

Commissione parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori
di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale

**Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva
sulla funzionalità del sistema previdenziale
pubblico e privato**

Testimonianza del Direttore principale della Banca d'Italia

Sandro Momigliano

Camera dei Deputati
Roma, 11 giugno 2014

Signor Presidente, Onorevoli Deputati, Onorevoli Senatori,

ringrazio la Commissione parlamentare per il controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale per avermi invitato a questa Audizione, nell'ambito dell'indagine conoscitiva sul sistema previdenziale italiano. Mi soffermerò oggi – dopo aver discusso brevemente le ragioni e la logica dell'architettura multi-pilastro del sistema pensionistico italiano – sull'evoluzione della previdenza complementare, e segnalerò alcuni aspetti problematici dell'attuale assetto.

1. Le ragioni di una architettura multi-pilastro

L'analisi economica sottolinea i vantaggi di un sistema pensionistico misto, in cui a un pilastro pubblico a ripartizione si affianca un pilastro privato a capitalizzazione.

Sebbene il rendimento di lungo periodo ottenibile sui mercati finanziari sia stato generalmente superiore a quello implicito in un sistema a ripartizione (legato, nel lungo periodo e in prima approssimazione, al tasso di crescita della produttività e della popolazione in età da lavoro), un sistema misto consente una migliore diversificazione dei rischi, in quanto i rendimenti dei due pilastri non sono perfettamente correlati.

I mercati finanziari non appaiono al momento in grado di offrire in modo efficiente titoli legati al tasso di crescita della popolazione, della massa salariale o del PIL.

Da un punto di vista storico, nel nostro paese lo sviluppo di un sistema multi-pilastro è divenuto una priorità a seguito delle riforme pensionistiche degli anni novanta che, riducendo la generosità del sistema pubblico a ripartizione, rafforzavano la sostenibilità finanziaria ma creavano preoccupazioni sul fronte dell'adeguatezza delle prestazioni. Si è quindi a più riprese agito per promuovere la previdenza complementare, dotandola di un quadro normativo e regolamentare organico, introducendo significativi incentivi fiscali e favorendo l'utilizzo a fini previdenziali dei versamenti per il trattamento di fine rapporto.

La Ragioneria generale dello Stato¹ ha stimato che il tasso di rimpiazzo (il rapporto tra il primo assegno pensionistico e l'ultimo stipendio) ottenibile con il primo pilastro da un lavoratore dipendente, oggi prossimo al 75 per cento, scenderà nel 2060 poco al di sotto del 65 per cento (nel caso di 38 anni di contributi e del raggiungimento dei requisiti minimi di pensionamento, stimati in quasi 68 anni nel 2060). Versando in un fondo pensione un ammontare pari al proprio TFR (6,91 per cento della retribuzione) il lavoratore riceverà al momento del pensionamento, una pensione complementare sufficiente a portare il tasso di rimpiazzo a un livello analogo a quello attuale. La stima ipotizza inoltre che la dinamica del salario sia analoga a quella della produttività per occupato e un tasso di rendimento reale annuo della previdenza complementare, al netto degli oneri amministrativi e della tassazione, pari a circa il 2 per cento.

L'assetto attuale del nostro sistema pensionistico è nel complesso soddisfacente. Tuttavia, per quanto riguarda il secondo pilastro sembra esserci spazio per progredire su due fronti strettamente connessi: una maggiore diffusione del risparmio previdenziale soprattutto per i giovani e un miglioramento delle caratteristiche e della performance dell'industria dei fondi pensione.

2. Il pilastro a ripartizione

La situazione prima della riforma del 2011. – Nei principali paesi avanzati, le proiezioni demografiche prefigurano ulteriori aumenti della longevità e il persistere di bassi tassi di fertilità. Gli effetti di questi sviluppi sui sistemi pensionistici pubblici a ripartizione sono ben noti: la loro sostenibilità finanziaria è messa a rischio sia dalla forte pressione al rialzo sulla spesa pensionistica sia dalla contenuta dinamica della base contributiva. Gli effetti della crisi economica sull'occupazione, sulla dinamica del prodotto e sulle finanze pubbliche hanno reso più urgente e più problematico il necessario riequilibrio finanziario.

L'Italia è stata tra i primi paesi ad affrontare il problema. Le riforme varate negli anni novanta (riforme Amato e Dini) avevano già limitato significativamente la crescita della spesa nella fase acuta del processo di invecchiamento, portando la sua dinamica attesa al di sotto di quella di molti altri paesi europei, nonostante le sfavorevoli dinamiche demografiche (tavola 1).

Mentre altri paesi si erano limitati a riforme “parametriche” (modificando cioè i parametri del sistema – età minima di pensionamento, aliquote contributive, ecc.) in Italia la riforma del 1995 (riforma Dini) ha introdotto (seguendo l'esempio svedese) un metodo completamente nuovo (*Notional defined contribution*, NDC). Rispetto ai più tradizionali sistemi DB

¹ Ragioneria Generale dello Stato, *Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario*, Rapporto n.14, 2013.

(*defined benefits*), il sistema NDC ha numerosi punti di forza: 1) garantisce la sostenibilità finanziaria in modo automatico a fronte di shock macroeconomici e demografici, in quanto i coefficienti di trasformazione del montante in rendita sono funzione delle aspettative di vita al momento del pensionamento e il tasso di rendimento dei contributi versati varia al variare delle condizioni macroeconomiche; 2) minimizza gli effetti distorsivi sul mercato del lavoro in quanto garantisce un nesso stringente tra benefici pensionistici e contributi versati e rende tale nesso estremamente trasparente per l'assicurato (è possibile, infatti, comunicare al lavoratore in ogni momento il saldo del proprio "conto nozionale", analogamente a quanto accadrebbe nel caso di un piano di accumulazione privato); 3) evita forme di redistribuzione non trasparenti tra generazioni e, all'interno di una stessa coorte, garantisce a ciascuno lo stesso tasso di rendimento.

Alla riforma del 1995 hanno fatto seguito, negli anni 2000, riforme "parametriche" di minore momento ma sempre orientate a ridurre gli esborsi. Tra queste è almeno da ricordare l'introduzione, nel biennio 2009-2010, della norma che lega i requisiti d'età all'evoluzione delle aspettative di vita, e l'avvio di un rapido processo di uniformazione delle regole per le lavoratrici del settore pubblico a quelle valide per tutti gli altri lavoratori e lavoratrici.

Nonostante gli innegabili punti di forza e la solidità macroeconomica del sistema pensionistico italiano prima della riforma del 2011, restavano alcune criticità e questioni aperte.

In primo luogo, la transizione al nuovo sistema NDC era eccessivamente lenta: coloro che all'avvio della riforma erano da più di 18 anni nel mercato del lavoro non erano stati in alcun modo toccati dalle nuove regole; esse erano state applicate integralmente solo ai lavoratori assunti dopo il 1995.

In secondo luogo, interventi successivi avevano ripristinato, seppur con requisiti contributivi e anagrafici crescenti (il cosiddetto sistema delle "quote"), la possibilità del pensionamento di anzianità per i soggetti entrati nel mercato del lavoro dopo il 1995, mentre per costoro tale istituto era stato cancellato dalla riforma Dini.

