Per tali motivi la COVIP, nelle sedi istituzionali proprie, ha più volte affermato la necessità di preservare la citata disposizione della legge delega previdenziale. In tal senso sono state formulate, ad esplicita richiesta, alcune considerazioni alle competenti Commissioni del Senato della Repubblica, al cui esame è ora il disegno di legge sulla tutela del risparmio approvato dalla Camera dei deputati.

Inoltre, in coerenza con il previsto rafforzamento delle prerogative di autonomia delle cinque Autorità, che come detto è delineato nel disegno di legge sulla tutela del risparmio, è stato chiesto al Ministero del lavoro di voler opportunamente emendare, nell'ambito dei decreti attuativi della legge delega, l'attuale articolo 16 del decreto legislativo 124/1993, laddove è precisato che il Ministero del lavoro vigila sulla COVIP e verifica la legittimità di tutti i suoi regolamenti in materia organizzativa. Una previsione che non è neanche coerente con quanto previsto dall'articolo 1 della legge delega 243/2004, che prevede solo il diritto–dovere, ben comprensibile, del Ministero del lavoro di formulare, di concerto con il Ministero dell'economia, le direttive generali sul settore della previdenza complementare.

È evidente che l'originaria e stringente previsione del decreto legislativo 124/1993 poteva avere una ragione d'essere all'epoca in cui fu istituita la COVIP, che ereditava poteri fino ad allora esercitati dal Ministero del lavoro, fatto che rendeva a quel momento consigliabile il riconoscimento di un'autonomia limitata. È però altrettanto ovvio che, a ormai tanti anni di distanza, la predetta impostazione appare superata oltre che non in linea con quella che caratterizza consimili istituzioni in altri Paesi.

Autorità, Signore e Signori,

è per me un onore essere stato chiamato a ricoprire l'incarico di Presidente della COVIP in un momento così delicato per il decollo della previdenza complementare, la cui funzione diviene sempre più importante per il benessere delle generazioni anziane e per la coesione sociale del Paese.

Certo, sarebbe stato auspicabile che la fase attuativa della legge delega si fosse potuta realizzare in tempi più brevi, attesa anche la disponibilità manifestata da tutte le parti sociali a fornire ogni possibile contributo di idee. Tale positivo orientamento si è anche manifestato attraverso l'espressione di una posizione unanime delle stesse forze sociali; sintomo questo di una piena consapevolezza dell'esigenza di vedere rapidamente attuato il disegno di riforma della previdenza complementare che appare pienamente condiviso anche dalle associazioni di categoria rappresentative degli intermediari di gestione del risparmio.

Peraltro, lo sviluppo della previdenza complementare è un fenomeno di lungo periodo, dai rilevanti contenuti economici. Non deve sorprendere, quindi, se l'attuazione del programma legislativo ha subito rallentamenti, dovuti all'esigenza di contemperare interessi diversi e a volte finanche contrastanti. É però sempre apparso evidente che nessuna parte sociale ha mai voluto sottrarsi alla responsabilità di trovare soluzione ai rilevanti problemi previdenziali che graveranno sulle generazioni future.

In tutti i Paesi nei quali i fondi pensione hanno raggiunto uno stadio di sviluppo maturo, la loro storia è misurabile nell'arco di decenni. In tali Paesi, essi svolgono un ruolo centrale nel funzionamento dei mercati finanziari e nel governo delle grandi imprese: determinano l'introduzione di elementi di democrazia economica e fanno sì che i lavoratori siano cointeressati al buon andamento delle singole aziende e dell'economia nel suo complesso, contribuendo in tal modo all'efficiente allocazione delle risorse.

La stabilità dei mercati e la *governance* delle imprese hanno tutto da guadagnare dallo sviluppo dei fondi pensione, quali investitori istituzionali naturalmente caratterizzati da un'ottica di lungo periodo. A tal riguardo, ricordo che solo pochi giorni or sono il Governatore della Banca d'Italia si è espressamente riferito anche ai fondi pensione quali possibili candidati alla partecipazione negli assetti proprietari delle banche italiane.

La COVIP è pronta a raccogliere la sfida che l'imminente attuazione della delega previdenziale pone in termini di ampliamento delle proprie competenze, di ridefinizione della regolamentazione, di complesse problematiche di vigilanza, di analisi economiche, di diffusione di ogni informazione utile all'ordinato sviluppo del settore. È con piacere che, nei giorni scorsi, abbiamo appreso dalle parole del Ministro del lavoro che

l'essenziale funzione di divulgazione delle informazioni sui nuovi meccanismi di adesione alla previdenza complementare sarà assegnata a questa Commissione.

É peraltro assai importante, ed anzi assolutamente indispensabile, che all'ampliamento delle funzioni della COVIP si accompagnino un adeguato riconoscimento del suo ruolo, anche sotto il profilo dell'assetto istituzionale, e l'accrescimento delle risorse umane e finanziarie ora manifestamente inadeguate.

É necessario rafforzare la fiducia degli operatori, della pubblica opinione, dei cittadini specie giovani, nel sistema della previdenza complementare. La COVIP darà il suo contributo. Si è certi che il Parlamento e il Governo non mancheranno di continuare a concedere alla Commissione la propria fiducia e il necessario sostegno.

