



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI TRIESTE

XXIII CICLO DEL DOTTORATO DI RICERCA IN
FINANZA

La previdenza complementare e il mercato delle rendite

Settore scientifico-disciplinare SECS-P/11

Dottorando:
Dott.ssa Federica SEGANTI

Coordinatore
Prof. Marco ZECCHIN

Relatore
Prof. Stefano MIANI

ANNO ACCADEMICO 2010/2011

1	La situazione italiana e l'esperienza inglese e tedesca: un quadro di sintesi prima dell'epoca delle riforme previdenziali.....	6
1.1	Il sistema pensionistico complementare	6
1.2	Le caratteristiche delle rendite.....	11
1.3	La previdenza complementare nel Regno Unito e in Germania.....	13
1.3.1	Il caso del Regno Unito	13
1.3.2	Il sistema previdenziale tedesco.....	14
1.4	Lo sviluppo del mercato delle rendite prima delle riforme previdenziali.....	16
2	Le riforme della previdenza pubblica e l'emergere dell'esigenza di forme di previdenza complementare.....	21
2.1	Introduzione.....	21
2.2	I cambiamenti nella normativa	22
2.2.1	1992- Riforma Amato	22
2.2.2	1995- Riforma Dini	23
2.2.3	2004 - Riforma Maroni	26
2.2.4	2011 – Riforma Fornero	27
3	Lo strumento base della previdenza complementare in Italia: i fondi pensione	33
3.1	Introduzione.....	33
3.2	I Fondi Pensione.....	35
3.3	La scelta del fondo pensione	38
3.4	Il funzionamento dei fondi pensione	42
3.4.1	Service amministrativo	44
3.4.2	Gestore finanziario	44
3.4.3	Banca depositaria.....	46
3.4.4	Impresa di assicurazione	47

3.5	Fase di Accumulo: l'adesione ed il conferimento dei contributi	47
3.6	Fase di erogazione: le prestazioni	51
3.6.1	Prestazioni pre-pensionamento:	51
3.6.2	Prestazioni al momento del pensionamento	53
3.7	I vantaggi per il datore di lavoro.....	54
3.8	Il regime fiscale.....	55
3.8.1	Contributi	56
3.8.2	Rendimenti.....	57
3.8.3	Prestazioni.....	57
4	Il mercato delle rendite in presenza di previdenza complementare	60
4.1	Lo sviluppo del mercato delle rendite: la dimensione internazionale.....	60
4.2	Il mercato delle rendite in Italia.....	66
4.2.1	L'analisi della domanda	66
4.2.2	L'analisi dell'offerta	75
5	Produzione di rendite vitalizie e gestione del longevity risk.....	87
5.1	Introduzione.....	87
5.2	Approccio risk based: il risk management per rendite vitalizie.....	92
5.2.1	Strategie di portafoglio	93
5.2.2	Strategie di natural hedging.....	94
5.2.3	Strategie di riassicurazione	95
5.3	Trasferimento alternativo del rischio	97
5.3.1	Life insurance securitization.....	97
5.3.2	Mortality-linked securities	98
6	Conclusioni: un quadro di sintesi e possibili proposte.....	102
7	Bibliografia	113

Premessa.

Nel nostro Paese negli ultimi decenni si vive meglio e di più, con conseguente invecchiamento della popolazione ed allungamento della vita media, mentre al contempo c'è stata una riduzione della natalità: a parità di fattori, si pagherebbero quindi pensioni a più persone e per un tempo più lungo. Il problema in sostanza è che fattori concomitanti quali il generale invecchiamento della popolazione, l'allungarsi delle aspettative di vita, i meccanismi di calcolo e di concessione delle pensioni avevano iniziato a pesare sempre di più sull'ammontare della spesa pubblica.

In questa luce il sistema previdenziale obbligatorio pubblico si è rivelato non più sostenibile nel lungo periodo, rendendo necessarie negli ultimi venti anni una serie di riforme che ne hanno modificato radicalmente il funzionamento.

Alla concretezza di queste istanze, si accompagnavano poi alcune necessità non più eludibili: l'abolizione di alcuni privilegi e l'armonizzazione del meccanismo previdenziale Italiano sia rispetto all'Europa sia al suo interno, tentando di convergere verso una maggiore uniformità di trattamento tra dipendenti pubblici, privati e lavoratori autonomi.

A partire dal 1992 è stata varata tutta una serie di provvedimenti legislativi che ha portato ad una vera e propria rivoluzione del sistema previdenziale, articolata in tre tappe fondamentali: la riforma Amato nel '92, la riforma Dini nel '95, la riforma Maroni nel 2004. Si è sostanzialmente passati da un sistema interamente retributivo ad un sistema completamente contributivo. Con l'introduzione del sistema completamente contributivo si prevede una riduzione prospettica delle pensioni, anche se ultimi studi appena terminati sembrano rettificare questa ipotesi e le correzioni apportate alla fine 2011 vanno in tal senso.

In ogni caso, per evitare che i futuri pensionati siano più poveri, è stata effettuata parallelamente una profonda riforma della previdenza complementare. Si è voluto puntare sullo sviluppo della previdenza complementare stessa come strumento essenziale di tutela volto alla costruzione di una rendita complementare, in aggiunta alla rendita pensionistica pubblica, in modo da consentire ai lavoratori di avere durante il periodo del pensionamento un reddito che non sia eccessivamente inferiore a quello percepito durante la vita lavorativa.

Obiettivo del presente lavoro è analizzare il mercato delle rendite in Italia per valutarne lo sviluppo e identificare gli eventuali elementi che lo ostacolano e proporre spunti per il loro superamento.

Nella prima parte descriveremo le tipologie di rendita, i regimi previdenziali quale quello a prestazione definita e quello a contribuzione definita, la natura del

sistema previdenziale e in particolare integrativo e aggiuntivo e come il sistema della previdenza complementare si sia sviluppato in alcuni contesti nazionali. Analizzeremo quindi il mercato delle rendite prima dell'inizio delle riforme della previdenza di base e complementare in Italia.

La seconda parte è dedicata alla descrizione delle riforme della previdenza di base a partire dal 1992 per concludersi con gli ultime correttivi imposti dal Governo Monti e di quelle della previdenza complementare dal 1993 al 2007 anno in cui parte l'adesione al sistema con il conferimento del TFR attraverso il silenzio-assenso.

Nell'ultima parte completeremo l'analisi del mercato partendo dall'esperienza internazionale verificando quali sono i mercati più sviluppati per poi ritornare sul mercato domestico e valutare la reale consistenza del mercato. Segue una analisi della domanda e dell'offerta da cui si sviluppano alcune valutazioni su quali siano gli elementi realmente ostativi dello sviluppo e quali le ipotesi su cui lavorare al fine di sviluppare sia la domanda l'offerta di rendite vitalizie in Italia.

In particolare la rendita in tutti i sistemi, compreso quello italiano, ha dignità di prestazione principale rispetto a quella in capitale, proprio per la sua natura di strumento complementare, sussidiario, ulteriore alla pensione pubblica, la cui estrinsecazione è appunto il pagamento di un vitalizio.

Tuttavia, tale impianto concettuale che ritroviamo sia nelle politiche di Welfare che poi trasposto in norme e regolamenti anche a livello internazionale, si scontra con un atteggiamento di diffidenza nei confronti di questo strumento assicurativo. Atteggiamento che diventa sovente anche pregiudizio nei confronti della previdenza complementare, come ben evidenziato da alcune indagini campionarie sulle motivazioni dei lavoratori. Anche all'estero, laddove non intervenga un obbligo legislativo di trasformazione in rendita dei risparmi previdenziali, è osservabile un comportamento distratto dei lavoratori nei riguardi di tale opzione, benché diversi studi economici dimostrino, invece, che un comportamento razionale dovrebbe far propendere per un vitalizio (annuity market participation puzzle).

L'analisi affrontata con il seguente lavoro ha l'obiettivo di indagare il fenomeno del decumulo, sotto forma di rendita, del montante previdenziale integrativo, cercando di fotografare la situazione corrente per quindi prospettare scenari di futuribile sviluppo. Non ultimo inoltre, sono presi in considerazione alcuni recenti sviluppi normativi di emanazione europea rivolte al settore assicurativo e proposte di nuove direttive in materia di previdenza complementare, che seppur non ancora efficaci al momento della stesura del presente lavoro, avranno senza dubbio effetti diretti anche nella costruzione e nell'offerta di rendite previdenziali.

1 La situazione italiana e l'esperienza inglese e tedesca: un quadro di sintesi prima dell'epoca delle riforme previdenziali

1.1 Il sistema pensionistico complementare

L'organizzazione e lo sviluppo del sistema pensionistico complementare è fortemente interconnesso con il sistema di welfare e da ciò dipende lo sviluppo dei fondi pensione e del mercato assicurativo, ma anche il loro funzionamento, i prodotti offerti, la tipologia degli impegni assunti.

