

Con la riforma Maroni del 2004 (Legge Delega 243/2004) sono stati introdotti incentivi diretti a ritardare l'età di pensionamento di anzianità. I requisiti di età e di periodo di contribuzione per conseguire il diritto a quest'ultimo trattamento sono stati modificati. La fascia di età prevista per il pensionamento delle donne è stata ristretta da 57-65 a 60-65 anni; per gli uomini l'età di pensionamento è stata elevata a 65 anni. Infine si è stabilito il trasferimento (salvo diniego del lavoratore) ai fondi pensione del trattamento di fine rapporto (TFR) maturato dalla metà del 2007. Gli interventi diretti a innalzare l'età di pensionamento hanno determinato un significativo contenimento della spesa nel breve-medio periodo. Nel lungo periodo al rinvio del pensionamento corrisponderà un aumento, equivalente sotto il profilo attuariale, dell'ammontare dei trattamenti erogati.

Per effetto della Legge 247/2007 dal 1° gennaio del 2010 ha trovato applicazione la prima revisione dei coefficienti di trasformazione con la quale la vita media residua al momento del pensionamento, inglobata nei valori stabiliti nel 1995 (basati sulle tavole di mortalità ISTAT del 1990), è stata adeguata all'allungamento intervenuto nel corso del tempo. Le modificazioni introdotte hanno portato a una decurtazione del grado di copertura offerto dal sistema pubblico in media dell'ordine del 7 per cento⁷. Con la stessa Legge la cadenza della revisione dei coefficienti di trasformazione è stata resa triennale⁸.

Al fine di contenere la diminuzione, in termini relativi, delle prestazioni e nel medio periodo di realizzare risparmi nella spesa per pensioni, con la Legge 102/2009 è stato introdotto il principio del collegamento dell'età anagrafica richiesta per conseguire il diritto alla pensione alla speranza di vita residua, dando attuazione alle linee di indirizzo suggerite in precedenza. In tal modo sarà possibile evitare la riduzione che altrimenti si sarebbe prodotta nel tasso di sostituzione, salvaguardando l'adeguatezza dei trattamenti ai bisogni⁹.

Nonostante le modifiche introdotte occorre continuare a verificare l'andamento della spesa e prevenire il presentarsi di eventuali fattori di squilibrio¹⁰.

⁷ Per i nuovi calcoli della speranza di vita sono state utilizzate le tavole di mortalità relative all'anno 2002, cioè le tavole disponibili al momento della redazione della tabella allegata alla Legge.

⁸ La prossima applicazione, da realizzare nel 2013, dovrebbe tener conto degli incrementi intervenuti nella speranza di vita alle varie età di pensionamento tra il 2002 e il 2008 (ultimo anno per il quale nel 2012 è presumibile saranno disponibili le tavole di mortalità dell'ISTAT).

⁹ La nuova norma ha previsto un meccanismo automatico in base al quale, a partire dal 1° gennaio 2015, i requisiti per l'accesso al trattamento andranno adeguati all'incremento intervenuto nella speranza di vita nel quinquennio precedente al pensionamento. Per effetto dell'applicazione di questa norma verrà rinviato il collocamento a riposo delle nuove generazioni di pensionati consentendo, nel medio termine, di contenere l'espansione della spesa. Nel lungo periodo l'ammontare dell'onere per pensioni dovrebbe rimanere sostanzialmente invariato: l'entità dei trattamenti di nuova liquidazione verrà innalzata per tener conto dell'aumento dei versamenti contributivi e di quello dell'età anagrafica al momento del pensionamento secondo criteri di equivalenza attuariale. Risparmi di spesa limitati (in rapporto al numero dei casi residui) potrebbero derivare per i lavoratori che si collocassero a riposo con il metodo contributivo nel caso l'età di pensionamento venisse prolungata oltre il limite per il quale non è più riconosciuto alcun aumento del trattamento.

¹⁰ Come accennato nella Relazione dello scorso anno, vari fattori rischiano di determinare eventi negativi. Nonostante le modifiche introdotte, le prestazioni a regime tenderanno a eccedere i contributi a causa di tre fattori: a) lo sfasamento (in base alla nuova normativa) pari a tre anni nella revisione dei coefficienti che si aggiunge al tempo necessario per l'elaborazione da parte dell'ISTAT

Il sistema delle forme pensionistiche complementari. Dal 1993 al sistema pensionistico pubblico è stato affiancato un sistema di previdenza integrativa, con l'obiettivo di compensare la riduzione apportata alle prestazioni erogate dal settore pubblico. Il Decreto lgs. 124/1993 ha regolato l'istituzione dei fondi pensione; l'avvio è risultato lento e faticoso.

Sul finire degli anni novanta il sistema complementare aveva dimensioni ancora limitate; il numero delle adesioni cresceva lentamente. La consapevolezza della necessità di integrare i trattamenti di base con pensioni complementari tardava a essere percepita dai lavoratori.

Per dare impulso all'attività del settore con il Decreto lgs. 252/2005 è stata introdotta una procedura di "silenzio/assenso" relativamente al conferimento del trattamento di fine rapporto; nel contempo venivano introdotte nuove agevolazioni fiscali che favorivano l'iscrizione ai fondi. Anche le relazioni sindacali e gli accordi contrattuali favorivano la diffusione della consapevolezza della necessità di integrare il grado di copertura offerto dal sistema pubblico. L'introduzione del "silenzio/assenso" ha prodotto risultati inferiori alle attese ma pur sempre da apprezzare.

In pochi anni il sistema complementare ha raggiunto un grado di estensione di rilievo nella comparazione internazionale, anche se ancora limitato rispetto alle potenzialità: alla fine del 2010 il numero degli aderenti è pari a 5 milioni e 272 mila unità, che rappresenta solamente il 23 per cento di quelli potenziali.