PAGINA BIANCA

1. La previdenza complementare nel contesto internazionale

1.1 L'evoluzione generale

Nel corso del 2004 l'economia mondiale ha complessivamente registrato una crescita sostenuta, con un ritmo di espansione del prodotto mondiale che è risultato il più alto dal 1976 e pari al 5,1 per cento. Nei principali Paesi, l'impatto del marcato incremento dei prezzi petroliferi sull'attività produttiva è stato nel complesso piuttosto limitato. Nei Paesi ad economia avanzata il tasso di crescita reale del prodotto interno lordo (PIL) è stato del 3,4 per cento; è del 4,4 per cento negli Stati Uniti, del 2 per cento nell'area dell'euro, del 2,6 per cento in Giappone. Per quanto riguarda le altre aree economiche, l'accelerazione dell'economia è stata particolarmente accentuata in Cina (9,5 per cento) e anche nei paesi dell'America Latina, compresi Brasile (5,2 per cento) e Argentina (9 per cento).

Pur sussistendo rischi legati all'andamento dei prezzi del petrolio, le recenti previsioni sulla variazione del PIL nel 2005 confermano la crescita piuttosto vigorosa negli Stati Uniti, mentre con riferimento all'area dell'euro le prospettive sono più moderate, persistendo quindi un ampio divario di crescita fra le due principali aree economiche mondiali.

La crescita dell'economia americana è stata spinta dal positivo contributo apportato sia dalla componente consumi sia dagli investimenti. Nel corso dell'anno appena trascorso, a partire dal mese di giugno la *Federal Reserve* ha progressivamente adottato una politica monetaria meno accomodante portando il tasso obiettivo sui *federal funds* dall'1 per cento al 2,25 per cento. Il conseguente innalzamento dei tassi di interesse ha tuttavia prevalentemente interessato il segmento a breve termine; sulle scadenze più lunghe, i tassi di interesse sono rimasti su livelli particolarmente bassi e anzi si sono ridotti specie nel terzo trimestre dell'anno, riflettendo basse aspettative di inflazione di lungo termine.

Il primo trimestre del 2005 è stato caratterizzato dalla prosecuzione della politica monetaria restrittiva della *Federal Reserve*; con ulteriori tre successivi interventi, la

Banca centrale statunitense ha portato il tasso obiettivo sui *federal funds* al 3 per cento, determinando uno spostamento verso l'alto della curva dei rendimenti su tutte le scadenze. Successivamente, i rendimenti a lungo termine sono di nuovo ridiscesi, collocandosi attorno ai valori di fine 2004.

L'economia dell'area dell'euro è tornata a crescere nel 2004; l'andamento dell'attività produttiva è stato più sostenuto nella prima parte dell'anno e invece più contenuto nella parte seguente. La politica monetaria della Banca Centrale Europea (BCE) non è mutata, persistendo aspettative di inflazione compatibili con l'obiettivo della stabilità dei prezzi: il tasso minimo di offerta sulle operazioni di rifinanziamento principali è quindi rimasto stabile al 2 per cento. I tassi del mercato monetario hanno registrato modeste variazioni rispetto ai livelli riferiti alla fine del 2003; al pari degli Stati Uniti, l'area dell'euro ha sperimentato una riduzione dei tassi di interesse sulle scadenze lunghe, anche per effetto del rallentamento delle attese di crescita della produzione intervenuto nella seconda parte del 2004.

Nei primi mesi del 2005 la stabilità delle aspettative di inflazione e la moderazione della crescita dell'attività produttiva non hanno modificato la politica monetaria della BCE; i principali tassi di riferimento non hanno, quindi, subito variazioni.

L'andamento dei mercati finanziari nelle due principali aree economiche è stato positivo nel 2004[1]. Con riferimento ai mercati obbligazionari, gli indici in valuta locale dei titoli governativi con scadenze superiori all'anno degli Stati Uniti e dell'area dell'euro, che tengono conto sia della componente interessi che delle plusvalenze, hanno fatto registrare, rispettivamente, incrementi del 3,5 per cento e del 7,5 per cento circa, dovuti in larga misura all'abbassamento dei tassi di interesse sulle scadenze più lunghe intervenuto nel corso del 2004. Sostenuto è stato anche l'andamento dei corsi delle obbligazioni societarie, che hanno beneficiato del miglioramento delle condizioni delle imprese e dell'aumento della domanda, con conseguente restringimento dei differenziali di rendimento con i titoli governativi.

Nel corso dei primi cinque mesi del 2005, l'andamento dei mercati obbligazionari dei titoli governativi degli Stati Uniti e dell'area dell'euro è stato positivo e pari, rispettivamente, al 2,5 per cento e al 4 per cento, beneficiando dell'ulteriore riduzione dei tassi di interesse sulle scadenze lunghe. Tensioni maggiori si sono verificate sui mercati obbligazionari dei titoli societari dove, a seguito di aspettative non favorevoli sui profitti di importanti società emittenti, i differenziali di rendimento con i titoli governativi sono tornati ad ampliarsi.