In funzione del rapporto con il sistema di previdenza di base, i fondi pensione possono essere di tre tipologie: fondi esonerativi, aggiuntivi o integrativi¹. I fondi esonerativi si sostituiscono completamente al sistema pubblico e di norma si possono trovare solo per alcune categorie di lavoratori per i quali non è previsto un sistema obbligatorio di base. I fondi aggiuntivi non hanno di fatto alcuna relazione con il sistema di base e non hanno quindi alcuna correlazione con il reddito pensionistico generato dal sistema pubblico. I fondi integrativi hanno invece la prerogativa di integrare la previdenza di base al fine di garantire un reddito complessivo durante il periodo di quiescenza in linea con la retribuzione da lavoro percepita precedentemente.

In funzione delle modalità di contribuzione i fondi possono essere distinti in fondi contributivi e non contributivi. Nel primo caso i contributi versati durante la fase di accumulo hanno due fonti il datore di lavoro e il lavoratore ed hanno il vantaggio di sensibilizzare il lavoratore alla previdenza complementare e favorirlo per il tramite del contributo datoriale ad aderire alla previdenza complementare. I fondi non contributivi prevedono invece versamenti in capo alla sola azienda, tale sistema elimina completamente il rischio di bassa adesione che riscontriamo in tanti Paesi.

In funzione delle modalità di funzionamento i fondi pensione si possono distinguere in: fondi a ripartizione e a capitalizzazione, classificati quindi in base al meccanismo mediante il quale viene stabilito l'equilibrio attuariale. Il sistema a ripartizione trova il suo equilibrio all'interno del singolo anno pareggiando le entrate derivanti da contribuzione con le uscite derivanti dal pagamento delle prestazioni siano esse in capitale o in rendita. Ovviamente la sostenibilità di un siffatto meccanismo dipende dall'ampiezza degli aderenti e da una dinamica

¹ vedi Pisani R., I fondi pensione aziendali, tipologie e gestione finanziaria, Egea, 1992.

demografica positiva. I fondi a capitalizzazione sono caratterizzati da un sistema che tiene conto dell'equilibrio della singola posizione contributiva e quindi la prestazione dipende dal montante accumulato dal singolo aderente e trasformato poi in rendita o liquidato in capitale. Tale sistema prevede che alla definizione del montante contribuiscano non solo i contributi versati ma anche la gestione finanziaria dell'attivo.

In funzione degli impegni assunti i fondi pensione si definiscono a contribuzione definita (DB – Defined Benefit) o a prestazione definita (DC – Defined Contribution). Nei sistemi a prestazione definita la rendita a cui si avrà diritto ad una certa data è definita a priori mentre sono i contributi versati in fase di accumulo che variano. Le contribuzioni sono definite tenendo conto di due variabili: il tasso previsto di rendimento degli attivi e la probabilità di sopravvivenza dell'iscritto ovvero la probabilità che arrivi il momento dell'erogazione della prestazione. Ne segue che in funzione dell'andamento di dette variabili, posta la immutabilità della prestazione, è l'ammontare della contribuzione periodica che si modifica al fine di porre in equilibrio il sistema. Le prestazioni erogate possono avere differenti modalità di calcolo: uguali per tutti gli aderenti, una percentuale fissa delle retribuzioni calcolate anno per anno, una percentuale fissa delle ultime retribuzioni. Certo è che tale sistema è quello che meglio copre il lavoratore dalle due tipologie principali di rischio quello biometrico e quello finanziario, trasferendole in capo al fondo. Il fondo deve quindi dotarsi di strumenti di analisi e di controllo che gli permettano il monitoraggio costante delle variabili finanziarie e biometriche in modo da poter adeguare i calcoli relativi ai flussi contributivi a carico del lavoratore e/o dell'azienda sponsor. Tale sistema presenta una particolare criticità nel caso in cui l'età pensionabile venga modificata, come nel caso dei prepensionamenti, o qualora ci siano delle sensibili modifiche alla contribuzione con la conseguente difficoltà da parte di lavoratori a reddito fisso e di aziende con tensioni finanziarie di farvi fronte, causando casi di underfunding.

Il sistema a contribuzione definita prevede che il contributo versato nella fase di accumulo sia fisso e variabile sia il montante finale che verrà poi trasformato in rendita o erogato sotto forma di capitale. Il montante varierà in funzione del rendimento dell'attività di investimento dei contributi cumulato negli anni, l'aderente si assume quindi interamente il rischio finanziario nella fase di accumulo. La prestazione dipenderà quindi dal montante accumulato e dal coefficiente di conversione in rendita qualora la prestazione sia sottoforma di rendita vitalizia.

L'ammontare della contribuzione risulta, pertanto, determinato ex-ante mentre la misura della prestazione è incerta e soggetta all'andamento di numerosi fattori che influiscono sulla determinazione del risultato finale. Proprio per tali ragioni risulta utile fornire ai potenziali aderenti alle forme di previdenza complementare

una misura orientativa dell'ammontare e dell'adeguatezza della prestazione pensionistica che essi potranno ricevere a scadenza².

Convenzionalmente viene utilizzato a tale fine il c.d. tasso di sostituzione che rapporta l'ammontare della prestazione erogata, al momento del pensionamento, con l'ultimo stipendio percepito al lavoratore, prima del pensionamento. Il tasso di sostituzione indica quindi quale sarà, in prospettiva, il reddito previdenziale che il lavoratore potrà ricevere al momento del pensionamento.

In linea di principio, il valore del tasso di sostituzione assicurato da una forma pensionistica dipende fondamentalmente dall'ammontare della pensione erogata e dall'ultima retribuzione che l'aderente potrebbe percepire in prossimità del momento del pensionamento. In particolare, sono sei le variabili che possono essere considerate al fine di determinare il valore del tasso di sostituzione:

- l'ammontare totale dei contributi versati (contributo del datore di lavoro e del lavoratore) alla forma pensionistica alla quale si aderisce;
- la durata di partecipazione al piano pensionistico, strettamente collegata all'età dell'aderente e all'anzianità lavorativa;
- i rendimenti realizzati dalla forma pensionistica nel corso degli anni;
- i costi sostenuti dall'aderente direttamente e indirettamente nella fase di accumulazione e di erogazione;
- il coefficiente di conversione applicato al montante accumulato per determinare la rendita pensionistica da corrispondere all'aderente;
- il livello dell'ultimo stipendio percepito prima del pensionamento.

In modo schematico si può affermare che tanto maggiori sono i valori delle prime tre componenti (contributi, anni di partecipazione e rendimenti) tanto più elevato sarà il montante accumulato e il tasso di sostituzione realizzato. Viceversa, più alti sono i valori delle restanti componenti (costi, coefficiente di conversione e stipendio) minore è il tasso di sostituzione raggiungibile alla fine della vita lavorativa.

I costi sostenuti direttamente o indirettamente dall'aderente riducono, naturalmente, nella fase di accumulazione, il montante accumulato e, nella fase di erogazione, le pensioni pagate. L'incidenza dei costi sul risultato finale è strettamente connessa con la tipologia della forma pensionistica sottoscritta e con la durata della partecipazione. In generale, si osserva che all'aumentare degli anni di permanenza si riduce il peso dei costi sul montante accumulato dall'aderente.

² Vedi Marinelli N., (2012), I fondi pensione in Italia, Franco Angeli.

Particolarmente rilevanti sono anche i risultati finanziari realizzati dalle forme pensionistiche: più elevati sono i rendimenti e più lungo è il periodo di partecipazione, maggiori sono gli interessi e gli interessi sugli interessi che si realizzano per via del processo di capitalizzazione, rendendo il montante accumulato più consistente. Al riguardo si osserva che i rendimenti ottenuti nei primi anni di partecipazione sono particolarmente importanti proprio perché incidono maggiormente sul patrimonio accumulato per via del citato meccanismo di capitalizzazione. I risultati ottenuti sono poi influenzati da due componenti, dall'extra rendimento realizzato dagli operatori specializzati che gestiscono le attività dei fondi pensione e, in misura maggiore, dall'allocazione dei portafogli previdenziali che si stima possa determinare il 95 per cento del risultato finale.

Per quanto riguarda invece il coefficiente di trasformazione, cioè il coefficiente utilizzato per la conversione del capitale maturato nella prestazione pensionistica, il suo valore dipende dalle basi demografiche adottate, cioè dalle ipotesi elaborate in tema di sopravvivenza della popolazione di riferimento e dal tasso tecnico utilizzato per il calcolo. Le basi demografiche adottate per l'elaborazione rappresentano un fattore che, a parità di altre condizioni, può incidere in misura considerevole sull'importo della rendita vitalizia.

