



18.093

Rapporto del Consiglio federale sullo stralcio della mozione 13.4184 del consigliere agli Stati Graber del 12 dicembre 2013

**(Casse pensioni. Investimenti a lungo termine sul progresso tecnologico
e creazione di un fondo per il futuro della Svizzera)**

del 30 novembre 2018

Onorevoli presidenti e consiglieri,

con il presente rapporto vi proponiamo di togliere dal ruolo il seguente intervento parlamentare:

2014 M 13.4184 Casse pensioni. Investimenti a lungo termine sul progresso tecnologico e creazione di un fondo per il futuro della Svizzera (S 19.3.14, Graber Konrad; N 10.9.14)

Gradite, onorevoli presidenti e consiglieri, l'espressione della nostra alta considerazione.

30 novembre 2018

In nome del Consiglio federale svizzero:

Il presidente della Confederazione, Alain Berset
Il cancelliere della Confederazione, Walter Thurnherr

Compendio

La mozione 13.4184 incarica il Consiglio federale di creare le basi giuridiche necessarie per consentire agli istituti di previdenza di operare investimenti sul futuro. Il Consiglio federale è inoltre invitato a proporre un fondo per il futuro della Svizzera organizzato e gestito secondo i principi dell'economia privata che, su richiesta degli istituti di previdenza, ne gestisca gli investimenti sul futuro.

Le basi giuridiche vigenti permettono già agli istituti di previdenza di operare investimenti sul futuro. Ciononostante il Consiglio federale reputa che le condizioni quadro potrebbero essere migliorate e ha quindi preso le decisioni esposte qui di seguito.

- *Il Consiglio federale incarica il Dipartimento federale dell'interno (DFI) di consentire agli istituti di previdenza, in una forma adeguata, di indicare sistematicamente le spese per gli investimenti in venture capital anche in rapporto al capitale impegnato.*
- *Il Consiglio federale incarica il DFI di vagliare l'introduzione, nelle prescrizioni in materia d'investimento nella previdenza professionale, di una nuova categoria o sottocategoria d'investimento con un limite di circa il 5 per cento per gli investimenti svizzeri non quotati. Gli investimenti in questione sarebbero così estrapolati dall'attuale categoria degli investimenti alternativi e potrebbero risultare incentivati da un nuovo trattamento normativo.*
- *Il Consiglio federale è disposto a prevedere, nell'ambito di una revisione fiscale futura, una compensazione delle perdite illimitata nel tempo per tutte le imprese, combinata a un'imposizione minima.*

Il presupposto per l'aumento degli investimenti non quotati a lungo termine è un elevato grado di trasparenza. Il Consiglio federale ritiene necessaria una discussione in merito, ad esempio per capire come migliorare ulteriormente la trasparenza a livello di rendimenti, costi e rischi dei prodotti in questione. In questo contesto si potrà prendere in considerazione anche una soluzione efficace di autoregolamentazione.

Il Consiglio federale ricorda inoltre che, grazie alla modifica della legge sul libero passaggio, è possibile offrire diverse strategie d'investimento agli assicurati con un reddito di almeno 126 900 franchi. Poiché nell'ambito sovraobbligatorio della previdenza professionale la capacità di rischio degli assicurati è spesso superiore, tale opportunità offre nuovi sbocchi di mercato ai fornitori di fondi diversificati di venture capital in collaborazione con gli istituti della previdenza sovraobbligatoria.

Il gruppo di lavoro istituito per trattare la tematica ha svolto colloqui con diversi attori e due workshop. Queste iniziative hanno consentito da un lato di attirare l'attenzione degli istituti di previdenza sulle potenzialità del venture capital e, dall'altro, hanno permesso ai fornitori di venture capital di comprendere meglio le esigenze degli istituti di previdenza. I fornitori e i potenziali clienti hanno avuto

modo di incontrarsi in un contesto adeguato. È stato lanciato un nuovo prodotto finanziario e altri sono in fase di sviluppo o di pianificazione. In questo senso sono stati compiuti i primi passi nella direzione auspicata dalla mozione, che è quindi adempiuta. Ulteriori misure e potenziali ambiti d'intervento futuri per la promozione delle giovani imprese sono stati discussi e rilevati nel rapporto del Consiglio federale in adempimento del postulato Derder 13.4237 «Migliorare lo sviluppo delle giovani imprese innovative».

Gli istituti di previdenza vedono in linea di massima con favore lo sviluppo di nuovi prodotti finanziari e sono disposti a prendere in considerazione opportunità d'investimento di questo genere, ma sono contrari a pressioni politiche tese a obbligarli a investire in determinati settori. Dovendo rendere conto agli assicurati, vogliono avere la possibilità di scegliere in base a criteri economici e non politici. Per ragioni legate alla gestione dei rischi e alle esigenze di rendimento, ad oggi solo di rado questi istituti investono direttamente in venture capital in Svizzera, privilegiando piuttosto mandati di private equity diversificati a livello globale.

Rapporto

1 Mandato del Parlamento

La mozione Graber 13.4184 «Casse pensioni. Investimenti a lungo termine sul progresso tecnologico e creazione di un fondo per il futuro della Svizzera» chiede al Consiglio federale di creare le basi giuridiche necessarie affinché un domani gli istituti di previdenza possano operare investimenti sul futuro a lungo termine. Inoltre il Collegio governativo è invitato a proporre un fondo per il futuro della Svizzera organizzato e gestito secondo i principi dell'economia privata che, su richiesta delle casse pensioni, ne gestisca gli investimenti sul futuro.

Nel suo parere in risposta alla mozione, il Consiglio federale ha fatto notare che già oggi gli istituti di previdenza hanno la facoltà di compiere investimenti di questo tipo e che, nei limiti della loro capacità di rischio, essi già sfruttano tale opportunità. A suo avviso, lo Stato può migliorare le condizioni quadro per gli investimenti, ma non certo spingere le casse pensioni ad assumersi rischi a cui non sono in grado di far fronte. Queste devono infatti essere libere di decidere autonomamente e senza costrizioni le proprie strategie d'investimento. Come preannunciato nel medesimo parere, è stato istituito un gruppo di lavoro composto da esponenti dell'Ufficio federale delle assicurazioni sociali (UFAS), che ha assunto la direzione dei lavori, e della Segreteria di Stato dell'economia (SECO), che si è avvalso della collaborazione di rappresentanti dell'Amministrazione federale delle contribuzioni (AFC), della Commissione di alta vigilanza della previdenza professionale (CAV PP), dell'Ufficio federale dell'energia (UFE) e della Segreteria di Stato per le questioni finanziarie internazionali (SFI). Il gruppo di lavoro è stato incaricato di discutere con gli istituti di previdenza se e come sia possibile creare un fondo privato per il futuro della Svizzera.

2 Situazione iniziale

2.1 Definizioni e caratteristiche delle categorie d'investimento *private equity* e *venture capital*

Nozioni quali capitale di rischio, *private equity* o *venture capital* assumono significati diversi a livello internazionale e non sono definite in modo univoco. Nella letteratura scientifica¹ tale mancanza di chiarezza è spiegata con il fatto che queste nozioni si sono sviluppate a partire dalla pratica e non sono il risultato di una costruzione teorica.

Private equity è il termine generico per le partecipazioni di investitori privati e istituzionali in imprese che di regola non sono quotate in borsa². Il capitale di rischio,

¹ Philipp Machot, *Secondary Buyouts: Eine empirische Untersuchung von Werttreibern*, 2009, pag. 20.

² Commissione federale delle banche, *Hedge-Fonds Marktentwicklung, Risiken und Regulierung*, documento di discussione, settembre 2007, pag. 16.

oggi spesso definito anche *venture capital*, è una sottocategoria del *private equity*. Esso entra in gioco nelle prime fasi di vita di un'impresa, dalla pianificazione allo sviluppo e al lancio di un nuovo prodotto fino alla ricerca di fondi per ampliare la distribuzione³. Il capitale di rischio viene spesso messo a disposizione di imprese innovative che per loro natura presentano rischi elevati ma anche un notevole potenziale di crescita.

Nel senso tradizionale del termine, il capitale proprio può essere definito come capitale di rischio, motivo per cui si parla anche di capitale di rischio tradizionale. Il capitale di rischio può tuttavia comprendere pure il capitale di terzi con carattere di capitale proprio (ad es. crediti che, a certe condizioni, sono convertiti in azioni).

Per le società di *venture capital* che operano mediante fondi, vengono costituiti fondi di capitale di rischio con i quali gli investitori possono partecipare indirettamente al finanziamento di nuove imprese. La società di partecipazione gestisce il fondo, investe il capitale in imprese in base a criteri definiti in anticipo di volta in volta e segue questi investimenti con una collaborazione attiva a livello di direzione aziendale e/o di consiglio d'amministrazione.

2.2 Volume e rilevanza del capitale di rischio

Nel suo rapporto «Il capitale di rischio in Svizzera», pubblicato nel giugno 2012, il Consiglio federale è giunto alla conclusione che nel complesso il mercato svizzero del capitale di rischio funziona. La politica del Governo, volta in particolare a un miglioramento costante delle condizioni quadro economiche, ha dato i suoi frutti anche in questo settore. Non esistono statistiche esaustive sul volume degli investimenti in *venture capital*. Per questo motivo si farà riferimento a fonti diverse, elencate qui di seguito, i cui dati differiscono tra loro.