L'assetto normativo che regola l'attività dei fondi è ben strutturato e funzionale. Il sistema che ne è scaturito risulta solido. I nuovi fondi utilizzano il sistema della contribuzione definita che limita i rischi di instabilità, correlando le prestazioni all'ammontare dei versamenti contributivi e al rendimento realizzato. L'attività di investimento dei fondi è regolata dal DM Tesoro 703/1996 che indica le tipologie di strumenti in cui le risorse finanziarie dei fondi possono essere investite e pone limiti stringenti per le attività più rischiose.

Per effetto dell'attenta regolamentazione e dell'attività di vigilanza esercitata dalla COVIP, la crisi finanziaria ha prodotto sui fondi pensione italiani effetti limitati. Solamente alcuni fondi sono risultati esposti nei confronti di istituzioni finanziarie che si sono venute a trovare in condizioni di dissesto; in alcuni casi le perdite sono risultate di una certa entità a causa del mancato rispetto del principio di diversificazione degli investimenti. In conclusione il sistema dei fondi pensione ha mostrato una buona tenuta alle turbolenze dei mercati finanziari.

delle tavole di mortalità; b) l'utilizzo di tavole di mortalità costruite per individui contemporanei di età differenti e non per generazioni (che presentano aspettative di vita più lunghe rispetto alle prime, in connessione con il continuo innalzamento in atto); c) il riconoscimento, ai fini della rivalutazione dei contributi versati, della crescita del prodotto interno che, oltre all'aumento dei salari in termini reali (il parametro utilizzato in Svezia), ingloba anche quello dell'occupazione (in periodi di riduzione dell'occupazione è assai probabile che il meccanismo venga modificato determinando uno squilibrio finanziario; in alternativa, in assenza di modifiche, si determinerebbe una iniquità distributiva tra generazioni di pensionati).

I riflessi negativi indotti dal forte calo dei corsi azionari, generato dalla caduta dell'attività produttiva, sono risultati di rilievo. La loro entità è stata tuttavia inferiore rispetto a quella osservata nella generalità dei paesi avanzati, in relazione alla minore rilevanza della quantità di titoli azionari detenuta nel portafoglio dei fondi (pari in media a circa il 25 per cento dei mezzi amministrati a fronte di valori dell'ordine del 50 per cento dei paesi anglosassoni). Tale risultato è da ricondurre alla maggiore prudenza adottata nelle politiche di investimento, a sua volta frutto di un minor gradimento di questi strumenti da parte dei lavoratori italiani.

Nel 2008 i rendimenti delle forme pensionistiche complementari italiane di nuova istituzione sono risultati negativi per una percentuale pari in media all'8 per cento, a fronte di oltre il 20 per cento osservato per la media dei paesi OCSE.

Alla fine del 2010 le perdite subite nel 2008 da parte dei fondi negoziali e dei fondi aperti sono state integralmente recuperate. Per i PIP di ramo III (di minor peso in termini di risorse), il recupero delle perdite è ancora parziale: nel triennio 2008-2010 il rendimento continua a risultare negativo nella misura dell'8 per cento (in questi fondi gli investimenti in titoli azionari alla fine del 2007 superavano il 50 per cento delle risorse amministrate).

La caduta dell'attività produttiva causata dalla crisi finanziaria ha determinato pesanti riflessi sulle adesioni e sulle sospensioni dei versamenti.

Nel 2010 il numero degli iscritti ai fondi negoziali ha segnato una riduzione dell'1,4 per cento, a fronte della sostanziale stazionarietà osservata nel 2009. Prosegue la forte espansione delle adesioni ai PIP (pari a quasi il 30 per cento) sospinta da una rete di promozione capillare. L'andamento dei fondi aperti si colloca in una posizione intermedia con una crescita degli iscritti del 3,4 per cento rispetto alla fine del 2009.

La flessione dei redditi delle famiglie connessa con la negativa situazione congiunturale ha determinato un forte aumento delle sospensioni dei versamenti contributivi; alla fine del 2010 esse hanno quasi raggiunto un milione di unità, a fronte delle 840.000 del 2009. Il numero degli iscritti non versanti nel quadriennio 2007-2010 si è raddoppiato, risentendo soprattutto della forte riduzione del reddito dei lavoratori autonomi. Questo fenomeno è diffuso soprattutto in questa categoria di lavoratori, nel cui ambito i mancati versamenti riguardano il 38 per cento degli iscritti (a fronte del 13 per cento rilevato per i lavoratori dipendenti).

Per quanto concerne la distribuzione tra le varie categorie di fondi, va rilevato che il fenomeno delle sospensioni dei versamenti contributivi riguarda in maggior misura i fondi aperti e i PIP; esso potrebbe da un punto di vista strutturale sottendere, di fatto, un ricorso discontinuo a queste forme da parte dei lavoratori autonomi, subordinato cioè all'andamento della loro attività, ovvero fenomeni di insoddisfazione da parte degli iscritti in rapporto ai risultati conseguiti.

Affinché i positivi risultati raggiunti vengano consolidati, occorre adeguare l'assetto normativo alle nuove esigenze e continuare nell'attenta azione di vigilanza. Per rispondere appieno ai compiti che gli sono stati affidati, è però necessario che il sistema complementare possa espandere significativamente la propria attività raggiungendo nuove categorie di iscritti.

Nell'attuale fase di bassa crescita dell'economia e di forte rallentamento delle adesioni, l'azione della COVIP è diretta a rafforzare l'assetto organizzativo dei fondi e la loro solidità patrimoniale. L'obiettivo perseguito è quello di porre le premesse per una nuova fase di rilancio del settore, da attuare non appena le condizioni economiche torneranno a essere positive, beneficiando dei risultati dei programmi varati a livello interno e internazionale.