Infine, occorre ricordare che anche il livello di retribuzione utilizzato nel calcolo, strettamente collegato all'ipotesi di profilo di carriera adottata, influisce sulla determinazione del tasso di sostituzione. Infatti, nel caso di crescita della retribuzione non uniforme nel tempo (maggiori miglioramenti negli ultimi anni o nei primi anni di attività lavorativa) si realizza un tasso di sostituzione inferiore a quello ottenuto considerando ipotesi di evoluzione della retribuzione per valori uniformemente distribuiti nel tempo. In altre parole, si verifica, che a parità di altre condizioni, i lavoratori con carriere professionali più brillanti dovrebbero realizzare livelli di copertura inferiori rispetto a quelli ottenuti da coloro che hanno una minore progressione salariale.

Al fine della nostra analisi è opportuno inoltre evidenziare che vi sono diversi concetti di tasso di sostituzione adottabili in relazione all'obiettivo dell'analisi, a seconda che si guardi alla valutazione del grado di copertura del sistema della previdenza complementare valutato prendendo a riferimento un aderente-tipo, ovvero che si voglia verificare la probabile copertura assicurata ai singoli aderenti derivante dalla sottoscrizione di un determinato piano previdenziale e dalle personali condizioni dell'aderente stesso.

Un secondo profilo riguarda poi l'opportunità di considerare la fiscalità. Infatti, la determinazione del tasso di sostituzione al lordo della tassazione consente di evidenziare essenzialmente le differenze legate alle diverse modalità di calcolo della pensione in un'ottica temporale e spaziale, mentre il tasso di sostituzione

calcolato al netto della fiscalità costituisce un indicatore più idoneo a valutare la modificazione del reddito disponibile del soggetto a seguito del pensionamento.

Per apprezzare il grado di copertura garantito dalla previdenza obbligatoria e da quella complementare nonché gli effetti potenziali prodotti dalle riforme pensionistiche anche in una prospettiva di comparazione fra i diversi Paesi, è stata concordata a livello europeo, nell'ambito del Sottogruppo sugli indicatori costituito presso il Comitato di Protezione Sociale, una metodologia comune di calcolo del tasso di sostituzione. La stessa metodologia è stata adottata dai singoli Paesi nella predisposizione del "Rapporto di strategia nazionale per i futuri sistemi pensionistici" previsto in sede europea nell'ambito della procedura aperta di coordinamento in materia delle pensioni.

Nello scenario base, ipotizzato dalla Ragioneria generale³, si fa riferimento ad una figura-tipo di lavoratore dipendente privato con 63 anni di età e con, al massimo, 35 anni di contributi; a tal riguardo, le simulazioni evidenziano che il tasso di sostituzione della previdenza complementare si attesta, per periodi completi di contribuzione (ovvero a partire dal 2040), al 12 per cento dell'ultima retribuzione. All'aumentare del numero di anni contributivi il tasso di sostituzione si incrementa, perché il montante destinato ad essere trasformato in rendita aumenta sia a causa dei nuovi versamenti contributivi sia per effetto dei rendimenti, che negli ultimi anni di partecipazione, riferendosi all'intero ammontare accumulato fino a quel momento, hanno un peso particolarmente rilevante. Le simulazioni mostrano che contribuendo alla previdenza complementare per 40 anni è possibile incrementare il tasso di sostituzione realizzato di quasi 2 punti percentuali.

Anche la scelta di posticipare l'età del pensionamento influenza positivamente il tasso di sostituzione, pure se considerata a parità del numero di anni di contribuzione, in quanto, diminuendo il numero di anni di vita attesa residua, migliora il coefficiente di trasformazione in rendita. Particolare significatività assume poi per il singolo aderente il calcolo del tasso di sostituzione effettuato sulla base delle specifiche caratteristiche personali dell'aderente stesso.

Infine, alcune considerazioni sul tipo di prestazioni poste in essere dai sistemi di previdenza complementare. In generale, alla data del pensionamento l'aderente può optare, sotto certe condizioni, per la trasformazione del montante in rendita vitalizia o eventualmente richiedere l'erogazione in capitale. La previdenza complementare nasce con l'obiettivo di assicurare un reddito aggiuntivo rispetto alla pensione di base durante il periodo di quiescenza, ne segue che le varie norme di settore, anche a livello internazionale, considerano la prestazione in

³ Vedi "Le tendenze di medio e lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario", pubblicato dalla Ragioneria dello Stato nel dicembre 2006.

rendita come modalità principale rispetto all'erogazione di capitale che viene ritenuta la modalità residuale. Infatti, solo qualora il montante accumulato non sia sufficiente a consentire l'erogazione di una rendita vitalizia, è prevista in genere l'erogazione in capitale.

Le prestazioni erogate dalla previdenza complementare sono in via generale di tipo previdenziale, ma possono prevedere delle prestazioni assistenziali. Nel primo caso ci si riferisce alla prestazione in capitale o in rendita che ha natura reddituale aggiuntiva rispetto alla previdenza di base, mentre le prestazioni assistenziali hanno luogo al determinarsi di determinati eventi quale la morte dell'aderente ovvero in caso di malattia o di invalidità e danno origine a delle prestazioni aggiuntive⁴.

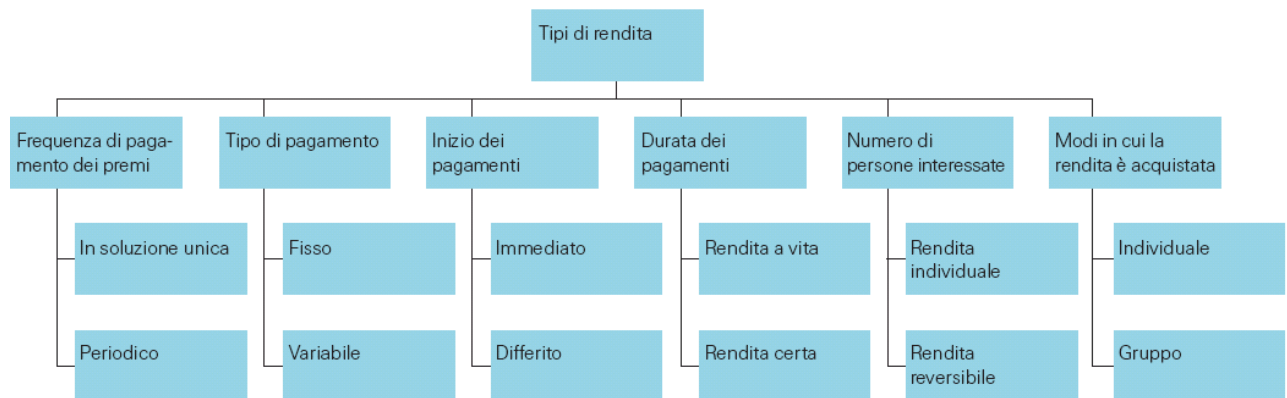
Infine, le prestazioni previdenziali possono prevedere o meno un rendimento garantito minimo. Tale garanzia ha come obiettivo minimale quello della restituzione del capitale versato, al quale si può aggiungere una rivalutazione commisurata all'indice dei prezzi al consumo, al fine mantenere nel tempo almeno il potere d'acquisto, oppure un rendimento minimo garantito al momento dell'adesione alla forma pensionistica prescelta.

1.2 Le caratteristiche delle rendite

Una rendita fornisce pagamenti periodici a fronte di fondi accumulati negli anni antecedenti alla sua erogazione o attraverso il pagamento di un premio unico. Le rendite vitalizie hanno come obiettivo principale quello di integrare il reddito da pensione di una persona durante il periodo di quiescenza e marginale dovrebbe essere la sua connotazione di prodotto finalizzato al risparmio finanziario. In molti paesi la fase di accumulo è separata dalla fase di erogazione e spesso i gestori delle due fasi sono soggetti diversi. In Italia solo alcuni fondi preesistenti e i fondi aperti di emanazione assicurativa erogano direttamente la prestazione pensionistica, gli altri erogano le rendite tramite rapporti convenzionali con le imprese di assicurazione, in questo caso il tipo di rendita è a premio unico. Inoltre, in molti mercati vi sono prodotti di rendita che permettono in tutto o in parte la liquidazione del montante in capitale. In Italia siffatta opzione è regolamentata al fine di incentivare l'erogazione della rendita e di limitare il ricorso alla liquidazione in capitale. Ed è proprio la regolamentazione che di fatto a livello internazionale spinge e sostiene l'opzione rendita in quanto riconosce la necessità di creare un reddito pensionistico aggiuntivo. Le rendite di contraddistinguono quindi rispetto ad altri prodotti per la loro natura di protezione contro i rischi biometrici ed in particolare quello di longevità. Accanto

⁴ Come vedremo più avanti si tratta in genere di opzioni quali reversibilità, Long Term Care, controassicurazione.

a queste garanzie i prodotti possono offrire alcune aggiuntive quali la protezione dell'andamento finanziario del mercato attraverso i rendimenti minimi garantiti e la possibilità di rendere beneficiari gli eredi.



