

detenzione di liquidità particolarmente elevata (con un'incidenza che, seppur ridottasi nel biennio 2012-2013, alla fine di detto ultimo anno si attestava comunque a oltre un quarto delle attività totali); essa è apparsa sintomatica delle difficoltà incontrate nella gestione degli investimenti, effettuata da questo ente in forma diretta.

Nelle attività complessivamente detenute sono infine presenti polizze assicurative di Ramo I, III e V per 435 milioni di euro (0,7 per cento del totale). Le altre poste ammontano a circa 6 miliardi di euro (9,1 per cento del totale), rappresentative in prevalenza di crediti di natura contributiva; essi registrano un andamento crescente negli ultimi anni (certamente connesso anche alla crisi economica) e per taluni enti presentano una consistenza assai cospicua.

Avuto specifico riguardo agli investimenti domiciliati in Italia, si rileva che essi ammontano a 31,5 miliardi di euro, pari al 47,9 per cento delle attività totali.

I titoli di Stato italiani sono 9,2 miliardi di euro, pari al 14 per cento del totale attività (in aumento di 1,7 punti percentuali rispetto al 2012) e al 71,1 per cento del portafoglio di titoli governativi in essere.

I titoli di debito e di capitale riferibili a imprese nazionali ammontano rispettivamente a circa 1,4 miliardi di euro e 1,1 miliardi di euro. Si tratta di investimenti complessivi per 2,5 miliardi di euro pari al 3,8 per cento delle attività totali, sostanzialmente invariati rispetto all'anno precedente.

La componente domiciliata in Italia dei fondi immobiliari e di *private equity* o *venture capital* è pari rispettivamente a 7,1 miliardi di euro e a 420 milioni di euro (rappresentativi, a loro volta, del 93,7 per cento e del 61,2 per cento del valore complessivamente detenuto di tali *asset class*).

La quota più rilevante degli investimenti domestici è quella nel *real estate*, che ammonta nel complesso a circa 19,3 miliardi di euro, corrispondenti al 29,5 per cento delle attività totali; in tale aggregato sono inclusi, oltre ai fondi immobiliari, gli immobili detenuti direttamente e le partecipazioni in società immobiliari (come evidenziato in precedenza, pari rispettivamente a 11,5 miliardi di euro e a 692 milioni di euro).

Relativamente, infine, al modello gestionale impiegato per l'investimento delle risorse detenute, risulta che il 55,6 per cento di esse (5,1 punti percentuali in meno rispetto al 2012), pari a circa 36,5 miliardi di euro, è costituito da attività gestite direttamente sulla base delle determinazioni assunte dagli organi di amministrazione degli enti.

Tav. 7.2

Enti previdenziali privati di base. Distribuzione delle risorse finanziarie per modalità di gestione.*(dati di fine anno; importi in milioni di euro)*

	2012		2013	
	Importi	%	Importi	%
Attività finanziarie in gestione diretta	37.034	60,7	36.536	55,6
Attività finanziarie gestite tramite OICR e polizze assicurative	14.621	23,9	15.051	22,9
Attività finanziarie in gestione indiretta	9.405	15,4	14.123	21,5
Totale	61.060	100,0	65.710	100,0

Il 22,9 per cento, pari a circa 15 miliardi di euro, è costituito dalle attività gestite attraverso OICR, diversi da quelli mobiliari “dedicati” (vale a dire quelli di cui l’ente è sostanzialmente l’unico quotista o azionista), e polizze assicurative.

Il restante 21,5 per cento, pari a circa 14,1 miliardi di euro, è rappresentato dalle attività gestite per il tramite di appositi mandati di gestione (anche in fondi comuni di investimento) conferiti a intermediari specializzati oppure mediante OICR/comparti di OICR mobiliari “dedicati”. Tale ultima situazione è relativa a quattro enti, tre dei quali si sono avvalsi di OICR armonizzati di diritto lussemburghese; uno è invece ricorso a due OICR non armonizzati, uno di diritto lussemburghese e uno di diritto maltese (peraltro liquidato nel corso del 2014).

Le risorse la cui gestione fa capo a intermediari specializzati – vale a dire quelle rappresentate dai mandati di gestione, dagli OICR/comparti di OICR mobiliari “dedicati”, dagli altri OICR e dalle polizze assicurative – ammontano nel complesso a circa 29,2 miliardi di euro, pari al 44,4 per cento del totale attività (in crescita di 5,1 punti percentuali rispetto al 2012).

* * *

Sotto il profilo delle informazioni acquisite in merito alle modalità di definizione della politica di investimento adottata e i relativi criteri di attuazione, all’articolazione del processo di impiego delle risorse disponibili e al sistema di monitoraggio e controllo della complessiva gestione finanziaria, la rilevazione effettuata ai fini del referto inerente al 2013 ha messo in evidenza alcuni aspetti di rilievo.

Va in primo luogo rilevato che, non essendo stata ancora adottata la specifica disciplina in materia di investimenti prevista dall’art. 14, comma 3 del Decreto legge 98/2011 (*cfr. infra*), in merito ai suddetti profili sussiste nel sistema degli enti previdenziali privati di base un elevato grado di eterogeneità di comportamenti.

Nel 2013 erano dieci gli enti che disponevano di un documento interno volto alla formalizzazione e proceduralizzazione di uno o più dei profili sopra evidenziati (nella maggior parte dei casi adottato proprio nel corso dell'anno); ciò anche nell'ottica di assicurare la tracciabilità delle decisioni di investimento e di garantire la trasparenza – nei riguardi degli iscritti e dei beneficiari – dei comportamenti posti in essere nella gestione delle risorse disponibili. Nel corso del 2014, quattro di questi enti hanno peraltro provveduto a rivedere – a vario titolo – la disciplina adottata in precedenza, mentre altri due enti hanno adottato *ex novo* documenti del genere in questione. Sul punto si rileva che cinque enti – dei dodici allo stato dotati di una qualche forma di disciplina interna della materia degli investimenti – hanno ritenuto di dover sottoporre tali documenti ai Ministeri del lavoro e dell'economia ai fini dell'approvazione prevista dall'art. 3, comma 2, lettera a), del Decreto lgs. 509/1994.