- Secondo *The Venture Capital & Private Equity Country Attractiveness Index*, nel 2018 la Svizzera ha offerto buone condizioni quadro al capitale di rischio, collocandosi al 15° posto di questa graduatoria internazionale⁴.
- In base ai dati di Invest Europe (in precedenza EVCA), per quanto riguarda il capitale di rischio la Svizzera si situa ai primi posti in Europa⁵. Considerando la quota media del *venture capital* sul prodotto interno lordo (PIL), nel confronto europeo, tra il 2013 e il 2017 si trovava al quinto posto dietro la Finlandia, la Svezia, l'Irlanda e il Regno Unito, con una quota dello 0,043 per cento nel 2017. Nel confronto mondiale, la Svizzera presenta quote nettamente inferiori in particolare rispetto a Israele (0,377 %) o agli Stati Uniti (0,358 %)⁶.

³ J. Engelhardt, P. Gantenbein, *Venture Capital in Switzerland*, 2010, pagg. 10 seg.

⁴ A. Groh, H. Liechtenstein, K. Lieser, M. Biesinger, *The Venture Capital & Private Equity Country Attractiveness Index 2015*, 2015.

⁵ Cfr. *Invest Europe Yearbook 2017*.

⁶ OCSE, *Entrepreneurship at a Glance 2017*, Parigi 2017 (disponibile anche in franc.).

- Lo *Swiss Venture Capital Report*, che censisce e analizza tutti gli investimenti pubblicati di capitali di rischio nelle start-up svizzere, ha riscontrato una crescita di questi investimenti per il sesto anno consecutivo. In 175 tornate di finanziamenti, nel 2017 investitori svizzeri ed esteri hanno fornito capitali di rischio per un totale di 938 milioni di franchi. Dal 2012 (316 mio. fr.) gli investimenti sono dunque triplicati⁷.

2.3 **Volume degli investimenti degli istituti previdenziali e assicurativi in *private equity* e *venture capital***

Poiché gli investimenti in *venture capital* seguono una logica globale, e quindi alle start-up svizzere va solo una piccola parte dei fondi impiegati a livello mondiale, si può presupporre, malgrado la carenza di dati, che gli investimenti degli istituti previdenziali e assicurativi in *venture capital* svizzero siano modesti. In base alla statistica delle casse pensioni dell'Ufficio federale di statistica⁸ (UST), alla fine del 2016 gli istituti di previdenza presentavano investimenti per circa 12,5 miliardi di franchi in *private equity*, ossia l'1,5 per cento del patrimonio di previdenza. Secondo l'Autorità federale di vigilanza sui mercati finanziari (FINMA) gli investimenti alternativi degli assicuratori sulla vita privati avevano raggiunto i 6,7 miliardi di franchi⁹, di cui, secondo un'indagine interna della FINMA, circa 1,7 miliardi ascrivibili al *private equity* (0,45 % degli investimenti di capitale totali, pari a 388 mia. fr.). Ne consegue che nel 2016 il volume complessivo degli investimenti degli istituti previdenziali e assicurativi in *private equity* è stato di circa 14,2 miliardi di franchi. Il capitale di rischio costituisce approssimativamente tra 1/5 e 1/10 di questa somma¹⁰ e può dunque essere stimato a circa 2,2 miliardi di franchi o allo 0,18 per cento circa del volume totale.

3 **Procedura per chiarire le richieste della mozione e creare un fondo per il futuro**

In una prima fase, tra settembre 2014 e marzo 2015 sono stati condotti complessivamente dieci colloqui distinti con 18 rappresentanti di casse pensioni, società di consulenza e imprese di *venture capital*.

In una seconda fase, il 4 giugno 2015 ha avuto luogo un primo workshop, sotto la guida della SECO e in collaborazione con l'UFAS nonché l'Associazione svizzera delle istituzioni di previdenza (ASIP) e la Swiss Private Equity & Corporate Finance Association (SECA), con oltre 60 invitati, tra cui delegati di alcuni importanti istituti di previdenza, rappresentanti del settore del *venture capital* e delle associazioni nonché l'autore della mozione. Questa iniziativa era volta ad analizzare la situa-

⁷ Cfr. *Swiss Venture Capital Report 2018*.

⁸ www.pxweb.bfs.admin.ch

⁹ Cfr. Reporting degli assicuratori della FINMA; www.versichererreport.finma.ch/reportportal/ (disponibile anche in franc.).

¹⁰ Cfr. ad es. *The 2015 Preqin Global Private Equity & Venture Capital Report*.

zione, formulare proposte come richiesto dalla mozione e offrire l'opportunità ai fornitori di *venture capital* di entrare direttamente in contatto con i propri potenziali clienti. Per tutti i partecipanti, il workshop è stato una gradita occasione per esporre le diverse prospettive e posizioni.

Inoltre si sono svolti colloqui con un potenziale nuovo offerente di un fondo di fondi (fondo che investe le proprie risorse finanziarie in altri fondi) di *venture capital* svizzero, con la FINMA e con un importante assicuratore.

In una terza fase, il 12 ottobre 2016 i consiglieri federali Alain Berset e Johann Schneider-Ammann hanno incontrato rappresentanti del settore del *venture capital*, del mondo politico, di diverse associazioni e dell'Amministrazione. In quella occasione i partecipanti hanno firmato una dichiarazione congiunta che prevede l'ulteriore promozione delle imprese a forte crescita. Con questo documento il Consiglio federale si dichiara intenzionato a vagliare misure per migliorare le condizioni quadro. Le associazioni interessate si sono dette disposte a motivare i propri membri a promuovere le imprese a forte crescita in modo adeguato e su base volontaria. In questo contesto è poi stato organizzato un secondo workshop, di più ampia portata, che si è tenuto il 2 maggio 2017 sotto la direzione dell'UFAS e in collaborazione con la SECO e l'ASIP. Nel quadro di questo evento, cui erano invitati prioritariamente gli istituti di previdenza, i potenziali fornitori di investimenti in *venture capital* svizzero hanno avuto la possibilità di presentare le proprie proposte di prodotti. Al contempo sono state svolte discussioni di principio sulle questioni più importanti relative a rendimenti, rischi, governance, struttura del fondo e costi dei diversi prodotti proposti. Partecipando al workshop, i potenziali fornitori e investitori del settore previdenziale hanno avuto modo di allacciare contatti direttamente sul posto.

4 Fondo per il futuro

4.1 Attuabilità del fondo per il futuro per gli investimenti in *venture capital*

Per poter avere successo, gli investimenti in *venture capital* richiedono approfondite conoscenze specialistiche. I singoli fondi spesso si focalizzano su un settore economico specifico come la tecnologia medica o la farmaceutica. Poiché il rendimento degli investimenti può variare notevolmente a seconda dell'impresa, è consigliabile diversificare ampiamente gli impieghi di capitale. Questa diversificazione si ottiene in particolare attraverso uno scaglionamento nel tempo e mediante subfondi specializzati in diversi settori economici. Di conseguenza, investitori istituzionali come ad esempio gli istituti di previdenza privilegiano perlopiù i fondi di fondi. Di norma questi ultimi non vengono selezionati dagli istituti stessi, bensì da *asset manager* specializzati. Dal gestore di un fondo di fondi ci si attende che sia in grado di individuare i subfondi (parti di un fondo complesso costituito da una pluralità di fondi) e i fondi settoriali più promettenti.

L'idea di base di creare un fondo per il futuro sotto forma di fondo di fondi appare quindi comprensibile. In questo scenario, gli investitori istituzionali delegherebbero

le decisioni in materia d'investimento nel settore del *venture capital* a un fondo che vanta le conoscenze tecniche necessarie per compiere una selezione che possa dare buoni risultati. Acquisire autonomamente queste competenze risulterebbe infatti particolarmente oneroso non solo per gli istituti di previdenza più piccoli, ma anche per quelli più grandi, a maggior ragione considerando che i collocamenti in *venture capital* di tali istituti costituiscono mediamente una piccola quota dei loro investimenti totali (cfr. n. 2.3). Tuttavia, anche in caso di investimento indiretto sotto forma di fondo di fondi, nel quadro del loro obbligo di diligenza gli istituti di previdenza o i soggetti terzi da essi incaricati devono essere in grado di valutare in maniera competente la scelta dei fondi di fondi e la delega delle decisioni d'investimento a questi ultimi. Data la complessità del settore del *venture capital* (ad esempio per quanto riguarda la valutazione degli investimenti, l'individuazione di fornitori e idee promettenti nonché l'orizzonte d'investimento a lungo termine), già solo la delega in quest'ambito costituisce un compito impegnativo.

A ciò si aggiunge la dimensione relativamente ridotta di molti istituti di previdenza svizzeri. In base alla statistica delle casse pensioni, alla fine del 2016 esistevano in Svizzera 1713 istituti con prestazioni regolamentari e assicurati attivi. Soprattutto quelli più piccoli dipendono in linea di massima dai fornitori di servizi finanziari specializzati, dato che l'acquisizione di competenze in materia sarebbe troppo dispendiosa.

Secondo i fautori di un fondo per il futuro, gli istituti di previdenza si prestano inoltre particolarmente a operare quali investitori in *venture capital* visto il loro lungo orizzonte d'investimento. A seconda del tempo rimanente fino alla riscossione della rendita o del capitale, il singolo assicurato presenta in effetti un orizzonte d'investimento di lungo periodo. Questo non vale però necessariamente in qualsiasi situazione per gli istituti di previdenza, poiché essi devono essere in grado di far fronte a scenari mutevoli: i datori di lavoro possono ad esempio cedere parzialmente o cessare completamente la propria attività, operare tagli del personale o trasferire la sede legale della propria azienda; gli istituti collettivi devono inoltre mettere in conto che a fronte di nuove imprese che vi si affiliano ve ne possono essere altre che disdicono il proprio contratto. Malgrado ciò, gli istituti di previdenza operano di regola in una prospettiva di lungo periodo, per cui rientrano in linea di massima tra i potenziali investitori in *venture capital*.