In terzo luogo, alcuni cambiamenti intervenuti dopo il 1995 non erano pienamente coerenti con la "filosofia" del modello NDC. In particolare, era venuta meno la flessibilità di scelta concessa ai lavoratori entrati nel mercato del lavoro dopo il 1995; per costoro l'età minima per il pensionamento di vecchiaia era passata da 57 (legge Dini) a 65 anni. Anche se la flessibilità concessa inizialmente dalla riforma del 1995 poteva essere considerata eccessiva, va ricordato che uno dei vantaggi di un sistema attuarialmente equo come l'NDC

italiano è proprio quello di consentire libertà di scelta all'assicurato riguardo al momento del pensionamento.

Infine, la progressiva stratificazione degli interventi aveva portato a una notevole complessità delle regole (si pensi a quelle relative alle quote per il pensionamento di anzianità o alle cosiddette finestre di pensionamento).

Uno dei principali effetti negativi di tali imperfezioni nel disegno del sistema, e soprattutto della lentezza della transizione, si aveva sul fronte del mercato del lavoro. Solo da ultimo, a seguito di interventi restrittivi sulle pensioni di anzianità, il tasso di occupazione degli ultra-cinquantacinquenni iniziava a mostrare tendenze al rialzo, rimanendo peraltro alquanto insoddisfacente nel confronto internazionale.

La riforma del 2011. – La riforma del dicembre 2011 ha affrontato tutte e quattro le criticità evidenziate nella precedente sezione: 1) ha velocizzato la transizione al sistema NDC, estendendo il metodo di calcolo contributivo, pro-rata, a tutti i lavoratori; 2) ha abolito il sistema delle quote per l'accesso alla pensione di anzianità, sostituendolo con un requisito di anzianità contributiva inizialmente fissato a 42 anni e un mese per gli uomini (un anno in meno per le donne) e destinato a crescere nel tempo; 3) ha reintrodotta, per coloro appieno sotto le regole NDC, un margine per quanto limitato di flessibilità (fino a due anni prima dell'età "normale", se la pensione che ne consegue è superiore a un livello minimo calcolato come un multiplo dell'assegno sociale); 4) ha semplificato significativamente le regole, abolendo oltre al sistema delle quote anche le finestre di pensionamento.

Inoltre, ha accelerato ulteriormente l'uniformazione delle regole valide per il pensionamento di anzianità delle lavoratrici del settore pubblico a quelle valide per le altre tipologie di lavoratori.

Nel complesso, la riforma del 2011 contiene ulteriormente gli esborsi, rendendo il nostro sistema tra i più rigorosi in Europa. Nelle stime della Commissione europea, la spesa pensionistica in rapporto al PIL è attesa diminuire di 0,9 punti percentuali da qui al 2060, contro un aumento medio di 1,9 punti nell'Eurozona, 2,6 in Germania (tavola 1).

3. Il pilastro a ripartizione: criticità e possibili interventi

Si può senz'altro considerare il pilastro pensionistico pubblico in Italia, così come oggi si configura, il punto di arrivo di un lento, non sempre coerente ma certo ambizioso processo di riforma.

Attesa anche la numerosità delle modifiche susseguitesì, sarebbe perciò consigliabile un periodo di “tregua normativa”, necessario affinché le nuove regole possano essere comprese e siano considerate permanenti dai lavoratori.

Sarebbe opportuno migliorare la comunicazione delle regole (resta aperto il dibattito sui modi e i tempi della cosiddetta “busta arancione”, ovvero l’invio a ogni assicurato, analogamente a quanto accade in Svezia, di un “estratto-conto” nozionale che contenga proiezioni della propria ricchezza pensionistica al variare dello scenario macroeconomico e in funzione della propria carriera lavorativa). Ciò potrebbe anche aiutare nello sviluppo della previdenza complementare.

L’inevitabile innalzamento dell’età di pensionamento ripropone per i lavoratori la necessità di investire nelle proprie conoscenze e competenze lungo l’intero arco della carriera, anche grazie a forme di *life-long learning*, e per le imprese l’esigenza di una migliore organizzazione del lavoro, ad esempio agevolando il ricorso al part-time per i lavoratori più anziani.

L’obiettivo di occupare numeri sempre maggiori di lavoratori “anziani” non contrasta con la promozione dell’occupazione giovanile. L’analisi empirica non supporta l’esistenza di un effetto di spiazzamento dei giovani legato alla maggiore permanenza degli anziani sul mercato del lavoro. Ad esempio, stime basate sui dati individuali delle Rilevazioni sulle forze di lavoro armonizzate dall’Eurostat, per gli anni tra il 2006 e il 2012, suggeriscono che non vi è rapporto tra le probabilità di occupazione, di disoccupazione - ma anche di ingresso e di uscita dal mercato del lavoro - dei giovani tra 25 e 34 anni e il tasso di occupazione degli anziani tra i 55 e 64 anni nel mercato regionale (l’utilizzo di dati individuali e l’ampia variabilità geografica consente di tenere conto di caratteristiche individuali e dell’andamento del ciclo).

4. La previdenza complementare

Il patrimonio e gli iscritti. – Alla fine del 2013, gli iscritti alla previdenza complementare in Italia erano 6,2 milioni (tavola 2), a fronte di 3,2 nel 2006. Gli aderenti rappresentavano il 24,3 per cento della forza lavoro, quasi il doppio rispetto al 13 per cento registrato a fine 2006.

Quasi la metà dell’incremento si è avuto nel 2007, quando è entrata in vigore una ampia e organica riforma della disciplina della previdenza complementare (DL 5.12.2005, n. 252) che ha aumentato le agevolazioni fiscali, rafforzato il quadro regolamentare, introdotto il principio del conferimento tacito degli accantonamenti per il TFR alla previdenza complementare.

Gli iscritti ai fondi aperti e ai piani individuali pensionistici (PIP) sono il 16 e il 43 per cento del totale, rispettivamente; quelli dei fondi negoziali sono il 31 per cento. Dal punto di vista della distribuzione, i fondi pensione negoziali, istituiti da datori di lavoro e organizzazioni sindacali, sono privi di una rete di vendita tradizionale; i fondi aperti, promossi in buona parte da SGR, sono collocati soprattutto dalle banche; i PIP, offerti dalle compagnie assicurative, vengono collocati principalmente attraverso agenzie e altre forme di vendita diretta e solo per una parte minoritaria attraverso gli sportelli bancari.

Le risorse gestite nel 2013 (escludendo le riserve matematiche accantonate dalle assicurazioni relative ai fondi preesistenti) sono pari a 96 miliardi, 6,1 punti percentuali del prodotto.

Il 36 per cento fa capo ai fondi negoziali, il 31 a fondi istituiti prima della riforma del 1993 (cosiddetti fondi preesistenti), il 20 ai PIP, il 13 ai fondi aperti. Negli ultimi anni, i PIP hanno registrato tassi di crescita delle masse gestite superiori a quelle dei fondi negoziali e dei fondi aperti. Sono incluse nell'aggregato le risorse dei fondi pre-esistenti interni (tipicamente destinati ai dipendenti del settore bancario e assicurativo) e dei "vecchi" PIP (ovvero quelli che non si sono adeguati al decreto legislativo 252/2005).