1.4 L'azione della COVIP

Nel contesto sopra delineato l'azione della COVIP si è sviluppata lungo quattro direttrici:

- a) rafforzare la vigilanza ispettiva e cartolare sui fondi pensione, con l'obiettivo di verificare la rispondenza del loro assetto decisionale e organizzativo al nuovo contesto interno e internazionale e in particolare alle sfide poste dalle turbolenze dei mercati finanziari;
- a) analizzare le problematiche connesse con l'attività di investimento e con la solidità patrimoniale dei fondi (di nuova istituzione e preesistenti), anche al fine di metterli in grado di beneficiare delle opportunità offerte a livello internazionale dall'economia reale e finanziaria contenendo i rischi che esse implicano;
- b) assicurare maggiore trasparenza nell'attività dei fondi pensione, in modo da rafforzare la fiducia degli aderenti, da accrescere la loro consapevolezza sugli effetti delle scelte da compiere e, attraverso questa via, favorire l'operare della concorrenza;
- c) diffondere le informazioni di cui i lavoratori e i cittadini bisognano per valutare l'opportunità, nel nuovo contesto, di aderire alle forme pensionistiche complementari e rendere edotti gli operatori sulle modalità seguite dalla COVIP nell'attività di vigilanza e nell'irrogazione delle sanzioni.

1.4.1 L'attività di vigilanza: ispettiva e cartolare

Dopo la fase di rapida costituzione del sistema in cui ha affiancato le forme di previdenza complementare nell'organizzazione della loro attività, la COVIP negli ultimi due anni ha ritenuto di mutare il proprio approccio nell'attività di vigilanza indirizzandosi ad accertare la rispondenza dell'assetto dei fondi alle funzioni da espletare e la loro solidità sotto il profilo patrimoniale.

Spingevano in questa direzione più fattori:

- a) la necessità di intensificare la verifica del corretto funzionamento degli organi, la rispondenza degli adempimenti dei fondi alle prescrizioni normative e regolamentari e infine la predisposizione e l'invio agli iscritti delle informazioni rilevanti;
- b) l'esigenza di assicurarsi che la gestione finanziaria dei fondi non li esponesse a rischi eccessivi in rapporto a quelli consoni all'attività di investimento di lungo periodo che li caratterizza e che il rendimento dei mezzi patrimoniali fosse in linea con quello dei mercati di riferimento.

A questo fine la COVIP ha deciso di rafforzare sia l'attività di vigilanza ispettiva sia quella cartolare.

La vigilanza ispettiva. Nella fase di avvio del sistema di previdenza complementare la funzione ispettiva ha avuto una valenza prevalentemente ricognitiva; l'attività dell'Ispettorato è stata indirizzata a esaminare l'adeguatezza dell'assetto istituzionale e delle strutture organizzative alla fondamentale esigenza di assicurare agli iscritti una prestazione integrativa idonea ai bisogni delle età anziane.

Con l'affinamento dei modelli organizzativi e gestionali e il completamento del quadro normativo, l'attività ispettiva ha potuto gradualmente volgersi alla verifica del corretto svolgimento dei compiti degli organi statutari e dei conseguenti riflessi sulla gestione finanziaria e amministrativa e, più in generale, sulla funzionalità complessiva dei fondi.

In occasione della crisi finanziaria a livello internazionale, la necessità di un attento controllo sulla gestione dei fondi è divenuta più pressante. Dalle analisi effettuate si è potuto verificare che, in linea generale, i fondi pensione sono stati coinvolti in misura limitata nell'acquisto di titoli di istituzioni finanziarie che si sono venute a trovare in condizioni di dissesto. Ciononostante in tutti i paesi avanzati e anche in Italia le autorità preposte hanno ritenuto di sottoporre i fondi vigilati ad approfondite verifiche degli investimenti effettuati e delle modalità con cui le relative decisioni vengono prese, ciò al fine di evitare l'assunzione di rischi che potessero rivelarsi eccessivi in rapporto alle finalità perseguite.

In relazione all'insieme di queste circostanze nel corso del 2009 e soprattutto nel 2010 la COVIP ha deciso di rafforzare l'organico dell'Ispettorato destinandovi nuove risorse. È stata così accresciuta, rispetto al passato, la quantità delle indagini e migliorata la loro qualità. Ciò grazie anche a nuovi approcci al controllo che hanno innalzato l'efficienza dell'azione ispettiva.

Dal punto di vista operativo, la Commissione ha in primo luogo integrato l'attività diretta al controllo delle situazioni contingenti che emergevano dalle analisi cartolari con una pianificazione sistematica degli interventi volta ad assicurare la copertura di tutti i principali fondi entro un arco temporale ragionevole.

Sotto il profilo organizzativo la COVIP ha sviluppato una pianificazione annuale degli accertamenti da effettuare, che ne definisce i tempi, i principali ambiti di analisi, nonché le modalità esecutive.

L'adozione di criteri oggettivi di selezione delle forme di previdenza da assoggettare periodicamente ad attività di controllo ha fornito una maggiore sistematicità e continuità d'azione alla vigilanza ispettiva; a tali forme di controllo periodico si affiancano quelle decise in base alle analisi condotte sulle informazioni cartolari e in prospettiva su quelle rilevate attraverso il nuovo sistema *risk-based* in corso di definizione.

Al fine di utilizzare l'esperienza maturata nel corso degli anni, la COVIP ha deciso di effettuare un'analisi approfondita delle risultanze degli accertamenti condotti dal 2005 in poi, con l'obiettivo, da un lato, di meglio indirizzare l'attività ispettiva, dall'altro di mettere a disposizione dei fondi i punti critici da sottoporre all'autoanalisi.

Le criticità rilevate sono state classificate per aree di competenza. L'esame dei risultati ottenuti ha consentito di approfondire le problematiche delle forme pensionistiche complementari e di evidenziare i principali profili di debolezza del loro assetto. L'elaborazione dei dati ha posto in luce carenze nei presidi di controllo (attinenti soprattutto all'operare degli organi collegiali), nell'assetto organizzativo, nella gestione delle risorse finanziarie, nella trasparenza dei rapporti con la Commissione e con gli iscritti.

Le indicazioni raccolte hanno fornito un contributo di rilievo all'adozione dei necessari provvedimenti di regolamentazione, all'individuazione dei principali fattori di rischio della *governance* e dell'assetto organizzativo dei fondi pensione, nonché alla costruzione del modello di vigilanza *risk-based*.

Negli ultimi anni, completato il quadro normativo di riferimento, la COVIP ha deciso di procedere a una più attenta verifica della rispondenza degli adempimenti dei fondi alle disposizioni di legge e regolamentari.