Fonte: Swiss Re Economic Research & Consulting

Un'altra differenza sostanziale la riscontriamo fra rendita immediata e rendita differita ovvero nella continuità nella gestione fra periodo di accumulo e periodo di decumulo oppure l'indipendenza delle due gestioni. Negli Stati Uniti è molto più significativa la vendita di rendite differite mentre nel Regno Unito molto diffuse sono le rendite immediate, in quanto come in Italia è prevista l'obbligatorietà di trasformazione in rendita dei fondi pensione⁵.

A seconda di elementi contrattuali le rendite possono essere classificate come segue:

- La frequenza del pagamento del premio: ovvero premio unico o con pagamento periodico fisso o variabile.
- Il tipo di pagamento: il pagamento può essere fisso, quindi definito al momento della sottoscrizione del contratto, o variabile e definito quindi di volta in volta in funzione di alcune variabili, quali: l'inflazione, la performance di un portafoglio, un reddito minimo garantito, un rendimento minimo garantito,...
- L'inizio dei pagamenti: la rendita immediata corrisposta in caso di pagamento di un premio unico, è caratterizzata da un flusso di pagamenti che inizia al momento della sottoscrizione del contratto. La rendita differita dove la fase di decumulo inizia al raggiungimento per esempio dell'età pensionabile, mentre la fase di accumulo avviene attraverso un pagamento periodico fisso o variabile.

⁵ vedi Sigma, Prodotti di rendita: una soluzione privata del rischio di longevità, Swiss Re, n 3/2007.

- La durata dei pagamenti: è l'elemento più importante relativamente all'assunzione del rischio di longevità; la rendita a vita in cui i versamenti continuano fintanto che il beneficiario della rendita è in vita, la rendita certa in cui i pagamenti durano fino ad una specifica data, la rendita temporanea in cui i pagamenti vengono effettuati fino a che il beneficiario è in vita e comunque non oltre una certa data, rendita garantita a partire da una certa data e fintanto che il beneficiario è in vita.
- Il numero di persone interessate: dove il beneficiario unico è il sottoscrittore o dove beneficiari sono anche gli eredi o altra persona indicata nel contratto (rendita reversibile).
- Il modo in cui la rendita è acquistata: l'adesione può essere individuale o di gruppo e in genere per il tramite del datore di lavoro. Nel caso di adesione collettiva i versamenti sono effettuati dal datore di lavoro e spesso vi è la partecipazione anche del dipendente.

1.3 La previdenza complementare nel Regno Unito e in Germania

Al fine di promuovere un raffronto internazionale analizzeremo le caratteristiche di due sistemi previdenziali quello del Regno Unito e quello tedesco: il primo rappresenta il sistema più sviluppato a livello internazionale e il secondo il sistema più simile al contesto italiano in termini di invecchiamento della popolazione e soggetto nell'ultimo decennio a importanti riforme al pari dell'Italia.

Entrambi i sistemi come quello italiano si basano su tre pilastri: previdenza pubblica, previdenza complementare ad adesione collettiva, previdenza complementare ad adesione individuale.

1.3.1 Il caso del Regno Unito

La previdenza pubblica provvede all'erogazione di una pensione di base e di una pensione aggiuntiva finanziate entrambe secondo il criterio della ripartizione e gestiti dallo Stato. La pensione di base è minima, obbligatoria e uguale per tutti i lavoratori sia dipendenti che autonomi ed è completamente indipendente dal reddito percepito e dai contributi versati con una finalità spiccatamente redistributiva. L'età pensionabile è pari a 65 anni per gli uomini e 60 anni per le donne. La pensione aggiuntiva, sempre di natura pubblica, è invece correlata con la retribuzione ed è obbligatoria per coloro che non aderiscono ad un regime di previdenza integrativa e che superano una soglia di reddito minimo; è rivolta solo ai lavoratori dipendenti e ne sono quindi esclusi gli autonomi e la

contribuzione è a carico sia del lavoratore che dell'azienda. La pensione aggiuntiva può essere quindi sostituita con uno strumento previdenziale privato sia di secondo che di terzo pilastro.

Le forme pensionistiche complementari operanti nel sistema inglese sono di due tipologie: gli schemi pensionistici aziendali e gli schemi pensionistici individuali e si sono particolarmente sviluppati a causa della bassa previdenza pubblica⁶. Gli schemi pensionistici aziendali sono organizzati in forma di trust direttamente dai datori di lavoro e possono avere natura sostitutiva o aggiuntiva rispetto alla pensione pubblica aggiuntiva. Gli schemi pensionistici ad adesione individuale sono invece gestiti da istituzioni finanziarie quali imprese di assicurazione e banche, vi possono aderire tutte le tipologie di lavoratori sia dipendenti che autonomi ma anche coloro che non percepiscono alcun reddito. Tale forma previdenziale può essere sottoscritta in alternativa sia della previdenza pubblica aggiuntiva che dei fondi aziendali. L'onere contributivo è di norma a carico dell'aderente, ma anche il datore di lavoro può comunque contribuire alla fase di accumulo.

I piani pensionistici sono di norma a capitalizzazione e possono operare sia in regime di contribuzione definita che di prestazione definita, nel qual caso l'ammontare della prestazione è definito al momento della sottoscrizione attraverso un calcolo che tiene conto della retribuzione. Dal 1995 in poi il sistema inglese prevede una verifica della solvibilità, che se non viene garantita comporta l'attuazione di un programma di revisione e recupero dei fondi mancanti. In particolare, la contribuzione a carico del datore di lavoro è obbligatoria e viene aggiornata periodicamente in base ai bilanci attuariali

Le prestazioni erogate dal sistema previdenziale complementare sono generalmente previste al raggiungimento dell'età pensionabile e prevedono l'erogazione in capitale o in rendita.

1.3.2 Il sistema previdenziale tedesco

Il sistema di previdenza pubblica è finanziato attraverso contributivi datoriali e dei lavoratori e si basa su un sistema redistributivo. Il sistema pensionistico varia a seconda della categoria dei lavoratori e dei settori produttivi e non è obbligatorio per i lavoratori autonomi che tuttavia hanno facoltà di iscriversi alla gestione pubblica. L'età pensionabile è pari a 65 anni, ma con una previsione di progressivo aumento a partire dal 2012 fino al raggiungimento dei 67 anni. Tale

⁶ Vedi: Blake D., The UK pension system: key issues, The Pensions Institute, Birkbeck College, University of London, 2003.

modifica si è resa necessaria per poter far fronte alla promessa previdenziale che ha subito negli ultimi decenni un ridimensionamento dovuto da un lato all'invecchiamento complessivo della popolazione e dall'altro ai costi derivanti dall'unificazione con la Germania dell'Est che ha comportato un'integrazione dei sistemi previdenziali pubblici⁷.

Ma tali condizioni hanno favorito lo sviluppo della previdenza complementare al fine di integrare il tasso di sostituzione del reddito da lavoro. Il sistema di previdenza complementare si sostanzia anche in Germania in due pilastri: uno di livello aziendale l'altro basato sull'iniziativa individuale⁸.

La previdenza collettiva aziendale si struttura in cinque diverse tipologie: la promessa diretta, i fondi di assistenza, le casse previdenziali, le assicurazioni dirette ed i fondi pensione. La promessa diretta è un obbligo assunto dall'azienda nei confronti dei propri dipendenti e si sostanzia in una passività a carico del bilancio aziendale. Il diritto alla prestazione si raggiunge al momento del pensionamento e la prestazione è commisurata alla retribuzione o agli anni lavorativi. I fondi di assistenza si differenziano dalla promessa diretta in quanto dotati di personalità giuridica autonoma rispetto all'azienda sponsor ma il funzionamento è simile. In entrambi i casi non sono previsti contributi da parte del lavoratore⁹.

Le casse previdenziali sono invece assimilate alle imprese di assicurazione, sono sottoposte a vigilanza, sono indipendenti dalle aziende ed hanno natura settoriale. Prevedono la contribuzione a carico sia del datore di lavoro che del lavoratore e operano in regime sia di prestazione definita che di contribuzione definita. L'assicurazione diretta consiste nella sottoscrizione da parte dell'impresa sponsor di un contratto assicurativo di tipo collettivo a favore dei propri lavoratori e prevedono un regime a contribuzione definita. La previdenza complementare collettiva prevede la possibilità di erogare la prestazione sia sottoforma di rendita che di capitale.