Nelle more della definizione della disciplina contemplata dal citato art. 14, comma 3, del Decreto legge 98/2011, ai fini della predisposizione di tali documenti gli enti hanno ritenuto utile prendere a riferimento le “Disposizioni sul processo di attuazione della politica di investimento” adottate dalla COVIP per i fondi pensione il 16 marzo 2012 e il DM Tesoro 703/1996 recante norme sui criteri e sui limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione e sulle regole in materia di conflitti di interesse (nonché lo schema di regolamento ministeriale volto ad aggiornare dette norme, in attuazione dell'art. 6, comma 5-*bis*, del Decreto lgs. 252/2005; schema successivamente finalizzato nel DM 166/2014).

Tenuto però conto che la suddetta normativa è stata presa a riferimento dagli enti in modo del tutto volontario (non essendo infatti per essi cogente), i suoi contenuti sono stati spesso significativamente rielaborati sulla base di scelte riconducibili all'autonomia decisionale dei competenti organi degli enti medesimi. Ne è disceso che i documenti adottati si presentano allo stato assai variegati sotto l'aspetto della struttura, dei contenuti e, financo, della denominazione.

In diversi casi tali documenti si limitano a indicare i criteri da seguire per la definizione degli specifici aspetti inerenti alla politica di investimento da adottare, all'articolazione del processo di impiego delle risorse disponibili e al sistema di monitoraggio e controllo della complessiva gestione finanziaria; definizione per la quale si fa quindi rinvio alla predisposizione di ulteriori documenti.

Siffatta situazione, pur risultando connessa alla necessità di predisporre specifici elaborati attuativi di talune previsioni normative proprie degli enti in questione (come quelli recanti i “*criteri di individuazione e di ripartizione del rischio nella scelta degli investimenti così come indicati in ogni bilancio di previsione*” ai sensi dell'art. 3, comma 3, del Decreto lgs. 509/1994, oppure i piani triennali relativi agli impieghi immobiliari da adottare annualmente ai sensi dell'art. 8, comma 15, del Decreto legge 78/2010, convertito dalla Legge 122/2010), si presenta difforme rispetto a quella rilevabile per i fondi pensione alla luce delle sopra citate disposizioni COVIP del 2012. Il documento sulla politica di investimento da questi adottato rappresenta infatti la sede

unica in cui devono essere esplicitate tutte le informazioni rilevanti in materia, appunto, di politica di investimento, di processo di impiego delle risorse e di sistema di controllo.

È appena il caso di rilevare che la suddetta frammentazione delle informazioni rilevanti su diversi documenti – oltre a essere di per sé idonea a ingenerare dubbi sul rapporto tra gli stessi, anche in termini “gerarchici” – rischia di dare luogo a duplicazioni di contenuti che finiscono per complicare la rappresentazione di assetti già assai articolati. Va altresì rilevato che, avendo alcuni enti adottato la regolamentazione in questione solamente in tempi recenti, la relativa effettiva implementazione è tuttora in corso; la COVIP ne monitorerà il progressivo stato di avanzamento.

Avuto poi specifico riguardo alle modalità di definizione della politica di investimento in termini di obiettivi di rendimento perseguiti e di connessi profili di rischio, si ritiene utile evidenziare – anche alla luce dei contenuti dei documenti richiamati in precedenza – che, ferme restando le elaborazioni contemplate dal bilancio tecnico, in diversi casi è previsto il ricorso all’analisi di tipo *asset and liability management* (ALM).

Relativamente ai criteri di attuazione della politica di investimento, assai variegata si presentano le scelte operate dagli enti in merito a: le modalità di definizione della ripartizione strategica delle attività (l’*asset allocation* strategica in alcuni casi deriva dalla predetta analisi ALM, in altri dai sopra richiamati “*criteri di individuazione e di ripartizione del rischio nella scelta degli investimenti così come indicati in ogni bilancio di previsione*” di cui all’art. 3, comma 3, del Decreto lgs. 509/1994); gli strumenti finanziari investibili e gli eventuali limiti quali-quantitativi (ciò anche in considerazione della più volte richiamata assenza della disciplina contemplata dall’art. 14, comma 3, del Decreto legge 98/2011); i modelli gestionali adottati, in termini di ricorso alla gestione diretta e/o indiretta e di impiego di strategie attive e/o passive e di segmentazione del portafoglio per tener conto specificamente delle esigenze di copertura degli impegni previdenziali (ad esempio, *core-satellite*, *liability driven portfolio*).

L’assetto di *governance* degli enti in materia di investimenti si presenta variamente articolato secondo modalità definite anche in considerazione della dimensione delle attività detenute e della complessità della politica di investimento perseguita. In proposito va rilevato che, in alcuni dei documenti – richiamati in precedenza – adottati dagli enti, l’elencazione delle competenze dei diversi soggetti coinvolti nel processo di investimento delle risorse e nel sistema di controllo della complessiva gestione finanziaria è risultata non del tutto organica.

In tale assetto – che a vario titolo coinvolge tipicamente gli organi collegiali statutariamente previsti (a seconda della configurazione giuridica dell’ente, assemblea dei delegati degli iscritti e consiglio di amministrazione), il presidente, le commissioni consiliari (eventualmente distinte per componente mobiliare e componente immobiliare), il direttore generale e le strutture interne (anch’esse eventualmente distinte per componente mobiliare e componente immobiliare) – risulta assai diffuso il

ricorso ad *advisor* che sono chiamati a fornire – a supporto dell'organo di amministrazione e delle strutture operative – diversi contributi professionali in materia di investimenti (ad esempio, sull'ALM, sulla definizione dell'*asset allocation* strategica e tattica, sulla selezione degli strumenti investibili e dei gestori, sul controllo della gestione finanziaria, sul *risk management*).

A tale ultimo riguardo va rilevato che in alcuni casi è stato riscontrato un ampio ruolo svolto dal medesimo *advisor* sia nelle scelte di investimento conseguenti ai processi di selezione dei prodotti gestiti e degli strumenti investibili direttamente, sia nell'attività di controllo dei risultati che dette scelte hanno prodotto. Questa situazione, di per sé idonea a determinare potenziali conflitti di interesse, richiede l'adozione di specifici presidi organizzativi volti a evitare una siffatta circostanza, la cui efficacia dipende anche dall'effettiva capacità di analisi "critica" che le strutture interne dell'ente coinvolte nel processo di investimento sono in grado di assicurare.