4.2 Posizioni di massima dei vari attori sulla mozione e sugli investimenti in *venture capital*

4.2.1 Fornitori di *venture capital*

Nei colloqui con il gruppo di lavoro e durante i workshop, i fornitori di *venture capital* hanno affermato che oggi non vi sono fondi sufficienti per creare in Svizzera un ambiente favorevole alla crescita di nuove imprese attive nelle tecnologie di punta. Se da un lato sovente è possibile ottenere un capitale iniziale (fino a circa 1 mio. fr.), la raccolta di fondi supplementari (fino a 10 mio. fr.) in grado di garantire l'ulteriore sviluppo ed espansione dell'impresa risulta spesso più difficile o richiede più tempo, il che si ripercuote negativamente sulla prosperità del Paese a

medio e lungo termine. La carenza di capitali ostacola la nascita di nuove imprese che potrebbero contribuire in misura sostanziale al rinnovamento e allo sviluppo dell'economia. Secondo i fornitori di *venture capital*, visto il livello di eccellenza della ricerca scientifica in Svizzera, le possibilità economiche su questo fronte sarebbero notevoli, ma la mancanza di fondi spinge molti giovani imprenditori a lasciare la Svizzera e a trasferirsi in altri Paesi dove la disponibilità di capitale di rischio è maggiore. Per i fornitori di *venture capital*, un fondo per il futuro con una sufficiente dotazione di capitale oppure un insieme di fondi contribuirebbero in misura decisiva allo sviluppo del *venture capital*, al rinnovamento dell'economia e quindi anche alla creazione di nuovi posti di lavoro in Svizzera. Secondo la loro idea iniziale, alcuni sostenitori di questa proposta¹¹ suggerivano in effetti di destinare una determinata percentuale, crescente negli anni, dei nuovi capitali confluiti negli istituti di previdenza a questo fondo per il futuro. Il denaro raccolto sarebbe servito ad alimentare un fondo di fondi che avrebbe investito nelle società di *venture capital*. Nel corso della discussione, tuttavia, l'idea di obbligare per legge gli istituti di previdenza a investire in *venture capital* è stata ridimensionata.

4.2.2 Istituti di previdenza

Per gli istituti di previdenza, iniziative private come ad esempio un fondo diversificato di *venture capital* svizzero vanno salutate con favore, in quanto arricchiscono il ventaglio di potenziali investimenti. Per legge, questi istituti devono dare la priorità agli assicurati e, di conseguenza, al rendimento e ai rischi legati agli investimenti, di fronte ai quali gli interessi del settore del *venture capital* passano in secondo piano. Per questo motivo hanno fermamente respinto i chiari tentativi iniziali di alcuni rappresentanti del settore di introdurre un obbligo legale. Pur ritenendo che sia un loro compito valutare prodotti interessanti e, in caso di valutazione positiva e in presenza della necessaria capacità di rischio, investirvi, le casse pensioni tengono tuttavia a precisare che il sostegno all'economia non rientra tra i propri compiti. Un impegno di questo tipo graverebbe ulteriormente sul sistema della previdenza professionale, già costretto a far fronte all'aumento delle aspettative di vita, ai tassi d'interesse ai minimi storici e a requisiti legali molto rigidi.

Gli istituti di previdenza ritengono che gli investimenti in *venture capital* quale categoria o sottocategoria d'investimento siano molto impegnativi dato che richiedono notevoli competenze specialistiche, di cui la maggioranza di essi non dispone. Generalmente neanche gli istituti più grandi investono direttamente in questo settore, privilegiando mandati di *private equity* diversificati a livello internazionale per ridurre i rischi. Il *venture capital* ne costituisce solo una piccola quota (10–20 % circa), di cui a sua volta solo una parte viene investita in Svizzera. Anche se ben diversificato, un fondo di *venture capital* esclusivamente svizzero viene dunque considerato un grosso rischio. Il *venture capital* è prevalentemente ritenuto più rischioso e spesso anche meno redditizio di altri investimenti in *private equity*. Per giunta, a causa del lungo orizzonte d'investimento anche il rendimento del *venture capital* rimane incerto per molto tempo.

¹¹ www.fondoperilfuturosviszero.ch

I costi elevati degli strumenti di *venture capital* potrebbero inoltre essere in contrasto con gli sforzi profusi dagli istituti di previdenza per ridurre le loro spese di amministrazione del patrimonio, soprattutto per quanto riguarda gli investimenti alternativi. La questione della mancanza di trasparenza dei prodotti attuali e della conseguente lunga incertezza riguardo alla performance degli investimenti è stata trattata esplicitamente nel secondo workshop, da cui è emerso che questa frequente scarsità di trasparenza costituisce la sostanziale differenza rispetto ad altre categorie d'investimento illiquide quali gli immobili e al contempo un ostacolo all'investimento.

4.2.3 Assicuratori sulla vita

Alcuni assicuratori sulla vita hanno effettuato fino al 2 per cento dei loro investimenti in *private equity*, di cui però il *venture capital* costituisce solo una minima parte. Come gli istituti di previdenza, anche gli assicuratori, che devono tenere conto degli interessi degli azionisti, dei soci e degli assicurati, preferiscono poter decidere liberamente le proprie strategie d'investimento senza sottostare a vincoli legali. Se e in che misura gli assicuratori sulla vita investono in *private equity* dipende dalle considerazioni che essi fanno in materia di rendimento e di rischio, nella consapevolezza dell'ottica di lungo periodo di tali operazioni. Gli investimenti in questo settore seguono una logica di diversificazione internazionale; un portafoglio limitato alla Svizzera o che include al massimo i Paesi limitrofi è considerato più rischioso di uno diversificato a livello globale.

4.2.4 FINMA

La FINMA si pone in maniera neutrale nei confronti degli investimenti in *venture capital* degli assicuratori sulla vita, purché siano soddisfatti i requisiti contemplati nella regolamentazione vigente, in particolare in relazione al patrimonio vincolato e al Test svizzero di solvibilità. Anche se entrambi gli strumenti limitano in modo implicito o esplicito il volume degli investimenti in *venture capital*, gli assicuratori sulla vita non sfruttano comunque pienamente le possibilità a loro disposizione. Non sono dunque le regole esistenti a porre un freno agli investimenti degli assicuratori sulla vita in questo settore.

La FINMA è contraria a modifiche legislative che costringerebbero gli assicuratori sulla vita a operare investimenti in *venture capital*, poiché ritiene che le decisioni in materia spettino alle imprese. Inoltre, qualora venisse costituito un fondo per il futuro come richiesto dalla mozione, a suo avviso nessun singolo fornitore dovrebbe godere di un trattamento privilegiato da parte dello Stato.

4.2.5 Altri

Una grande società internazionale di revisione sottolinea i potenziali effetti positivi di un simile fondo per il futuro ai fini del finanziamento della quarta rivoluzione industriale, ad esempio nel settore della tecnofinanza (FinTech).

Le società di consulenza degli istituti di previdenza hanno fatto notare che questi ultimi presentano spesso già oggi una tendenza a investire in misura più che proporzionale in Svizzera. Per questo motivo, nel settore di nicchia del *private equity* gli istituti di previdenza preferirebbero strumenti a forte diversificazione internazionale. A loro avviso il rendimento dipende notevolmente dal momento del lancio e raramente si sono registrati extra-rendimenti rispetto alle azioni di società quotate a bassa capitalizzazione. Gli investimenti in *venture capital* vanno seguiti anche se delegati a un fondo di fondi. I prodotti in questione sono complessi e costosi. Infine possono sorgere problemi in caso di liquidazione parziale dell'istituto di previdenza, ad esempio a causa di una ristrutturazione dell'impresa del datore di lavoro. In questo contesto la generale difficoltà di valutazione degli investimenti in *venture capital* rappresenta una difficoltà.

5 Condizioni relative alla regolamentazione

5.1 Regolamentazione degli istituti di previdenza

Le disposizioni in materia di investimenti per gli istituti di previdenza professionale sono relativamente liberali, vale a dire lasciano agli istituti di previdenza la flessibilità necessaria, ponendo l'accento sulla loro responsabilità, e si ispirano al principio dell'investitore prudente («prudent investor»). In questo contesto assume un'importanza centrale l'articolo 50 dell'ordinanza del 18 aprile 1984¹² sulla previdenza professionale per la vecchiaia, i superstiti e l'invalidità (OPP 2), che prescrive in particolare il rispetto degli obblighi di diligenza, una sufficiente diversificazione degli investimenti e una politica d'investimento compatibile con la capacità di rischio. Gli investimenti alternativi possono ammontare al massimo al 15 per cento del patrimonio totale¹³; con una semplice motivazione da parte dell'organo responsabile dell'istituto di previdenza tale limite può però essere superato. Anche gli investimenti in *venture capital* rientrano in questa categoria. Per il resto, gli istituti di previdenza godono di un'autonomia relativamente ampia per quanto riguarda il collocamento dei propri capitali. Secondo gli istituti stessi, in effetti, non sono le prescrizioni menzionate in precedenza a costituire il principale ostacolo agli investimenti in *venture capital*, ma è piuttosto la spesso cattiva reputazione degli investimenti alternativi a ripercuotersi anche su questa sottocategoria.

