

Tav. 6.9

Fondi pensione preesistenti autonomi. Composizione delle attività e altri dati patrimoniali.
(dati di fine anno; importi in milioni di euro)

	2012		2013	
	Importi	%	Importi	%
Attività				
Liquidità	1.708	6,3	1.622	5,8
Titoli di Stato	10.456	38,3	10.729	38,1
Altri titoli di debito	2.917	10,7	3.158	11,2
Titoli di capitale	2.730	10,0	3.625	12,9
OICR	4.132	15,2	3.968	14,1
<i>Quote di OICVM armonizzati</i>	<i>2.707</i>	<i>9,9</i>	<i>2.440</i>	<i>8,7</i>
Azionari	1.637	6,0	1.689	6,0
Bilanciati	39	0,1	8	0,0
Obbligazionari	854	3,1	662	2,3
Di liquidità	79	0,3	3	0,0
Flessibili	97	0,4	78	0,3
<i>Quote di OICR diversi dagli OICVM armonizzati</i>	<i>1.425</i>	<i>5,2</i>	<i>1.528</i>	<i>5,4</i>
di cui: Fondi immobiliari	1.100	4,0	1.170	4,2
Immobili	2.491	9,1	2.377	8,4
Partecipazioni in società immobiliari	644	2,4	551	2,0
Polizze assicurative ⁽¹⁾	1.521	5,6	1.544	5,5
Altre attività	671	2,5	621	2,2
Totale	27.270	100,0	28.195	100,0
Passività				
Patrimonio destinato alle prestazioni	26.295		27.335	
Altre passività	975		860	
Totale	27.270		28.195	
Riserve matematiche presso imprese di assicurazione	18.532		19.939	
Risorse destinate alle prestazioni	44.827		47.273	

(1) La voce comprende le polizze, prevalentemente di ramo V, aventi natura di investimento finanziario di medio termine, non riconducibili a impegni a erogare prestazioni pensionistiche a favore degli iscritti al fondo.

Alla fine del 2013 gli investimenti dei fondi pensione preesistenti sono costituiti per il 49,3 per cento da titoli di debito e per il 12,9 per cento da titoli di capitale. L'incidenza degli OICR si attesta al 14,1 per cento, mentre l'investimento diretto in immobili e in partecipazioni in società immobiliari è complessivamente pari al 10,4 per cento. Le polizze assicurative aventi natura di investimento finanziario (prevalentemente di ramo V) rappresentano il 5,5 per cento del totale delle attività. La quota dei depositi, inclusi i crediti per operazioni di pronti contro termine con scadenza inferiore a 6 mesi, è di poco inferiore al 6 per cento.

Rispetto all'anno precedente la quota investita in titoli di debito è rimasta sostanzialmente stabile. Si osserva un aumento di quasi tre punti percentuali della quota di titoli di capitale a fronte della riduzione della quota di OICR e degli investimenti in immobili e in partecipazioni in società immobiliari.

I titoli di Stato rappresentano la parte prevalente dei titoli di debito; essi sono pari al 38,1 per cento del patrimonio complessivo, sostanzialmente in linea con il valore osservato nel 2012. L'investimento in titoli di debito di altri emittenti, pari all'11,2 per cento del patrimonio complessivo, è aumentato di 0,5 punti percentuali rispetto all'anno precedente.

Il 60 per cento circa dei titoli di Stato detenuti dai fondi pensione preesistenti è costituito da titoli dello Stato italiano, per un ammontare pari a 5,5 miliardi di euro; la parte restante è quasi completamente rappresentata da titoli di Stato di altri paesi europei. Rispetto all'anno precedente la quota di titoli italiani si è ridotta di circa 300 milioni di euro, a fronte di un aumento della quota investita in titoli emessi da altri Paesi dell'OCSE.

Gli investimenti in OICR sono costituiti per il 61 per cento da OICVM armonizzati, quasi completamente afferenti a OICVM azionari. Considerando gli investimenti azionari effettuati attraverso gli OICVM, l'esposizione effettiva dei fondi preesistenti in titoli di capitale è salita dall'12,9 al 19,6 per cento.

L'investimento in OICR diversi dagli OICVM armonizzati, che riguarda 17 fondi pensione, ammonta complessivamente a 1,5 miliardi (5,4 per cento del totale delle attività); di questi, quasi l'80 per cento è riferito a fondi chiusi immobiliari.

Complessivamente gli investimenti di natura immobiliare sono pari a 4,1 miliardi di euro, quasi il 15 per cento del totale delle attività. Il 90 per cento del patrimonio immobiliare complessivo è concentrato in 8 fondi, il 60 per cento in tre.

Il valore degli immobili detenuti direttamente, che a prezzi di mercato ammonta a circa 2,4 miliardi di euro, ha registrato una riduzione di quasi 5 punti percentuali rispetto al 2012, principalmente a seguito di operazioni di dismissione volte a ricondurre l'esposizione entro il limite del 20 per cento del patrimonio, ai sensi del DM Economia 62/2007 (*cf. supra paragrafo 6.1*). I fondi che detengono immobili in forma diretta sono 19, quasi tutti appartenenti al settore bancario.

L'investimento in quote di fondi immobiliari, pari a 1,2 miliardi di euro, interessa 13 forme pensionistiche preesistenti; per 5 di esse costituisce l'unica forma di investimento a carattere immobiliare.

Le polizze assicurative aventi natura di investimento finanziario di medio termine sono presenti in 16 fondi; quasi la metà del valore è detenuto da un solo fondo.

Sotto il profilo delle modalità di gestione delle risorse finanziarie, le forme pensionistiche privilegiano modelli misti, che vedono la compresenza di forme di investimento diretto, convenzioni con intermediari specializzati e sottoscrizione di polizze assicurative. Alla fine del 2013, il 45 per cento circa delle attività è gestito tramite polizze assicurative, il 42 per cento è conferito in gestione finanziaria e la parte rimanente è gestita direttamente. Rispetto al 2012, si osserva una lieve riduzione della quota di attività in gestione diretta a fronte di un maggiore utilizzo delle polizze assicurative.

Tav. 6.10

Fondi pensione preesistenti autonomi. Distribuzione delle risorse finanziarie per modalità di gestione.