Di fronte a comportamenti dei soggetti vigilati non conformi alle disposizioni di settore, per i quali si configuravano ipotesi di irregolarità amministrative, sono state irrogate sanzioni pecuniarie a carico dei componenti degli organi di amministrazione e di controllo e/o del responsabile della forma pensionistica. L'obiettivo perseguito è quello di richiamare l'attenzione di questi soggetti alla necessità di assicurare adeguati livelli di efficienza e la stabilità finanziaria dei fondi: qualora le violazioni, anche se solamente formali, si protraessero nel tempo è assai probabile che finirebbero per ostacolarne il conseguimento con riflessi negativi per gli iscritti.

La vigilanza cartolare. Nell'ambito della vigilanza cartolare, la COVIP ha deciso di porre maggiore enfasi nell'analisi della gestione finanziaria, che, in base alle informazioni disponibili, in alcuni casi presentava aspetti problematici, e nella verifica dell'equilibrio patrimoniale dei fondi preesistenti a prestazione definita o comunque con erogazione diretta delle rendite, spesso affidato alla realizzazione di tassi di rendimento più elevati di quelli osservati in passato.

Con riferimento al primo aspetto è stata esaminata l'attività di investimento complessiva posta in essere dai fondi, dedicando particolare attenzione alle commissioni, alla tipologia degli strumenti utilizzati, al loro orizzonte temporale, alla rilevanza dei flussi di investimento-disinvestimento dei fondi amministrati, alla valutazione dei rischi assunti e all'entità dei rendimenti realizzati.

Un esame approfondito è stato dedicato ai documenti inerenti alla politica di investimento elaborati dal consiglio di amministrazione che costituiscono la base programmatica della gestione dei fondi affidata a operatori professionali. Le analisi condotte hanno posto in luce come questi documenti presentino carenze talvolta di rilievo.

È emersa, in particolare, una non sempre adeguata distinzione dei ruoli degli organi preposti al processo di investimento: il consiglio di amministrazione, gli *advisor* e i gestori.

Al consiglio di amministrazione spetta il compito di stabilire gli obiettivi generali del processo di investimento (tenuto conto dell'ottica di lungo periodo che caratterizza l'attività dei fondi). Per la definizione di questi aspetti il consiglio di amministrazione deve avvalersi, se disponibili, di professionalità interne ovvero di *advisor* professionali in grado di inserire queste analisi nel contesto macroeconomico previsto a livello internazionale.

Ai gestori spetta il compito di investire le risorse finanziarie loro affidate scegliendo, in base alle informazioni disponibili, i titoli più redditizi e i tempi in cui procedere agli acquisti e alle vendite. Essi devono attenersi alle disposizioni indicate nelle convenzioni da definire in modo coerente con le linee programmatiche indicate nel documento sulla politica di investimento; particolare attenzione deve essere posta nella definizione dei costi della convenzione e delle commissioni sulle operazioni di acquisto e vendita dei titoli.

Dalle analisi condotte emerge che l'attività di parte dei fondi in materia è eccessivamente influenzata da soggetti esterni (*advisor* e gestori). Le professionalità interne ai fondi non appaiono sempre adeguate ai bisogni: l'attività di investimento in queste condizioni finisce per non essere definita in tutti i suoi molteplici aspetti e per dipendere in misura determinante da *advisor* talvolta non adeguatamente qualificati e/o da gestori in non pochi casi attenti a minimizzare le loro responsabilità e/o a massimizzare le commissioni.

In base alle analisi effettuate, a processi decisionali di investimento non definiti secondo le procedure indicate e non sufficientemente articolati corrispondono sovente: una durata dell'attivo limitata rispetto all'orizzonte temporale degli impegni; una velocità di rotazione del patrimonio (*turnover*) eccessiva; una *tracking error volatility* molto contenuta in rapporto al *turnover* dei mezzi amministrati; un rendimento netto inferiore a quello dei mercati di riferimento. Anomalie simili interessano anche i fondi pensione di altri paesi avanzati in cui esse assumono però minore rilevanza (*cf. infra paragrafo 3.1.3*).

Al riguardo, è in primo luogo da osservare che il patrimonio dei fondi è investito in larga misura in strumenti a breve-medio termine, a fronte di impegni in gran parte a lungo termine. I fondi sono spesso amministrati facendo ruotare rapidamente il patrimonio affidato per effetto, oltre che di una vita media dei titoli in portafoglio limitata, del tentativo di accrescere il rendimento al di sopra di quelli dei mercati di riferimento (il flusso annuo degli investimenti e dei disinvestimenti nel 2010 nei fondi negoziali è risultato pari a circa 1,2 volte i mezzi amministrati; nei fondi aperti a 1,06 volte). I gestori professionali, utilizzando le informazioni acquisite sui vari titoli e sull'andamento delle economie, dovrebbero realizzare guadagni in conto capitale.

All'elevata velocità di rotazione del patrimonio dovrebbe corrispondere un ammontare rilevante dei rischi assunti. I divari di rendimento del portafoglio tuttavia non si discostano in misura significativa da quelli di mercato: la *tracking error volatility* è infatti, come accennato, limitata. Nonostante il rilevante ammontare degli acquisti e delle vendite, la gestione delle risorse sembrerebbe risultare di tipo passivo ma con costi elevati caratteristici delle gestioni attive.

All'elevato *turnover* del patrimonio non sempre corrisponde un *extra*-rendimento, come ci si potrebbe attendere qualora i gestori fossero in grado di anticipare gli andamenti dei mercati. In un numero non irrilevante di casi all'attivismo della gestione finanziaria si associano risultati addirittura inferiori rispetto a quelli dei mercati di riferimento.

È opportuno che tutti gli attori del sistema riflettano su tali osservazioni: occorre evitare che rendimenti insoddisfacenti a lungo andare causino una perdita di fiducia verso il settore da parte degli aderenti attuali e potenziali.