¹² RS 831.441.1

¹³ Cfr. art. 55 OPP 2

5.1.1 Trasparenza delle spese

Al fine di una maggiore trasparenza, nel quadro della riforma strutturale della previdenza professionale i requisiti stabiliti dall'articolo 48a OPP 2 riguardo all'indicazione delle spese di amministrazione degli istituti di previdenza sono stati resi più restrittivi. In base all'articolo 48a capoverso 3 OPP 2, gli investimenti per i quali non è possibile indicare le spese di amministrazione del patrimonio nel conto d'esercizio vanno ora indicati singolarmente nell'allegato al conto annuale. Se non è possibile alcuna indicazione, gli investimenti sono considerati non trasparenti. In breve tempo questa regola ha garantito una pressoché totale trasparenza delle spese nel settore degli investimenti patrimoniali¹⁴. Per capire se un prodotto sia o meno trasparente, si considerano anche direttive di calcolo delle spese emanate da associazioni di categoria. In tutti i settori d'investimento, tali direttive prevedono alcuni principi fondamentali. Uno di essi è che il calcolo delle spese va effettuato in rapporto al patrimonio netto investito e in effetti anche le direttive di calcolo della SECA si basano sul valore netto d'inventario (*net asset value*, NAV) e non sui capitali impegnati (i cosiddetti *commitments*) degli investitori. Per gli investimenti in *venture capital* è naturale che all'inizio venga versata solo una parte del capitale impegnato. Ne consegue che il NAV può essere notevolmente inferiore ai capitali impegnati, per cui in una prima fase le spese di amministrazione risultano relativamente elevate.

Nel caso del *venture capital*, dopo il lancio del prodotto occorre ricercare ed esaminare potenziali investimenti. Una volta che il prodotto ha raggiunto la metà della sua durata, i primi investimenti vengono rimborsati; tuttavia le spese si mantengono perlopiù sullo stesso livello per tutto il suo ciclo di vita. La gestione dei fondi di *venture capital* risulta impegnativa sin dalle prime fasi (valutazione dei potenziali investimenti), anche se le somme investite sono ancora modeste. Poiché gli indici di spesa sono calcolati in rapporto al patrimonio investito, all'inizio e alla fine del ciclo di vita del prodotto essi raggiungono livelli elevati. Sebbene ogni investitore ne sia a conoscenza, le relative ragioni non appaiono sempre evidenti e necessitano eventualmente di una spiegazione. Per questo motivo, alcuni fornitori di *private equity* e in particolare di *venture capital* vorrebbero che le spese non venissero più indicate in relazione al NAV, ma in rapporto al capitale impegnato che di norma rimane stabile. In questo modo si violerebbero però gli attuali principi fondamentali delle direttive di calcolo delle spese nella previdenza professionale e si renderebbe più difficile la comparazione dei costi delle diverse categorie d'investimento, cosicché il livello di trasparenza delle spese oggi raggiunto nell'ambito della previdenza professionale diminuirebbe nuovamente. Secondo l'articolo 48a capoverso 1 lettera b OPP 2, tuttavia, gli istituti di previdenza sono tenuti a indicare imperativamente solo le spese aggregate di amministrazione del patrimonio. Questo significa che le spese dei prodotti (in relazione al capitale investito) confluiscono sì nella somma aggregata, ma non vanno necessariamente indicate separatamente. Se il prodotto non è trasparente, logicamente non vi è alcuna indicazione delle spese. Se però l'istituto di previdenza decide volontariamente di elencare le spese di amministrazione del patrimonio nel

¹⁴ In base alla statistica delle casse pensioni 2014, la quota della trasparenza dei costi era pari al 98,9 %.

settore del *venture capital*, allora è auspicabile che indichi le spese non solo in relazione al patrimonio investito, ma anche in rapporto al capitale impegnato.

5.1.2 Questioni relative alla valutazione

Per il *private equity* e il *venture capital* valgono gli stessi criteri di valutazione applicabili agli altri investimenti degli istituti di previdenza. Vige il principio basilare delle Swiss GAAP RPC secondo cui il conto annuale deve presentare un quadro fedele della situazione patrimoniale, finanziaria e reddituale. Secondo le Swiss GAAP RPC 26, la valutazione degli attivi deve essere effettuata ai valori equi della data di riferimento del bilancio, senza considerare effetti di livellamento («Glättungseffekte» o effetti di «smoothing»). Per «valori equi» si intende in linea di principio il valore di mercato alla data di riferimento del bilancio. Il valore equo dei beni patrimoniali senza un mercato regolare e pubblico deve essere calcolato sulla base dei ricavi o dei flussi finanziari attesi, tenuto conto di un tasso di capitalizzazione commisurato ai rischi, stimato mediante il raffronto di valore con investimenti simili o calcolato mediante un altro metodo generalmente riconosciuto. Se il valore equo di un bene patrimoniale non è disponibile né calcolabile con i metodi summenzionati, eccezionalmente si può applicare il valore di acquisizione deducendo le perdite di valore conosciute¹⁵.

Singoli fornitori di *venture capital* hanno proposto di dare la possibilità agli istituti di previdenza di contabilizzare gli investimenti, per un periodo massimo di dieci anni, al valore di acquisto o al valore contabile. Per giustificare tale richiesta hanno addotto la difficoltà delle valutazioni e il fatto che altrimenti nella fase iniziale dell'investimento si è costretti a computare perdite poi compensate da eventuali profitti alla fine del ciclo d'investimento. Così facendo, si violerebbe però il principio basilare della valutazione di mercato e il *venture capital* sarebbe l'unica categoria di investimenti nel portafoglio degli istituti di previdenza non valutata in base al valore di mercato. Gli standard odierni sottolineano però l'importanza di un approccio «fair value»¹⁶. Peraltro le Swiss GAAP RPC 26 consentono già di tenere conto delle difficoltà di valutazione. Se le perdite contabilizzate in una prima fase sono compensate dall'evoluzione successiva dell'investimento, la performance negli anni finali risulterà tanto più positiva.

La presentazione di valutazioni del valore equo è sicuramente un passo importante per creare trasparenza. Tuttavia, nel settore degli investimenti indiretti, per esempio fondi, questo non è sufficiente per analizzare il reale andamento degli investimenti. A tal fine è indispensabile anche un'analisi *look through*, con la quale vanno pubblicate le singole posizioni, le valutazioni disponibili con i metodi utilizzati per realizzarle, i redditi, le perdite e gli altri costi e obblighi fiscali. Attualmente spesso non lo si fa per gli investimenti indiretti. Per questo motivo, dopo diversi anni gli investitori possono trovarsi di fronte a sgradite sorprese quali modifiche delle valutazioni al momento di vendere gli investimenti. Può anche succedere che le partecipazioni

¹⁵ Cfr. spiegazioni «ad cifra 3» (punto 13) delle Swiss GAAP RPC 26.

¹⁶ Cfr. ad es. gli standard della European Private Equity and Venture Capital Association (EVCA) oppure le IPEV Valuation Guidelines.

restino illiquide, in quanto non vendibili. È dunque indispensabile migliorare la trasparenza delle posizioni, dei redditi e delle relative diminuzioni nonché delle valutazioni, se si vuole rafforzare la fiducia negli investimenti alternativi illiquidi ad esempio nel settore del *venture capital*. L'autoimposizione volontaria di un impegno in tal senso da parte dei fornitori di tali prodotti potrebbe aiutare ad aumentare la trasparenza.

5.2 Regolamentazione delle imprese di assicurazione

L'attività delle imprese di assicurazione private è disciplinata dalla legge del 17 dicembre 2004¹⁷ sulla sorveglianza degli assicuratori (LSA), dall'ordinanza del 9 novembre 2005¹⁸ sulla sorveglianza (OS) e da diverse circolari della FINMA. Tra i vari requisiti, sono soprattutto il patrimonio vincolato e il Test svizzero di solvibilità che possono influire sugli investimenti degli assicuratori sulla vita nelle start-up.

5.2.1 Patrimonio vincolato

Lo strumento del patrimonio vincolato vale per gli assicuratori diretti, incluse le filiali di assicuratori diretti esteri in Svizzera, ma non per i riassicuratori. Esso garantisce un trattamento privilegiato agli assicurati in caso di fallimento di un'impresa di assicurazione. A tale scopo, le imprese di assicurazione designano determinati attivi che in caso di fallimento saranno impiegati esclusivamente per soddisfare le pretese dei loro clienti. In questo modo, gli assicurati beneficiano di un sostrato di responsabilità il quale, in caso di fallimento dell'impresa di assicurazione, garantisce che le loro pretese vengano soddisfatte in via prioritaria rispetto a quelle di altri creditori¹⁹. Questi attivi formano il patrimonio vincolato. Il loro ammontare deve essere almeno pari all'importo legale del patrimonio vincolato, che può essere calcolato sulla base del valore degli obblighi attuariali.

Nell'assegnazione di attivi al patrimonio vincolato, l'impresa di assicurazione è soggetta a determinate limitazioni. Non tutti gli investimenti vi possono rientrare, ad esempio perché devono essere liquidi (tranne in alcuni casi eccezionali). I relativi requisiti sono stabiliti nell'OS e nella circolare della FINMA sulle direttive d'investimento per le imprese di assicurazione («Anlagerichtlinien Versicherer», d/f). Alla fine del 2016 gli attivi degli assicuratori sulla vita inclusi nel patrimonio vincolato erano pari all'83 per cento della somma di bilancio²⁰. Per gli attivi restanti, liberi da vincoli, le restrizioni relative al patrimonio vincolato non valgono. Nel quadro delle direttive d'investimento della FINMA, per quanto concerne il patrimonio vincolato il *private equity* è considerato parte degli investimenti alternativi. Per

¹⁷ RS 961.01

¹⁸ RS 961.011

¹⁹ Circolare FINMA 2016/5, «Anlagerichtlinien Versicherer», N. 23.