(dati di fine anno; valori percentuali)

	2012	2013
Attività finanziarie in gestione diretta	14,0	13,0
Attività finanziarie conferite in gestione	41,5	41,9
Riserve matematiche presso imprese di assicurazione	44,5	45,1
Totale	100,0	100,0

Oltre il 45 per cento delle risorse affidate a intermediari specializzati afferisce a 6 fondi. Con riferimento agli impegni presso compagnie di assicurazione, quasi il 70 per cento delle riserve è riconducibile a 10 fondi, il 35 per cento a un unico fondo di dimensioni significative.

Con riguardo alla composizione delle attività finanziarie dei fondi pensione, la quota investita in titoli di debito continua a rimanere significativa sia nei portafogli affidati a gestori specializzati sia in quelli gestiti direttamente, attestandosi rispettivamente al 62,6 e al 33,2 per cento del totale delle attività.

Rilevante è anche il ricorso agli OICR, che rappresentano il 14,6 per cento del totale delle attività finanziarie nelle gestioni in convenzione e il 22 per cento nei portafogli gestiti direttamente. In tali portafogli, una simile quota di patrimonio è destinata alle polizze assicurative (23,9 per cento).

L'investimento in titoli di capitale è maggiormente presente nelle gestioni effettuate tramite convenzioni rispetto a quelle in forma diretta, risultando pari rispettivamente al 18,8 e al 2,4 per cento del totale delle attività finanziarie.

Rispetto all'anno precedente, si osserva nei portafogli dei fondi che hanno conferito in convenzione la gestione delle attività finanziarie un incremento dei titoli di capitale di quasi 4 punti percentuali a fronte della riduzione delle quote di OICR. Nelle gestioni dirette, si rileva una riduzione della componente investita in titoli di debito di

circa 3 punti percentuali e un aumento quasi equivalente del patrimonio investito in OICR.

Tav. 6.11

Fondi pensione preesistenti autonomi. Composizione delle attività finanziarie per modalità di gestione.

(dati di fine anno; valori percentuali)

	2012			2013		
	Totale	Gestione diretta	Gestione finanziaria	Totale	Gestione diretta	Gestione finanziaria
Attività						
Liquidità	7,3	18,4	3,6	6,7	18,4	3,0
Titoli di Stato	43,7	25,9	49,7	42,6	25,7	47,9
Altri titoli di debito	12,6	10,2	13,5	13,0	7,6	14,7
Titoli di capitale	11,8	2,5	15,0	15,0	2,4	18,8
OICR	17,9	19,5	17,4	16,4	22,0	14,6
Polizze assicurative	6,6	23,5	0,9	6,4	23,9	0,9
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Per quanto riguarda infine i tassi di rendimento del patrimonio dei fondi pensione preesistenti autonomi realizzati nel 2013, il calcolo è stato effettuato mediante la cosiddetta formula di Hardy, in quanto per l'insieme dei fondi preesistenti non risulta possibile fare riferimento al valore delle quote, sistema contabile utilizzato da una minoranza degli stessi. Tale metodologia è in grado di fornire una stima del rendimento medio annuo, determinato sulla base della variazione del patrimonio rispetto all'anno precedente, al netto delle voci di entrata (contributi, trasferimenti in entrata) e di uscita (prestazioni, riscatti, anticipazioni, trasferimenti in uscita).

Applicando la formula di Hardy all'insieme dei fondi con una platea di iscritti e pensionati superiore a 100 unità, cui fa capo oltre il 98 per cento delle risorse del settore, risulta che i fondi preesistenti autonomi hanno realizzato nel 2013 un rendimento medio annuo, ponderato per le risorse, pari a circa 3,9 per cento.

7. La previdenza complementare in ambito internazionale

7.1 L'evoluzione generale

Nel 2013 l'economia mondiale, considerata nel suo complesso, ha confermato di essersi ripresa dalla profonda crisi attraversata a partire dal 2008; crisi che, in diverse fasi, si era diffusa dai mercati finanziari all'economia reale e ai bilanci pubblici. Persistono, tuttavia, ampie divergenze nell'andamento delle diverse aree. In Europa e in particolare nella zona Euro la crescita è ancora stentata (*cf. supra, paragrafo 1.1*).

Positivo è invece risultato l'andamento dei mercati finanziari. Negli Stati Uniti, in Europa e soprattutto in Giappone i corsi dei titoli azionari si sono ulteriormente rafforzati. I corsi delle obbligazioni governative dei paesi con migliore merito di credito sono rimasti su livelli storicamente elevati, mentre (in particolare nella zona Euro) quelli dei paesi che più avevano sofferto la crisi degli anni 2008-2011 sono cresciuti considerevolmente, per effetto della riduzione degli *spread*.

L'intonazione delle politiche monetarie nei principali paesi industriali si è mantenuta ancora fortemente espansiva, a fronte di un andamento della dinamica dei prezzi molto moderato, e in ulteriore decelerazione. La liquidità risulta abbondante; tuttavia, in molti casi essa non si traduce in un aumento del credito all'attività economica.

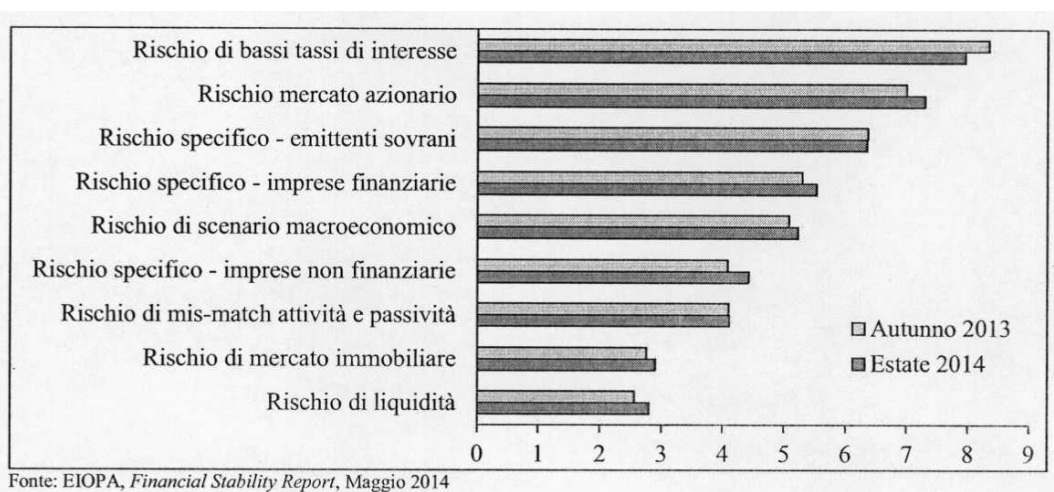
Come risulta nel *Financial Stability Report* pubblicato dall'EIOPA nel maggio 2014, la descritta evoluzione del quadro economico-finanziario ha consentito ai fondi pensione di conseguire risultati positivi sia in termini di rendimenti sia di incremento del valore degli attivi.