In Italia il settore dei fondi pensione è meno sviluppato rispetto sia ai paesi anglosassoni, sia a economie a noi simili quanto a caratteristiche istituzionali e struttura finanziaria. Secondo i dati OCSE, nel 2012 le attività dei fondi pensione in Italia (5,6 per cento del PIL) erano inferiori non solo a quelle nei paesi anglosassoni (96 per cento nel Regno Unito, 75 per cento negli Stati Uniti) ma anche alla media semplice dei paesi dell'area dell'euro, pari al 21 per cento (escludendo Cipro, paese per il quale il dato non è disponibile).

Queste analisi non includono il settore degli enti previdenziali privati, che erogano prestazioni di previdenza obbligatoria in prevalenza a liberi professionisti.

Secondo dati forniti dall'associazione di categoria (ADEPP) e relativi a 19 soggetti, nel 2012 (ultimo dato disponibile), gli enti di previdenza privati avevano 1,4 milioni di iscritti. Il patrimonio complessivo degli enti era di 61 miliardi, pari al 3,9 per cento del PIL. Le Casse professionali, pur perseguendo finalità pubbliche, godono di autonomia gestionale, organizzativa e contabile. La legge attribuisce alla COVIP il compito di vigilare sugli investimenti e sulla composizione del patrimonio degli enti.

Gli investimenti. – Alla fine del 2013, il patrimonio dei fondi pensione e dei “nuovi” PIP era costituito per il 50 per cento da titoli di Stato (di cui oltre la metà italiani), per l'11 da obbligazioni private, per il 16 da azioni (quasi esclusivamente quotate) e per il 13 per cento da quote di fondi comuni (tavola 3). Nel complesso, le azioni e obbligazioni private emesse da residenti rappresentano il 2,5 per cento delle attività finanziarie. L'investimento in

attività alternative (fondi chiusi, progetti infrastrutturali, fondi speculativi) è pressoché nullo, contrariamente a quanto avviene in altri paesi².

Per quanto riguarda le Casse professionali, a fine 2012 quasi un terzo del patrimonio era investito in attività immobiliari, la restante parte in titoli e altre attività finanziarie. La quota di titoli di Stato nel portafoglio era pari al 15 per cento; quelle di fondi comuni non immobiliari, obbligazioni societarie e azioni erano, rispettivamente, il 18, il 9 e il 3 per cento. Gli enti previdenziali sono tra i principali sottoscrittori di quote di fondi comuni immobiliari. A fronte di un portafoglio più diversificato rispetto a quello dei fondi pensione, la COVIP rileva che non sempre il processo di selezione e monitoraggio degli investimenti è risultato adeguato.

Dati di fonte BCE (disponibili solo per alcuni paesi dell'area dell'euro) evidenziano come il portafoglio dei fondi pensione italiani sia caratterizzato da un maggiore esposizione diretta ai titoli pubblici (nell'ambito degli investimenti nell'area dell'euro, per i quali è possibile distinguere tra obbligazioni pubbliche e private), rispetto a paesi dove la previdenza complementare è più sviluppata. Dati OCSE, riferiti a un diverso insieme di paesi, mostrano inoltre una propensione ad investire in azioni relativamente bassa (figura 1).

Gli investitori con un orizzonte temporale esteso possono beneficiare in modo particolare delle caratteristiche dei rendimenti azionari, la cui volatilità nel lungo periodo tende a essere inferiore a quella nel breve (mean reversion). Inoltre, i fondi pensione sono per molti lavoratori un tramite indispensabile per la partecipazione al mercato azionario, caratterizzata per gli investitori individuali da alti costi fissi.

A certe condizioni (a cui si accennerà nella prossima sezione), gli investitori di lungo periodo appaiono anche meglio di altri in grado di sfruttare il premio per l'illiquidità connesso con l'investimento in infrastrutture e in piccole e medie imprese innovative.

Il rendimento – Secondo i dati forniti dalla COVIP, dall'inizio del 2000 i fondi pensione negoziali hanno registrato un rendimento medio annuo al netto degli oneri di gestione e di quelli fiscali del 2,8 per cento, quelli aperti dell'1,3 (il dato relativo ai PIP è disponibile solo dal 2008); nello stesso periodo il trattamento di fine rapporto (TFR) si è rivalutato in media, al netto dell'imposta sostitutiva, del 2,7 per cento l'anno.

Il rendimento può essere molto diverso a seconda della specializzazione del fondo e della sua strategia di investimento, soprattutto per i comparti azionari: nel 2013, l'80 per cento di tali comparti ha registrato un rendimento compreso tra l'8 e il 16 nel caso di fondi aperti, tra il 9 e il 15 nel caso di fondi negoziali e tra l'8 e il 19 per i PIP (figura 2).

² OCSE (2013), *Annual survey of large pension funds and public pension reserve funds. Report on pension funds' long-term investments*, Paris.

Le differenze nei rendimenti riflettono anche gli ampi divari tra i costi medi delle varie forme previdenziali. Risultano particolarmente elevati gli oneri dei piani pensionistici di tipo assicurativo, riflettendo anche i costi di collocamento sostenuti dalla rete di vendita. Sono relativamente bassi quelli dei fondi negoziali, che operano senza scopo di lucro, sostengono costi di raccolta modesti e possono avvalersi di eventuali contributi alle spese da parte dei datori di lavoro.

Se si considera un periodo di investimento di 35 anni l'indicatore sintetico di costo (ISC), che misura la riduzione del rendimento percentuale annuo a fronte del complesso dei costi gravanti sul sottoscrittore (ad eccezione delle commissioni di incentivazione), è pari in media allo 0,2 per cento per i fondi negoziali, all'1,1 per quelli aperti e all'1,5 per i PIP.

Il grado di dispersione dei costi è assai elevato all'interno dei PIP e dei fondi aperti, più contenuto per i fondi negoziali. Il permanere di una significativa dispersione dei costi in una tipologia di prodotto può segnalare una scarsa concorrenza, causata anche dalla insufficiente apertura delle reti distributive (figura 3).

Tra i fondi ad adesione collettiva, l'80 per cento dei comparti azionari paga commissioni comprese tra lo 0,7 e l'1,7 per cento per i fondi aperti e tra lo 0,2 e lo 0,3 per i fondi negoziali. Nel segmento delle adesioni individuali, gli intervalli vanno dallo 0,8 all'1,7 per cento per i fondi aperti e dall'1,5 al 2,4 per i PIP. Il grado di dispersione dei costi dei fondi aperti e dei piani individuali pensionistici risulta elevato anche tra i comparti bilanciati e obbligazionari.

5. La previdenza complementare: criticità e possibili interventi

Le adesioni. – L'incremento delle adesioni a seguito della riforma del settore è rimarchevole, ancor più in quanto ottenuto in anni di profonda crisi finanziaria ed economica. Vanno tenute presenti, nel valutarlo, le elevate aliquote contributive del pilastro pubblico; in Italia il ruolo di quest'ultimo, sia in termini di contributi versati che di benefici erogati, è e resterà molto superiore a quello dei paesi in cui la previdenza complementare è più sviluppata (tavola 4; figura 4). Alla luce di ciò, è stato rilevato da alcune analisi³ che potrebbe risultare utile consentire di spostare verso la previdenza complementare, su base volontaria, una quota limitata della contribuzione destinata alla previdenza pubblica. Andrebbero però valutati i possibili riflessi sui conti pubblici.