²⁰ Quoziente tra la somma degli attivi nel patrimonio vincolato («Gesamtwert der Deckung», 290,3 mia. fr.) e la somma degli attivi (349,7 mia. fr.) di tutti gli assicuratori sulla vita. Fonti: dati per il 2014 disponibili (in franc. e ted.) sul sito Internet www.versichererreport.finma.ch/reportportal.

poter attribuire investimenti alternativi al patrimonio vincolato, la FINMA esige che essi siano effettuati sotto forma di fondo²¹. Nell'ambito del patrimonio vincolato, un investimento diretto in imprese di *private equity* non è quindi ammesso²². Inoltre gli investimenti devono essere diversificati e la pianificazione delle liquidità dell'assicuratore deve tenere conto del fatto che gli investimenti in *private equity* sono per natura illiquidi²³. La FINMA richiede anche che le imprese di assicurazione dispongano di una strategia per gli investimenti alternativi, di personale specializzato in materia e di un sistema di gestione del rischio adeguato. Infine la quota degli investimenti alternativi sul patrimonio vincolato non può superare un certo tetto massimo. Per quanto riguarda il *private equity* valgono i seguenti limiti²⁴:

- valore di tutti gli investimenti alternativi computati: ≤ 15 per cento dell'importo legale del patrimonio vincolato;
- valore di tutti gli investimenti in *private equity* computati: ≤ 10 per cento dell'importo legale del patrimonio vincolato;
- valore di un fondo di fondi computato: ≤ 5 per cento dell'importo legale del patrimonio vincolato;
- valore di un fondo computato: ≤ 1 per cento dell'importo legale del patrimonio vincolato.

Il patrimonio vincolato di un assicuratore sulla vita potrebbe dunque essere costituito fino al 10 per cento da *venture capital*, con una limitazione dell'1 per cento per il singolo fondo.

Attualmente il *private equity* costituisce in media lo 0,7 per cento degli investimenti totali degli assicuratori sulla vita svizzeri e gli investimenti alternativi nel loro insieme raggiungono l'1,7 per cento, anche se la maggior parte delle imprese non ha effettuato alcun investimento di questo genere. I valori massimi ammontano al 2 per cento per il *private equity* e al 5 per cento per gli investimenti alternativi²⁵.

5.2.2 Test svizzero di solvibilità

Il Test svizzero di solvibilità (*Swiss Solvency Test*, SST) stabilisce il livello minimo di capitale di cui ogni impresa di assicurazione con sede legale in Svizzera deve disporre (le filiali svizzere di assicuratori esteri non sottostanno allo SST). Questa soglia minima, definita in funzione dei rischi assunti da ciascun assicuratore, è denominata capitale previsto. A esso si contrappone il capitale disponibile (il cosiddetto capitale di rischio), che non può essere inferiore al capitale previsto. Fissando questo requisito si intende ridurre le probabilità che in caso di insolvenza di un assicuratore le legittime pretese degli assicurati non possano essere soddisfatte.

²¹ Circolare FINMA 2016/5, N. 322.

²² *Ibid.*, N. 332.

²³ *Ibid.*, N. 329.

²⁴ *Ibid.*, N. 343–348.

²⁵ Studio interno della FINMA.

I rischi che un assicuratore può assumere non devono quindi superare il limite consentito dal capitale disponibile, dato che altrimenti i requisiti dello SST non sarebbero più soddisfatti. Da questo punto di vista, lo SST pone dei vincoli alle attività e agli investimenti delle imprese di assicurazione. Se esse possiedono però abbastanza capitale per coprire i propri rischi, cioè vantano una capacità di rischio sufficiente, lo SST lascia loro piena libertà di scelta. A differenza del patrimonio vincolato, esso non stabilisce infatti quote massime per le diverse categorie di investimento.

Per il calcolo del capitale previsto, lo SST tiene conto dei rischi di mercato, di credito e assicurativi. Il rischio totale non è pari alla somma dei rischi delle singole posizioni finanziarie, bensì inferiore. Ciò è dovuto alla diversificazione dei rischi, per cui occorre considerare l'entità delle dipendenze (stocastiche) delle posizioni. Il rischio è rilevato con il cosiddetto *expected shortfall*, una misura di rischio corrente.

Siccome gli investimenti in *venture capital* comportano rischi, gli assicuratori devono includere anche questi nei loro calcoli dello SST. Essi possono determinare il rischio mediante modelli propri o con l'aiuto del modello standard SST, in cui la modellizzazione del *private equity* nonché di altri investimenti e parametri del mercato dei capitali è calibrata sulla base di serie storiche di dati.

Avvalendosi del modello standard SST e con l'aiuto di un esempio, è possibile stimare approssimativamente di quanto deve crescere il capitale previsto di un assicuratore sulla vita se quest'ultimo aumenta i propri investimenti in *private equity* e specialmente in *venture capital*. Supponiamo un portafoglio che, sul fronte degli attivi, sia composto per il 76 per cento da obbligazioni, per il 3 per cento da azioni, per il 12 per cento da immobili e per il restante 9 per cento da mezzi liquidi e altre voci, il che corrisponde alla media per gli assicuratori sulla vita. Poniamo inoltre l'ipotesi, rilevante ai fini del rischio di fluttuazione del tasso d'interesse, che la durata degli attivi a tasso fisso sia di 8 anni e quella degli obblighi attuariali di 12 anni, e che la metà delle posizioni a tasso fisso presenti un rischio di credit spread in relazione a un rating di classe A. In un caso del genere, in base al modello standard il capitale previsto cresce di 0.4 franchi (considerando la diversificazione dei rischi) per ogni franco che l'assicuratore trasferisce dai mezzi liquidi al *venture capital*.

In aggiunta, la FINMA ha condotto un'indagine su un campione di imprese reali, allo scopo di analizzare come si modificherebbe il rischio di mercato di un assicuratore che non ha ancora investito nel *private equity* qualora impiegasse l'1 per cento dei propri capitali in questo settore. Utilizzando il modello standard SST, si è riscontrato che il rischio di mercato crescerebbe tra il 3 e il 5,6 per cento, con una media del 4,5 per cento per gli assicuratori non vita e del 5,5 per cento per gli assicuratori sulla vita. Il capitale previsto totale aumenterebbe però meno del rischio di mercato, poiché quest'ultimo si diversifica ancora con il rischio attuariale.

5.2.3 Valutazione degli attivi

La valutazione degli attivi e degli obblighi per il patrimonio vincolato e lo SST non è necessariamente identica. Mentre per lo SST occorre considerare in ogni caso (quindi anche per il *private equity*) il valore di mercato, al fine del calcolo del patri-

monio vincolato²⁶ le posizioni di *private equity* vanno computate «al massimo al valore di mercato»; inoltre, per queste ultime ogni trimestre è necessario determinare il valore netto d'inventario.

5.3 Questioni fiscali: compensazione delle perdite

Per il settore del *venture capital*, la questione della compensazione delle perdite assume una rilevanza notevole. Nei primi anni, i conti delle start-up presentano spesso un disavanzo e quindi per gli investitori è importante poter compensare queste perdite negli anni successivi in cui generano profitti. Per questo motivo, il settore del *venture capital* chiede che le passività siano deducibili fiscalmente per un periodo fino a 20 anni a livello federale, cantonale e comunale.

Nel quadro della procedura di consultazione sulla Riforma III dell'imposizione delle imprese (RI imprese III), il Consiglio federale ha tra l'altro proposto di adeguare le regole applicabili alle imprese in materia di compensazione delle perdite. Da un lato ha ventilato la soppressione del termine esistente di sette anni, il che avrebbe permesso di compensare le perdite con profitti futuri senza limiti di tempo, e dall'altro l'obbligo per le imprese di tassare il 20 per cento dell'utile netto annuo ante compensazione delle perdite.

Nel suo parere in risposta alla mozione Derder 16.3863 «Permettere una compensazione delle perdite illimitata nel tempo», il Consiglio federale si è detto disposto a prevedere, nell'ambito di una revisione fiscale futura, una compensazione delle perdite illimitata nel tempo per tutte le imprese, combinata a un'imposizione minima, che il Dipartimento federale delle finanze (DFE) avrebbe nuovamente valutato, insieme con altre misure, nel quadro di un mandato di verifica sull'evoluzione del diritto svizzero in materia di fiscalità delle imprese.

6 Costatazioni

Dai riscontri ottenuti nel corso dei colloqui e durante i workshop e dal rapporto redatto in adempimento del postulato Derder 13.4237 sono emersi i punti esposti di seguito.

Dal rapporto in adempimento del postulato Derder 13.4237 è emerso che la situazione delle giovani imprese a forte crescita è positiva o molto positiva in Svizzera. Quest'ultima rientra tra i Paesi con le migliori condizioni quadro per le attività imprenditoriali e registra un numero di giovani imprese a forte crescita per abitante nettamente superiore a quello della maggior parte degli altri Paesi oggetto del confronto. Considerata la buona qualità delle imprese fondate, il basso tasso di fondazione assume scarso rilievo. Il mercato svizzero dei capitali di rischio presenta una notevole apertura internazionale, con ingenti flussi finanziari e investimenti in entrata e in uscita. In termini di quota media degli investimenti in capitale di rischio rispetto al PIL, tra il 2013 e il 2017 la Svizzera occupava il quinto posto in Europa.

²⁶ Circolare FINMA 2016/5, N. 349.

Ciononostante, il mercato del capitale di rischio può ancora essere sviluppato, poiché questa quota è nettamente inferiore a quelle di Israele e degli Stati Uniti. Le modalità per sfruttare e promuovere il potenziale delle start-up svizzere non sono oggetto del presente mandato, ma sono ampiamente trattate nel rapporto in adempimento del postulato Derder 13.4237, che espone le misure già decise e i potenziali ambiti d'intervento futuri, in particolare nel settore delle imposte sul capitale e sulla sostanza nonché per quanto concerne l'esame della compensazione delle perdite, gli ostacoli all'accesso al settore FinTech, la fondazione di imprese, il miglioramento delle condizioni quadro nell'ambito dell'economia digitale o di un'eventuale collaborazione con il Fondo d'investimento europeo. Una delle misure proposte è la valutazione di possibili miglioramenti delle condizioni quadro per gli investimenti in start-up da parte delle casse pensioni.