Un'attenta revisione del processo di investimento nel lungo periodo potrebbe consentire di accrescere i rendimenti netti in misura significativa. Ciò per effetto: a) in

primo luogo, di scelte più oculate della combinazione rischio-rendimento da parte del consiglio di amministrazione; un allungamento della durata degli investimenti consentirebbe di beneficiare di più alti rendimenti e della contemporanea riduzione del rischio (la variabilità dei rendimenti delle azioni e delle obbligazioni nel lungo termine subisce una drastica contrazione; *cfr. infra paragrafo 3.2*); b) in secondo luogo, di una riduzione dei costi connessi con la rilevante velocità di rotazione del patrimonio e/o di valutazioni da parte del gestore più approfondite e quindi più proficue delle opportunità offerte dal mercato.

In molti casi la capacità dei fondi di verificare periodicamente i risultati conseguiti, e quindi di porsi in grado di scegliere i gestori più capaci, risulta limitata; pur tenuto conto della necessità di effettuare valutazioni dei gestori nel lungo periodo, questa attività non appare compiutamente realizzata. All'inadeguatezza dei controlli contribuiscono anche le indicazioni non di rado generiche contenute nei documenti sulla politica di investimento e quindi nelle convenzioni cui i gestori debbono attenersi.

Particolare attenzione va infine dedicata alle eventuali operazioni condotte in conflitto di interesse; vanno in particolare verificati i risultati delle operazioni poste in essere dal gestore con controparti in qualche modo a esso collegate.

Relativamente al secondo aspetto oggetto di attenzione della Commissione, e cioè la verifica della solidità patrimoniale dei fondi preesistenti a prestazione definita o comunque con erogazione diretta delle rendite¹¹, dalle analisi effettuate è emerso che vari fondi presentano situazioni di squilibrio attuariale difficilmente sanabili senza il ricorso a interventi di correzione delle prestazioni o di aumento dei contributi. I tassi di attualizzazione presentano valori assai superiori ai rendimenti realizzati nel passato e che difficilmente potranno essere conseguiti; emerge la necessità di dettare norme dirette a evitare ritardi nell'adozione dei provvedimenti correttivi che si rendessero necessari.

¹¹ I fondi di nuova costituzione sono in condizioni di equilibrio per definizione, essendo basati sul criterio della contribuzione definita e non potendo ancora erogare direttamente le rendite. Nei fondi a contribuzione definita gli iscritti avranno prestazioni correlate con i contributi versati capitalizzati al tasso di rendimento realizzato. Tale sistema assicura l'equilibrio dei fondi che al momento del pensionamento versano agli iscritti il montante da essi accumulato. Problemi di equilibrio dei fondi si pongono nel caso il fondo provveda direttamente alla erogazione delle rendite. Per la trasformazione del montante in rendita è necessario ipotizzare un tasso di rendimento per il capitale che rimane nella disponibilità del fondo e il valore atteso della speranza di vita. Questi due parametri nel corso del tempo potrebbero non rivelarsi in linea con gli effettivi andamenti rendendo necessaria una verifica periodica dell'adeguatezza delle riserve accantonate per la liquidazione delle pensioni agli impegni assunti.

1.4.2 Riflessioni sulla disciplina degli investimenti e dei bilanci tecnici

Negli ultimi due anni la COVIP ha avviato una serie di riflessioni sulle revisioni normative essenziali per assicurare in prospettiva il buon funzionamento e il consolidamento patrimoniale dei fondi sottoposti alla sua vigilanza. Sono state quindi effettuate analisi su specifici aspetti dell'attività dei fondi che sono state sottoposte al Ministero dell'economia e delle finanze per un'attenta valutazione delle opportune revisioni normative.

In primo luogo è apparso necessario individuare un insieme di norme sull'attività di investimento dirette a innovare le disposizioni di cui al DM Tesoro 703/1996. Ciò al fine di porre i fondi pensione in condizione di beneficiare delle favorevoli opportunità di investimento offerte dal nuovo contesto internazionale e di evitare però nel contempo che essi assumano rischi eccessivi in rapporto alla finalità perseguite (i notevoli rischi degli investimenti finanziari sono divenuti evidenti in occasione della recente crisi finanziaria). Nell'ambito di questa normativa è sembrato altresì utile rendere più stringente la regolazione dei conflitti d'interesse, in modo da assicurare una maggiore tutela agli iscritti.

Un secondo settore sul quale si è concentrata l'attenzione della COVIP è quello dei fondi pensione preesistenti a prestazione definita o a contribuzione definita che erogano direttamente rendite. Le analisi condotte nel corso del tempo avevano infatti posto in rilievo l'esistenza di elementi di criticità nella stabilità finanziaria di importanti fondi appartenenti a questa categoria. È apparso quindi opportuno avviare approfondimenti sui tassi di attualizzazione e sulla speranza di vita da utilizzare ai fini del calcolo delle riserve matematiche e della redazione dei bilanci tecnici. L'obiettivo è quello di evitare ritardi nella correzione degli eventuali squilibri, che, specialmente nei fondi chiusi, ne farebbero ricadere l'onere su una platea sempre più limitata di pensionati e lavoratori, determinando forti discontinuità nel trattamento fornito.

Nell'ambito delle valutazioni attuariali e della redazione dei bilanci particolare attenzione è stata dedicata agli immobili. Una corretta valutazione del patrimonio immobiliare e del loro rendimento costituisce la premessa per una stima attendibile dei valori patrimoniali e per una corretta scelta dei tassi di attualizzazione da utilizzare (cui l'elevato patrimonio immobiliare detenuto da importanti fondi preesistenti contribuisce). Questa analisi trova giustificazione anche nella necessità da parte dei fondi preesistenti di rientrare, entro il maggio 2012, nei limiti di detenzione stabiliti e, in ogni caso, per effettuare la provvista dei fondi occorrenti a finanziare le prestazioni; i fondi preesistenti nel corso dei prossimi anni si troveranno nella necessità di dismettere gran parte degli immobili detenuti per far fronte all'erogazione dei trattamenti (si tratta soprattutto di fondi chiusi alle nuove adesioni nei quali la quasi totalità degli aderenti è in età prossima al pensionamento). L'esigenza di graduare il collocamento sul mercato dell'ingente patrimonio immobiliare e quella di imporre procedure di vendita trasparenti sono apparse meritevoli di valutazione da parte della COVIP.