Con riferimento ai mercati azionari, i corsi hanno confermato l'andamento positivo già registrato nel 2003, anche per effetto di dati positivi sugli utili

[1] Ove non diversamente specificato, si fa riferimento agli indici calcolati da *Citigroup* per i rendimenti dei titoli obbligazionari e agli indici calcolati da *Morgan Stanley Capital International* per i rendimenti dei titoli azionari.

effettivamente conseguiti dalle imprese e di revisioni al rialzo delle aspettative sugli utili futuri; l'andamento dei corsi è stato particolarmente sostenuto nell'ultimo trimestre del 2004. Rispetto alla fine di dicembre del 2003, gli indici in valuta locale dei corsi azionari hanno fatto registrare un incremento di quasi il 9 per cento negli Stati Uniti e del 10 per cento nell'area dell'euro; la volatilità implicita estratta dalle opzioni sugli indici delle borse valori *Standard & Poor's 500* e *Dow Jones Euro Stoxx 50* si è attestata su valori molto contenuti. Nel contesto dell'area dell'euro, il mercato azionario italiano ha realizzato un risultato particolarmente brillante e pari a circa il 19 per cento di incremento.

Nell'area dell'euro, la tendenza al rialzo delle quotazioni azionarie è proseguita anche nei primi cinque mesi del 2005, con un incremento medio dei corsi pari a circa il 5 per cento; negli Stati Uniti, invece, i corsi azionari sono diminuiti dell'1,5 per cento.

Con riguardo ai mercati valutari, l'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro è proseguito anche nel 2004, sospinto dall'elevato disavanzo delle partite correnti degli Stati Uniti. Alla fine di dicembre 2004 il deprezzamento del dollaro rispetto alla moneta unica europea è stato dell'8 per cento, accentuandosi nel corso dell'ultimo trimestre dell'anno. La tendenza al rialzo delle quotazioni dell'euro ha invece subito un arresto nel corso della prima parte del 2005: nei primi cinque mesi dell'anno, infatti, il dollaro si è apprezzato nei confronti dell'euro di circa il 10 per cento.

L'andamento favorevole dei mercati mobiliari ha avuto positive ripercussioni sul valore delle attività gestite dai fondi pensione nei principali Paesi dell'area OCSE. Al riguardo, la composizione del portafoglio dei fondi pensione evidenzia una più elevata propensione all'investimento obbligazionario nella maggior parte dei Paesi dell'Europa continentale, caratterizzati da un minor grado di sviluppo della previdenza complementare e da una regolamentazione degli investimenti basata essenzialmente sulle restrizioni quantitative e, invece, una preferenza per l'investimento azionario nei Paesi anglosassoni e in Olanda, dove la previdenza complementare è maggiormente sviluppata, il modello dominante è ancora quello della prestazione definita e la regolamentazione degli investimenti non è soggetta a restrizioni quantitative essendo largamente imperniata sulla c.d. *prudent person rule*.

Nel 2004, il valore netto del flusso di investimenti registrato dal sistema dei fondi pensione americani (inclusi i piani previdenziali individuali – *IRA*) è stato di circa 200 miliardi di dollari, indirizzandosi prevalentemente verso i titoli di debito, specie di emittenti privati; anche con riferimento al 2004 sono invece proseguite le vendite nette di titoli di capitale. Il valore delle attività complessivamente gestite al 31 dicembre 2004 è così salito a circa 8.000 miliardi di dollari, pari al 65 per cento del PIL statunitense, allocate prevalentemente nei titoli di capitale.

Per quanto riguarda l'area dell'euro, le statistiche sui conti finanziari elaborate dalla BCE considerano i fondi pensione insieme alle imprese di assicurazione e, quindi, il dato relativo al valore delle attività addiziona le attività dei fondi pensione a quelle

delle imprese di assicurazione. Alla fine del 2004, tali attività ammontavano a circa 4.000 miliardi di euro, pari a oltre il 50 per cento del PIL complessivo dell'area dell'euro. La quota allocata in titoli di debito risulta prevalente e crescente nel tempo.

Nell'ambito dei Paesi dell'area dell'euro, l'Olanda risulta quello maggiormente sviluppato in termini di consistenza delle risorse gestite dai fondi pensione; secondo l'ultimo dato disponibile alla fine di dicembre 2004, le attività in gestione presso i fondi pensione olandesi sono pari a circa 500 miliardi di euro, un ammontare che eccede il valore registrato dal PIL nell'intero anno 2004. Le risorse sono allocate prevalentemente in titoli di capitale, anche se dalle transazioni complessivamente registrate nel 2004 si registra una ricomposizione del portafoglio a favore dei titoli di debito.

Considerando la più ampia Unione europea giova, infine, sottolineare la dimensione dei fondi pensione del Regno Unito. Con riguardo al valore delle attività complessivamente in gestione, l'ultimo dato disponibile aggiornato a dicembre 2003 indicava un ammontare pari a circa 720 miliardi di sterline, che corrisponde al 65 per cento del PIL rilevato a quella data. L'allocazione del portafoglio è prevalentemente indirizzata verso i titoli di capitale; dall'analisi dei flussi di investimento, nel 2004 risulta confermata la tendenza, già emersa in anni recenti, alla riallocazione del portafoglio, registrando afflussi di risorse finanziarie prevalentemente verso titoli obbligazionari a lunga scadenza e invece deflussi riferiti prevalentemente ai titoli di capitale, specie di emittenti domestici.

