. Intanto bisogna distinguere bene una questione, la questione previdenziale dalla questione della gestione delle riserve. Cominciamo a dire che in alcuni casi quando parliamo di gestioni previdenziali critiche sotto il profilo della sostenibilità finanziaria oppure dell'ammontare di pensione che stanno determinando, stiamo parlando di una cosa che è fondamentale legata al rapporto previdenziale, non tanto alla gestione delle riserve, che è importante ma che viene dopo. Cioè nel senso che per rapporti previdenziali io intendo dire quanto si paga di contribuzione e qual è la regola con cui si determina la prestazione, quindi questo è il punto chiave. In molti casi questi rapporti previdenziali secondo me, soprattutto nel settore più in generale del lavoro autonomo, vanno fondamentale ripensati. Perché in questo momento non c'è copertura previdenziale sufficiente, questo lo sanno tutti e quindi è inutile che noi giriamo intorno a questo tipo di problema. Con tutte le riflessioni possibili poi sugli altri strumenti di policy che possono interagire nel definire il rapporto previdenziale... e non voglio entrare più di tanto però anche perché non è competenza mia in questo momento, naturalmente ho le mie idee su che cosa significa dal punto di vista della regolazione del mondo delle professioni in quanto tale. Faccio notare che, ovviamente, quando si parla di un sistema che deve avere delle coerenze di mercato, queste non possono essere prese quando servono e lasciate da parte quando non servono. Quindi bisogna fare un ragionamento a 360°. E per quanto riguarda invece appunto il versante delle riserve io lo dicevo prima insomma, noi abbiamo rincorso una situazione perché ci è stato chiesto di capire com'era il dato di fatto. Non è quello sicuramente un sistema di regolazione. Allora, qualcuno stamattina ha già fatto presente che i sistemi di regolazione rischiano a volte di essere delle rendicontazioni piuttosto che degli atti preventivi e quindi poi non è particolarmente soddisfacente per il regolatore prendere atto dopo che è successo qualcosa, è molto meglio, nei limiti possibili, pensare prima. Ora, sul prima ci sono due possibili linee alternative, anzi non alternative, che possono benissimo coesistere. Uno è introdurre meccanismi che in qualche maniera, come dire, determinano dei contingentamenti nelle composizioni di portafoglio per dirla ancora più facilmente...

Lo Conte: come il decreto 703...

Geroldi: ...un 703 riadattato con tutti i discorsi che sono stati fatti, quello ha una finalità di quel tipo. La seconda, che credo soprattutto a seguito proprio delle vicende dello scorso anno pone dei problemi anche nuovi, è la capacità di prevedere l'incidenza del rischio, per esempio il default o il rischio, come si usa dire, di controparte che in questi mesi abbiamo preso forse più di prima in considerazione, sono argomenti che vanno approfonditi. Allora, torno a dire, siccome le Casse, anche in funzione della loro autonomia, hanno la possibilità di fare delle scelte devono avvalersi

di un'attività di advising esterna. Io credo che un regolatore, se vuole ragionare concretamente, prepara un sistema di regolazione congiuntamente alle Casse, per evidenziare un modello che coinvolga questa competenza. Se non c'è questo coinvolgimento, secondo me il regolatore arriverà sempre secondo e otterrà dei risultati, come dire, marginali rispetto al problema. Per finire sulla questione...sto andando molto schematicamente...sulla questione che poi era centrale, quella dei fondi immobiliari, questo è un dato che in questo momento è il dato di tendenza. Ma c'è una ragione che secondo me dovrebbe farci anche in questo caso riflettere, in questo momento ciò che determina questa linea di tendenza è un elemento di fortissima convenienza fiscale, cioè il fisco è tutt'altro che neutro nel determinare il risultato tra una gestione diretta e una gestione che avvenga attraverso i fondi immobiliari. Allora io penso che un fisco che determina così fortemente, condiziona così fortemente una scelta, cioè non neutrale, normalmente deve far riflettere. Detto questo, poi è chiaro che ci sono diversi elementi che probabilmente possono entrare nel merito di queste cose. Ma anche su questo, voglio dire, anche su questo aspetto, ovviamente sempre per il regolatore, ci sono una serie di problemi aperti che devono essere approfonditi... Perché il rapporto che si instaura, per esempio, tra l'Ente e il fondo, che oggi è stato poco discusso in un certo senso, è un rapporto problematico, è un rapporto principale agente che per esempio, non è un caso che nello stesso 703 ci siano dei limiti percentuali, per esempio per le Casse in questo momento è possibile farsi un fondo detenuto in quota al 100%...allora io mi chiedo è... accettabile? ...è impazzito chi ha fatto la prima limitazione al 20 o 25% o... insomma questi sono problemi aperti sui quali io credo noi dovremmo fare delle riflessioni.

I FONDI IMMOBILIARI ITALIANI.

Fondo**Alpha** α

Fondo**Beta** β

Fondo**Delta** δ

Fondo**Gamma** γ

Fondo**Eta** η

Fondo**Theta** θ

Fondo**Omicron** \circ
SVILUPPO

Fondo**Omicron** \circ
PLUS

Fondo**Sigma** σ

Fondo**Tau** τ

Fondo**Omega** ω

Fondo**Senior** ς





Fondi Immobiliari Italiani SGR S.p.A.

Sede Legale: Via Crescenzo, 14 00193 Roma RM

Capitale Sociale € 5.574.538,00 i.v.

Società iscritta al n. 68 dell'Albo delle società di gestione del risparmio della Banca d'Italia

Iscrizione al Registro delle Imprese di Roma, Codice Fiscale e Partita IVA n. 05553101006

R.E.A. n. 898431



 **FIMIT**^{sgr}
Fondi Immobiliari Italiani

FIMIT Sgr SpA
Via Crescenzo, 14
00193 Roma

T. +39 06 681631 F. +39 06 68192090

ir@fimit.it
www.fimit.it