Un'ultima riflessione ha riguardato l'art. 7-bis del Decreto lgs. 252/2005. Si rende infatti necessario dare attuazione alla Direttiva europea 2003/41/CE in materia di regolazione di tutti i fondi pensione con riferimento alla redazione dei bilanci tecnici, al calcolo delle riserve matematiche e alla definizione delle riserve supplementari occorrenti per far fronte ai rischi biometrici e di mercato. Anche in questo caso l'obiettivo è, come per i fondi preesistenti, quello di definire speranze di vita e tassi di attualizzazione idonei a far sì che le riserve matematiche siano calcolate in modo sufficientemente prudente. Dato che le ipotesi attinenti a queste variabili sono comunque soggette a incertezze, occorre stabilire criteri di definizione delle riserve supplementari che i fondi debbono detenere per farvi fronte.

L'attività di investimento e i conflitti di interesse. L'attività dei fondi pensione per la propria natura previdenziale deve essere improntata a criteri di sana e prudente gestione. Le innovazioni normative in materia di attività di investimento che la COVIP ha proposto al Ministero dell'economia e delle finanze mirano a modernizzare l'attuale impianto normativo che ha consentito al sistema di superare la recente crisi finanziaria, permettendo ai fondi fortemente strutturati dal punto di vista dei presidi organizzativi di cogliere le opportunità che l'innovazione finanziaria e la globalizzazione dei mercati offrono.

L'obiettivo perseguito è quello di contemperare l'esigenza di consentire ai fondi una gestione finanziaria più efficiente con quella di contenere il grado di rischio degli investimenti entro limiti accettabili, coerenti con l'orizzonte temporale di lungo periodo che li caratterizza.

Sembrerebbe in primo luogo opportuno ampliare e aggiornare la gamma degli strumenti in cui possono essere investiti i mezzi amministrati; in particolare dovrebbe essere introdotta la possibilità di investire in attività oggi non consentite.

Le innovazioni suggerite sono ispirate a criteri prudenziali; resta ferma la necessità di prevedere limiti agli investimenti in relazione alle esigenze di diversificazione e di contenimento del rischio.

Per evitare gestioni finanziarie poco accorte, la COVIP dovrebbe stabilire i requisiti necessari per far fronte ai più impegnativi compiti derivanti dalla definizione di una politica di investimento diretta a operare più liberamente sui mercati finanziari e dalla verifica dei risultati conseguiti. La possibilità di cogliere le migliori opportunità presenti sul mercato deve essere subordinata alla presenza di una struttura organizzativa adeguata a valutarne la rischiosità.

Allo stato attuale, come accennato, si è spesso osservato che nella prassi operativa non viene rispettata la distinzione dei ruoli attribuiti dalla legge ai vari soggetti coinvolti nel processo di investimento delle risorse finanziarie (quali i consigli di amministrazione, gli *advisor* e i gestori). Le nuove norme e le istruzioni operative che la COVIP fornirà ai fondi tendono a valorizzare il ruolo del consiglio di amministrazione e il documento sulla politica di investimento (previsto nel Decreto lgs. 252/2005 a seguito

dell'integrazione apportata dal Decreto lgs. 28/2007); esso deve divenire il punto di riferimento per lo svolgimento dell'attività di competenza da parte dei soggetti implicati nel processo di investimento.

L'introduzione di nuove categorie di strumenti finanziari, l'ampliamento delle possibilità d'investimento e l'elevatezza del rischio emersa per effetto della crisi rendono ancora più pressante la necessità che il documento di politica di investimento fornisca una descrizione dettagliata ed esaustiva degli obiettivi, dei criteri e delle modalità di verifica dell'attività dei gestori. Per la elaborazione di tale documento e per la verifica dell'attuazione della politica di investimento il consiglio di amministrazione dei fondi, come accennato, dovrebbe avvalersi di apposite strutture tecniche e/o del supporto di *advisor* professionali; all'organo di amministrazione sarebbe rimessa la responsabilità di effettuare scelte organizzative adeguate alla dimensione e alla qualità del portafoglio.

Con riferimento ai conflitti di interesse va rilevato che nell'ambito dei fondi pensione alle problematiche che attengono ai componenti degli organi statutari, si affiancano aspetti specifici che riguardano le operazioni che il fondo può porre in essere con le fonti istitutive. Appare quindi opportuno introdurre normative che con riferimento a quest'ultimo aspetto tutelino in modo appropriato gli interessi degli iscritti. In linea generale parrebbe inoltre necessario che i fondi si dotino dei presidi organizzativi idonei a evitare che i conflitti d'interesse possano arrecare pregiudizi agli aderenti.

I bilanci tecnici dei fondi preesistenti. La crisi dei mercati finanziari internazionali ha fatto comprendere come i rischi di investimento, anche in relazione al contenuto livello dei tassi di interesse, siano stati a lungo sottovalutati da gran parte degli operatori finanziari. È emersa di conseguenza l'esigenza di una più attenta vigilanza sull'operato dei fondi pensione.

La COVIP ritiene opportuno regolamentare la redazione dei bilanci tecnici dei fondi pensione preesistenti a prestazione definita e a contribuzione definita che erogano direttamente le rendite con riferimento soprattutto ai due fattori che ne condizionano i risultati: i tassi di attualizzazione da utilizzare nelle valutazioni delle riserve tecniche e la speranza di vita al momento del pensionamento. La proposta, una volta definita, verrà sottoposta ai fondi affinché essi possano avanzare le proprie considerazioni in merito.

Per un'attenta e prudente valutazione della situazione dei fondi i calcoli attuariali dovrebbero far riferimento a due tassi: il primo rappresentativo della situazione corrente; il secondo di quella prospettica.

Con riferimento alla speranza di vita, visto il suo continuo aumento, andrebbero stabilite regole prudenziali per la sua valutazione.