Tuttavia, il contrasto tra le condizioni dell'economia reale, ancora non consolidate, e il positivo andamento dei mercati finanziari, determinato anche dall'abbondante liquidità, sono fonte di preoccupazione e di incertezza. Secondo le valutazioni espresse dalle Autorità di vigilanza dei paesi Europei e raccolte in sede EIOPA, il persistere della situazione caratterizzata da bassi tassi di interesse di lungo

termine viene ancora percepito dalle Autorità di vigilanza europee come il principale fattore di rischio per i fondi pensione. Tale prospettiva assume evidente rilievo per i piani a prestazione definita, giacché essa si associa con l'aumento del valore degli impegni in essere relativi alle prestazioni; risulta problematica anche per i fondi a contribuzione definita, deprimendo i rendimenti dei portafogli obbligazionari; nei casi in cui essi garantiscono un rendimento in termini assoluti, la promessa assunta può divenire eccessivamente onerosa.

Tav 7.1

Principali fattori di rischio per i fondi pensione



Non è pertanto sorprendente che inizino a manifestarsi segnali di una diminuzione della quota di investimenti dei fondi pensione allocata in titoli governativi, a fronte di un incremento della quota investita in azioni. Pur se, nelle menzionate valutazioni raccolte in sede EIOPA, il secondo fattore di rischio per i fondi pensione viene identificato proprio nell'andamento dei mercati azionari, non appare chiaro che nell'attuale situazione di mercato tale investimento debba necessariamente essere considerato più rischioso di quello obbligazionario, soprattutto considerato il lungo orizzonte temporale che caratterizza l'investimento per finalità previdenziali.

D'altra parte, dal punto di vista della diffusione dei fondi pensione complementari, in molti paesi il principale fattore di rischio sembra invece essere costituito dall'andamento stagnante dell'economia reale e dalla conseguente difficoltà a contenere i disavanzi pubblici (ciò in particolare in Europa, dove essi devono essere contenuti nel limite fissato dal Patto di stabilità e crescita). Ciò comporta che le risorse disponibili per finanziare la previdenza complementare risultano molto limitate.

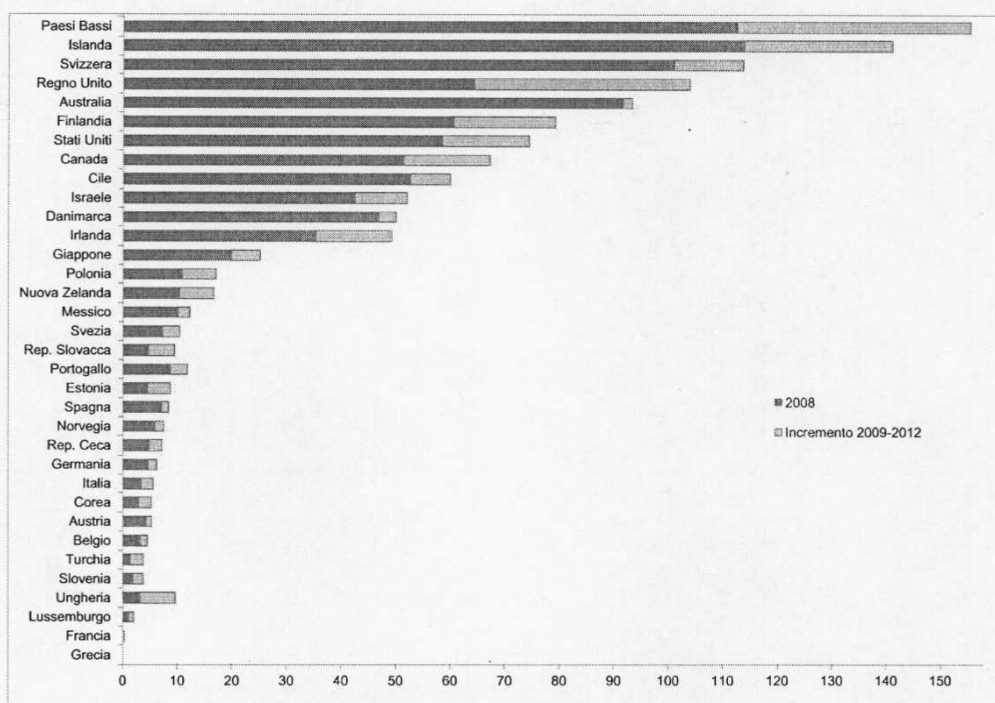
Oltretutto, le regole europee di contabilizzazione dei contributi previdenziali costituiscono un incentivo a mantenere o incrementare la contribuzione destinata ai sistemi pubblici a ripartizione rispetto a quella destinata ai fondi a capitalizzazione.

Tali regole, oltre a trattare in modo asimmetrico i due meccanismi di finanziamento, appaiono anche incoerenti con l'obiettivo, dichiarato dalla Commissione Europea nel Libro bianco in materia di pensioni del febbraio del 2012, di favorire lo sviluppo di sistemi previdenziali basati su più pilastri.

Secondo i dati pubblicati dall'OCSE, alla fine del 2012 le attività dei fondi pensione dei paesi membri di tale organizzazione avevano raggiunto i 21.800 miliardi di dollari, raggiungendo nuovi massimi storici dopo il forte calo registrato alla fine del 2008. In rapporto al PIL dei singoli paesi, i valori raggiunti e gli incrementi rispetto al 2008 sono mostrati nella Tav. 7.2.1. Secondo i dati parziali disponibili, nel 2013 si sono registrati consistenti incrementi di tale rapporto in quasi tutti i paesi.