³ Si veda ad es. Mario Draghi, "I motivi dell'assicurazione sociale", *Lezione Onorato Castellino*, 13 ottobre 2009, Moncalieri. In Forni, L. e Giordano, R. (2001), "Funding a PAYG pension system: the case of Italy", *Fiscal Studies*, vol. 22(4), pp. 487-526, si può trovare una delle prime analisi quantitative per l'Italia dell'impatto di questo tipo di misura.

Una riduzione della contribuzione al sistema pubblico produrrebbe un'immediata perdita del relativo gettito. Poiché l'importo della pensione, secondo le regole del sistema NDC, è commisurato ai contributi versati, la riforma determinerebbe una riduzione della spesa futura per pensioni, che gradualmente compenserebbe il disavanzo iniziale. Quest'ultimo si ridurrebbe se la possibilità di decontribuzione riguardasse solo i nuovi assicurati. La misura potrebbe inoltre avere effetti positivi (per quanto assai difficili da quantificare) sull'occupazione e sulla crescita, che ridurrebbero i costi della transizione.

Il dato aggregato sulle adesioni nasconde tuttavia rilevanti elementi di criticità. Il grado di partecipazione alla previdenza complementare è particolarmente basso proprio per le tipologie di lavoratori per cui è maggiore il rischio che il primo pilastro non sia sufficiente per raggiungere una pensione adeguata. Nei dati dell'Indagine sui bilanci delle famiglie della Banca d'Italia (IBF) relativi al 2008, esso era inferiore a quello medio tra i giovani (che sono pienamente soggetti alle regole dell'NDC), tra gli autonomi (che hanno aliquote contributive inferiori ai lavoratori dipendenti) e tra i dipendenti delle piccole imprese (per i quali il rischio di carriere intermittenti e quindi di "buchi" contributivi è maggiore).

I dati COVIP evidenziano inoltre che è elevato - pari a circa il 20 per cento degli aderenti - il numero degli iscritti che hanno sospeso le proprie contribuzioni. Questo fenomeno è in forte aumento negli ultimi anni, riflettendo presumibilmente l'impatto della crisi.

L'elevata contribuzione al pilastro pubblico e la difficoltà dei lavoratori ad accantonare ulteriori risorse a fronte di stringenti vincoli di bilancio frenano le adesioni. Un ulteriore fattore di freno è rappresentato dalla scarsa conoscenza delle regole che governano il sistema pensionistico. Dai risultati IBF del 2008 emerge che la conoscenza di tali regole è assai limitata, soprattutto tra i lavoratori più giovani, quelli con minore reddito e quelli con un più basso grado di istruzione. Più in generale i dati mostrano una insufficiente capacità di pianificare e di mettere in atto scelte di risparmio e investimento di lungo periodo coerenti con le proprie esigenze.

Nell'IBF relativa al 2010 è stato chiesto ai lavoratori se avessero pensato alle fonti di sostentamento della propria famiglia dopo il pensionamento e se ritenessero necessario risparmiare per integrare la propria pensione. Una parte assai elevata dei lavoratori ha dichiarato di non essersi mai posto questo problema (57 per cento). Questa percentuale è maggiore tra i lavoratori più giovani, quelli appartenenti alle classi di reddito o di ricchezza più basse, quelli meno istruiti o con minori conoscenze su temi finanziari. Inoltre, solo una minoranza di quanti si sono posti il problema dell'adeguatezza della propria situazione previdenziale (circa il 30 per cento) ritiene di dover accumulare risorse aggiuntive contribuendo a un fondo pensione o investendo in attività finanziarie.

Una migliore informazione sui temi previdenziali – riguardo all’evoluzione dei propri diritti nel sistema pubblico e ai vantaggi previsti per chi aderisca alla previdenza integrativa – potrebbe accrescere la propensione al risparmio previdenziale. In particolare, i lavoratori sembrano poco consapevoli delle significative agevolazioni fiscali concesse ai fondi.

Studi empirici su dati statunitensi hanno mostrato che il grado di conoscenza dei temi finanziari (financial literacy) si associa positivamente alla capacità di formulare piani finanziari di lungo periodo.

Infine, un disincentivo alla partecipazione alla previdenza complementare può derivare dal rischio connesso con le fluttuazioni dei rendimenti delle attività finanziarie, e soprattutto con la possibilità – resa evidente dalla crisi – di cali repentini e significativi delle quotazioni (pericolosi soprattutto per i soggetti ormai prossimi al pensionamento, che non possono beneficiare dell’eventuale successivo recupero). Limitate e trasparenti garanzie di rendimento minimo da parte del settore pubblico, che proteggano almeno da rischi estremi, potrebbero, se ben disegnate, incoraggiare le adesioni⁴.

Le rendite vitalizie. - Gli interventi normativi volti a incentivare il risparmio previdenziale hanno principalmente riguardato le istituzioni e le regole attinenti la fase di accumulo. In prospettiva, quando i fondi pensione saranno entrati pienamente nella fase di erogazione delle prestazioni, è ragionevole aspettarsi che il mercato dei prodotti finanziari dedicati al decumulo del risparmio si sviluppi. E’ importante analizzare sin d’ora le condizioni che assicurano il funzionamento efficiente di tale mercato, sia dal lato della domanda sia da quello dell’offerta.

Mediante l’acquisto di una rendita vitalizia il risparmiatore converte il capitale accumulato durante la vita attiva in un flusso regolare di pagamenti per gli anni del pensionamento, trasferendo alla compagnia di assicurazione il rischio connesso con l’incertezza sulla propria longevità. Sebbene la teoria economica suggerisca, in astratto, che un individuo avverso al rischio debba convertire in una rendita (se è offerta a prezzi non troppo superiori a quelli che sarebbero attuarialmente equi) una parte rilevante della propria ricchezza, le rendite connesse con la previdenza complementare sono in Italia di entità limitata.

In larga parte, il mancato sviluppo del mercato delle rendite vitalizie italiano è fisiologico: i nuovi fondi pensione non sono ancora entrati pienamente nella fase di erogazione delle

⁴ Uno schema di questo tipo è proposto in Grande, G. e Visco, I. (2011), “A public guarantee of minimum return to defined contribution pension scheme members”, *Journal of Risk*, vol. 13(3), pp. 3-43. Per una sintetica panoramica delle principali criticità del settore della previdenza complementare si veda anche: Visco, I. (2009), “Retirement saving and the payout phase: how to get there and how to get the most out of it”, *Financial Market Trends* 2009, n.1, pp. 1-6.

prestazioni; inoltre, la necessità di acquistare una rendita vitalizia è minore laddove, come in Italia, il pilastro pubblico a ripartizione garantisce in forma di rendita prestazioni relativamente generose.