I fondi pensione sono prevalentemente costituiti da banche o imprese di assicurazione e prevedono la contribuzione da parte dell'aderente di un minimo definito nella misura del 4% del reddito lordo, mentre non è previsto alcun obbligo da parte del datore di lavoro. Possono operare in regime sia di contribuzione definita che di prestazione definita e prevedono il diritto alla prestazione al momento del pensionamento. La prestazione deve essere obbligatoriamente erogata sottoforma di rendita vitalizia erogata da un'impresa assicuratrice cui va versato il montante sottoforma di premio unico al momento del raggiungimento della quiescenza.

⁷ Vedi OCSE, Private pensions. Outlook 2008, 2009.

⁸ Vedi Börsch-Supan A., Wilke C. B., (2004), Reforming the German Public Pension System, Working Paper.

⁹ Vedi Finanzplatz, Pensionsystem, 1998

Il terzo pilastro è rappresentato da adesioni individuali attraverso la sottoscrizione di polizze vita.

1.4 Lo sviluppo del mercato delle rendite prima delle riforme previdenziali

Non esistono dati statistici sul mercato delle rendite in Italia risalenti a prima del 1997 quando la Covip inizia a raccogliere i primi dati sui fondi preesistenti. La motivazione di questa lacuna è data dal fatto che obiettivamente il mercato delle rendite vitalizie era esiguo e la previdenza complementare non era ancora stata istituzionalizzata in Italia. Anche le competenze in materia di vigilanza si sono modificate negli anni e solo a partire dal 2005 sono state unificate tutte le attività sotto la COVIP.

Il mercato fino al 1993 era caratterizzato da due tipologie di gestori del risparmio previdenziale le imprese di assicurazione e i fondi pensione interni alla banche, alle assicurazioni o a qualche gruppo di matrice multinazionale¹⁰. I prodotti offerti avevano natura e finalità molto diverse: i primi erano polizze assicurative che avevano come fine la gestione del risparmio finanziario più che previdenziale; i secondi avevano natura di benefit ed erano considerati parti integranti della remunerazione del lavoro. Le motivazioni dell'aderente a queste due forme erano di fatto molto differenti, soprattutto se consideriamo che l'adesione ai fondi aziendali era praticamente obbligatoria. La trasformazione del montante in rendita avveniva di norma per i fondi aziendali ma la causa non era dovuta ad una specifica scelta del lavoratore, ma spesso ad una previsione regolamentare del fondo¹¹.

E' solo a partire dal 1997, hanno in cui inizia l'operatività della Covip, che parte l'attività di vigilanza dei fondi pensione aziendali ma solo quelli aventi propria personalità giuridica. Rimangono in capo alla Banca d'Italia la vigilanza sui fondi interni bancari poiché rappresentati in sostanza da poste di bilancio dell'impresa bancaria, e rimangono sotto la vigilanza dell'Isvap le polizze vita e i fondi interni delle imprese assicurative. È solo dal 2005 che anche tali competenze passano alla Covip a seguito dell'entrata in vigore dei regolamenti attuativi della Legge Delega in materia di previdenza complementare.

¹⁰ Vedi Porta A. (a cura di), (1993), Fondi pensione e mercati finanziari. Le esperienze internazionali e le prospettive per l'Italia, Egea, Milano.

¹¹ Vedi Gabrielli G., Lanzoni P., (1994), Le prospettive di sviluppo dei fondi pensione in Italia, Egea, Milano.

Le fonti che abbiamo utilizzato per stimare il numero delle rendite in fase di erogazione sono: l'Ania relativamente alle polizze vita, i bilanci dei maggiori fondi pensione aziendali e la prima relazione della Covip in cui sono evidenziati alcuni dati sui cd fondi preesistenti¹².

Nel 1996 la Covip censisce i fondi preesistenti¹³ che risultano essere 774 di cui 609 appartengono all'area di competenza della Commissione, mentre 165 sono le forme pensionistiche interne a banche e a compagnie di assicurazione, pertanto di competenza delle rispettive autorità di settore sotto il profilo della vigilanza. Dei fondi aventi propria personalità giuridica, circa l'80 per cento è classificabile come operante in regime di contribuzione definita, mentre il restante 20 per cento opera in regime di prestazioni definite, per circa la metà aggiuntivo del regime di base e per la restante metà integrativo dello stesso regime.

Gli iscritti sono 595mila e la distribuzione dei fondi preesistenti in base al numero degli iscritti mostra una grande numerosità di fondi di dimensioni molto modeste: al di sotto dei 100 iscritti attivi si collocano quasi la metà dei fondi, mentre sono 14 i fondi con più di diecimila iscritti attivi. Al crescere delle dimensioni aumenta la percentuale dei fondi a prestazione definita: tra i fondi con un numero di iscritti superiore a diecimila, essi rappresentano la metà del totale. Solo l'8 per cento del totale dei fondi è riferibile ad imprese che operano in un settore diverso da quello bancario ed assicurativo. Va sottolineata la scelta che i fondi fanno in termini di asset allocation: l'investimento in polizze assicurative a rendita differita risulta il modello d'impiego prevalente, mentre le altre forme di investimento sono obbligazioni, che rappresentano più della metà, pressoché trascurabile la quota delle azioni, significativa la quota di investimenti in immobili. Gli iscritti attivi ci danno una indicazione sulla dimensione del fenomeno e ci indicato la dimensione del mercato potenziale delle rendite nei prossimi anni.

Ma per verificare il numero delle rendite erogate in quegli anni dobbiamo analizzare i bilanci interni dei fondi pensione per individuare il numero degli iscritti alla sezione pensionati. In tale sezione sono ricompresi sia coloro che percepiscono una pensione complementare diretta che coloro che la ricevono in virtù della reversibilità. Il fondo Unicredit aveva nel 1993 un totale iscritti alla sezione pensionati pari a 7.008¹⁴ a cui vanno aggiunti quelli degli altri maggiori fondi esistenti negli anni Novanta quali ad esempio Cariplo, Bnl, Comit, Banca Intesa,... arrivando ad una stima di circa 40.000 rendite erogate a cui si aggiungono circa 10.000 contratti assicurativi convertiti in rendita, prima della riforma del '93.

¹² I fondi aziendali istituiti prima del 1993 sono stati denominati fondi preesistenti dalla normativa risalente.

¹³ vedi Covip, Relazione annuale 1999, 2000.

¹⁴ Vedi Fondo Unicredit, andamento demografico del fondo, www.funicredit.eu.

I fondi pensione preesistenti erogavano le rendite in forma diretta e non per il tramite di una convenzione con l'impresa assicurativa e il sistema era prevalentemente a prestazione definita. Quindi il rischio sia finanziario che biometrico era a carico del fondo e non veniva trasferito sull'aderente. In quest'ottica è facile comprendere le ragioni di una asset allocation come sopra descritta, tuttavia va sottolineato che la prestazione in rendita era di fatto garantita dall'impresa sponsor e che il sistema reggeva in quanto la componente degli iscritti attivi era largamente superiore alle rendite erogate. Il sistema va tuttavia in crisi alla fine degli anni'90.

Nel 2000 sono quasi 110.000 le rendite erogate in forma diretta ed indiretta dai 620 fondi preesistenti vigilati dalla Covip (pari al 70% del totale dei fondi preesistenti) mentre il numero degli iscritti attivi sono 580 mila: i contributi versati nell'anno dagli attivi sono 3.532 miliardi di lire e le prestazioni in capitale e in rendita sono 2.679 miliardi. (nota: vedi Covip Relazione annuale 2000, da cui ci evine che i fondi vigilati da BI e Isvap sono 174).

Fondi pensione preesistenti. Dati di sintesi.⁽¹⁾

(consistenze di fine periodo per iscritti e pensionati; flussi annui per contributi e prestazioni; importi in miliardi di lire)

	1999	2000
Numero di fondi	417	417
Iscritti ⁽²⁾	573.256	579.600
Pensionati diretti	79.522	80.920
Pensionati indiretti	27.637	27.894
Contributi	3.310	3.532
Prestazioni	2.830	2.679
<i>in rendita</i>	1.124	1.170
<i>in capitale</i>	1.706	1.509
Risorse complessivamente destinate alle prestazioni	38.452	40.788
<i>di cui riserve matematiche presso compagnie di assicurazione</i>	9.993	11.244
<i>Per memoria (milioni di lire):</i>		
Contributi per iscritto attivo	6,4	6,7
Prestazioni per pensionato	10,7	10,8
Risorse destinate alle prestazioni per iscritto / pensionato	56,5	59,2

⁽¹⁾ Fondi pensione preesistenti la cui vigilanza è affidata alla COVIP. I dati riferiti al totale dei fondi sono stimati sulla base delle informazioni relative a 337 dei 417 fondi iscritti all'albo al 31.12.2000, tenendo conto di precedenti rilevazioni.