* * *

Oltre all'attività di referto annuale a cui si è fatto riferimento in precedenza, la COVIP può svolgere approfondimenti su specifici aspetti della complessiva gestione finanziaria degli enti, sempre dando conto dei relativi esiti ai Ministeri del lavoro e dell'economia. Tali approfondimenti possono essere condotti anche sulla base di specifiche richieste formulate dagli stessi Ministeri.

Nel corso del 2014 la COVIP ha reso ai Ministeri la richiesta valutazione sul regolamento per la gestione degli investimenti adottato da quattro enti, due *ex* Decreto lgs. 509/1994 e due *ex* Decreto lgs. 103/1996; documenti ricevuti dai suddetti Dicasteri ai fini dell'approvazione prevista dall'art. 3, comma 2, lettera a), del Decreto lgs. 509/1994. Peraltro, nel caso dei due enti *ex* Decreto lgs. 509/1994 tale valutazione ha riguardato testi volti a rivedere regolamenti adottati in precedenza su cui i Ministeri avevano già formulato rilievi, tenendo anche conto delle osservazioni a suo tempo rappresentate dalla COVIP.

Va altresì evidenziato che per uno di questi due ultimi enti la predetta valutazione si è inserita in una più ampia analisi, sempre richiesta dai Ministeri, sulla coerenza e sull'adeguatezza del complesso di iniziative dallo stesso adottate in tempi recenti con riguardo all'attività di investimento delle proprie risorse. In tale sede la COVIP ha quindi reso una valutazione sull'assetto di *governance* degli investimenti dell'ente e ha svolto una serie di considerazioni su talune criticità riscontrate – già precedentemente segnalate ai Ministeri – nell'attività di impiego delle risorse e nella relativa modalità di contabilizzazione.

Nell'ambito delle iniziative adottate su istanza ministeriale rientra anche uno specifico parere reso ai sensi dell'art. 2, comma 4, del DM Lavoro del 5 giugno 2012. Tale disposizione prevede infatti che la COVIP esercita la propria attività di controllo sugli enti previdenziali privati di base "anche su specifica richiesta del Ministero del lavoro e delle politiche sociali e del Ministero dell'economia e delle finanze, per la

valutazione dei processi finalizzati all'assunzione, da parte dei citati Enti, di iniziative aventi natura di investimento finanziario". In particolare, detta valutazione ha riguardato un'operazione prospettata da un ente *ex* Decreto lgs. 509/1994 come un finanziamento a favore di uno schema avente lo scopo di assicurare talune prestazioni alla medesima collettività di riferimento dell'ente stesso.

Nel corso del 2014 la COVIP ha condotto alcuni approfondimenti di autonoma iniziativa, i quali hanno trovato fondamento sia in talune specifiche evidenze critiche emerse dalla rilevazione condotta ai fini del referto da rendere ai Ministeri, sia nelle informazioni disponibili grazie alle segnalazioni ricevute, anche da parte di un'Autorità di vigilanza finanziaria.

In particolare, per un ente *ex* Decreto lgs. 509/1994 l'accertamento ha interessato alcune specifiche operazioni: l'ipotesi di acquisizione diretta di un immobile, l'apporto di taluni cespiti a un fondo immobiliare "dedicato" all'ente stesso, l'investimento in un altro fondo immobiliare; inoltre, si è presa in esame la decisione di veicolare tutta la liquidità tempo per tempo disponibile a fini di investimento su una SICAV di diritto lussemburghese, sostanzialmente anch'essa "dedicata" all'ente stesso. L'istruttoria condotta ha portato a riscontrare, tra l'altro, scarsa trasparenza del processo decisionale, problematiche nella determinazione dei valori dei cespiti e inadeguatezza del sistema dei controlli; ciò in presenza, oltretutto, di strumenti finanziari strutturati e illiquidi all'interno della SICAV, pur essendo quest'ultima di natura armonizzata.

Va peraltro evidenziato che il nuovo organo di amministrazione, insediatosi negli scorsi mesi, ha superato il modello gestionale di investimento incentrato sulla SICAV a favore del conferimento di specifici mandati a diversi gestori professionali.

Per un ente *ex* Decreto lgs. 103/1996 l'accertamento ha interessato talune iniziative adottate in relazione a un fondo immobiliare "dedicato" all'ente stesso, due operazioni di *asset exchange* (volte a "scambiare", la prima, cinque obbligazioni strutturate con titoli di Stato italiani e la seconda, al contrario, titoli di Stato italiani con un'obbligazione strutturata), nonché, sotto un profilo più generale, la non adeguata composizione delle attività detenute eccessivamente sbilanciata su strumenti illiquidi (pari a oltre il 60 per cento delle attività stesse), rappresentati per lo più da fondi chiusi.

L'istruttoria condotta ha portato a riscontrare, tra l'altro, scarsa trasparenza nel processo decisionale, criticità nella modalità di contabilizzazione delle suddette operazioni di *asset exchange* e comportamenti non conformi ai principi di sana e prudente gestione; in particolare, è stata rilevata la prassi di ricorrere a operazioni di finanziamento per far fronte ai richiami connessi agli ingenti impegni assunti in termini di sottoscrizione di quote di fondi chiusi.

* * *

Nel 2014 la COVIP ha proseguito la collaborazione con il Ministero dell'economia e delle finanze finalizzata alla definizione delle specifiche disposizioni in

materia di investimenti, conflitti di interesse e banca depositaria; disposizioni che, ai sensi dell'art. 14, comma 3, del Decreto legge 98/2011, devono essere dettate appunto dal citato Ministero, di concerto con il Ministero del lavoro, sentita la COVIP.

Alla fine del 2014, il Ministero dell'economia ha sottoposto a pubblica consultazione lo schema di decreto recante tali disposizioni. Tale schema di decreto tiene conto, come previsto dalla sopra citata disposizione normativa, dei principi caratterizzanti in materia il settore dei fondi pensione (artt. 6 e 7 del Decreto lgs. 252/2005) e dell'esigenza che la gestione economico-finanziaria degli enti assicuri l'equilibrio di bilancio mediante l'adozione di provvedimenti coerenti con le risultanze dei bilanci tecnici (art. 2, comma 2, del Decreto lgs. 509/1994).