L'impatto sui fondi pensione della prolungata crisi delle borse mondiali nel periodo ottobre 2000-marzo 2003 non è ancora stato del tutto assorbito; nei paesi caratterizzati da un significativo numero di piani pensionistici a prestazione definita e da un'elevata quota di investimenti azionari, l'ancora incompleto recupero dei corsi azionari, unitamente alla diminuzione dei tassi di interesse utilizzati per il calcolo delle passività pensionistiche, hanno indotto riduzioni nel valore delle attività e incrementi nel valore delle passività, originando o aggravando situazioni di *underfunding*.

A livello internazionale, inoltre, la progressiva implementazione dei nuovi *standard* per la valutazione e la rappresentazione delle attività e delle passività nel bilancio delle società quotate, *International Financial Reporting Standards* (*IFRS*), sta producendo rilevanti conseguenze sulle imprese promotrici di schemi pensionistici a prestazione definita. In particolare, secondo lo *standard* contabile 19, le imprese *sponsor* di piani pensionistici a prestazione definita devono valutare le passività dei propri piani secondo il criterio c.d. *projected unit credit method*, che fornisce essenzialmente una valutazione dei futuri impegni pensionistici dell'impresa nella prospettiva del normale funzionamento del piano, utilizzando come tasso di attualizzazione il tasso di mercato corrente, e le attività mediante il criterio c.d. *fair value* che, nella sostanza, coincide con il valore di mercato.

Risulta evidente che lo *standard* 19 se, da un lato, favorisce certamente la maggiore trasparenza nella rappresentazione degli impegni pensionistici nel bilancio delle imprese, realizzando al tempo stesso un'armonizzazione dei criteri di valutazione

delle attività e passività pensionistiche, dall'altro può produrre incrementi nella volatilità dei risultati economici delle imprese *sponsor* che di fatto risulterebbero influenzati in modo significativo dai rendimenti conseguiti nel breve periodo dai propri schemi pensionistici. Al riguardo, i nuovi criteri di contabilizzazione dei piani pensionistici nei bilanci delle imprese sono stati già da tempo incorporati nell'ambito dei giudizi sul merito di credito elaborati dalle agenzie di *rating,* che considerano l'eventuale *underfunding* dei piani pensionistici alla stregua di una passività dell'impresa *sponsor*.

Le sopra menzionate modifiche al trattamento in bilancio dei piani pensionistici a prestazione definita promossi dalle imprese hanno accentuato la tendenza, peraltro già in corso, allo spostamento verso schemi a contribuzione definita o ibridi, riallocando il rischio finanziario dalle imprese *sponsor* ai singoli aderenti; la tendenza è riscontrabile pressoché in tutti i paesi caratterizzati da un'ampia quota di schemi a prestazione definita.

1.2 La previdenza complementare in alcuni dei principali paesi

L'introduzione e/o il rafforzamento di sistemi di previdenza complementare nei principali Paesi dell'area OCSE costituisce la naturale risposta alle difficoltà sperimentate dai sistemi di previdenza pubblica; le tendenze demografiche verso il progressivo invecchiamento della popolazione, indotto dalla riduzione dei tassi di natalità e dall'aumento della vita media, hanno infatti messo in serio pericolo la sostenibilità finanziaria nel lungo periodo dei sistemi pensionistici di primo pilastro, tipicamente finanziati mediante il meccanismo della ripartizione.

Le riforme del primo pilastro previdenziale hanno comportato una riduzione del tasso di sostituzione, calcolato come rapporto fra la prima annualità di pensione e l'ultima retribuzione, determinando la necessità di dare impulso alle forme di previdenza complementare a capitalizzazione. Queste tendenze hanno interessato in modo più consistente i Paesi dell'Europa continentale dove i regimi pensionistici pubblici erano caratterizzati da tassi di sostituzione elevati e la previdenza complementare non aveva pertanto sufficiente diffusione e sviluppo. A ben vedere, riforme o progetti di riforma del sistema pensionistico complementare tendenti all'ampliamento degli spazi per il secondo e terzo pilastro previdenziale sono stati intrapresi anche nel contesto dei Paesi anglosassoni, quali Regno Unito e Stati Uniti, che pur vantano una più consolidata tradizione nel settore della previdenza complementare.

Di seguito viene fornita una sintetica descrizione dei sistemi di previdenza complementare di alcuni principali Paesi che negli ultimi anni sono stati oggetto di importanti riforme strutturali, anche al fine di individuare analogie e diversità utili per impostare un'analisi comparativa più dettagliata. Per un più corretto inquadramento della struttura e dell'evoluzione dei diversi sistemi previdenziali complementari nei paesi presi in considerazione, vengono altresì forniti alcuni elementi informativi riguardanti le caratteristiche della previdenza di base.

1.2.1 Stati Uniti

Il primo pilastro pensionistico americano è stato introdotto su scala nazionale sotto la presidenza Roosevelt nell'ambito del programma di assicurazione sociale contenuto nel *Social Security Act* del 1935; tale sistema ha subito nel tempo progressivi aggiustamenti tendenzialmente rivolti all'ampliamento della platea degli aventi diritto e della gamma delle coperture offerte (ad esempio, prestazioni per invalidità).