⁽²⁾ Attivi e iscritti che non versano e non ricevono prestazioni (indicati anche come differiti o sospesi).

I fondi pensione preesistenti si dividevano in tre tipologie rispetto al tipo di regime: quelli a prestazione definita, quelli a contribuzione definita e quelli a regime misto. Nel 2000 oltre il 70% degli iscritti ai fondi godeva di un regime a contribuzione definita, mentre il restante 30% era in regime a prestazione

definita o misto. Diversa la situazione di coloro iscritti nella sezione pensionati dove le proporzioni si invertono: oltre il 70% gode di un regime a prestazione definita o mista e solo il 27% è a regime di prestazione definita.

A dimostrazione del fatto che i regimi a prestazioni definita e mista erano prevalentemente a carico del datore di lavoro, vanno considerati i dati riportati nella tabella precedente dove in tal caso la quasi totalità della contribuzione è di origine datoriale, mentre nel caso della contribuzione definita quasi il 50% della contribuzione viene dalla retribuzione, il 33% dalla parte datoriale e il rimanente dal TFR. Relativamente poi alla tipologia di prestazione, in rendita o di capitale, va ancora evidenziato che nel caso di regime a contribuzione definita solo il 17% dei flussi annui per prestazione si trasforma in rendita in rendita, nel caso invece del regime a prestazione definita la percentuale del flusso in rendita sale all'89%.

Fondi pensione preesistenti. Iscritti, contribuiti, pensionati e prestazioni per tipologia di fondo.

(anno 2000; consistenze di fine periodo per iscritti e pensionati; flussi annui per contribuiti e prestazioni; importi in miliardi di lire)

	Tipologia di fondo			Totale
	Contribuzione definita	Prestazione definita	Forme miste	
Iscritti ⁽¹⁾	409.930	83.160	86.510	579.600
Contributi	2.628	427	477	3.532
<i>a carico del datore di lavoro</i>	1.253	356	301	1.910
<i>a carico del lavoratore</i>	882	71	102	1.055
<i>TFR</i>	493	0	74	567
Pensionati diretti	21.838	29.043	30.039	80.920
Pensionati indiretti	7.904	9.257	10.733	27.894
Prestazioni	1.593	609	477	2.679
<i>in rendita</i>	277	545	348	1.170
<i>in capitale</i> ⁽²⁾	1.316	64	129	1.509

⁽¹⁾ Attivi e iscritti che non versano e non ricevono prestazioni (indicati anche come differiti o sospesi).

⁽²⁾ Comprendono i riscatti.

Ma va evidenziato ancora che sempre nell'anno di riferimento i flussi in entrata da contribuzione per le forme a contribuzione definita ammontano a 2.628 miliardi di lire e coprono ampiamente i flussi quelli in uscita per prestazioni (pari a 1.593 miliardi di lire), completamente diversa è la situazione per il regime a prestazione definita dove i flussi in entrata pari a 427 miliardi di lire non sono sufficienti a coprire i flussi in uscita pari a 609 miliardi. Certo l'analisi per flussi

cassa non può ritenersi una misura sufficiente per valutare la solidità di un fondo pensione ma rappresenta un segnale di difficoltà che non va sottovalutato soprattutto se gli attivi dei fondi preesistenti a regime di prestazione definita sono in parte considerevole investiti in immobili e quindi con relativa difficoltà a produrre cassa. A questa difficoltà si aggiunge che in questi anni numerosi sono i prepensionamenti e gli esodi incentivati da parte delle aziende bancarie che vanno a pesare ulteriormente sui bilanci dei fondi sotto il regime della prestazione definita: minori apporti contributivi e maggiori anni di prestazione definita diventano un onere difficilmente gestibile.

Numerose sono quindi le operazioni di ristrutturazione che interessano soprattutto i fondi di maggiori dimensioni impegnati a traghettare il sistema da contribuzione definita a prestazione definita. Le trasformazioni riguardano COMIT, Banco di Roma, Cariplo cui si aggiunge attività di concentrazione di fondi di minori dimensioni. Il risultato dopo qualche anno sarà il definitivo abbandono del regime a prestazione definita per coloro iscritti nella sezione attivi e l'incentivo per coloro iscritti alla sezione pensionati a liquidare in forma di capitale o di "zainetto" la propria posizione pensionistica¹⁵.

Ma il passaggio definitivo al regime a contribuzione definita porta con sé l'obiettivo difficoltà nello sviluppare un mercato delle rendite e con esso a dare una reale risposta alle necessità di reddito aggiuntivo per affrontare la vecchiaia in un sistema dove anche la previdenza di base passando gradualmente ma definitivamente ad un sistema contributivo abbassa i coefficienti di trasformazione e quindi i livelli di reddito da pensione senza che a questo si aggiunga una rendita complementare in grado di mantenere inalterato il coefficiente di trasformazione che tutti auspicano essere pari all'80%.

¹⁵ Lo zainetto è la somma di quanto è stato versato al fondo pensioni nel corso dell'intera vita lavorativa a titolo di contribuzione dalla impresa sponsor e dal lavoratore; rappresenta quindi il montante dei contributi versati a vario titolo.

2 Le riforme della previdenza pubblica e l'emergere dell'esigenza di forme di previdenza complementare

2.1 Introduzione

Nel nostro Paese negli ultimi decenni si vive meglio e di più, con conseguente invecchiamento della popolazione ed allungamento della vita media, mentre al contempo c'è stata una riduzione della natalità: a parità di fattori, si pagheranno quindi pensioni a più persone e per un tempo più lungo.

Il problema in sostanza è che fattori concomitanti quali il generale invecchiamento della popolazione, l'allungarsi delle aspettative di vita, i meccanismi di calcolo e di concessione delle pensioni avevano iniziato a pesare sempre di più sull'ammontare della spesa pubblica.

In questa luce il sistema previdenziale obbligatorio pubblico si è rivelato non più sostenibile nel lungo periodo, rendendo necessarie negli ultimi venti anni una serie di riforme che ne hanno modificato radicalmente il funzionamento.

Alla concretezza di queste istanze, si accompagnavano poi alcune necessità non più eludibili: l'abolizione di alcuni privilegi e l'armonizzazione del meccanismo previdenziale Italiano sia rispetto all'Europa sia al suo interno, tentando di convergere verso una maggiore uniformità di trattamento tra dipendenti pubblici, privati e lavoratori autonomi.

A partire dal 1992 è stata varata tutta una serie di provvedimenti legislativi che ha portato ad una vera e propria rivoluzione del sistema previdenziale, articolata in tre tappe fondamentali: la riforma Amato nel '92, la riforma Dini nel '95 e la riforma Maroni nel 2004.

I provvedimenti legislativi sono stati tutti volti ad innalzare gradualmente i limiti di età e di contribuzione per il pensionamento di vecchiaia e a scoraggiare l'accesso alla pensione di anzianità mediante l'elevazione dei requisiti necessari e l'introduzione in prima battuta di un sistema di penalizzazioni e poi di un vero e proprio "congelamento".

Tali riforme hanno avuto come effetto principale l'alleggerimento della spesa pubblica, pagata però con un calo prospettico degli importi che i futuri pensionati percepiranno rispetto a quelle pagate ai lavoratori andati in pensione nel recente passato. La differenza sarà avvertita in particolare dai lavoratori entrati nel mondo del lavoro dopo il 1° gennaio 1996, o con pochi anni di servizio a quella data.

Proprio per compensare la riduzione prospettica delle pensioni di quest'ultimi, viene effettuata parallelamente una profonda riforma della previdenza

complementare: si punta allo sviluppo della previdenza complementare stessa come strumento essenziale di tutela volto alla costruzione di una rendita aggiuntiva, oltre alla rendita pensionistica pubblica, in modo da consentire ai lavoratori di avere durante il periodo del pensionamento un reddito che non sia eccessivamente inferiore a quello percepito durante la vita lavorativa.

La riforma punta sullo sviluppo di forme pensionistiche complementari, sia collettive che individuali, ma soprattutto sui fondi pensioni, chiusi o aperti, visti come veri e propri centri di raccolta del risparmio nei quali l'afflusso costante di contribuzioni crea delle disponibilità che si incrementano con una gestione orientata verso politiche di investimento a medio e lungo termine.

Lo sviluppo del settore della previdenza complementare viene in gran parte affidato alla riforma del conferimento del Trattamento di Fine Rapporto, superando così il vincolo normativo che lo destinava esclusivamente a forme di natura collettiva.

2.2 I cambiamenti nella normativa

2.2.1 1992- Riforma Amato

La riforma Amato ha operato principalmente lungo tre direttrici: l'età pensionabile, i requisiti di contribuzione minimi e la retribuzione media pensionabile. Viene innalzata l'età pensionabile per le pensioni di vecchiaia da 55 a 60 anni per le donne e da 60 a 65 anni per gli uomini, mentre gli anni contribuzione necessaria diventano 20. Per la variazione di questi due requisiti si è però stabilita una certa gradualità, spalmando la loro completa attuazione su un arco di tempo compreso tra il 1993 e il 2000.