L'adozione di tale provvedimento – sul cui schema la COVIP ha di recente rilasciato il parere di competenza – favorirà certamente l'avvio di un processo di miglioramento della gestione e di omogeneizzazione dei comportamenti seguiti dagli enti sugli ambiti in questione (pur in considerazione delle specificità e complessità di ciascuno di essi), nonché l'ordinato esercizio della complessiva azione di vigilanza delle diverse Istituzioni a ciò preposte.

8. La previdenza complementare in ambito internazionale

8.1 L'evoluzione generale

Nell'anno 2014 l'economia mondiale ha proseguito la crescita in linea con il ritmo del biennio precedente. Permangono peraltro differenze tra le diverse aree economiche (*cfr. supra paragrafo 1.1*).

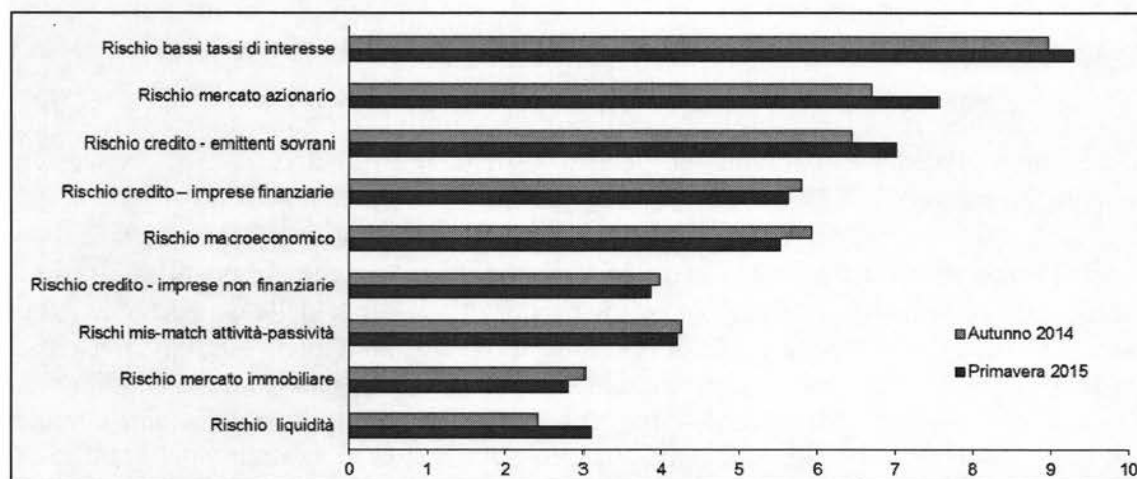
L'andamento dei mercati finanziari è stato invece in generale positivo, grazie in particolare alle misure espansive di politica monetaria adottate nelle diverse aree. Nella seconda metà dell'anno, le quotazioni hanno mostrato maggiore volatilità. I rischi di instabilità finanziaria globale permangono elevati. Fattori di potenziale instabilità sono legati alle condizioni macroeconomiche, con particolare riferimento all'attuale contesto di bassi tassi di interesse, alle tensioni geo-politiche e al protrarsi delle difficoltà economico-finanziarie registrate dalla Grecia.

I principali mercati azionari hanno ottenuto risultati generalmente positivi: l'indice delle azioni mondiali in valuta locale, calcolato tenendo conto dei dividendi, è cresciuto del 9,8 per cento. In un contesto di tassi di interesse già storicamente bassi, i rendimenti dei titoli di Stato delle economie avanzate hanno continuato a ridursi, determinando un corrispondente rialzo dei corsi. I tassi di rendimento dei titoli di Stato decennali si sono collocati a fine anno all'1 per cento nell'area dell'euro e al 2 per cento negli Stati Uniti; il rendimento dei titoli di Stato tedeschi ha toccato il minimo storico.

L'intonazione dei mercati si è riflessa sui risultati realizzati dai fondi pensione. Secondo i dati pubblicati dall'EIOPA, alla fine del 2014 i fondi pensione dei 16 paesi europei considerati nel *Financial Stability Report* (*cfr. infra paragrafo 8.2*) hanno infatti conseguito rendimenti netti positivi, in media pari all'8,6 per cento (6 per cento nel 2013). Anche con riguardo all'area OCSE, secondo i recenti dati pubblicati dall'organizzazione, i rendimenti medi dei fondi pensione, espressi in termini reali, sono stati positivi in tutti i paesi. Si rileva tuttavia una notevole dispersione dei risultati tra i diversi paesi (dall'1,3 per cento della Repubblica Ceca al 16,7 per cento della Danimarca).

Il persistere dell'andamento al ribasso dei tassi di interesse costituisce un *driver* dei risultati positivi conseguiti dai fondi pensione nell'anno di riferimento. Tuttavia, secondo le valutazioni espresse dalle autorità di vigilanza nazionali e raccolte in sede EIOPA, la prospettiva di un prolungato periodo caratterizzato da bassi tassi di interesse rappresenta il principale fattore di rischio per i fondi pensione. Tale prospettiva assume evidente rilievo per i piani a prestazione definita, giacché essa si associa all'aumento del valore degli impegni in essere relativi alle prestazioni. Essa risulta problematica anche per gli schemi a contribuzione definita, deprimendo i rendimenti dei portafogli obbligazionari; nei casi in cui gli stessi schemi garantiscano un rendimento in termini assoluti, la promessa assunta potrebbe divenire eccessivamente onerosa.

Tav.8.1

Principali fattori di rischio per i fondi pensione europei.