Tav.7.2

Fondi pensione nei paesi OCSE⁽¹⁾. Attività rispetto al PIL.
(dati di fine 2008 e 2012⁽²⁾; valori percentuali)



Fonte: OCSE, *Global pension statistics*.

(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.

(2) Per Australia, Portogallo e Ungheria i valori registrati nel 2012 risultano inferiori ai corrispondenti valori del 2008. Rispetto alla legenda, i valori sono da intendersi invertiti.

La Tav. 7.2 mostra che 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 affiancano al pilastro pensionistico pubblico e obbligatorio pensioni complementari private anch'esse di natura obbligatoria (ad es. Australia) ovvero semi-obbligatoria (ad es. 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, comunque raggiungono dimensioni cospicue.

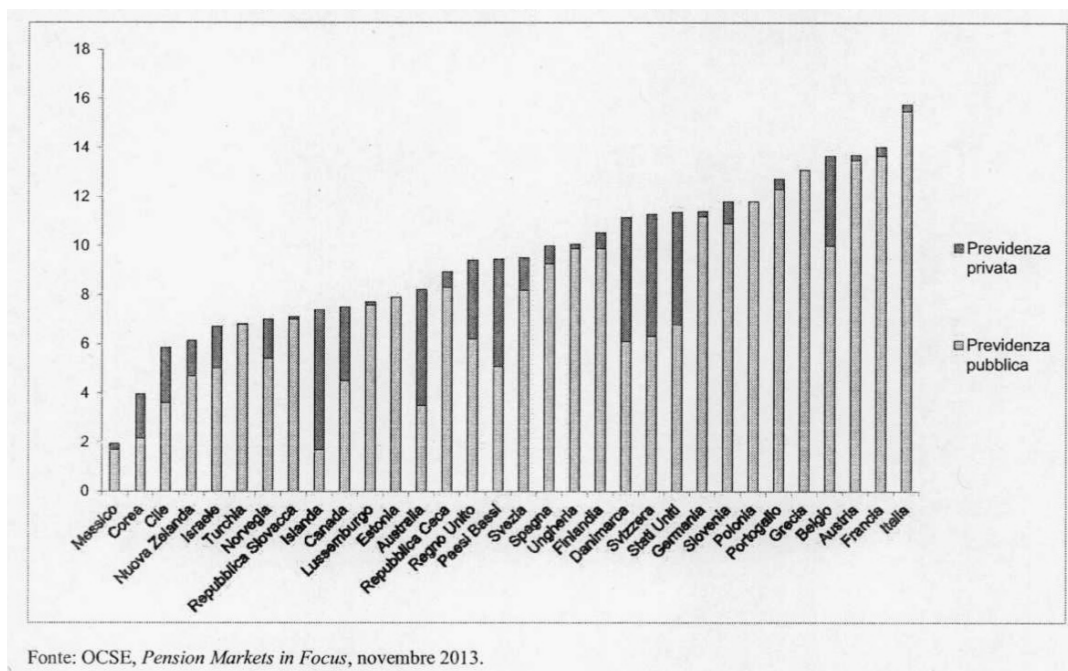
Nel Regno Unito, peraltro, in presenza di pensioni pubbliche di base di ammontare modesto e scarsamente correlate al reddito percepito prima del pensionamento, già nell'ottobre del 2012 è divenuto operativo il programma nazionale di adesione automatica ai piani pensionistici complementari, con l'obiettivo di incrementare la partecipazione dei lavoratori al secondo pilastro previdenziale estendendo la copertura a ulteriori 8 milioni di lavoratori. Le categorie di lavoratori interessati sono costituite dai dipendenti pubblici e privati con un'età compresa tra 22 anni e quella prevista per il pensionamento e non iscritti a un piano pensionistico considerato idoneo. Il meccanismo non opera per coloro che percepiscono un salario inferiore a 9.440 sterline annue nel 2013-14 (soglia rivista annualmente), per i lavoratori autonomi e per i membri delle forze armate. Il programma sta progressivamente interessando una platea sempre più estesa di lavoratori, per scaglioni definiti in base alla dimensione delle imprese di riferimento. Il lavoratore iscritto automaticamente ha diritto di uscire dalla forma pensionistica (*opting out*). In questo caso, il datore di lavoro dovrà ripetere la procedura di adesione automatica ogni tre anni. I lavoratori che finora si sono avvalsi dell'*opting out* sono stati molto pochi: circa il 9 per cento del totale.

Meccanismi previdenziali di natura privata ma obbligatoria e basati su conti individuali sono inoltre stati introdotti in molti paesi dell'America latina e dell'Europa centrale e orientale, oltre che in paesi quali la Svezia. In tali casi, una parte dei contributi in precedenza versata ai sistemi pubblici a ripartizione è stata diretta a finanziare le posizioni individuali costituite presso fondi pensione a capitalizzazione. Peraltro, in alcuni paesi dell'Est europeo il processo descritto ha subito una inversione di tendenza (*cfr. infra Box 7.1*).

Il ruolo relativo svolto dal pilastro pubblico di base e da quello complementare possono essere utilmente valutati anche in termini di flussi di contribuzione. L'OCSE pubblica un grafico (riportato nella Tav. 7.3) che intende mostrare l'incidenza della spesa come percentuale del PIL suddivisa nelle componenti pubblica e privata. Pur se i dati utilizzati dovrebbero forse essere ulteriormente controllati al fine di essere resi più comparabili, il grafico rende evidente l'effetto di spiazzamento che, nel settore

previdenziale, una spesa pubblica elevata necessariamente ha rispetto alle risorse disponibili per il finanziamento della previdenza complementare privata.

Tav 7.3



Fonte: OCSE, *Pension Markets in Focus*, novembre 2013.

L'eterogeneità dei sistemi pensionistici complementari risulta anche dalla composizione del portafoglio degli investimenti. In alcuni paesi, la percentuale di attività investite in azioni supera o si avvicina al 50 per cento. Si tratta sia di paesi dove, in termini di attività in essere, i fondi pensione a prestazione definita sono ancora prevalenti (Stati Uniti, Regno Unito) sia di paesi caratterizzati invece dai piani a contribuzione definita (Australia, Cile).