Pur lasciando invariata la modalità retributiva di calcolo, il decreto Amato intervenne sul parametro di determinazione dell'assegno mensile: non più la media dei redditi degli ultimi 5 anni di lavoro, ma quella degli ultimi dieci anni, e dell'intera vita professionale per chi sarebbe entrato nel mondo del lavoro a partire dal 1° gennaio 1996.

Inoltre nel 1992, proprio nell'ottica di puntare ad un sistema previdenziale sostenibile dalle casse pubbliche, si iniziò a inserire all'interno del comparto pensionistico alcuni meccanismi di stabilizzazione del rapporto tra la spesa pubblica e il Pil. Parallelamente, nel 1993 nascono i fondi pensione (individuali o collettivi), che consentono ai lavoratori l'adesione su base volontaria, con l'introduzione di alcune forme di previdenza complementare.

2.2.2 1995- Riforma Dini

Dopo soli tre anni ci si accorse che le variazioni apportate al sistema previdenziale non sarebbero state sufficienti a garantire la stabilità dei conti nel corso del tempo. Per garantire solidità al sistema nel suo complesso fu quindi necessaria una ulteriore riforma che intervenisse sulla struttura e sui meccanismi del comparto previdenziale in maniera più incisiva. La legge n. 335 del 1995 recante il titolo "Riforma del sistema pensionistico obbligatorio e complementare"- di ampia portata e notevole complessità- ha introdotto nella previdenza innovazioni tali da investire l'intero mondo del lavoro, con un triplice obiettivo:

- fronteggiare le crescenti difficoltà finanziarie del sistema previdenziale derivante da un rapporto popolazione attiva/pensionati negli ultimi anni sempre più squilibrato e deficitario;
- armonizzare i vari regimi previdenziali, superando sperequazioni e privilegi;
- stabilizzare la spesa previdenziale mediante un nuovo metodo di calcolo delle pensioni.

In particolare, con questa riforma è stato introdotto nel nostro ordinamento previdenziale il metodo contributivo, che sta sostituendo gradualmente il precedente metodo retributivo. L'applicazione del nuovo metodo di calcolo ha avuto luogo in fasi differenti attraverso la suddivisione dei lavoratori in diverse categorie, in ragione della differente anzianità contributiva.

L'applicazione del metodo retributivo determina la pensione in relazione alla retribuzione percepita nell'ultimo periodo della vita lavorativa, mentre nel metodo contributivo è calcolata sulla base dei contributi versati lungo l'arco della intera vita lavorativa. Con maggiore dettaglio:

- **Retributivo:** il metodo è un meccanismo di calcolo che prevede che l'importo della pensione corrisponda a una determinata percentuale della retribuzione. Si collega cioè il trattamento pensionistico all'ultima fase della vita lavorativa; le variabili principali per la determinazione dell'importo pensionistico sono allora costituite dalla retribuzione di riferimento e dall'aliquota di calcolo.
- **Contributivo:** questo metodo di calcolo determina l'importo della pensione correlandolo con le contribuzioni versate lungo l'arco della intera vita lavorativa. La logica sottostante è quella di una capitalizzazione virtuale (dal punto di vista strettamente finanziario il nostro sistema pensionistico si basa invece sul meccanismo della ripartizione, i contributi dei lavoratori in attività finanziano cioè il pagamento delle pensioni). L'ammontare dei contributi si ottiene moltiplicando la retribuzione annua dei lavoratori dipendenti oppure

il reddito dei lavoratori autonomi, per l'aliquota di computo (33 per cento per i lavoratori dipendenti e 20 per cento per i lavoratori autonomi). La sommatoria dei contributi determina un montante individuale che viene rivalutato annualmente considerando come tasso di capitalizzazione la Variazione media quinquennale del PIL (Prodotto Interno Lordo), calcolato dall'ISTAT. La determinazione dell'assegno pensionistico discende poi dalla conversione in rendita di tale montante al raggiungimento dell'età pensionabile, moltiplicandolo per un coefficiente di trasformazione che tiene conto della probabilità di sopravvivenza e dell'età dell'assicurato alla data di decorrenza della pensione; tali coefficienti, determinati dalla stessa legge 333/1995 erano scalettati in base all'età, partendo dal presupposto che il lavoratore avrebbe preferito età pensionabili più avanzate per percepire una pensione più congrua; questi sono altresì indifferenziati rispetto al sesso. La legge 335 del 1995 prevedeva un aggiornamento dei coefficienti decennale, concertato dal Governo con le parti sociali, per considerare gli aspetti demografici come la riduzione della mortalità e quelli macroeconomici. Quello che va evidenziato è che i coefficienti di trasformazione del contributivo non sono differenziati in base al sesso, il che per le donne rappresenta un vantaggio, in quanto mediamente vivono più a lungo degli uomini.

Guardando questo esempio, tratto dal sito dell'INPS, si capisce meglio come il sistema è effettivamente cambiato. Considerando il caso di tre lavoratrici dipendenti, tutte hanno iniziato a lavorare a 25 anni e andranno in pensione a 60 anni. Ipotizzando uno stipendio identico, l'unica loro differenza è l'anno di nascita: Adele è nata nel 1950, Beatrice nel 1965 e Chiara nel 1980. Oggi tutte percepiscono un reddito lordo di 20.000 euro. A 60 anni la loro pensione può essere così stimata¹⁶.

	A.	B.	C.
Sistema di calcolo	Retributivo	Misto	Contributivo
Età / Anno	60 / 2010	60 / 2025	60 / 2040
Ultimo Reddito	20.807	28.005	37.690
Pensione	13.965	16.758	21.346
Rapporto Pensione/Reddito	67%	60%	57%

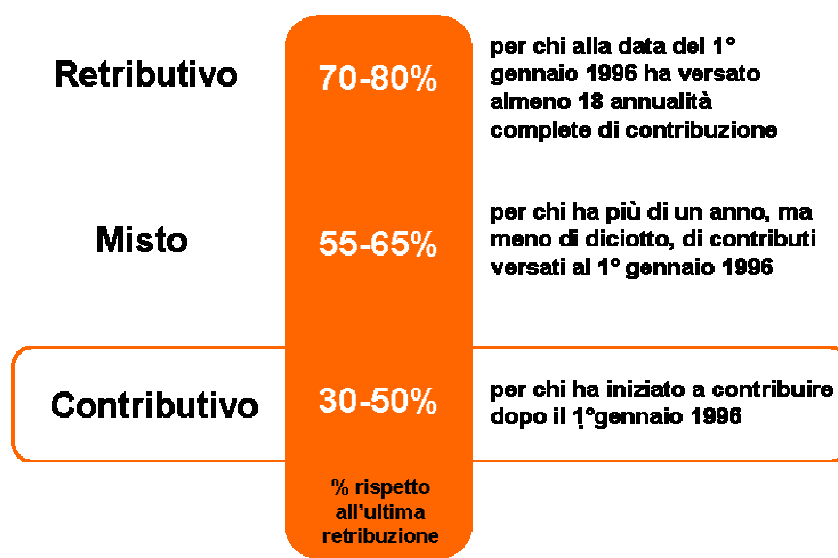
¹⁶ tutti i valori sono al lordo della tassazione e depurati dall'effetto dell'inflazione le retribuzioni sono calcolate: per il passato, sulla base dell'andamento storico delle retribuzioni dei lavoratori dipendenti; per il futuro, si immagina la crescita al netto dell'inflazione del 2%; il tasso di crescita dell'inflazione utilizzato nei calcoli per il futuro è ipotizzato al 2%; il tasso di crescita reale del Prodotto Interno Lordo è ipotizzato pari all'1,5% annuo; i coefficienti di trasformazione applicati alla componente contributiva sono indicati dalla L. 335/95, senza alcun aggiornamento ipotizzato.

La riforma Dini portò considerevoli cambiamenti anche in riferimento all'età pensionabile, che venne resa flessibile e compresa, tanto per gli uomini quanto per le donne, in una fascia racchiusa tra i 57 e i 65 anni (pensione piena a 65 anni e, negli altri casi, assegno commisurato all'età e agli anni di contribuzione).

Più nel dettaglio la riforma prevedeva che si potesse accedere all'assegno pensionistico a 57 anni con almeno 35 anni di anzianità contributiva oppure, in base all'anzianità contributiva prevedendone un progressivo aumento: 38 anni nel 2004-2005, 39 nel 2006-2007 e 40 anni nel 2008. Quindi a regime, nel 2008, con la maturazione di 40 anni di contributi si può andare in pensione a prescindere dall'età anagrafica.