Tuttavia, possono esservi alcuni fattori di freno sul lato sia dell'offerta sia della domanda. Per quanto riguarda l'offerta, i prodotti disponibili appaiono spesso caratterizzati da scarsa trasparenza e dalla elevata complessità. I prezzi potrebbero inoltre essere eccessivamente elevati anche a causa della difficoltà per chi eroga la rendita di coprirsi adeguatamente del rischio di aumenti inattesi della longevità.

Per quanto riguarda il lato della domanda, una analisi statistica condotta sui dati della IBF ha mostrato che la domanda di rendite vitalizie risulta ridotta tra i lavoratori con un basso grado di istruzione e con scarse conoscenze di natura finanziaria e previdenziale⁵.

Alcune domande inserite nella IBF per il 2008 sono mirate a misurare la propensione dei lavoratori a preferire al momento del pensionamento una rendita a una somma devoluta subito e in un'unica soluzione. Le domande sono formulate in modo tale da consentire di ricostruire le preferenze dei lavoratori controllando per il prezzo della rendita e per altri fattori potenzialmente rilevanti (ad esempio l'età, la ricchezza e l'ammontare della pensione complessiva). I risultati mostrano che la percentuale di capofamiglia che preferisce ad un capitale di 80.000 euro una rendita mensile di 500 euro (calcolata in modo da essere attuarialmente equa, data l'attesa di vita al pensionamento) è pari al 70 per cento. La propensione ad acquistare una rendita per un individuo laureato, benestante e con una buona conoscenza dei temi previdenziali e finanziari risulta particolarmente elevata (pari al 90 per cento). Per un individuo che a differenza del precedente ha un reddito nel primo quartile della distribuzione, un grado di istruzione elementare e un basso livello di conoscenza delle regole previdenziali tale propensione si riduce al 61 per cento.

E' auspicabile che i lavoratori siano informati sull'importanza di assicurarsi dal rischio di longevità: una scelta non ottimale sulla quota di ricchezza da trasformare in rendita al momento del pensionamento può riflettersi in una pensione insufficiente, in particolare tra i meno abbienti che non possono attingere ad altre forme di ricchezza.

Le scelte di portafoglio dei fondi pensione italiani. – In tutto il mondo, gli investitori tendono a investire in attività finanziarie del proprio paese più di quanto giustificato dai precetti della diversificazione efficiente. Anche il portafoglio dei fondi pensione italiani presenta questa caratteristica; tuttavia, essa avvantaggia soprattutto i titoli di Stato italiani, a causa del basso numero di imprese italiane quotate e più in generale della scarsa articolazione del mer-

⁵ Cfr. Cappelletti, G., Guazzarotti, G. e Tommasino, P. (2013), "What determines annuity demand at retirement?", *Geneva Papers on Risk and Insurance*, vol. 38(4), pp. 777-802.

cato dei capitali privati nel nostro Paese (a sua volta connessa con ben note peculiarità dimensionali e patrimoniali del tessuto delle imprese).

La quota modesta degli investimenti in titoli di debito e di capitale del settore privato potrebbe inoltre risentire da un lato di carenze informative e cognitive dei risparmiatori, dall'altro di alcune caratteristiche non ottimali dei fondi pensione.

Per quanto riguarda i risparmiatori, essi tendono a preferire, anche in giovane età, i comparti garantiti e obbligazionari. Inoltre, tra gli iscritti ai fondi pensione è elevata la quota di chi non sa o non ricorda la linea di investimento prescelta.

Sulla base di dati MEFOP circa l'80 per cento dei fondi pensione aperti e dei PIP e il 30 per cento dei fondi negoziali prevede la possibilità per i propri iscritti di suddividere il flusso contributivo tra i comparti offerti dal fondo. Questa opportunità da un lato consente al risparmiatore di conseguire un'allocazione del portafoglio più aderente alle proprie esigenze, dall'altra richiede la capacità di compiere scelte finanziarie relativamente complesse. Sulla base dei dati dell'IBF relativa al 2012, risulta che solo il 25 per cento degli iscritti a una forma di previdenza complementare suddivideva il proprio risparmio pensionistico tra i comparti offerti dal fondo pensione.

Queste evidenze mettono in luce l'importanza di prevedere opzioni di default (destinate quindi ai soggetti che non esprimono in modo esplicito le proprie scelte) adatte per quanto possibile alle caratteristiche del singolo lavoratore. Ad esempio, andrebbero promossi meccanismi di tipo *life-cycle*, tali cioè da ridurre la rischiosità del portafoglio all'aumentare dell'età⁶.

Per quanto riguarda l'adeguatezza delle scelte dei fondi pensione, l'investimento in titoli privati non pare penalizzato dai limiti quantitativi imposti dalla normativa. Può invece essere ostacolato dalla mancanza di competenze degli organi di governo dei fondi: ampliare il ventaglio di attività detenute richiede infatti l'adozione di più sofisticati strumenti per la valutazione e il controllo dei rischi. Questo è particolarmente vero nel caso di attività alternative, la cui gestione va in ogni caso affidata a operatori professionali (anche in quest'ultimo caso i responsabili del fondo devono comunque essere in grado di valutare l'operato di tali gestori).

L'acquisizione delle competenze necessarie può a sua volta essere ostacolata dalla ridotta dimensione media dei fondi, che non consente il pieno sfruttamento delle economie di

⁶ Su questo argomento si veda ad es. Cappelletti, G., Guazzarotti, G. e Tommasino, P. (2014), "The effect of age on portfolio choices: evidence from an Italian pension fund", *Journal of Pension Economics and Finance*, in corso di pubblicazione.

scala proprie dell'attività di investimento, né l'adozione di adeguati assetti organizzativi (in particolare, l'istituzione di una funzione finanza interna).

La dimensione dei fondi pensione italiani rimane contenuta: il patrimonio medio dei comparti è pari a 305 milioni di euro per i fondi negoziali, a 46 per i fondi aperti e a 90 per i PIP.

L'investimento in titoli privati potrebbe essere perseguito anche acquisendo quote in fondi specializzati in questa tipologia di attività, e investendo in strumenti finanziari – quali i titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione o i *project bonds* – che trasformino il profilo di rischio e di rendimento dell'investimento originario in modo da renderlo coerente con le esigenze dei fondi pensione.

In Italia l'offerta di tali strumenti e intermediari è tuttavia ancora limitata. Negli ultimi mesi sono state avviate nuove iniziative per la costituzione di fondi chiusi dedicati ai cosiddetti *mini bond* (obbligazioni di imprese non quotate). Il supporto pubblico a iniziative di questo tipo può essere opportuno solo se deciso sulla base di rigorose analisi costi-benefici, se volto a correggere ben identificati fallimenti del mercato e se non determina lo spiazzamento dell'investimento privato.

Queste indicazioni sono anche quelle raggiunte dal dibattito in sede internazionale: si può rinviare in particolare al lavoro del G20 e dell'OCSE.

6. Conclusioni

Il sistema italiano, a seguito delle riforme degli anni novanta, ha adottato una struttura multi-pilastro. Sostenere lo sviluppo di un pilastro a capitalizzazione – accanto a un pilastro pubblico a ripartizione finanziariamente solido e attuarialmente equo – è stata una scelta saggia. Date le dimensioni del primo pilastro, non ci si può però attendere che la previdenza complementare in Italia raggiunga dimensioni analoghe a quelle di altri paesi, dove le contribuzioni e le prestazioni previdenziali pubbliche sono inferiori.