Fonte: EIOPA, *Financial Stability Report*, maggio 2015

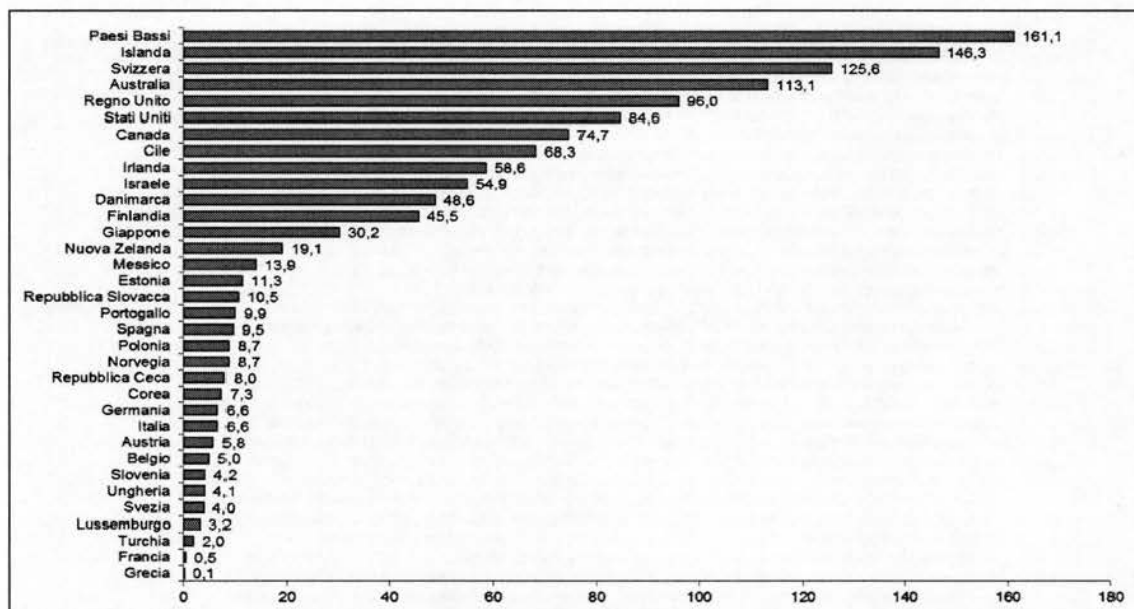
Secondo i dati preliminari disponibili, (*cfr. paragrafo 8.4*), le attività dei fondi pensione dei paesi dell'area OCSE, alla fine del 2014, hanno superato i 25.000 miliardi di dollari, pari all'86 per cento del PIL. Grazie ai rendimenti positivi conseguiti negli ultimi tre anni, le attività dei fondi pensione hanno raggiunto nuovi massimi storici.

Nell'ambito della medesima area, più dell'85 per cento degli attivi complessivamente detenuti dai fondi pensione appartiene a soli cinque paesi, nei quali l'ammontare delle risorse detenute spesso supera il valore del rispettivo PIL nazionale: Stati Uniti, Regno Unito, Australia, Paesi Bassi e Canada.

Anche per i singoli paesi dell'area OCSE, le attività dei fondi pensione in rapporto al PIL hanno registrato, nel 2014, consistenti incrementi. Fa eccezione la Polonia, dove le attività dei fondi pensione si sono ridotte per più del 50 per cento, in conseguenza della decisione del Governo di trasferire i titoli di Stato nazionali detenuti dai fondi pensione al sistema di previdenza di primo pilastro.

Tav.8.2

Fondi pensione nei paesi OCSE⁽¹⁾. Attività rispetto al PIL.
 (2014 o ultimo anno disponibile; valori percentuali)



Fonte: OCSE, *Pension Funds in Figures*, maggio 2015

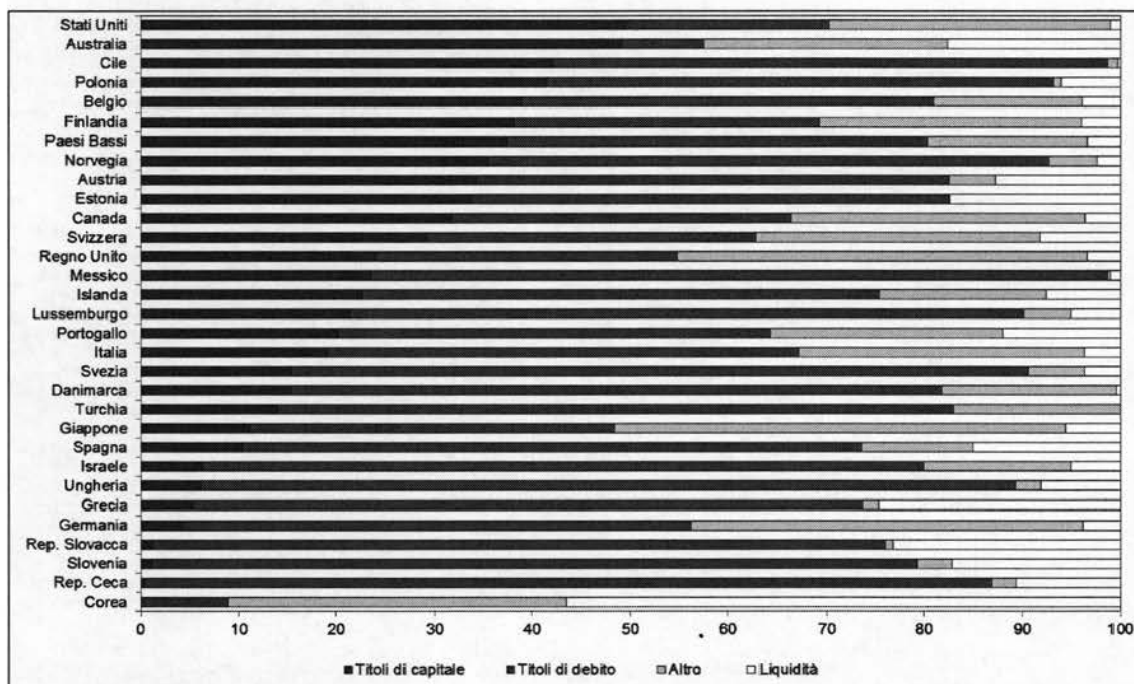
(1) Dati riferiti ai fondi pensione complementari autonomi, ossia dotati di soggettività giuridica ovvero costituiti come patrimonio separato (cfr. OCSE, *Private Pensions: OECD Classification and Glossary*, 2005); per l'Italia, sono pertanto esclusi i PIP e i fondi preesistenti interni.

I fondi a prestazione definita rivestono ancora una notevole importanza nelle economie mature, ma continua ad osservarsi la transizione verso la contribuzione definita iniziata già da qualche anno. In particolare, in 16 dei 26 paesi OCSE in cui sono disponibili dati che distinguono la componente DC da quella DB, gli attivi dei fondi pensione a contribuzione definita hanno superato nel 2014 quelli dei piani a prestazione definita.