In un contesto caratterizzato da tassi d'interesse negativi, gli investimenti in *private equity* e quindi anche in *venture capital* costituiscono, rispetto ad altri tipi come ad esempio quelli in azioni, obbligazioni e immobili, un'opzione che gli istituti di previdenza e altri investitori sono disposti a prendere in considerazione. Nella situazione attuale, strumenti finanziari di questo tipo potrebbero attrarre un volume crescente di capitali, a condizione però di soddisfare le esigenze degli investitori.

Il presupposto per effettuare investimenti poco liquidi come quelli in *private equity* in generale e in *venture capital* in particolare è un orizzonte d'investimento a lungo termine. Se tale condizione è adempiuta, si può ambire a ottenere un premio di illiquidità, vale a dire una remunerazione per aver vincolato il capitale a lungo termine. Per gli istituti di previdenza, come per molte altre categorie di investitori, l'impiego di capitali a lungo termine è in linea di principio possibile.

A causa della loro complessità, gli investimenti in *private equity* e *venture capital* risultano assai impegnativi e richiedono conoscenze specializzate. Fondi di fondi diversificati o strutture analoghe le mettono a disposizione, preoccupandosi della selezione, della gestione e della supervisione degli investimenti. Questi servizi devono però essere remunerati.

Singoli istituti di previdenza investono già da parecchio tempo in mandati di *private equity* ampiamente diversificati a livello internazionale. In parte hanno dovuto «pagare pegno» per questa scelta subendo perdite: se negli anni 1990 il rendimento degli investimenti in *private equity* è stato superiore alla media, negli anni 2000 è stato inferiore. Inoltre una simile politica d'investimento richiede notevoli risorse: alcuni istituti hanno dovuto accumulare l'apposito know-how al proprio interno. Questo know-how sarebbe necessario anche in caso di creazione di un fondo per il futuro, dato che gli istituti devono selezionare e sorvegliare con cura i fornitori di servizi esterni. A lungo termine tali investimenti possono però risultare redditizi e, data la loro diversificazione, sono in grado di offrire un profilo di rischio e di rendimento interessante anche agli istituti di previdenza. Per questo motivo, un fondo di *private equity* internazionale con una buona performance e una certa preponderanza del *venture capital* svizzero potrebbe soddisfare le loro esigenze. Tocca ai fornitori di *venture capital* discutere direttamente questi aspetti con i loro potenziali clienti, ossia gli istituti di previdenza.

L'interesse finora limitato degli investitori svizzeri per il venture capital in Svizzera è probabilmente anche dovuto al fatto che le indicazioni sulle performance (storiche) dei relativi strumenti finanziari sono discordanti. Manca una panoramica sui rendimenti e i dati necessari non sono accessibili al pubblico. In generale, la trasparenza riguardo agli effettivi, alle valutazioni, ai redditi e, in parte, ai costi resta ampiamente insufficiente. Uno sforzo da parte dei fornitori di venture capital e della loro associazione a favore di una maggiore trasparenza in quest'ambito sarebbe auspicabile.

In Svizzera le possibilità d'investimento in fondi (specializzati) di *venture capital* non mancano. Poiché però scegliere tra questi fondi è assai impegnativo, persino i grandi istituti di previdenza di norma non investono direttamente in fondi del genere, ma privilegiano gli investimenti indiretti in fondi di fondi ampiamente diversificati.

Non da ultimo sulla base della mozione Graber sono sorte diverse iniziative private per lanciare prodotti nel settore del *venture capital* svizzero. Già in occasione del primo workshop è stato presentato un progetto denominato «Swissfund». Esistono poi già prodotti diversificati come quelli proposti dalla fondazione d'investimento Renaissance PMI, specializzata negli investimenti di private equity nell'industria tecnologica svizzera e nelle PMI, che tra la sua clientela annovera esclusivamente istituti di previdenza. Nel gennaio 2017 il gruppo internazionale di private equity Adveq ha creato, con la fondazione d'investimento IST, uno strumento di private equity con una sovrapponderazione in venture capital svizzero. In occasione del secondo workshop sono state presentate proposte di prodotti da parte di Reichmuth & Co. («Zukunftsfonds»), Aravis SA (Swissfund), Lyrique e Partners Group.

Spesso però anche gli strumenti diversificati di *venture capital* svizzero sono considerati non abbastanza diversificati dagli istituti di previdenza, da un lato per la loro concentrazione geografica e dall'altro perché il *venture capital* rappresenta solo una sottocategoria del *private equity*.

Un obbligo a investire in *venture capital*, come proposto da alcuni fornitori di questo settore, viene respinto dagli istituti di previdenza. In quelli che vantano una dimensione sufficiente per operare investimenti del genere, le decisioni di investire o meno in *private equity* e *venture capital*, ed eventualmente in quale forma, sono prese dagli organi supremi a composizione paritetica, e quindi godono di un ampio sostegno e legittimazione. Se i rappresentanti degli assicurati rifiutano d'impiegare il loro capitale previdenziale in *venture capital*, tale decisione va rispettata. A meno che lo Stato non decida di assumersi direttamente la responsabilità per la politica d'investimento degli istituti di previdenza – il che implicherebbe una modifica radicale del sistema attuale della previdenza professionale –, a questi ultimi non devono essere imposti rischi specifici in materia di investimenti.

A causa degli elevati rischi di perdite insiti negli investimenti in *private equity* e *venture capital*, l'obbligo di diligenza impone agli istituti di previdenza di verificare se siano disponibili dati sui rendimenti storici e se i fondi abbiano conseguito in passato buoni risultati.

Finora la comunicazione tra i fornitori di *venture capital* (e specialmente i promotori di un fondo per il futuro) e i loro potenziali clienti, vale a dire gli istituti di previdenza, è stata scarsa se non inesistente. Grazie ai due workshop è stato possibile stabilire e consolidare i contatti diretti tra questi due mondi.

La mozione Stahl 08.3702 chiedeva di offrire maggiori possibilità di scelta agli assicurati per quanto riguarda l'investimento dei capitali della previdenza professionale. In questo modo, nell'ambito della previdenza sovraobbligatoria gli assicurati potrebbero optare per una strategia d'investimento che comprenda anche una certa quota di *venture capital*. L'adeguamento della legge del 17 dicembre 1993²⁷ sul libero passaggio (art. 19a LFLP) è stato approvato in votazione finale il 18 dicembre 2015. I fornitori di *venture capital* sperano quindi che in futuro le casse diano agli assicurati la possibilità di investire in *venture capital* svizzero.

Da un sondaggio effettuato durante il primo workshop emerge che secondo il 25 per cento dei rappresentanti degli istituti di previdenza presenti questa iniziativa ha aumentato le probabilità che tali istituti investano in *venture capital*. Il 13 per cento ritiene che ciò potrebbe forse accadere, mentre per il 63 per cento non cambierà nulla. Esiste quindi un certo potenziale per maggiori investimenti in questo settore.

7 Conclusioni e prossimi passi

7.1 Nessuna attuazione di un fondo per il futuro centralizzato

L'idea di base di un fondo per il futuro è comprensibile e in linea di massima condivisibile. Un tale fondo di fondi ampiamente diversificato includerebbe una serie di subfondi considerati promettenti e sarebbe gestito da persone altamente specializzate. Grazie alle sue dimensioni, da un lato potrebbe mettere a disposizione il capitale di cui necessitano i fondi specializzati di *venture capital* e, dall'altro, realizzare economie di scala.

Gli istituti di previdenza amministrano il capitale dei loro assicurati. Il loro compito è di investirlo in modo da garantire la sussistenza ai loro assicurati una volta che essi hanno raggiunto l'età pensionabile, nel rispetto del dovere fiduciario della diligenza e tenendo conto di tutti i fattori rilevanti tra cui il rendimento, il rischio e la capacità di rischio. Gli istituti di previdenza sono quindi tenuti a soddisfare l'obiettivo previdenziale degli assicurati. Naturalmente i loro responsabili e gli assicurati sono lieti se riescono a contribuire alla promozione dell'economia, ma ciò non rientra tra i loro compiti.

Gli istituti di previdenza operano inoltre autonomamente e sotto la propria responsabilità nell'ambito dell'amministrazione del patrimonio. La partecipazione a investimenti in *venture capital* deve dunque avvenire su base volontaria. La valutazione dei relativi prodotti rientra tra gli obblighi degli istituti di previdenza e degli investitori. Per gli istituti di previdenza è importante che siano disponibili prodotti concreti che possono valutare. Lo Stato non deve fare pressioni sulle casse affinché investano in determinati settori, dato che non si tratta di denaro pubblico ma dei soldi degli assicurati.

²⁷ RS 831.42

Gli istituti di previdenza non hanno interesse a investire una quota fissa del proprio patrimonio in *venture capital* svizzero, come auspicato in parte dai fautori di un fondo per il futuro. La loro strategia d'investimento dipende in ultima analisi dalla loro capacità di rischio, che può mutare nel tempo, esattamente come la valutazione dei rendimenti attesi e dei rischi di determinati investimenti e categorie d'investimento. Per questo motivo le casse pensioni potrebbero decidere di investire una certa somma in questo settore per un determinato periodo, senza però alcuna garanzia di rinnovare il loro impegno alla sua scadenza.