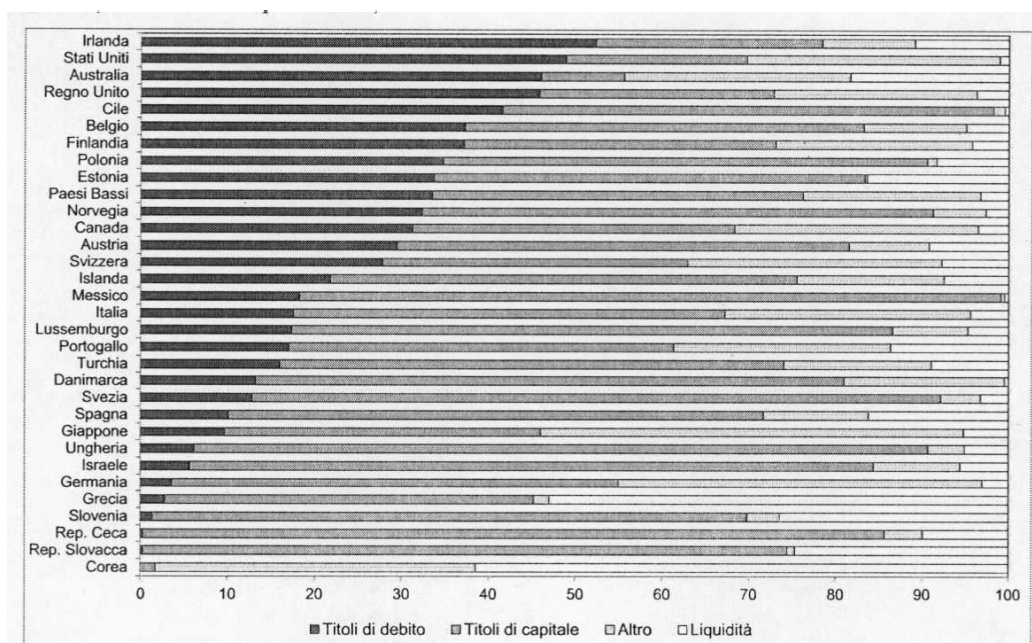
Nei paesi anglosassoni, ragioni culturali di consuetudine all'investimento nei titoli azionari da parte non solo degli investitori istituzionali ma anche delle famiglie giustificano tali risultati.

In Cile, hanno svolto un ruolo di stimolo agli investimenti azionari sia il periodo, iniziato al principio degli anni Ottanta e particolarmente favorevole alle azioni, in cui i fondi pensione si sono sviluppati, sia i meccanismi di *default* previsti per tali fondi. Questi ultimi sono di tipo *life-cycle* e prevedono che, in assenza di indicazioni diverse da parte degli iscritti, essi siano indirizzati in linee di investimento con una prevalenza di azioni, per poi ridurre l'esposizione a tali titoli negli anni più vicini al

pensionamento. Tali meccanismi si stanno diffondendo in molti paesi, in quanto ritenuti i più adatti a indirizzare gli aderenti nella scelta del profilo di investimento.

Tav. 7.4

Fondi pensione nei paesi OCSE⁽¹⁾. Composizione del portafoglio.
(dati di fine 2012; valori percentuali)



Fonte: OCSE, *Pension Markets in Focus*, novembre 2013.

(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). I dati di alcuni paesi sono aggiornati al 2011. Per l'Italia, la voce "Altre attività" include le riserve matematiche detenute presso imprese di assicurazione a fronte di future prestazioni previdenziali.

Box 7.1 Ventenni anni di esperienze di riforma delle pensioni

Nel 1994 la Banca Mondiale pubblicava “*Averting the Old Age Crisis*”, il libro che ha costituito il punto di riferimento delle riforme delle pensioni realizzate in numerosi paesi a partire dalla seconda metà degli anni novanta. Nell’aprile del 2014 la stessa Banca Mondiale ha inteso celebrare i ventenni anni trascorsi dalla pubblicazione del libro organizzando una conferenza presso la propria sede di Washington. Tramite interventi di alcuni degli stessi autori del libro, la conferenza ha ricordato i principali messaggi che esso aveva lanciato e ha ripercorso le esperienze concrete di riforma poste in essere in diversi paesi sulla base di quei messaggi. Lo sforzo collettivo dei partecipanti alla conferenza è stato quello di valutare quale parte delle idee sostenute nel libro sia oggi ancora attuale e quali lezioni possano trarsi dalle esperienze maturate per la futura agenda delle riforme delle pensioni da porre in essere o da completare nei diversi paesi e regioni del mondo. Le presentazioni effettuate nella conferenza e la documentazione di supporto prodotta dalla Banca Mondiale sono disponibili in un’apposita sezione del sito *web* della Banca stessa.

Già al tempo della pubblicazione del libro i sistemi previdenziali erano in una situazione di crescente difficoltà. La quota di popolazione in età anziana era in forte crescita, a causa dell’allungamento della vita attesa e del declino della fertilità. Si andavano indebolendo le modalità informali di supporto agli anziani, quali quelle assicurate da nuclei familiari ampi. D’altra parte, le modalità formali di supporto, quali i sistemi pensionistici pubblici, si mostravano non più sostenibili, e comunque molto difficili da riformare. Ciò nonostante, nel disegnare i propri sistemi pensionistici molti paesi in via di sviluppo si avviavano a ripetere gli stessi errori già compiuti in precedenza dai paesi sviluppati. Una imminente situazione di “crisi da vecchiaia” iniziava a minacciare tutte le categorie di paesi e, al loro interno, le generazioni presenti e future.

“*Averting*” identificava chiaramente tre diverse funzioni del sistema previdenziale: di risparmio, di assicurazione, di redistribuzione. Valutava le diverse opzioni di riforma disponibili in termini sia di protezione degli anziani sia di impatto sul sistema economico nel suo complesso. Come principale messaggio di *policy* proponeva di sviluppare sistemi previdenziali basati su tre “pilastri” (terminologia da allora divenuta universale nella letteratura in materia di pensioni, seppure di volta in volta utilizzata con significati differenti): un primo pilastro a ripartizione (*pay-as-you-go*), di natura pubblica e avente come finalità principale quella di ridurre al minimo possibile il numero di anziani in condizioni di povertà; un secondo pilastro a capitalizzazione, di natura privata e a partecipazione obbligatoria; un terzo pilastro ancora privato ma di natura volontaria. Secondo e terzo pilastro potevano entrambi essere basati, a seconda del contesto, su piani occupazionali o individuali. Il primo pilastro era quindi dedicato alla funzione di redistribuzione, il secondo e il terzo a quella di risparmio. La funzione di assicurazione (in altri termini, di coprire i rischi insiti nel sistema, e in primo luogo il rischio di sopravvivenza oltre il previsto) era assegnata, con diverse possibili modalità, congiuntamente ai tre pilastri.