Gli investimenti in azioni e obbligazioni continuano a rappresentare i principali strumenti di investimento per i fondi pensione, con percentuali tuttavia variabili tra i diversi paesi. Al riguardo, assumono rilievo anche le normative nazionali di riferimento, che in molti casi prevedono limitazioni e/o vincoli rispetto ai possibili strumenti oggetto di investimento da parte dei fondi pensione. In alcuni paesi dell'Europa dell'est (Repubblica Ceca, Ungheria, Romania, Serbia e Repubblica Slovacca) e in due paesi latino-americani (Costa Rica e Messico), i fondi pensione detengono titoli obbligazionari in misura superiore al 75 per cento del portafoglio complessivo. Di contro, i fondi pensione di paesi come Stati Uniti, Australia, e Cile dimostrano una forte preferenza per l'investimento in titoli azionari. Rispetto al 2007 - ovvero prima della crisi del 2008 - nella maggior parte dei paesi OCSE si osserva una riduzione della quota investita in azioni a fronte di un incremento dell'investimento in titoli di debito, seppure con una notevole eterogeneità fra i paesi presi in esame.

Tav. 8.3

Fondi pensione nei paesi OCSE⁽¹⁾. Composizione del portafoglio.
(dati di fine 2013; valori percentuali)



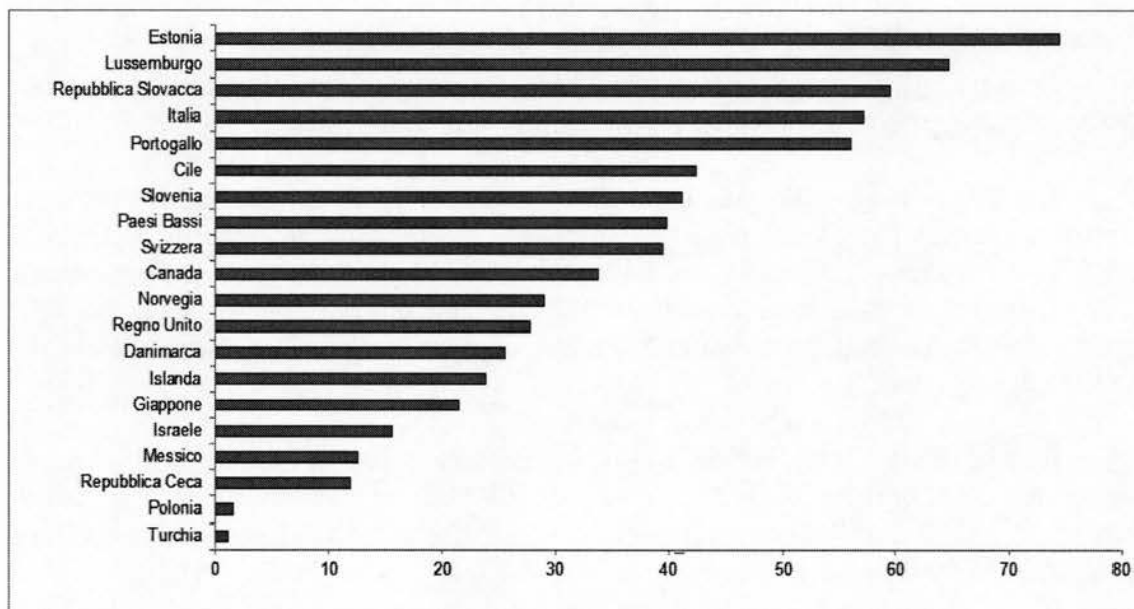
Fonte: OCSE, *Pension Markets in Focus*, 2014

(1) Dati riferiti ai fondi pensione autonomi, ossia dotati di soggettività giuridica ovvero costituiti come patrimonio separato (cfr. OCSE, *Private Pensions: OECD Classification and Glossary*, 2005). Per l'Italia, la voce "Altro" include le riserve matematiche detenute presso imprese di assicurazione a fronte di future prestazioni previdenziali.

Guardando alla diversificazione geografica dei portafogli dei fondi pensione dei paesi OCSE, si rileva un'ampia dispersione nelle allocazioni degli investimenti in strumenti emessi da emittenti esteri (trascurabile per Turchia e Polonia fino a quasi tre quarti del totale per l'Estonia). In particolare, la tendenza a investire in titoli di emittenti esteri è maggiore nei paesi dell'area dell'euro. In alcuni paesi, dove vi è una limitata diversificazione dei portafogli, possono essere presenti vincoli derivanti dalla disciplina nazionale sugli investimenti.

Tav. 8.4

Fondi pensione nei paesi OCSE⁽¹⁾. Investimenti. Esposizione verso l'estero.
(dati di fine 2013; valori percentuali)



Fonte: OCSE, *Pension Markets in Focus*, 2014

(1) Dati riferiti ai fondi pensione autonomi, ossia dotati di soggettività giuridica ovvero costituiti come patrimonio separato (cfr. OCSE, *Private Pensions: OECD Classification and Glossary*, 2005). Per l'Italia, il dato differisce da quello ricavabile dalla Tav. 1.9 (cfr. paragrafo 1.5) in quanto nel totale delle attività sono incluse anche le riserve matematiche detenute presso imprese di assicurazione a fronte di future prestazioni previdenziali. Tali riserve sono assimilate ad attività domestiche.

Nell'indagine annuale condotta dall'OCSE su un gruppo di grandi fondi pensione, a cui partecipano anche i tre fondi negoziali italiani più grandi, emerge, pur con un'elevata dispersione tra i diversi fondi presi in esame, che gli investimenti in attività estere costituiscono in media il 36 per cento del portafoglio e sono rappresentati in prevalenza da titoli di Stato. Per 10 dei fondi rientrati nell'indagine, tra cui anche quelli italiani, la quota è superiore al 50 per cento (cfr. *supra* paragrafo 1.5).

Il ruolo che la previdenza complementare svolge nei diversi paesi è molto diversificato. Esso varia in primo luogo in funzione della dimensione delle prestazioni offerte dalla componente pubblica. Dove tale componente ha offerto finora pensioni abbastanza generose, il sistema complementare è meno sviluppato; dove invece le pensioni pubbliche sono più ridotte, il sistema complementare ha spesso già raggiunto dimensioni di rilievo.