Indicazioni chiare e coerenti sui rendimenti storici del *venture capital* svizzero potrebbero garantire una maggiore trasparenza. Dati positivi potrebbero favorire gli investimenti nei rispettivi settori. In altri ambiti, la pubblicazione dei dati di questo tipo costituisce già la norma (ad es. rapporto della Conferenza degli amministratori di fondazioni d'investimento [KGAST] sulla performance delle fondazioni d'investimento)²⁸. Gli investimenti illiquidi e a lungo termine presuppongono inoltre molta pazienza da parte degli investitori. Il loro andamento dipende dai modelli di valutazione applicati e i redditi e le perdite spesso non sono visibili. Un elevato grado di trasparenza per quanto concerne le posizioni, le valutazioni, i redditi e le perdite nonché i costi, imposte comprese, può ridurre l'incertezza degli investitori e agevolare le loro decisioni, il che a sua volta permette di abbassare i costi d'informazione.

La mozione in esame incarica il Consiglio federale di proporre un fondo per il futuro organizzato e gestito secondo i principi dell'economia privata. Essa non prevede quindi che lo Stato sia coinvolto nell'organizzazione e nel finanziamento del fondo. Mediante il suo operato, i colloqui con i vari attori e i workshop, il gruppo di lavoro ha voluto sensibilizzare gli istituti di previdenza sulle opportunità offerte dal *venture capital* svizzero. I riscontri ottenuti hanno mostrato che ha ampiamente raggiunto tale obiettivo. Al contempo è probabilmente riuscito anche ad accrescere la consapevolezza dei fornitori di *venture capital* in merito alle esigenze degli istituti di previdenza. Il vertice svoltosi sotto la guida di due consiglieri federali ha permesso di consolidare ulteriormente la comprensione reciproca e rafforzare le attività dell'economia privata. In occasione del workshop del maggio 2017 agli istituti di previdenza sono state presentate diverse proposte concrete di prodotti. I colloqui e il workshop hanno inoltre permesso ai fornitori di *venture capital* e ai potenziali investitori in questo settore di incontrarsi. In alcuni casi, il gruppo di lavoro ha svolto una funzione di apripista; nuovi prodotti sono in fase di studio. Sotto questo aspetto, sono quindi stati compiuti i primi passi nella direzione auspicata dalla mozione.

Già oggi esistono strumenti che consentono di investire nel *venture capital* svizzero, tra cui singoli fondi focalizzati su determinati settori (ad es. l'industria farmaceutica) che investono principalmente in Svizzera ed eventualmente nei Paesi confinanti. Per le casse pensioni esiste per esempio la fondazione d'investimento Renaissance PMI, la quale oltre che in *venture capital* investe anche in PMI svizzere. Anche la fondazione d'investimento IST offre un gruppo d'investimento nel settore *private equity/venture capital*. Per quanto concerne l'offerta di fondi di fondi ampiamente diversificati per la Svizzera, il mercato ha invece ancora un largo margine di am-

28 www.kgast.ch

pliamento. Va però sottolineato che una limitazione al territorio nazionale può apparire auspicabile nell'interesse della piazza economica svizzera, ma non lo è necessariamente sotto il profilo strettamente economico. Gli investitori guardano soprattutto al potenziale di un'impresa più che alla sua ubicazione. Privilegiare una determinata regione può offrire dei vantaggi (migliore conoscenza del contesto), ma presenta anche svantaggi (minore diversificazione, focalizzazione su un solo mercato).

Dalle discussioni durante i workshop è emerso che gli istituti di previdenza non considerano necessario o addirittura respingono il modello di un fondo per il futuro unico e centralizzato. Pur salutando in linea di principio con favore ogni nuova opportunità d'investimento, nel corso dei colloqui hanno più volte ribadito che, per ragioni legate ai rischi e ai rendimenti, il *venture capital* non rappresenta una priorità nell'ambito del *private equity*. Gli istituti di previdenza privilegiano in effetti strumenti finanziari a vocazione internazionale che includono diverse sottocategorie di *private equity*. Anche sotto il profilo della concorrenza, dare sistematicamente la preferenza a un unico offerente privato di fondi di *venture capital* (ad es. un fondo per il futuro) sarebbe poco vantaggioso per tali istituti, e inoltre va evitata una disparità di trattamento a danno di altri operatori con le carte in regola che sono già presenti sul mercato: occorre dare le stesse possibilità a tutti i fornitori.

Sebbene la Svizzera vanti condizioni quadro vantaggiose, come una ricerca di qualità riconosciuta, un elevato numero di imprese a forte crescita in rapporto al numero di abitanti²⁹ e una piazza economica molto competitiva, può essere economicamente sensato porre maggiormente l'accento su investimenti in *venture capital* in Svizzera. Diversi fornitori stanno ormai lavorando a progetti tesi a soddisfare potenziali esigenze d'investimento in tal senso.

7.2 **Raccomandazioni per la futura regolamentazione degli istituti di previdenza**

La regolamentazione attuale consente agli istituti di previdenza di investire in *venture capital*. Gli istituti devono adempiere i loro obblighi di diligenza e tenere conto della loro capacità di rischio, ma per il resto godono di un'ampia autonomia nella scelta degli investimenti. Il gruppo di lavoro suggerisce di approfondire gli aspetti esposti qui di seguito.

Indicazione delle spese di amministrazione dei fondi: agli istituti di previdenza è consentito, in una forma adeguata, di indicare sistematicamente le spese per gli investimenti in *venture capital* anche in rapporto al capitale impegnato. Questi dati andranno però forniti in modo tale da non essere confusi con le indicazioni attualmente richieste.

Iscrizione a bilancio al valore di mercato: per la valutazione degli investimenti in *venture capital* esiste già oggi una grande flessibilità. In mancanza di valori di mercato, si può ricorrere a modelli e stime. Se nemmeno questo è possibile, si può fare ricorso al valore di acquisto, previa deduzione di eventuali rettifiche di valore

²⁹ Ecoplan, *Statistische Grundlagen zu Neugründungen und wachstumsstarken Unternehmen*, studio commissionato dalla SECO, Berna 2016.

prevedibili. Abbandonando il sistema dell'iscrizione a bilancio al valore di mercato mediante l'indicazione del valore contabile, diventerebbe possibile occultare eventuali perdite, violando il principio della valutazione aderente alla realtà. Ciò è inaccettabile. Gli istituti di previdenza, i loro assicurati e i datori di lavoro desiderano essere informati tempestivamente sull'andamento attuale degli investimenti. Il gruppo di lavoro auspica quindi che il principio della valutazione al valore di mercato non venga indebolito.

Le informazioni su redditi, posizioni, rischi, metodi di valutazione e costi (attuali e storici) degli investimenti in *venture capital* vanno rese più accessibili da parte dei fornitori stessi o delle loro associazioni di categoria. La disponibilità di informazioni non solo favorisce il processo di selezione dei fornitori, ma in più a medio-lungo termine incrementa l'attrattiva di varie tipologie di investimenti e dei relativi prodotti finanziari. In ultima analisi, una scarsa trasparenza in un determinato settore porta a privilegiarne altri che offrono rendimenti simili oppure a esigere un rendimento maggiore. Se i relativi dati sono positivi, ciò potrebbe stimolare la domanda, a maggior ragione in un contesto di bassi tassi d'interesse. Un'iniziativa dei fornitori su base volontaria sarebbe sicuramente auspicabile in questo settore.

Libertà di scelta degli assicurati nel regime sovraobbligatorio: grazie alla modifica del 18 dicembre 2015³⁰ della legge sul libero passaggio, nell'ambito della previdenza professionale sovraobbligatoria sarà possibile offrire agli assicurati diverse strategie d'investimento. In questo modo essi potranno influenzare tali strategie, ma dovranno anche farsi carico dei relativi rischi. Nel regime sovraobbligatorio la capacità di rischio degli assicurati è maggiore e l'assunzione di rischi può creare opportunità di rendimenti più elevati. Ciò può garantire nuovi sbocchi ai fornitori di fondi diversificati di *venture capital* in collaborazione con gli istituti della previdenza sovraobbligatoria.

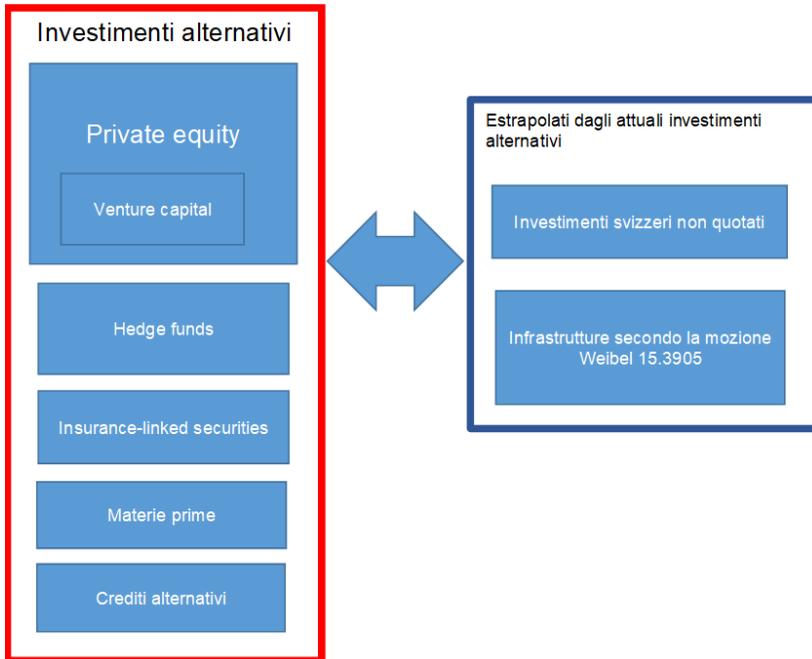
Adeguamento delle prescrizioni in materia d'investimento nella previdenza professionale: come già rilevato dal Consiglio federale nel parere in risposta alla mozione Graber e confermato dalle casse pensioni nel quadro di diversi colloqui, le prescrizioni vigenti in materia permettono già oggi agli istituti di previdenza di operare investimenti nel settore del *venture capital*. La principale limitazione alla quota di investimenti ad alto rischio è la capacità di rischio degli istituti di previdenza. Già oggi essi investono molto nel settore ad alto rischio: la ripartizione del loro patrimonio è di circa il 30 per cento in azioni, l'8,5 per cento in investimenti alternativi (compreso un 1,5 % in *private equity*), circa il 40 per cento in crediti e quasi il 20 per cento in immobili (più investimenti misti). Gli istituti di previdenza non presentano la capacità di rischio necessaria per notevoli rischi supplementari. Secondo stime dell'UFAS, a fine maggio 2018 il loro grado di copertura medio era di circa il 106 per cento e quello delle casse senza garanzia dello Stato di circa il 110 per cento. Rispetto ai rischi assunti le riserve di fluttuazione sono ancora insufficienti. Le casse possono quindi soltanto ristrutturare la ripartizione dei loro investimenti rischiosi, passando ad esempio da azioni a *private equity*.