In altre parole, al di là della specifica definizione delle caratteristiche dei tre pilastri (che nelle esperienze concrete sono state modulate in modi diversi), la strategia proposta da *Averting* è quella a) di separare la funzione di redistribuzione da quella di risparmio e b) di diversificare il sistema previdenziale su più pilastri, con caratteristiche diverse (a ripartizione/a capitalizzazione, pubblico/privato, obbligatorio/volontario). Il primo elemento di tale strategia mira a rendere trasparenti le scelte di redistribuzione (eminentemente politiche) che un sistema previdenziale è comunque chiamato a compiere, evitando quindi di sottrarre tali scelte al dibattito democratico e favorendo quindi la creazione del necessario consenso. Il secondo elemento mira a realizzare sistemi previdenziali più solidi e capaci di resistere a *shock* di diversa natura, rispetto a sistemi basati su un solo pilastro. Inoltre, il libro discute con attenzione i costi della fase di transizione richiesta per affiancare progressivamente al pilastro a ripartizione le componenti a capitalizzazione.

Alla luce dell’esperienza maturata nei ventenni anni trascorsi nella concreta gestione dei processi di riforma, entrambi gli elementi che costituiscono la strategia di fondo del libro appaiono tuttora validi. In particolare, oltre quaranta paesi in diverse aree del mondo, con una concentrazione in Europa centrale e

orientale e in America latina, hanno affiancato al pilastro pubblico a ripartizione componenti private a capitalizzazione.

Negli anni più recenti, il processo di riforma dei sistemi pensionistici in corso su scala planetaria non è rallentato. L'OCSE ha contribuito alla conferenza organizzata dalla Banca Mondiale fornendo un quadro delle riforme compiute nell'ultimo quinquennio nei 34 paesi membri dell'organizzazione, tratto dall'ultima edizione della sua principale pubblicazione in materia di pensioni (*Pensions at a Glance 2013*).

Riforme pensionistiche nei paesi OCSE e loro obiettivi, 2009-2013

	Copertura	Adeguatezza	Sostenibilità	Estensione vita lavorativa	Efficienza ammini strativa	Sicurezza	Altro
Australia	x	x	x	x	x		x
Austria	x	x	x				x
Belgio				x			
Canada	x		x	x		x	x
Cile	x	x			x	x	x
Corea	x		x		x		
Danimarca				x	x		
Estonia		x	x	x	x	x	
Finlandia	x	x	x	x		x	
Francia	x	x	x	x			x
Germania		x	x	x			
Giappone	x	x	x		x		x
Gran Bretagna	x	x	x	x	x	x	x
Grecia		x	x	x	x		
Irlanda	x		x	x		x	x
Islanda							x
Israele	x	x				x	
Italia		x	x	x	x		
Lussemburgo	x		x	x			
Messico		x			x	x	
Norvegia		x	x	x			
Nuova Zelanda		x	x				x
Paesi Bassi						x	
Polonia	x		x	x		x	
Portogallo	x	x	x	x		x	
Repubblica Ceca			x	x		x	
Repubblica Slovacca			x		x	x	
Slovenia	x	x	x	x	x	x	x
Spagna		x	x	x			
Svezia		x	x	x	x	x	
Svizzera			x			x	
Turchia				x		x	x
Stati Uniti	x	x	x				
Ungheria		x	x	x		x	x
Numero Paesi	15	20	26	22	12	17	12

Fonte: *OECD Pensions at a Glance 2013*

Come illustrato dalla tabella, le riforme vengono classificate in base ai loro diversi obiettivi (spesso concorrenti). Nella classificazione adottata dall'OCSE, tre sono da considerarsi gli obiettivi fondamentali: la copertura, ossia la percentuale di popolazione o di forza lavoro provvista di copertura previdenziale; l'adeguatezza, ossia il livello delle prestazioni e in particolare la loro capacità di mantenere i beneficiari al di sopra della soglia di povertà, ovvero di assicurare loro un reddito non troppo inferiore a quello percepito in età lavorativa; la sostenibilità per le finanze pubbliche e/o per i soggetti tenuti alla contribuzione. Rispetto a questi tre obiettivi, negli ultimi cinque anni risulta che l'obiettivo prevalente è stato quello della sostenibilità, che ha interessato 27 dei 34 paesi. Al secondo posto risulta l'adeguatezza, con 22 paesi. Al terzo la copertura, con quindici paesi. Vi è in particolare da notare che, per la maggior parte dei paesi OCSE, l'obiettivo di elevare la copertura si pone non tanto per il sistema pensionistico nel suo complesso, quanto per le componenti a capitalizzazione.

I tre ulteriori obiettivi individuati dall'OCSE possono essere considerati di natura strumentale rispetto agli obiettivi fondamentali elencati sopra. Si tratta dell'estensione della vita lavorativa, da ottenersi innalzando l'età pensionabile e favorendo l'effettivo impiego lavorativo della popolazione in età relativamente anziana; dell'efficienza amministrativa, tendente in primo luogo a contenere il più possibile i costi di gestione degli schemi (in ambito sia pubblico sia privato); della "sicurezza" delle prestazioni promesse, da realizzarsi tramite una serie di misure, quali la strutturazione dei sistemi su più pilastri, la diversificazione degli investimenti, le regole di solvibilità, la buona *governance*, ecc.

In questo gruppo di obiettivi di natura più strumentale, l'innalzamento dell'età pensionabile assume un rilievo centrale. A fronte del veloce aumento dell'aspettativa di vita, l'aumento dell'età pensionabile è essenziale in primo luogo per migliorare la sostenibilità dei sistemi pensionistici. Per quanto riguarda gli schemi di tipo contributivo (sia di tipo nozionale che a capitalizzazione), l'innalzamento dell'età pensionabile è molto efficace anche nel migliorare l'adeguatezza delle prestazioni, per effetto dell'allungamento del periodo di contribuzione e della riduzione del periodo medio atteso di percezione dei benefici pensionistici.