Il sistema di base è a ripartizione ed è finanziato mediante un'aliquota contributiva attualmente pari al 12,4 per cento del reddito da lavoro, di cui il 10,6 per cento per il finanziamento delle prestazioni pensionistiche e il restante 1,8 per cento per il finanziamento delle prestazioni di invalidità; il contributo è per metà a carico del lavoratore e per l'altra metà a carico del datore di lavoro nel caso dei lavoratori dipendenti, mentre per i lavoratori autonomi risulta interamente a loro carico. I contributi sono versati in due appositi fondi, uno destinato alle prestazioni pensionistiche e l'altro rivolto a quelle per invalidità, denominati rispettivamente *Old-age and survivors insurance trust fund* e *Disability insurance trust fund* e amministrati da un unico *Board of trustees*.

Il recente Rapporto del *Board of trustees* riporta che alla fine del 2004 sono circa 48 milioni gli individui che ricevono prestazioni, di cui 33 milioni per vecchiaia, 7 milioni per superstiti e 8 milioni per invalidità; i lavoratori coperti dalla *Social Security* ammontano complessivamente a circa 157 milioni. Il tasso di sostituzione si attesta in media al 42 per cento, con valori più alti per i redditi più bassi e viceversa.

Al momento attuale, circa il 75 per cento delle entrate annuali è destinato al pagamento delle prestazioni, mentre il restante 25 per cento costituisce *surplus* che viene investito in specifiche obbligazioni non negoziabili emesse dal Tesoro; il rimborso parziale o totale delle obbligazioni in discorso è previsto nell'ipotesi di flussi di cassa negativi nella gestione dei sopra menzionati fondi del programma di assicurazione sociale.

Le proiezioni contenute nel Rapporto, che considerano l'evoluzione delle variabili demografiche ed economiche su un orizzonte temporale di 75 anni, indicano che congiuntamente i sopra menzionati fondi dovrebbero sperimentare flussi di cassa negativi nella gestione previdenziale a partire dal 2017, rendendo quindi necessaria la graduale conversione monetaria del *surplus* precedentemente accumulato e investito in obbligazioni del Tesoro. Le medesime proiezioni individuano nel 2041 l'anno nel quale il *surplus* si esaurirà, rendendo quindi necessari trasferimenti dal bilancio federale.

La principale causa dell'incremento dei costi della *Social Security* è legata al pensionamento della generazione dei *baby boomers*, ovvero di coloro nati negli anni compresi tra il 1946 e il 1964, fenomeno che, insieme all'effetto combinato dell'incremento delle aspettative di vita e della riduzione dei tassi di natalità, porterà a una diminuzione del numero dei lavoratori per titolare di trattamenti pensionistici da 3,3 nel 2004 a 2,2 nel 2030, anno nel quale il processo di pensionamento dei *baby boomers* dovrebbe esaurirsi. Conseguentemente, in assenza di interventi correttivi, l'incidenza sul PIL delle spese per la *Social Security* passerà dal 4,3 per cento del 2005 al 6,1 per cento del 2030 e al 6,4 per cento del 2079.

Il Rapporto calcola che per riportare il sistema in condizioni di equilibrio attuariale sarebbero necessarie misure che nell'immediato considerino o l'incremento dei contributi portando l'aliquota a oltre il 14 per cento, o la riduzione di circa il 13 per cento delle prestazioni, oppure una loro combinazione, a meno ovviamente di ricorrere in tutto o in parte a trasferimenti posti a carico della fiscalità generale.

Accanto alla *Social Security* esiste negli Stati Uniti un sistema di previdenza integrativa assai articolato e sviluppato che soddisfa essenzialmente i bisogni previdenziali dei lavoratori con redditi medio-alti i quali, nell'ambito della *Social Security*, ricevono una copertura pensionistica piuttosto bassa. Le forme di previdenza complementare offerte comprendono, oltre ai piani previdenziali collettivi a contribuzione definita (i piani aziendali o interaziendali *401(k)*, i piani *403(b)* sponsorizzati da enti *no profit* e i piani *457* offerti da enti locali e statali) e ai piani a prestazione definita (piani aziendali privati, piani federali, statali e degli enti locali), i piani previdenziali individuali (*IRA*) e le polizze assicurative a carattere previdenziale (*annuity*).

I piani previdenziali aziendali, fiscalmente agevolati rispetto ai piani individuali, costituiscono la principale forma di copertura previdenziale complementare. In particolare, quelli a prestazione definita continuano a rappresentare una componente rilevante del sistema statunitense nonostante la sensibile crescita del numero dei piani a contribuzione definita e della copertura da essi offerta. I piani a prestazione definita sono in genere promossi dalle aziende di grandi dimensioni del settore industriale, spesso affiancati dai meno costosi piani a contribuzione definita, quali i *401(k)*.

Malgrado l'andamento positivo dei mercati finanziari, nel 2004 ulteriori 192 piani a prestazione definita sono stati sottoposti all'amministrazione della *Pension Benefit Guaranty Corporation* (*PBGC*), l'Agenzia del governo federale, introdotta nel 1974

mediante l'*Employement Retirement Income Security Act* (*ERISA*), che gestisce il programma di riassicurazione contro l'insolvenza dei piani a prestazione definita. Complessivamente, alla fine del 2004 il numero dei piani pensionistici *underfunded* amministrati dalla *PBGC* è di quasi 3.500 con oltre un milione di titolari di trattamenti pensionistici, per la quasi totalità promossi da singole imprese *sponsor*; il numero totale di piani a prestazione definita assicurati dall'Agenzia federale è, invece, di 31 mila per complessivi 44 milioni di iscritti fra lavoratori e pensionati.