In effetti, circa la metà dei paesi aderenti all'OCSE affianca al pilastro pensionistico pubblico e obbligatorio pensioni complementari private anch'esse di natura obbligatoria (ad esempio l'Australia) ovvero semi-obbligatoria (ad esempio i Paesi Bassi, dove i piani previdenziali istituiti per iniziativa delle parti sociali sono resi obbligatori dalla legge per l'intero settore di riferimento). In alcuni altri paesi, tra i quali

gli Stati Uniti e il Regno Unito, i piani pensionistici complementari, sebbene di natura volontaria, raggiungono comunque dimensioni cospicue.

* * *

Fra i paesi nei quali la previdenza è maggiormente sviluppata, particolare rilievo assumono le iniziative in corso nel Regno Unito e nei Paesi Bassi.

Nel Regno Unito prosegue la graduale entrata in vigore del programma nazionale di adesione automatica ai piani pensionistici complementari (meglio noto come *automatic enrolment*), divenuto operativo nel 2012, con l'obiettivo di incrementare la partecipazione dei lavoratori al secondo pilastro previdenziale. Per il 2018, quando il programma sarà completato, si attende l'adesione mediante l'*automatic enrolment* di 9 milioni di lavoratori.

Il programma, che ha coinvolto inizialmente solo le imprese di maggiori dimensioni, sta ora interessando i lavoratori di imprese con un numero di addetti compreso tra 30 e 250, fino a raggiungere i lavoratori delle imprese più piccole nel biennio 2016-2017.

A fine marzo 2015 sono rientrati nel programma 5,2 milioni di lavoratori. Il numero dei lavoratori iscritti automaticamente e che finora si sono avvalsi dell'*opting-out* (ossia il diritto di rinunciare all'adesione disposta in modo automatico) è stato contenuto: circa il 9 per cento del totale.

Uno degli elementi essenziali per il successo dell'operazione è costituito dalla possibilità di aderire al fondo denominato NEST (*National Employment Savings Trust*). Lo stesso, dopo la fase di *start-up* in cui ha goduto di un limitato sostegno pubblico, oggi già opera senza aiuti pubblici, a costi contenuti (commissioni pari all'1,8 per cento dei contributi versati mensilmente e commissioni di gestione pari allo 0,3 per cento del patrimonio gestito) e in condizioni di piena concorrenza rispetto agli operatori privati. Il NEST segue pratiche di mercato che rappresentano lo stato dell'arte nel settore (ad esempio offrendo agli iscritti un insieme di opzioni di investimento limitato ma molto attentamente definito, con le opzioni di *default* di tipo *life-cycle*) e in effetti sta costituendo – anche e soprattutto in termini di costi – un *benchmark* di riferimento per tutti gli operatori privati i quali, con finalità di lucro, intendono acquisire quote di mercato importanti nell'operazione di *automatic enrolment* in corso. Alcuni di questi ultimi stanno infatti riuscendo loro stessi a essere competitivi nei confronti del NEST, cosicché l'intero mercato inglese delle pensioni complementari sta conoscendo una fase di concorrenza virtuosa, innescata dalla costituzione del NEST.

Con riferimento più in generale ai costi applicati agli aderenti ai piani pensionistici, a partire dal mese di aprile 2015, per quanto riguarda le opzioni di *default*, i fondi sono tenuti ad applicare un costo annuale massimo dello 0,75 per cento del valore del capitale accumulato dall'aderente. In tale valore sono ricompresi i costi amministrativi e di gestione degli investimenti; rimangono esclusi i soli costi di

transazione. I *trustee* o i *manager* del fondo sono deputati a ricalcolare tali costi a intervalli periodici (comunque non superiori a un anno), nonché a verificare che essi offrano “*value for money*”, ossia che i costi siano giustificati in relazione ai benefici offerti ai membri del piano pensionistico.

Sempre da aprile 2015, è stato consentito agli aderenti a un piano pensionistico a contribuzione definita di usufruire di una maggiore flessibilità nelle scelte in materia di decumulo, rivedendo il regime precedente che consentiva l'erogazione delle prestazioni solo in forma di rendita. A partire dall'età di 55 anni gli aderenti potranno infatti scegliere di ricevere il 25 per cento del capitale accumulato, godendo di un regime fiscale agevolato, e la parte rimanente in forma di rendita ovvero l'intero capitale in un'unica soluzione (beneficiando tuttavia di un vantaggio fiscale solo per il primo 25 per cento).

La possibilità di ricevere il capitale accumulato come *lump sum*, se da un lato può apportare un contributo al rilancio dell'economia attraverso un immediato aumento delle disponibilità liquide degli interessati, dall'altro rischia di snaturare la funzione sociale dei piani pensionistici, esponendo i futuri pensionati al rischio di disporre di redditi insufficienti in età più avanzata.

Nei Paesi Bassi si è recentemente tenuta, per iniziativa del Governo, una fase di consultazione, alla quale hanno attivamente contribuito parti sociali, operatori del settore, accademici e cultori della materia, propedeutica rispetto a necessarie modifiche al sistema previdenziale.

La crisi finanziaria del 2008 e il persistere di bassi tassi di interesse hanno infatti inciso, anche nei Paesi Bassi, sulla sostenibilità e sull'adeguatezza delle prestazioni erogate dalla previdenza privata, in un contesto di fondi pensione a prestazione definita (ad adesione sostanzialmente obbligatoria) che di norma possono operare riduzioni delle prestazioni, in presenza di situazioni di squilibrio strutturale.

Su richiesta governativa, il *Social and Economic Council* (di seguito SER), organismo tecnico di consultazione, anche sulla scorta delle osservazioni raccolte dagli *stakeholders*, ha formulato possibili proposte di intervento nel suo rapporto sul futuro del sistema previdenziale olandese, pubblicato a gennaio 2015.