Il calcolo delle riserve matematiche e la redazione dei bilanci tecnici dovrebbero essere effettuati con cadenza almeno triennale. Qualora eventi non previsti facessero

presupporre che i parametri tecnici utilizzati non fossero più idonei a rappresentare l'andamento del fondo dal punto di vista finanziario, si imporrebbe la necessità di procedere alla formulazione di nuove valutazioni. Per accertare l'esistenza o meno di tale esigenza sarebbe utile che ogni anno un attuario attestasse se sussistono o meno motivi che rendono indispensabile procedere alla formulazione di nuove stime.

Gli indirizzi in corso di definizione mirano a responsabilizzare gli organi dei fondi pensione nella programmazione di politiche di investimento coerenti con gli obiettivi perseguiti e nella valutazione dei rischi connessi con la gestione finanziaria dei mezzi amministrati e con le tendenze all'allungamento della speranza di vita al momento del pensionamento.

Le proiezioni tecnico attuariali dovrebbero trovare una costante verifica in sede di relazione al bilancio di esercizio. In presenza di disavanzi patrimoniali o di rendimenti inferiori a quelli presi a base delle valutazioni attuariali, gli organi sociali dovrebbero prontamente individuare i necessari correttivi.

Gli immobili dei fondi preesistenti: valutazione, rendimento e procedure di vendita. Una valutazione oggettiva degli immobili e del loro rendimento per i fondi pensione preesistenti riveste particolare importanza; ciò al fine di individuare con precisione il valore del patrimonio netto destinato alle prestazioni e, per alcuni di essi, il tasso di attualizzazione da utilizzare per il calcolo delle riserve matematiche. In materia la Commissione intende definire un apposito provvedimento diretto: ad assicurare una valutazione degli immobili, omogenea per tutti i fondi preesistenti; a garantire trasparenza e correttezza nelle operazioni di dismissione del patrimonio immobiliare e nel contempo a stabilire criteri e modalità da seguire nelle procedure di vendita.

La valutazione degli immobili potrebbe utilmente essere affidata alle Agenzie del Territorio: per indipendenza, professionalità e presenza capillare nel Paese, queste possono assicurare stime attendibili e omogenee. In questo caso la procedura da seguire sarebbe semplificata: le indicazioni da fornire si limiterebbero agli elementi utili per procedere operativamente alle stime. I costi del servizio potrebbero essere oggetto di apposite convenzioni da stipulare con dette Agenzie.

Qualora i fondi intendessero avvalersi di esperti del settore immobiliare questi dovranno avere le caratteristiche di indipendenza e professionalità stabilite dalla Comunicazione congiunta Banca d'Italia-CONSOB del 29 luglio 2010. Nel contempo, le procedure da seguire dovrebbero essere quelle, più stringenti, previste e/o richiamate dalla stessa Comunicazione. Resta inteso che in entrambi i casi i consigli di amministrazione sarebbero chiamati a validare le valutazioni fornite, rispondendone nei confronti degli iscritti.

Quanto al secondo profilo, va osservato che un calcolo dei redditi netti affidabile costituisce una base importante per contribuire a definire i tassi di attualizzazione che i fondi preesistenti (a prestazione definita e a contribuzione definita con erogazione diretta delle rendite) possono utilizzare per determinare le riserve tecniche. È necessario

che nell'ambito dei bilanci agli immobili venga dedicata un'apposita sezione nella quale vengano indicate le varie componenti che portano alla individuazione del rendimento netto realizzato sul quale basare le proiezioni per gli anni a venire.

Il terzo punto riguarda le procedure da seguire per assicurare trasparenza e correttezza al processo di dismissione degli immobili che si renderà necessario accelerare, da un lato, per finanziare le prestazioni (trattandosi in gran parte di fondi per i quali non sono ammesse nuove adesioni), dall'altro, per attuare il DM Economia 62/2007, che impone di ricondurre la detenzione diretta di immobili entro il 20 per cento del patrimonio.

La normativa sui bilanci tecnici dei fondi pensione. La Direttiva europea sui fondi pensione 2003/41/CE stabilisce che i paesi membri introducano nel proprio ordinamento normative tese a dare attuazione a criteri prudenziali nella definizione dei bilanci tecnici dei fondi pensione (riserve tecniche e fondi propri obbligatori). Tali disposizioni sono state recepite dall'art. 7-bis del Decreto lgs. 252/2005 il quale ha previsto che con regolamento del Ministero dell'economia e delle finanze, sentite COVIP, Banca d'Italia e ISVAP, siano definiti i principi per la determinazione da parte dei fondi pensione di mezzi patrimoniali adeguati, in coerenza con le disposizioni comunitarie.

Per i fondi a contribuzione definita il problema della necessità di valutare le riserve occorrenti per far fronte agli impegni presi nei confronti degli iscritti sorge unicamente, come già accennato, con l'eventuale erogazione diretta delle rendite, che li espone a rischi sia biometrici sia di rendimento. Maggiore sarà l'impatto delle norme sui fondi preesistenti, nel cui ambito si rinvencono forme che coprono rischi biometrici, garantiscono direttamente un rendimento degli investimenti, ovvero un determinato livello delle prestazioni.

Si tratta di definire regole appropriate per assicurare il rispetto dei principi generali contenuti nella Direttiva europea, individuando metodologie capaci di assicurare il grado di prudenza richiesto. La Direttiva suggerisce che le riserve tecniche siano calcolate secondo un metodo attuariale "sufficientemente prudente", lasciando presupporre la necessità di utilizzare tassi di attualizzazione e speranze di vita idonei ad assicurare che la loro stima risulti in qualche misura superiore rispetto a quella coerente con il probabile andamento degli impegni assunti nei confronti degli iscritti.

La COVIP ritiene che le indicazioni rivolte ai fondi preesistenti risultino adeguate ad assicurare la necessaria prudenza.