Nel Rapporto annuale per il 2004, l'Agenzia federale ha registrato un disavanzo di 23,5 miliardi di dollari rispetto agli 11,5 dell'anno precedente, il più alto nella storia della *PBGC*. Secondo gli ultimi dati forniti dalla stessa Agenzia federale, nel 2004 i piani a prestazione definita con *underfunding* superiore a 50 milioni di dollari sono pari a 1.108, rispetto ai 1.051 dell'anno precedente, mentre lo squilibrio attuariale è salito a circa 350 miliardi di dollari rispetto ai 280 miliardi del 2003; se si prende in considerazione l'insieme dei piani a prestazione definita, l'ultima stima dell'*underfunding* si attesta, secondo la *PBGC*, a oltre 400 miliardi di dollari.

Nel corso dei primi mesi del 2005, i piani pensionistici di due importanti imprese in crisi appartenenti al settore del trasporto aereo, la *US Airways* e la *United Airlines* (*UAL*), sono stati chiusi nel quadro di un accordo raggiunto con la *PBGC* per il subentro di quest'ultima nel pagamento delle prestazioni pensionistiche; in particolare, la chiusura dei piani pensionistici della *UAL*, sottofinanziati per un ammontare complessivamente stimato in 10 miliardi di dollari, rappresenta il più consistente *default* nella storia dell'Agenzia federale. L'accordo raggiunto con la *UAL* pone a carico della *PBGC* l'onere del pagamento delle prestazioni pensionistiche per un ammontare pari a 6,6 miliardi di dollari, nonché l'ingresso dell'Agenzia nel capitale della società in crisi. Ultimamente, anche altre due compagnie aeree e alcune importanti imprese del settore automobilistico hanno segnalato l'insorgenza di crescenti difficoltà nel mantenimento delle promesse pensionistiche sui propri piani a prestazione definita.

Il Governo americano, preoccupato dell'ulteriore deterioramento delle condizioni finanziarie dei piani a prestazione definita e della stessa Agenzia federale, ha inserito una serie di provvedimenti di riforma fra le priorità del suo secondo mandato; le misure di intervento, annunciate lo scorso gennaio, sono attualmente al vaglio delle competenti Commissioni del Congresso. Tali misure si focalizzano essenzialmente su tre aree: la riformulazione delle regole di *funding* dei piani a prestazione definita; la modifica delle modalità per il calcolo del premio versato alla *PBGC* per l'assicurazione dei piani a prestazione definita; il miglioramento della comunicazione con gli iscritti, i lavoratori, gli investitori e le autorità di controllo.

Quanto alle regole di finanziamento, l'*Internal revenue code* e l'*ERISA* prevedono che i piani a prestazione definita siano adeguatamente finanziati (*minimum funding requirement*). Tale livello minimo di finanziamento dipende tuttavia dalle metodologie di valutazione delle passività e delle attività e dalle ipotesi di attualizzazione adottate dal piano stesso, comportando ampi margini di discrezionalità e variabilità fra le valutazioni dei diversi piani.

Le modifiche delle regole di *funding* prevedono l'utilizzo di una metodologia per il calcolo del valore delle passività che meglio rifletta il rischio di chiusura del piano. Inoltre, gli obiettivi di finanziamento del piano verrebbero determinati sulla base della situazione finanziaria della società *sponsor*: nel caso in cui le condizioni finanziarie dell'azienda promotrice non fossero soddisfacenti, le ipotesi attuariali adottate nella valutazione delle passività dovrebbero riflettere il maggiore rischio di chiusura del piano, traducendosi in un obiettivo di *funding* maggiore.

Anche le altre proposte di riforma delle regole di finanziamento dei piani hanno come obiettivo quello di assicurare che le aziende *sponsor* siano in grado di garantire le prestazioni pensionistiche promesse. Al riguardo, si prevede che i piani in *deficit* possano disporre di un maggiore intervallo temporale (7 anni) rispetto a quanto oggi previsto (5 anni) per il ripristino di condizioni di equilibrio. Inoltre, ai datori di lavoro verrebbe concessa la possibilità di versare maggiori contributi, agevolati fiscalmente, anche nei periodi di adeguato finanziamento del piano. Infine, qualora il piano sia in condizioni di squilibrio, le proposte presentate limiterebbero la possibilità di migliorare le prestazioni previdenziali promesse e di liquidare la posizione previdenziale degli aderenti in forma di capitale.