In casi sempre più frequenti, le riforme pensionistiche poste in essere nei diversi paesi stabiliscono l'aumento progressivo dell'età pensionabile in funzione dei futuri ulteriori aumenti dell'aspettativa di vita. In alcuni casi, ciò viene realizzato tramite un calendario di aumenti predefinito. In altri (come nel caso dell'Italia), viene prevista l'indicizzazione dell'età pensionabile all'aumento dell'aspettativa di vita che tempo per tempo verrà registrato, al fine di tenere conto non solo degli aumenti previsti di tale aspettativa, ma anche di quelli imprevisti.

Al di là dei requisiti di pensionamento, un elemento cruciale delle politiche di estensione della vita lavorativa – elemento che non è ancora stato sufficientemente messo a fuoco – è quello delle misure atte a favorire l'effettiva impiegabilità delle persone in età relativamente avanzata. Si tratta di una materia complessa e ricca di implicazioni in relazione all'organizzazione del lavoro e alla definizione di regole retributive appropriate, che possano tenere conto della specifica produttività che può caratterizzare i lavoratori più anziani rispetto a quelli più giovani nello svolgere in diverse attività. Tali aspetti, insieme a quelli relativi all'interazione tra politiche previdenziali e di assistenza sanitaria, sono destinati a ricevere crescente attenzione in futuro.

Tra le riforme realizzate nei due decenni trascorsi dopo la pubblicazione di *Averting*, quelle che (come in Italia) hanno trasformato il sistema di base da retributivo a contributivo (pur mantenendolo a ripartizione) hanno ricevuto grande attenzione. Il cd. sistema NDC ("*Notional Defined Contributions*"), se ben disegnato, possiede una serie di indubbi pregi: risulta intrinsecamente sostenibile nel lungo periodo; assicura l'equità in termini di corrispettività tra contributi e prestazioni; incorpora meccanismi di incentivo utili a ridurre le dimensioni dell'economia informale e a contrastare l'evasione contributiva; associato con regole attuarialmente eque di conversione dei montanti contributivi in rendita (e con soglie minime da rispettare in termini di età o di prestazioni maturate), consente una definizione flessibile dell'età di pensionamento; permette di definire in modo trasparente i meccanismi redistributivi. In effetti, i sistemi NDC sono per loro natura del tutto in linea con l'impostazione originaria di *Averting*. Tuttavia, il recente dibattito, anche in seno alla stessa Banca Mondiale, ha posto l'accento sulle precondizioni che sono

necessarie affinché gli schemi NDC possano in concreto ben funzionare. Infatti, il meccanismo di corresponsabilità tra contributi e prestazioni rende necessaria una elevata capacità di gestione amministrativa delle informazioni concernenti i pagamenti effettuati: informazioni che devono essere correttamente conservate e aggiornate per decenni per essere infine utilizzate per determinare le prestazioni cui i singoli individui hanno diritto. Vi è pertanto l'opinione che i sistemi NDC siano in effetti adeguati solo in paesi già caratterizzati da un buon grado di sviluppo e di efficienza e stabilità della macchina amministrativa pubblica.

Rispetto all'originaria strategia di *Averting*, vi sono due aspetti specifici che, nell'esperienza di concreta attuazione delle riforme, si sono dimostrati più problematici di quanto preventivato. In primo luogo, nei pilastri a capitalizzazione basati su conti individuali, il livello dei costi è spesso risultato troppo elevato. Hanno inciso sia i costi delle reti di vendita sia i costi amministrativi di raccolta dei contributi. Quando, negli anni novanta e nella prima parte dello scorso decennio, i rendimenti degli investimenti risultavano elevati, l'incidenza di costi pure elevati appariva sopportabile. La situazione è radicalmente cambiata a partire dalla crisi finanziaria sviluppatasi a partire dal 2008, in presenza di rendimenti oscillanti e, più di recente, di tassi di interesse di lungo termine storicamente molto bassi, presumibilmente destinati a rimanere tali per lungo tempo. Per rendere i pilastri a capitalizzazione davvero funzionali a svolgere un ruolo di rilievo nel sistema previdenziale, è ormai chiaro che essi devono essere caratterizzati da costi molto ridotti. Ciò può richiedere interventi incisivi di riorganizzazione dell'offerta previdenziale e in particolare dei meccanismi di distribuzione.

Infine, ma probabilmente è questo il profilo problematico di maggiore peso, è risultato difficile gestire la cosiddetta fase di transizione, nella quale occorre finanziare lo sviluppo dei pilastri a capitalizzazione continuando al tempo stesso ad assicurare il finanziamento della componente a ripartizione e l'equilibrio dei conti pubblici. Tale fase richiede di gestire un delicato *trade-off* tra l'aumento dei contributi previdenziali e/o delle imposte e il ricorso all'indebitamento pubblico. Le condizioni di *stress* dei bilanci pubblici che si sono determinate negli anni più recenti a seguito della crisi (condizioni esacerbate in Europa dalle regole del Patto di stabilità e crescita) hanno reso più difficile la gestione di questo *trade-off*.

I fattori sopra richiamati hanno minato, in numerosi paesi soprattutto dell'Est europeo, la fiducia nelle riforme pensionistiche, realizzate negli anni precedenti, che avevano introdotto una struttura a più pilastri e in particolare avevano dirottato parte dei contributi previdenziali obbligatori a favore di piani pensionistici a capitalizzazione. In alcuni paesi (segnatamente in Polonia e Ungheria), si è intervenuti ripercorrendo all'indietro il sentiero delle riforme già compiute. A tale evoluzione non sono estranee le modalità di trattamento dei contributi previdenziali destinati agli schemi pubblici a ripartizione, ovvero a quelli privati a capitalizzazione, dal punto di vista del rispetto dei limiti di disavanzo previsti dal Patto di stabilità e crescita.

Eppure, le esigenze che *Averting* segnalava venti anni fa e che erano alla base delle riforme che avevano teso a diversificare i sistemi pensionistici su più pilastri, sono sempre più presenti a livello planetario e dei singoli paesi. Essendo tali esigenze legate a tendenze demografiche secolari, esse sono destinate solo a rafforzarsi. Il messaggio di *Averting* appare quindi ancora molto attuale.