La normativa europea impone requisiti ancor più impegnativi: per far fronte alle incertezze che, nonostante i criteri prudenziali utilizzati, permangono circa il tasso di rendimento dei mezzi amministrati e l'effettiva lunghezza della speranza di vita, essa richiede che alle riserve tecniche si affianchino riserve supplementari in grado di compensare eventuali rischi residui. Per il calcolo di queste ultime la normativa europea fa riferimento alla disciplina assicurativa della *Solvency I*.

Per consentire ai fondi che erogassero direttamente le rendite di contenere i rischi impliciti in questa attività si potrebbe accollarne almeno una parte agli iscritti ponendo clausole che consentano, in caso di andamento dei rendimenti e/o della sopravvivenza meno favorevoli per l'equilibrio dei fondi, di procedere a una revisione delle prestazioni, ad esempio intervenendo sull'adeguamento dei trattamenti. Ciò dovrebbe permettere di applicare ai fondi pensione regimi di calcolo delle riserve supplementari più favorevoli rispetto a quelli altrimenti richiesti.

1.4.3 La trasparenza

Sin dai primi anni la COVIP ha chiesto ai fondi di fornire agli iscritti un quadro informativo completo ed esauriente sui vari aspetti dell'attività svolta, in modo da offrire loro i principali elementi occorrenti per effettuare scelte consapevoli. Le disposizioni introdotte hanno cercato di mettere a disposizione degli aderenti informazioni sugli aspetti essenziali dei piani previdenziali, che fossero ordinate e di immediata comprensione e quindi in grado di consentire loro di effettuare comparazioni tra le condizioni offerte e, attraverso di esse, di accrescere il grado di concorrenza. Sono state inoltre fornite indicazioni in merito alle commissioni che i fondi possono applicare agli aderenti allorché erogano prestazioni.

Nell'ultimo anno l'azione in favore della trasparenza è stata rafforzata con una serie di interventi che hanno riguardato le principali aree di interesse; tra questi: le disposizioni in materia di comunicazioni agli iscritti, la pubblicazione dei rendimenti conseguiti dai vari fondi, gli approfondimenti sul progetto esemplificativo.

Le disposizioni in materia di comunicazioni agli iscritti. Con le disposizioni introdotte nel 2010, la COVIP ha provveduto a rivedere la normativa in materia di comunicazione periodica definita con la Deliberazione del 10 febbraio 1999 e con le successive circolari. La normativa, che originariamente si applicava ai fondi negoziali e a quelli aperti, è stata inoltre estesa ai PIP e, con gli opportuni adattamenti, ai fondi preesistenti a contribuzione definita.

L'obiettivo della razionalizzazione della normativa è stato quello di mettere a disposizione degli aderenti elementi informativi chiari e trasparenti sulle varie attività di interesse e sulle varie fasi della vita del fondo. A tal fine sono state vagliate con cura la tipologia delle informazioni da fornire e le modalità con cui rappresentarle. È stato necessario limitare le informazioni da portare all'attenzione degli iscritti (un eccesso di informazioni potrebbe avere effetti negativi invece che positivi sulla comprensione da parte degli aderenti) e nel contempo operare affinché esse definissero un quadro completo di riferimento. Sono state inoltre fornite indicazioni in merito alle

comunicazioni che i fondi sono tenuti a inviare agli aderenti allorché erogano prestazioni (*cf. infra paragrafo 3.4*).

La pubblicazione dei tassi di rendimento. Al fine di contribuire alla diffusione delle informazioni di interesse degli aderenti, la COVIP ha deciso di provvedere alla pubblicazione sul proprio sito dei rendimenti conseguiti dai singoli comparti dei fondi pensione negoziali, dei fondi pensione aperti e dei PIP. Questo elaborato si affianca a quello sull'Indicatore sintetico dei costi complessivi (ISC), che la COVIP dapprima ha richiesto ai fondi di riportare nella nota informativa e quindi successivamente pubblicato sul proprio sito.

L'obiettivo perseguito è quello di mettere in grado gli iscritti ai vari fondi di effettuare la comparazione tra i risultati conseguiti e di contribuire anche attraverso questa via a rafforzare la concorrenza.

I rendimenti pubblicati non tengono conto degli oneri che gravano direttamente sull'aderente i quali sono invece inclusi nell'ISC (ad esempio, se previste, le commissioni di iscrizione, le commissioni in cifra fissa o in percentuale applicate ogni anno sui versamenti, ecc.). Essi non coincidono con il rendimento effettivamente realizzato dai singoli aderenti anche perché decurtato di questi costi (ovviamente i rendimenti a livello individuale risentono della dinamica in corso d'anno dei versamenti e/o dei prelievi).

Per facilitarne il raffronto, i dati sono ordinati secondo la percentuale di azioni presente nel *benchmark* (in mancanza del *benchmark*, in base all'esposizione in azioni alla fine dell'ultimo anno solare). Usualmente quanto più elevata è la percentuale di azioni detenute in portafoglio tanto più alto è il rendimento realizzato: gli investimenti azionari in genere forniscono ritorni più favorevoli rispetto alle obbligazioni ma presentano un grado di rischiosità maggiore, soprattutto nel breve-medio periodo. Per ciascuna linea di investimento viene indicato il rendimento medio annuo composto realizzato in differenti periodi temporali (1, 2, 3, 5 e 10 anni). Ciò consentirà all'aderente di seguire i risultati realizzati dal fondo nei diversi archi temporali.

Il completamento del progetto esemplificativo. Il progetto esemplificativo, che la COVIP nel 2007 ha richiesto di fornire agli aderenti, consente di stimare il valore del montante accumulato alla fine del periodo dell'attività lavorativa e le corrispondenti rendite sulla base di ipotesi di rendimento prefissate (2 per cento in termini reali per le obbligazioni e 4 per le azioni) e dell'andamento stabilito per i salari e l'inflazione.

L'omogeneità delle ipotesi di partenza consente di avere stime confrontabili: esse differiranno tra i diversi fondi unicamente in relazione alle composizioni degli investimenti proposti e ai costi applicati.

Le stime, pur avendo carattere meramente indicativo, consentono al lavoratore di esaminare i riflessi delle scelte attinenti all'entità dei contributi da versare alle diverse linee di investimento.