Un altro aspetto affrontato dalla riforma è quello relativo al sistema di finanziamento della *PBGC*. L'attuale modalità di finanziamento stabilisce il pagamento di un premio annuo, nella misura fissa di 19 dollari per partecipante, non correlato allo stato finanziario del piano assicurato; le proposte avanzate dispongono, invece, la modifica della struttura del premio che verrebbe, in primo luogo, indicizzato all'andamento medio dei salari. Sulla base di tale rivalutazione il premio a carico dei datori di lavoro per il 2005 sarebbe pari a 30 dollari per partecipante. Inoltre, per attenuare l'incentivo verso politiche di investimento più rischiose da parte dell'impresa *sponsor* (*moral hazard*), determinate dall'attuale struttura a premio fisso, le misure proposte prevedono che nel caso di *deficit* del piano il premio sia calcolato sulla base delle condizioni di squilibrio, valutate rispetto agli specifici obiettivi di finanziamento stabiliti per tale piano. L'Agenzia avrebbe, inoltre, la possibilità di aggiornare periodicamente il premio qualora reputasse i mezzi finanziari disponibili insufficienti per coprire le eventuali perdite attese.

Le proposte di riforma riguardano altresì l'informativa agli iscritti in merito alle reali condizioni di finanziamento dei piani da essi sottoscritti, al fine di promuovere la consapevolezza delle decisioni previdenziali. Analoga preoccupazione è stata espressa anche per l'informativa destinata agli investitori e agli operatori del settore sull'ammontare degli impegni prospettici delle società *sponsor*. I provvedimenti proposti mirano a introdurre nuovi obblighi di comunicazione degli amministratori dei piani, che dovranno fornire informazioni più tempestive e puntuali sulle condizioni finanziarie del piano, sugli obiettivi di finanziamento e sul tipo di garanzia offerta dalla *PBGC*.

Le tendenze di lungo periodo dei conti del sistema pensionistico di base hanno convinto il Governo americano dell'opportunità di proporre una radicale riforma del

sistema della *Social Security* mediante l'introduzione di una componente a capitalizzazione individuale, finanziata mediante la devoluzione di una parte dei contributi obbligatori; la proposta di riforma è ancora in corso di definizione.

L'obiettivo dell'Amministrazione consiste nel perseguimento della solvibilità del sistema di base promuovendo allo stesso tempo la diffusione della c.d. *ownership society*, ovvero la compartecipazione dei singoli individui ai rischi e alle opportunità dell'economia e, nel caso di specie, del proprio futuro pensionistico, diventando quindi direttamente interessati all'aumento dell'efficienza complessiva del sistema e favorendo così un più elevato accumulo di ricchezza per la nazione.

Allo stato attuale non sussiste ancora alcuna precisa formalizzazione circa i dettagli della proposta di riforma. Tuttavia, in occasione di pubbliche conversazioni tenute dal Presidente Bush nei singoli Stati dell'Unione nonchè di interventi di altri membri del Governo, sono stati sottolineati tre punti principali che dovrebbero caratterizzare l'intervento di riforma: 1) certezza dei diritti acquisiti per i pensionati attuali e per coloro che sono prossimi al pensionamento; 2) mantenimento del livello attuale delle aliquote contributive; 3) devoluzione su base volontaria di una parte dei contributi obbligatori ai conti individuali pensionistici.

Al riguardo, utili indicazioni sulle caratteristiche che potrebbe assumere l'intervento di riforma possono rinvenirsi nel Rapporto conclusivo della Commissione nominata dal Presidente Bush nel 2001 (*President's Commission to Strengthen Social Security*), con il compito di individuare modalità di rafforzamento del sistema pensionistico di base, migliorando nel contempo la sostenibilità finanziaria di lungo periodo e l'impatto sul bilancio dello Stato federale.

Nel dicembre del 2001, il Rapporto conclusivo della Commissione presentava in modo piuttosto dettagliato tre modelli di riforma del primo pilastro pensionistico americano, evidenziandone allo stesso tempo le conseguenze nell'applicazione su un periodo di 75 anni. In particolare, il secondo modello delineato nel Rapporto sembra a tutt'oggi costituire la migliore indicazione disponibile sulle caratteristiche che potrebbe assumere l'attuale proposta di riforma. Tale modello presuppone, da un lato, l'indicizzazione ai prezzi in luogo dei salari in fase di calcolo dei benefici pensionistici, realizzando nella sostanza una riduzione del tasso di sostituzione al trascorrere del tempo successivo al pensionamento e, dall'altro, la devoluzione su base volontaria del 4 per cento dei contributi obbligatori ai conti individuali pensionistici, fino a un massimo di mille dollari l'anno.

Il rendimento che in prospettiva sarebbe possibile conseguire con l'investimento sui mercati finanziari della parte di contribuzione devoluta ai conti individuali pensionistici sarebbe quindi chiamato a compensare la riduzione delle prestazioni causata dal nuovo meccanismo di indicizzazione. Al riguardo, le stime contenute nel Rapporto della Commissione individuano nel 2 per cento il tasso di rendimento reale sui conti individuali che permetterebbe di mantenere inalterato l'attuale tasso di sostituzione garantito dalla *Social Security*.

Il Rapporto si sofferma, inoltre, sulle caratteristiche strutturali che dovrebbero presentare i conti individuali quali, tra le altre, la scelta di un approccio centralizzato ovvero decentrato per la raccolta delle adesioni e la gestione del patrimonio, i meccanismi di *governance*, il novero delle opzioni di investimento per gli aderenti.