Tuttavia, c'è spazio per interventi che aiutino lo sviluppo e assicurino il buon funzionamento della previdenza complementare. In particolare, va rafforzata la concorrenza e assicurato il pieno sfruttamento delle economie di scala nell'industria dei fondi pensione; ne deriverebbero miglioramenti nella gestione e riduzioni dei costi. E' anche necessario diffondere tra i lavoratori la conoscenza del sistema previdenziale e la consapevolezza della necessità di effettuare una pianificazione finanziaria di lungo periodo.

Il criterio che orienta gli organi di governo dei fondi pensione è e deve restare l'ottimizzazione delle scelte di investimento. In coerenza con questo vincolo, a condizione che i fondi si dotino di competenze e assetti organizzativi adeguati, potrebbero esistere margini per una composizione dei portafogli meno tradizionale. La scelta di investimenti più rischiosi, ma con rendimenti potenzialmente più elevati, sarebbe favorita dallo sviluppo di strumenti e intermediari che trasformino il profilo di rischio rendendolo più adatto alle esigenze dei fondi.

Il principale contributo del settore dei fondi pensione all'economia italiana consisterà nel garantire ai lavoratori il massimo rendimento per un livello di rischio coerente con la finalità previdenziale dell'investimento.

TAVOLE E FIGURE

Tasso di dipendenza (1)
(valori percentuali)
Spesa pubblica per pensioni
(in percentuale del PIL)

PAESI	2010	2020	2040	2060	2010	2020	2040	2060
BE	28.7	33.4	45.3	48.5	11.0	13.1	16.5	16.6
BG	27.8	35.4	50.4	65.9	9.9	9.2	10.1	11.1
CZ	23.8	33.1	44.2	60.2	9.1	8.7	9.7	11.8
DK	28.0	34.9	46.6	48.2	10.1	10.8	10.3	9.5
DE	33.9	38.9	61.3	65.1	10.8	10.9	12.7	13.4
EE	27.5	32.9	44.5	61.1	8.9	7.7	8.1	7.7
IE	18.8	25.8	36.8	40.9	7.5	9.0	10.0	11.7
EL	31.0	35.5	52.5	62.0	13.6	13.7	14.9	14.6
ES	26.8	31.6	51.1	61.4	10.1	10.6	12.3	13.7
FR	28.5	36.6	49.3	51.7	14.6	14.4	15.2	15.1
IT	33.3	37.8	56.5	61.6	15.3	14.5	15.6	14.4
CY	21.0	27.2	36.5	52.4	7.6	9.5	12.1	16.4
LV	27.6	31.3	47.1	74.1	9.7	7.3	6.3	5.9
LT	26.1	28.9	45.9	62.4	8.6	7.6	9.6	12.1
LU	22.3	25.4	40.9	49.5	9.2	10.8	16.5	18.6
HU	26.6	32.9	43.5	63.1	11.9	11.5	12.1	14.7
MT	24.1	34.9	44.0	60.9	10.4	10.6	11.4	15.9
NL	25.3	34.3	52.3	52.3	6.8	7.4	10.4	10.4
AT	28.6	32.5	51.1	55.4	14.1	15.1	16.5	16.1
PL	20.9	29.6	43.6	70.7	11.8	10.9	10.3	9.6
PT	29.3	34.4	51.1	62.1	12.5	13.5	13.1	12.7
RO	23.2	28.2	44.5	70.5	9.8	9.2	11.6	13.5
SI	25.6	33.2	50.5	63.2	11.2	12.2	15.8	18.3
SK	18.7	25.9	41.7	67.6	8.0	8.6	10.6	13.2
FI	28.8	40.1	48.1	52.6	12.0	14.0	15.2	15.2
SE	31.3	36.9	45.0	51.3	9.6	9.6	10.2	10.2
UK	27.7	32.6	43.1	46.7	7.7	7.0	8.2	9.2
NO	25.2	30.4	42.9	47.8	9.3	11.6	13.7	14.2
EU27	28.4	34.4	50.0	57.7	11.3	11.3	12.6	12.9
EA17	30.1	35.8	53.2	58.4	12.2	12.3	13.9	14.1

Fonte: Commissione Europea, *The 2012 Ageing Report*.

(1) Rapporto tra gli individui di 65 anni o più e quelli in età da lavoro (20-64).

Forme pensionistiche complementari: struttura del mercato*(numero di unità e milioni di euro; anno 2013)*

	Numero fondi (1)	Numero iscritti (2)	Totale attività (3)
Fondi pensione istituiti dopo la riforma del 1993	98	2,935,136	46,782
Fondi negoziali	39	1,950,552	34,792
Fondi aperti	59	984,584	11,990
Fondi pensione istituiti prima della riforma del 1993	330	654,627	29,312
Piani individuali pensionistici	81	2,639,148	19,513
Totale	509	6,203,763	95,607

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia e Covip (dati provvisori).

(1) I dati relativi ai piani individuali pensionistici e al totale includono solo le polizze pensionistiche adeguate al D.lgs. 252/2005. – (2) I dati includono FondInps. Il totale è al lordo di possibili duplicazioni, ad eccezione di quelle dovute ai soggetti iscritti contemporaneamente ai PIP adeguati al D.lgs. 252/2005 e ai restanti piani individuali pensionistici. Per i fondi istituiti prima della riforma del 1993, i dati sono stimati. – (3) I dati includono il fondo pensione per i dipendenti della Banca d'Italia. I dati relativi ai fondi pensione istituiti prima della riforma del 1993 includono i fondi autonomi e quelli interni di cui si ha la composizione di portafoglio degli attivi.

Forme pensionistiche complementari: composizione del patrimonio (1)*(valori percentuali; fine 2013)*

	Fondi pensione negoziali	Fondi pensione aperti	Fondi pensione preesistenti	PIP nuovi	Totale
Depositi	3.4	5.6	5.9	6.6	5.0
Titoli di Stato	59.6	43.0	39.3	54.4	50.1
<i>di cui: titoli italiani (2)</i>	26.3	23.5	22.4	45.3	27.5
Altri titoli di debito	10.4	4.0	11.6	17.8	11.0
<i>di cui: titoli italiani (2)</i>	1.3	1.2	1.4	3.6	1.7
Titoli di capitale	17.9	21.9	13.3	12.2	16.1
<i>di cui: titoli italiani (2)</i>	0.7	1.8	0.7	0.4	0.8
OICR	8.0	25.1	14.5	9.3	12.6
<i>di cui: immobiliari</i>	4.3	1.0	1.5
Immobili	10.7	...	3.4
Altre attività e passività	0.6	0.4	4.8	0.3	1.8
Totale	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0
<i>di cui: titoli italiani (2)</i>	28.3	26.5	24.5	49.2	30.0
Per memoria:					
esposizione azionaria (3)	24.9	43.3	19.0	20.3	24.9

Fonte: Covip.

(1) I dati si riferiscono ai fondi autonomi. Sono escluse le riserve matematiche presso le assicurazioni. - (2) Dati parzialmente stimati. - (3) Per i fondi preesistenti la quota di azioni detenuta per il tramite di OICR è stimata.