7.2 L'attività in ambito EIOPA

Con il 2013 l'EIOPA ha concluso il suo terzo anno di attività. Facendo parte del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (ESFS), l'EIOPA collabora con l'Autorità bancaria europea (EBA) e l'Autorità europea degli strumenti e dei mercati finanziari (ESMA), con il Comitato europeo per il rischio sistemico (ESRB) e con le Autorità di vigilanza nazionali competenti⁹.

Continua lo sviluppo dell'EIOPA sul piano organizzativo. Il potenziamento strutturale delle funzioni è reso possibile dall'incremento del *budget* e del personale in servizio. A fronte delle 91 impiegate a fine 2012, a dicembre del 2013 le unità di personale effettivamente in servizio risultavano 110. Nei programmi formulati dall'EIOPA esse sono destinate a crescere ulteriormente in modo significativo.

La COVIP prende parte con propri rappresentanti all'attività dell'EIOPA a diversi livelli; partecipa regolarmente anche alle riunioni del *Board of Supervisors* pur non avendo diritto di voto, diritto che invece è conferito all'IVASS sulla base di uno specifico accordo. Nel corso del 2013, si sono tenute sei riunioni plenarie.

I temi relativi ai fondi pensione di tipo occupazionale sono approfonditi principalmente in uno specifico comitato tecnico permanente, l'*Occupational Pensions Committee* (di seguito OPC). A tale organismo è stata affiancata, a partire dall'inizio del 2013, la *Task Force on Personal Pensions* (TFPP), con il precipuo compito di rispondere alla specifica richiesta formulata dalla Commissione europea all'EIOPA di fornire un parere tecnico per lo sviluppo di una regolamentazione prudenziale e di tutela dell'investitore per i prodotti pensionistici ad adesione individuale (cfr. Box 7.2). Alcuni temi specifici relativi ai fondi pensione ad adesione collettiva sono approfonditi da ulteriori gruppi di lavoro: il *Committee on Consumer Protection and Financial Innovation* (CCPFI) e il *Financial Stability Committee* (FSC). Temi di natura pensionistica sono trattati anche dal cd. *Review Panel*.

Nel seguito del paragrafo si descrivono i principali filoni di attività attivi in ambito EIOPA in materia di pensioni nel 2013 e nei primi mesi del 2014.

Lavori in materia di requisiti di solvibilità – Nel 2013 sono proseguiti i lavori relativi alla possibile adozione di un regime di solvibilità per i fondi pensione più armonizzato a livello europeo, rispetto alle regole minimali contenute nella vigente Direttiva CE/2003/41. Ciò, nonostante il fatto che, nel maggio 2013, il Commissario europeo responsabile avesse annunciato lo scorporo dalla proposta di revisione della direttiva sui fondi pensione, poi pubblicata nel marzo 2014, (cfr. *infra* paragrafo 7.3) della parte relativa all'adozione di un nuovo regime di solvibilità, a causa delle difficoltà riscontrate ad adattare ai fondi pensione e alle specificità dei regimi e delle

⁹ Gli acronimi riportati nel testo sono quelli in lingua inglese.

situazioni nazionali il regime (cosiddetto *Solvency II*) adottato per le imprese di assicurazione.

Nel luglio 2013 EIOPA ha pubblicato i risultati del *Quantitative Impact Study* (QIS), mirante alla valutazione dell'impatto quantitativo di un tale possibile regime normativo sui requisiti patrimoniali delle forme pensionistiche nei diversi paesi europei (cfr. Relazione COVIP 2012). Lo studio è stato portato a termine in relazione a fondi pensione di un gruppo di sette paesi; gruppo che include i paesi nei quali i fondi pensione a prestazione definita sono più sviluppati (Belgio, Germania, Irlanda, Norvegia, Paesi Bassi, Regno Unito, Svezia).

Complessivamente, come in realtà preventivato, si sono incontrate notevoli difficoltà pratiche nell'effettuare le stime, difficoltà che spesso non sono state superate in modo soddisfacente. In particolare, non è risultato possibile assicurare una piena omogeneità dei calcoli, non essendo omogenee le situazioni di fatto e di diritto nei singoli paesi in relazione ai diversi meccanismi istituzionali di protezione o di intervento in caso di squilibrio: garanzia dell'impresa *sponsor*, fondi esterni di garanzia, rideterminazione delle prestazioni, ecc.; ad esempio, la possibilità di ridurre le prestazioni in caso di squilibrio, seppure ammessa in ultima istanza in tutti i paesi partecipanti, ha una rilevanza pratica e richiede una base giuridica diversa paese per paese.

I risultati quantitativi ottenuti, da valutare in ogni caso con cautela, hanno comunque confermato i diffusi timori relativi all'ingente impatto in termini di inasprimento dei requisiti patrimoniali che la nuova normativa avrebbe.

Per continuare ad approfondire le questioni rimaste in sospeso nell'ambito del QIS, l'OPC ha istituito uno specifico gruppo di lavoro (*OPC Solvency Subgroup*). Sono stati individuati cinque diversi ambiti di analisi: la quantificazione in termini attuariali del supporto delle imprese *sponsor*; l'analisi del funzionamento dei meccanismi di rideterminazione delle prestazioni (*ex-ante* ed *ex-post*); la definizione di un criterio per l'inclusione dei flussi di cassa futuri nelle riserve tecniche; la definizione di una soglia comune di intervento delle autorità di vigilanza a livello europeo.

Il gruppo di lavoro si sta misurando con profonde differenze di vedute tra i delegati dei vari paesi in pressoché ogni ambito di analisi, differenze che sono fedele riflesso delle diversità strutturali nei sistemi pensionistici complementari dei vari paesi europei. In merito alla valutazione del contributo dell'impresa *sponsor*, pesa la difficoltà tecnica nell'elaborazione di una proposta che non dipenda dai *rating* delle agenzie specializzate.

Oltre alle già citate difficoltà, alcuni stati membri hanno evidenziato come l'ambizione di individuare un *framework* europeo, sia in termini di analisi del rischio che di risposte di vigilanza, rischi di fatto di rappresentare un'ingerenza nelle prerogative nazionali riguardo al livello di rischio tollerabile nell'operatività dei fondi. Livello che può ritenersi parte del "contratto sociale" su cui in ciascun paese si fonda il