Al riguardo, il Rapporto ipotizza che i conti individuali possano essere strutturati secondo un approccio centralizzato, basato sulla raccolta dei contributi da parte di un unico soggetto, di nomina governativa, che provvede al trasferimento delle risorse su una limitata gamma di fondi di investimento, tipicamente indicizzati, secondo le indicazioni fornite dai partecipanti al sistema, ovvero decentrato, fondato cioè sulla raccolta diretta dei contributi da parte del datore di lavoro, che in questo caso ha il compito di provvedere al trasferimento su un'ampia e diversificata gamma di fondi di investimento secondo le scelte degli aderenti.

Approccio centralizzato e decentrato presentano entrambi vantaggi e svantaggi, dal momento che il primo presenta minori costi di amministrazione e gestione con una più ristretta gamma di opzioni di investimento per gli aderenti, viceversa per quanto riguarda il secondo approccio.

Il Rapporto suggerisce l'opportunità di un approccio misto, ovvero basato sull'accentramento della funzione di raccolta dei contributi presso un soggetto di nomina governativa, assicurando nel contempo un'ampia flessibilità ai partecipanti nella scelta dei fondi di investimento ai quali destinare la contribuzione. Con riferimento ai costi, il Rapporto stima nello 0,3 per cento del patrimonio il livello necessario per il funzionamento del sistema (un livello molto più basso dei costi medi di gestione tipicamente registrati dai fondi comuni di investimento).

In tutto questo processo assume rilevanza il ruolo del *Governing Board* del soggetto amministratore, che stabilisce regole di diversificazione, cura che siano fornite tutte le necessarie informazioni ai partecipanti, verifica e implementa le modalità con le quali accelerare il processo di riconciliazione dei contributi, controlla la corretta imputazione dei costi di gestione ai conti individuali.

Il grado di flessibilità nelle scelte di investimento è individuato nel Rapporto della Commissione mediante la fissazione di un valore soglia delle attività accumulate dal piano. In particolare, per valori dei conti individuali al di sotto del valore soglia (*Tier 1*), la gamma delle opzioni di investimento sarebbe più ristretta. Oltre il livello soglia (*Tier 2*), invece, gli individui potrebbero scegliere tra i medesimi fondi di investimento disponibili nel *Tier 1* e una più ampia e diversificata gamma di fondi appositamente certificati dal *Governing Board* secondo la rispondenza a determinati criteri. Per entrambi i livelli è previsto un fondo appositamente creato dal Governo e destinato all'investimento in obbligazioni del Tesoro indicizzate all'inflazione; nel caso, infine, di non esplicita dichiarazione dei partecipanti, verrebbe previsto l'investimento dei contributi in un fondo di *default* appositamente selezionato.

Sul tema specifico delle scelte di investimento, il documento "*Strengthening Social Security for the 21st Century*", predisposto dal Governo americano nel febbraio scorso, fornisce qualche indicazione in più prevedendo, in aggiunta alle tipologie di fondo già delineate nel Rapporto della Commissione, anche un fondo del tipo *life-cycle* che automaticamente aggiusta l'allocazione del portafoglio previdenziale, spostandola gradualmente verso investimenti meno rischiosi una volta raggiunte prefissate soglie di età anagrafica. Per tutti gli iscritti il documento prevede poi, con la formula del silenzio-assenso, l'automatica iscrizione al fondo *life-cycle* al raggiungimento dei 47 anni di età, allo scopo di proteggere gli individui più prossimi al pensionamento contro avversi andamenti dei mercati finanziari.

1.2.2 Regno Unito

Il Regno Unito rientra in quel gruppo di Paesi in cui la pensione pubblica è prioritariamente destinata a prevenire la povertà piuttosto che a fornire un reddito sostitutivo dell'ultima retribuzione. Il sistema pensionistico pubblico è assai meno generoso della maggior parte dei Paesi dell'Europa continentale; questo eroga una pensione di base uguale per tutti (*Basic State Pension – BSP*) ed una prestazione aggiuntiva calcolata sulla base delle retribuzioni percepite (*State Second Pension – S2P*).

Nel complesso, come rilevato nel Rapporto intitolato "*Pensions: Challenges and Choices*", pubblicato nel 2004 da parte della *Pensions Commission*, la Commissione governativa istituita nel dicembre 2002 con il compito di verificare l'adeguatezza del sistema di previdenza complementare del Regno Unito, un lavoratore con uno stipendio medio percepisce, dal sistema pubblico, una pensione complessiva di circa il 37 per cento dell'ultima retribuzione, percentuale questa notevolmente inferiore ad altri Stati.

La componente pubblica ha trovato, peraltro, per lungo tempo, un'adeguata compensazione nella componente di natura privata. Il Regno Unito dispone, infatti, di uno dei più estesi sistemi di previdenza complementare su base volontaria del mondo con una percentuale elevata di lavoratori iscritti agli schemi occupazionali, in prevalenza ancora a prestazione definita e con un patrimonio complessivo di assoluto rilievo, ove raffrontato con il prodotto interno lordo (PIL). Nel Rapporto si precisa che in Gran Bretagna, nel 2002-2003, circa 14,3 milioni di lavoratori (su un totale di 25,6 milioni di lavoratori) aderivano ad una forma di previdenza privata e le risorse complessive gestite dal sistema della previdenza complementare, ivi inclusi i contratti assicurativi, erano pari a circa il 120 per cento del PIL.