Tavola 4

Entrate contributive relative al pilastro pubblico (1)

(in percentuale del PIL; anno 2011)

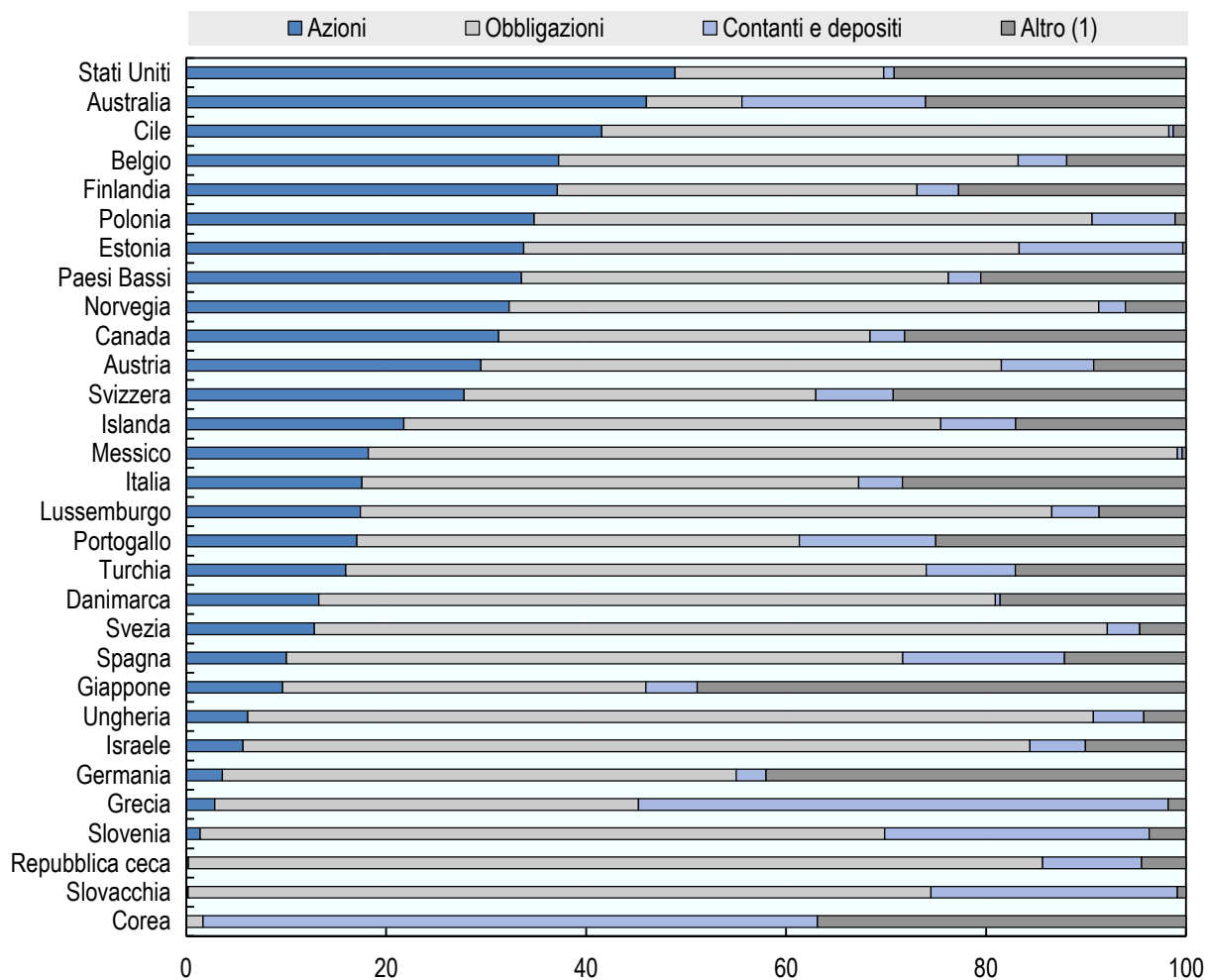
PAESI	
Spagna	9.2
Grecia	9.2
Italia	9.0
Finlandia	9.0
Repubblica Ceca	8.3
Ungheria	8.3
Austria	7.8
Germania	6.9
Polonia	6.8
Giappone	6.3
Svezia	6.2
Lussemburgo	5.9
Svizzera	5.9
Belgio	4.7
Slovacchia	4.3
USA	4.2
Canada	2.6
Turchia	2.4
Corea	2.1

Fonte: OCSE, *Pensions at a Glance*, 2013.

(1) Sono omessi i paesi per i quali le contribuzioni sono relative solo al pilastro privato, oppure non è possibile separare le contribuzioni al pilastro pubblico da quelle ad altri schemi di previdenza sociale.

Figura 1

Asset allocation dei fondi pensione
(percentuale dell'investimento totale; anno 2012)

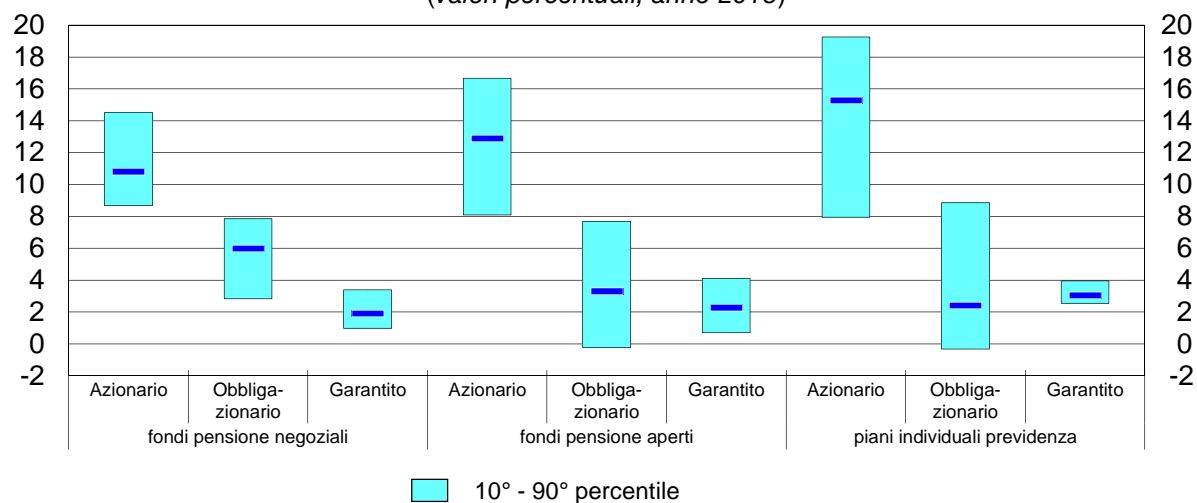


Fonte: OCSE, *Pension Markets in Focus*, 2013.

(1) Sono inclusi prestiti, immobili e terreni, fondi chiusi, fondi aperti non armonizzati, strumenti strutturati, le attività delle assicurazioni a fronte delle riserve matematiche relative ai fondi preesistenti.