Considerata la limitata capacità di rischio, gli istituti di previdenza hanno un margine d'azione contenuto per quanto riguarda investimenti supplementari in capitale di rischio/*venture capital*. Il Consiglio federale si dichiara pertanto favorevole a concedere un'agevolazione mirata nel settore del *venture capital*/degli investimenti non quotati mirata in modo specifico a favorire investimenti locali/svizzeri. Data la somma di bilancio degli istituti di previdenza (824 mia. fr. alla fine del 2016), anche solo lievi modifiche negli investimenti potrebbero avere conseguenze significative per questo mercato relativamente piccolo. Un ulteriore vantaggio di una tale apertura limitata sarebbe il fatto che si procederebbe solo a leggere modifiche nell'*asset allocation*, che sarebbero quindi più facilmente sostenibili per gli istituti di previdenza sotto il profilo del rischio. Va tuttavia sottolineato che in ogni caso la decisione relativa agli investimenti spetterebbe esclusivamente al singolo istituto.

Attualmente il settore degli investimenti alternativi consta (anche a livello internazionale) di diverse sottocategorie d'investimento provenienti dai settori più svariati. Vi rientrano ad esempio le materie prime, le infrastrutture, gli hedge funds, il *private equity* e il *venture capital*, e in alcune regioni persino gli immobili. Spesso si deplora la cattiva reputazione degli investimenti alternativi, che sarebbero classificati a priori come non trasparenti, illiquidi, costosi e speculativi. Di conseguenza non si presterebbe la dovuta attenzione a possibilità d'investimento legittime. Se è improbabile che questa critica sia giustificata nel caso di investitori professionisti, d'altro canto con l'introduzione di una categoria d'investimento di dimensioni modeste, che preveda ad esempio il 5 per cento di investimenti svizzeri non quotati, la regolamentazione potrebbe attirare maggiormente l'attenzione degli istituti di previdenza su questo settore, facendo venir meno l'associazione con gli investimenti alternativi. In questo modo verrebbero inoltre adempiute le mozioni Derder 17.4286³¹ e Beglé 16.3414³² (la prima completamente e la seconda parzialmente). Questa categoria sarebbe abbastanza ampia da soddisfare integralmente l'eventuale domanda di capitale di rischio in Svizzera (cfr. anche n. 2.2), ma anche abbastanza modesta da non compromettere la sicurezza della previdenza professionale. Con prodotti trasparenti di una zona geografica locale e ben familiare nonché con le relative esperienze si potrebbero inoltre porre le basi per un maggiore impegno generale degli investitori in questi settori d'investimento.

³¹ Mo. Derder 17.4286 Incoraggiare le casse pensioni a investire in società svizzere non quotate in borsa.

³² Mo. Beglé 16.3414 Facilitare gli investimenti delle casse pensioni in società non quotate.



7.3 Progetti di strumenti di *venture capital* svizzero

In occasione del vertice del 12 ottobre 2016 e del secondo workshop, alcuni fornitori hanno presentato proposte di prodotti per investimenti in strumenti diversificati di *venture capital* svizzero. Esse puntano a un volume del fondo di *venture capital*, ampiamente diversificato, compreso tra 200 e 500 milioni di franchi. Il 2 maggio 2017 sono stati presentati i prodotti seguenti:

Fornitore	Progetto presentato
Lyrique ³³	Swiss Fund of Venture Fund
Aravis ³⁴	Swissfund
Fondazione Pro Zukunftsfonds Schweiz ³⁵	Zukunftsfonds
Partners Group ³⁶	Private markets fund for Swiss pension fund

³³ www.lyrique.com/en

³⁴ www.aravis.ch

³⁵ www.zukunftsfonds.ch

³⁶ www.partnersgroup.com/de

Al workshop era invitato anche un rappresentante dell'impresa Adveq³⁷ che, in collaborazione con la fondazione d'investimento IST, ha lanciato un prodotto di *private equity* con una quota d'investimento del 20 per cento in Svizzera³⁸, attuando così la mozione Graber, mentre alla tavola rotonda ha partecipato un rappresentante della fondazione d'investimento Renaissance³⁹, che offre già da diversi anni alle casse pensioni investimenti in PMI svizzere.

7.4 Regolamentazione delle imprese di assicurazione: nessuna modifica prevista

I requisiti relativi al patrimonio vincolato non rappresentano l'ostacolo principale agli investimenti in *private equity* degli assicuratori sulla vita. Per contro, lo SST può porre limiti in tal senso nel caso in cui la capacità di rischio di un assicuratore sulla vita sia ridotta. Se quest'ultimo aumenta i propri investimenti in *private equity*, cresce infatti anche il capitale previsto. In assenza di eccedenze per far fronte a questo rischio supplementare e all'incremento del capitale previsto, ciò rappresenta un freno. Questa restrizione, commisurata al rischio, ha ripercussioni molto maggiori dei limiti, superabili, previsti per gli istituti di previdenza, poiché le prestazioni promesse e gli obblighi finanziari di un assicuratore sulla vita devono essere in ogni momento coperti interamente con i suoi attivi, mentre un istituto di previdenza può presentare temporaneamente una copertura insufficiente o un bilancio in disavanzo. Se da un lato alcuni assicuratori sulla vita sarebbero disposti a prendere in considerazione un aumento degli investimenti in *private equity*, dall'altro il calcolo dei rischi del *private equity* nello SST si basa sulle oscillazioni registrate da questa categoria di investimenti nell'ultimo decennio e quindi sembra avere un fondamento oggettivo. Per questa ragione e al fine di evitare una disparità di trattamento a danno di altri tipi di investimenti, sarebbe inopportuno rendere meno restrittivo il calcolo dei rischi nello SST solo per il *private equity*. Ciò produrrebbe incentivi perversi e un'errata allocazione delle risorse, penalizzando le altre forme di investimento. Qualora si volessero apportare modifiche generali alle regolamentazioni concernenti lo SST, occorrerebbe tener conto di tutta una serie di fattori, tra cui in primo luogo il livello di protezione auspicato in Svizzera per i clienti e gli altri finanziatori delle imprese di assicurazione, ma anche la stabilità del sistema, il paragone con la situazione nell'UE, il rispetto degli standard internazionali in materia di assicurazioni nonché le conseguenze sui prodotti offerti e sulla composizione dei portafogli.

³⁷ www.schroderadveq.com. Nel frattempo Adveq si è fusa con Schroders.

³⁸ IST 3 Private Equity; www.istfunds.ch.

³⁹ www.renaissance.net

7.5 Compensazione delle perdite a livello fiscale

La questione della compensazione delle perdite a livello fiscale è molto importante per gli investitori e i fornitori di *venture capital*. Il Consiglio federale è disposto a esaminare nuovamente l'introduzione di una compensazione delle perdite illimitata nel tempo per tutte le imprese, abbinata a un'imposizione minima.

7.6 Prossimi passi

La mozione Graber chiede uno strumento concreto (fondo per il futuro), organizzato e gestito secondo i principi dell'economia privata. Nel frattempo sono stati presentati diversi prodotti e uno è stato realizzato dalla fondazione d'investimento IST. L'obiettivo della mozione di creare nuove possibilità d'investimento è pertanto raggiunto. L'organizzazione e il finanziamento (parziale) di un simile strumento da parte dello Stato non sono previsti dalla mozione e di conseguenza non sono stati esaminati. Ulteriori analisi sono state effettuate nell'ambito del postulato Derder 13.4237.

Il Consiglio federale incarica il Dipartimento federale dell'interno (DFI) di valutare, dopo l'approvazione del presente rapporto, entro un congruo termine e d'intesa con i rappresentanti del settore previdenziale, l'introduzione di un limite di circa il 5 per cento per gli investimenti svizzeri non quotati. Il DFI è inoltre incaricato di consentire agli istituti di previdenza, in una forma adeguata, di indicare sistematicamente le spese per gli investimenti in *venture capital* anche in rapporto al capitale impegnato. Questi dati andranno però forniti in modo tale da non essere confusi con le indicazioni attualmente richieste.

Il Governo rileva inoltre che sono opportuni ulteriori sforzi per migliorare la trasparenza dei prodotti e si aspetta proposte in merito da parte dei fornitori e delle loro associazioni di categoria nell'ottica di un'eventuale autoregolamentazione.

Insieme ad altre misure, il DFF valuterà nuovamente l'introduzione di una compensazione delle perdite illimitata nel tempo, abbinata a un'imposizione fiscale minima. Il relativo calendario dipenderà dall'iter della legge federale del 28 settembre 2018⁴⁰ concernente la riforma fiscale e il finanziamento dell'AVS (RFFA; in precedenza Progetto fiscale 17).

8 Proposte del Consiglio federale

Visto quanto precede, con il presente rapporto il Consiglio federale propone di togliere dal ruolo la mozione.

⁴⁰ FF 2018 5105