Nell'analizzare le possibili iniziative di intervento, tenendo conto dei possibili *trade-off* fra i vari elementi in discussione (obbligatorietà dell'adesione, solidarietà intergenerazionale nella condivisione dei rischi, transizione verso un sistema basato su schemi a contribuzione definita, maggiore grado di scelta per gli aderenti), il SER si focalizza in particolare sulla possibilità di introdurre forme previdenziali denominate “*personal pension assets with collective risk-sharing*”. Tali forme consisterebbero in piani di accumulo a contribuzione definita, ad adesione individuale, come definiti nelle condizioni contrattuali di lavoro, caratterizzati da elementi di condivisione collettiva dei rischi sia di investimento sia di longevità.

8.2 L'attività in ambito EIOPA

Si è concluso nel 2014 il quarto anno di attività dell'EIOPA, l'Autorità di vigilanza europea nel settore delle assicurazioni e dei fondi pensione (*cf. Glossario*).

L'EIOPA, istituita con il Regolamento UE n. 1094/2010 del Parlamento europeo e del Consiglio, fa parte della rete integrata di autorità che costituiscono il Sistema europeo di vigilanza finanziaria (ESFS).

La COVIP prende parte con propri rappresentanti all'attività dell'EIOPA ai diversi livelli; partecipa regolarmente alle riunioni del *Board of Supervisors* (BoS), coordinandosi con l'IVASS al quale spetta il diritto di voto sulla base di uno specifico accordo. Nel corso del 2014, si sono tenute sei riunioni plenarie del BoS.

E' continuato nel corso dell'anno lo sviluppo organizzativo dell'EIOPA, anche grazie alla sostenuta politica di assunzioni condotta dall'Autorità negli ultimi anni. Solo nel 2014 sono infatti entrati in servizio presso l'EIOPA 27 dipendenti e alla fine dell'anno la stessa risultava avere un organico di 129 persone provenienti da 26 differenti Stati Membri dell'Unione europea. Il potenziamento strutturale dell'Autorità è stato reso possibile anche attraverso un ampliamento notevole della sede di lavoro (situata a Francoforte) e l'implementazione di una complessa piattaforma informatica finalizzata a una migliore gestione dei flussi informativi e protezione dei dati scambiati tra l'EIOPA e le autorità di vigilanza nazionali.

In ambito assicurativo, il 2014 ha visto l'EIOPA impegnata nella preparazione dei supervisor e del mercato all'entrata in vigore della Direttiva 2009/138/UE (cosiddetta *Solvency II*), prevista per il 1° gennaio 2016. L'EIOPA ha elaborato progetti di *standard* tecnici e linee guida volti ad assicurare che la nuova disciplina sia applicata in maniera uniforme dalle autorità di vigilanza nazionali; sulla base del lavoro svolto dall'EIOPA, la Commissione europea ha emanato, all'inizio del 2015, sei regolamenti che recano norme tecniche di attuazione della nuova disciplina.

Nel corso dell'anno l'EIOPA ha inoltre completato l'esercizio di *stress test* sulle compagnie di assicurazione, volto a verificare la resilienza del settore e ad identificarne le vulnerabilità. Sulla scorta dei risultati ottenuti, l'Autorità europea ha emanato raccomandazioni nei confronti dei supervisor nazionali, perché questi intervengano in maniera coordinata sulle identificate vulnerabilità.

Le tematiche relative ai fondi pensione occupazionali sono approfondite da specifici comitati tecnici permanenti: l'*Occupational Pensions Committee* (OPC), che ha competenze generali in materia di fondi pensione occupazionali, da esercitarsi direttamente ovvero in collaborazione con altri comitati; il *Committee on Consumer Protection and Financial Innovation* (CCPFI), che ha di recente esteso la propria competenza anche agli schemi pensionistici; il *Financial Stability Committee* (FSC),

che approfondisce gli aspetti di stabilità finanziaria sia per le compagnie di assicurazione, sia per i fondi pensione.

A tali comitati è stata affiancata, a partire dall'inizio del 2013, la *Task Force on Personal Pensions* (TFPP), con l'obiettivo di rispondere alle richieste formulate dalla Commissione europea all'EIOPA in merito allo sviluppo di un mercato pan-europeo per i prodotti pensionistici ad adesione individuale.

Il *Review Panel* è incaricato di effettuare regolarmente verifiche *inter pares* delle attività delle autorità nazionali competenti, in modo tale da rafforzare l'uniformità dei risultati in materia di vigilanza, in attuazione delle disposizioni del Regolamento UE n. 1094/2010.

Nel seguito del paragrafo si descrivono i principali filoni di attività in materia di pensioni svolti in ambito EIOPA nel 2014 e nei primi mesi del 2015.

Sviluppo della metodologia di conduzione degli stress tests sui fondi pensione.
Nel corso del 2014, l'EIOPA ha avviato i lavori preparatori degli *stress tests* sui fondi pensione e ha elaborato la metodologia per la conduzione degli stessi, prendendo sostanzialmente a riferimento quella sviluppata in ambito assicurativo.

Similmente agli esercizi di *stress tests* condotti su banche e assicurazioni, l'esercizio intende verificare la resilienza degli schemi a prestazione definita rispetto a scenari di mercato avversi. Per gli schemi a contribuzione definita, si intende invece verificare l'impatto che potrebbero avere situazioni di mercato sfavorevoli sulle prestazioni pensionistiche individuali.

L'esercizio è stato lanciato l'11 maggio 2015 e la sua conclusione è prevista per la fine del 2015, con la pubblicazione di un *report*.

Nell'ambito dei lavori preparatori, l'EIOPA ha condotto uno studio preliminare con lo scopo di approfondire i canali di trasmissione che legano il sistema di fondi pensione al complesso del sistema finanziario. In particolare, l'analisi intende valutare la concreta possibilità che i fondi pensione possano essere fonte di rischio sistemico in occasione di crisi ovvero operino in modo anticiclico rispetto all'andamento dei mercati, svolgendo una funzione di mitigazione delle crisi. Sono in particolare approfonditi i comportamenti di investimento degli stessi tenuti nell'ultimo decennio.

L'EIOPA, in stretta collaborazione con le autorità nazionali, negli ultimi due mesi del 2014 ha dunque avviato un'indagine che ha coinvolto i paesi europei nei quali la dimensione del sistema dei fondi pensione occupazionali supera la soglia di 500 milioni di euro.

Le autorità di vigilanza dei paesi interessati hanno selezionato un campione di fondi pensione rappresentativo del mercato di riferimento e funzionale all'esercizio da