Figura 2

Forme pensionistiche complementari: rendimenti (1)
 (valori percentuali; anno 2013)



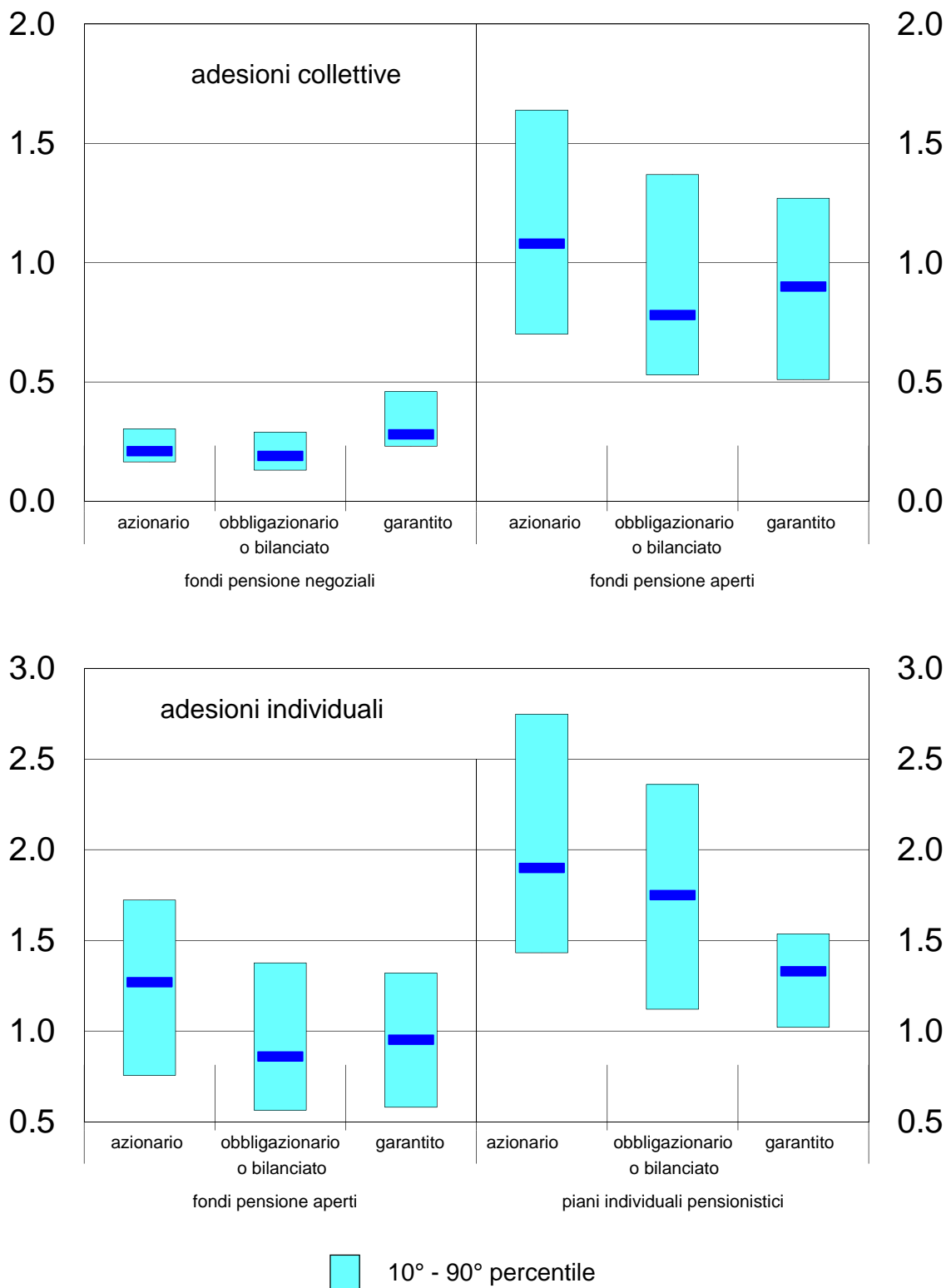
Fonte: Elaborazioni su dati Mefop.

(1) La linea orizzontale più scura rappresenta il valore mediano.

Figura 3

Forme pensionistiche complementari: indicatore sintetico di costi (1)

(valori percentuali; anno 2013)

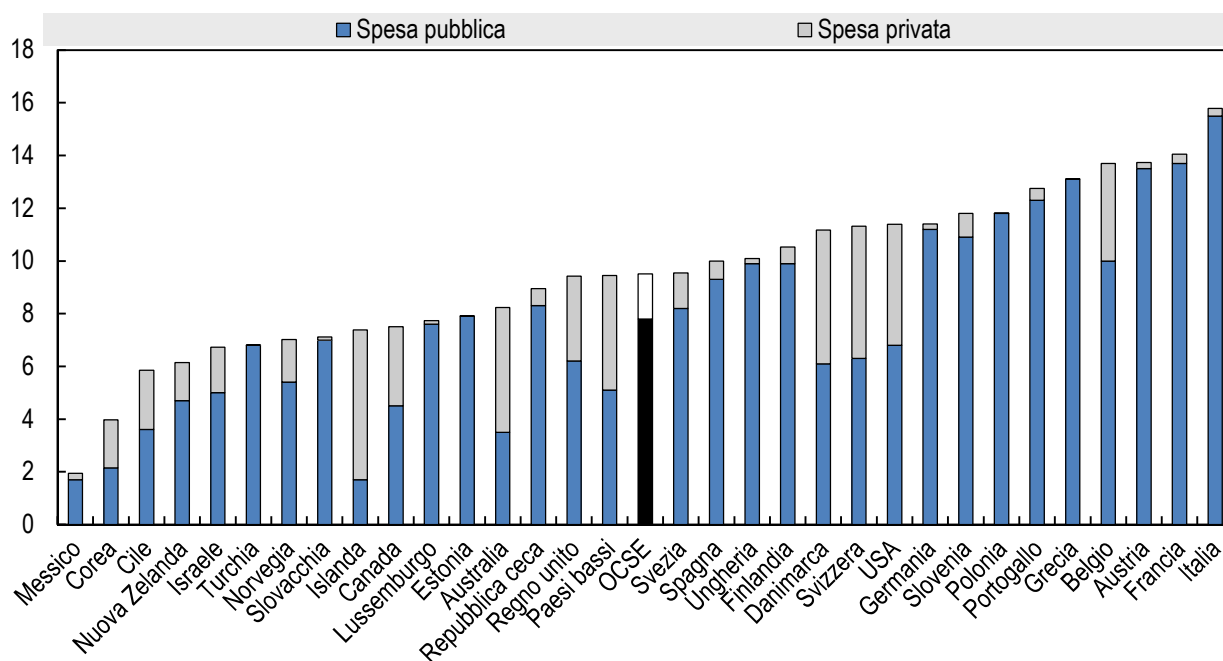


Fonte: Banca d'Italia, *Relazione annuale sul 2013*.

(1) La linea orizzontale più scura rappresenta il valore mediano.

Figura 4

Spesa pubblica e privata per pensioni
(in percentuale del PIL; anno 2012 (1))



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

(1) In mancanza del dato del 2012, si utilizza l'anno più recente a disposizione.