Inoltre incise sul requisito degli anni minimi di contribuzione necessari per maturare il diritto alla pensione. Resa obbligatoria – a partire dal 1996 – presso la neo istituita Gestione separata dell'Inps la contribuzione previdenziale anche per i lavoratori per cui fino allora non era prevista (professionisti e co.co.pro.), fu resa variabile la minima contribuzione necessaria, legandola al sistema contributivo di appartenenza di ogni singolo lavoratore.

Da questa riforma in poi vengono identificate tre categorie di pensioni: metodo retributivo, metodo misto e metodo contributivo. Con l'introduzione del sistema misto e del sistema completamente contributivo si prevede una riduzione prospettica delle pensioni, anche se ultimi studi appena terminati sembrano rettificare questa ipotesi. La tabella di seguito riporta le differenze di ammontare della pensione, espressa in percentuale rispetto all'ultima retribuzione percepita dal lavoratore, calcolati con i tre diversi sistemi.



Conseguentemente per avere una pensione equivalente a quella pre-riforma Dini, dopo il rinnovamento del sistema è necessario lavorare più a lungo o accumulare più risparmio. Proprio con questo progetto di riforma nacque la necessità di fare ricorso alla previdenza integrativa per le nuove generazioni, che subiranno i tagli più severi in merito alla pensione pubblica.

2.2.3 2004 - Riforma Maroni

Nel 2004 il legislatore interviene nuovamente sulle pensioni emanando la legge n. 243 del 23 agosto 2004, la riforma del sistema previdenziale meglio nota come riforma Maroni. La progressione verso una maggiore interrelazione tra il sistema pensionistico statale e forme previdenziali private ha così registrato una consistente accelerazione, senza tralasciare però l'obiettivo di ridurre la spesa pensionistica, per quanto possibile.

La legge prevede due fasi di intervento: prima e dopo l'anno 2008; si propone sostanzialmente di raggiungere due obiettivi:

- elevare gradualmente l'età pensionabile. Nel dettaglio, lasciando invariato il requisito contributivo di 35 anni, viene modificata l'età minima per accedere alla pensione di anzianità, spostata da 57 a 60 anni a partire dal 2008 – il cosiddetto "scalone" –, a 61 dal 2010 e a 62 dal 2014. Rimangono invariati i parametri per l'accesso al pensionamento, indipendentemente dall'età anagrafica, ossia 40 anni di contribuzione. Sullo "scalone" è intervenuto nuovamente il governo nel luglio 2007, sostituendolo con un meccanismo di aumento graduale dell'età pensionabile nell'arco di 4 anni destinato a produrre il medesimo effetto –i cosiddetti "scalini"
- sviluppare ulteriormente la previdenza complementare, che deve affiancare quella pubblica. Le caratteristiche della previdenza complementare verranno descritte con maggiore dettaglio nei capitoli successivi.

Sempre con lo scopo di contenere la spesa pensionistica, limitatamente al periodo 2004-2007, la riforma propose incentivi economici per quanti avessero deciso di continuare l'attività lavorativa pur essendo in possesso dei requisiti assicurativi e anagrafici per il diritto al godimento della pensione di anzianità. Infatti dal 2005 al 2007 la legge di riforma del sistema previdenziale introdusse un beneficio (cosiddetto superbonus) per i lavoratori dipendenti. Essi hanno ottenuto un aumento esentasse in busta paga pari alla contribuzione previdenziale: il 32,7% dello stipendio lordo per quasi tutti i lavoratori.

Inoltre con la legge 247/2007, dal 1 gennaio 2008 entrano in vigore nuove regole per la pensione di anzianità, sia per i lavoratori dipendenti che per i lavoratori autonomi; dal 1 gennaio 2008 al 30 giugno 2009 erano in vigore le seguenti regole:

- lavoratori dipendenti: 35 anni di contributi e 58 anni di età;
- lavoratori autonomi: 35 anni di contributi e 59 anni di età

mentre dal 1 luglio 2009 è entrato in vigore il meccanismo delle quote, illustrato nella successiva tabella:

Requisito contributivo minimo di almeno 35 anni				
	Lavoratori dipendenti		Lavoratori autonomi	
Periodo	Somma età e anzianità	Età anagrafica minima	Somma età e anzianità	Età anagrafica minima
Dal 01/07/2009 al 31/12/2010	95	59	96	60
Dal 01/07/2011 al 31/12/2012	96	60	97	61
Dal 01/07/2013	97	61	98	62
Si può andare in pensione a prescindere dall'età se si possiede un'anzianità contributiva di almeno 40 anni				

2.2.4 2011 – Riforma Fornero

E' destinata a passare alla storia come la Riforma Fornero, dal nome del Ministro del Governo tecnico Monti. E non per nulla ha rappresentato uno dei capitoli più controversi della cosiddetta manovra Salva Italia (decreto legge 201/2011 in legge 214). Gli interventi previsti da tale riforma paiono destinati a ridisegnare la mappa del sistema pensionistico italiano. Ecco le novità più rilevanti:

- il metodo contributivo pro-rata e l'abbandono del sistema retributivo;
- l'innalzamento dell'età pensionabile;
- l'abolizione della pensione di anzianità e l'introduzione della pensione anticipata.

Dal 2012 i lavoratori che pensano alla pensione devono fare i conti con un cospicuo pacchetto di novità. A cominciare dal cambiamento dei requisiti per l'uscita: dall'addio alle finestre mobili per accedere al pensionamento, per

passare al superamento del sistema delle quote per vedersi riconosciuta la pensione di anzianità. Rimangono due tipi di trattamenti: quello di vecchiaia e la pensione anticipata. Per tutti viene applicato il metodo contributivo per il calcolo della pensione. Insomma, il sistema cambia, con modifiche che sono molto di sostanza e molto poco di forma e si applica a tutti: lavoratrici e lavoratori dipendenti, del pubblico e del privato, e autonomi.

A partire dal 1° gennaio 2012 le regole per il calcolo della pensione sono state equiparate per tutti. Il montante da liquidare al momento del collocamento a riposo, viene calcolato attraverso il sistema contributivo pro-rata e quindi sulla base dei contributi versati nell'arco di tutta la carriera lavorativa. Tutti, anche coloro che, in base alla vecchia riforma Dini, erano stati salvati perché avevano versato 18 anni interi di contributi alla data del 31 dicembre 1995, avranno una parte di pensione (la quota dal 2012 in poi) calcolata sulla base del metodo contributivo¹⁷. In definitiva, con il metodo contributivo, per procedere con il calcolo della pensione occorrerà prima individuare:

- il tasso di capitalizzazione, calcolato dall'Istat e dato dalla variazione media del PIL (Prodotto interno lordo) nei 5 anni precedenti l'anno di riferimento (per il 2009 il tasso anno di capitalizzazione utile per l'accesso al pensionamento dal 1° gennaio 2010 è 1,033201);
- il montante contributivo, dato dall'importo dei contributi del lavoratore rivalutati al 31 dicembre di ogni anno al tasso di capitalizzazione, con esclusione della contribuzione dell'anno di riferimento.

L'importo della pensione si otterrà moltiplicando il montante contributivo per il coefficiente di trasformazione relativo all'età del lavoratore nel momento di accesso al pensionamento. I coefficienti di trasformazione sono:

ETA'	COEFFICIENTI	
	FINO AL 2009	DAL 2010
57	4,720%	4,419%
58	4,860%	4,538%
59	5,006%	4,664%
60	5,163%	4,798%
61	5,334%	4,940%
62	5,514%	5,093%
63	5,706%	5,257%
64	5,911%	5,432%
65	6,136%	5,620%

¹⁷ Vedi Le nuove pensioni, Il Sole24Ore, 2012.

A partire dal 2012 viene innalzata l'età pensionabile e la quota è 42 anni e un mese per gli uomini e 41 e un mese per le donne. In particolare:

- Uomini. A partire dal 2012 possono andare in pensione con 42 anni e un mese di contribuzione indipendentemente dall'età. Inoltre è prevista una fascia di pensionamento compresa tra i 66 e i 70 anni; chi lascia il lavoro prima dell'età massima prevista, subisce una penalizzazione pari all'1% per il primo anno, del 2% dal secondo anno.
- Donne. A partire dal 2012 l'età di pensionamento delle lavoratrici dipendenti del settore pubblico è fissata a 66 anni, per il settore privato sarà alzata da 60 a 62 anni, per passare a 64 nel 2014, 65 nel 2015 fino al raggiungimento dei 66 anni nel 2018. Le lavoratrici autonome avranno, invece, dal 2012, un innalzamento dell'età a 63 anni e mezzo.

Chi matura i requisiti per la pensione di anzianità (40 anni interi di contribuzione) entro il 31 dicembre 2011, ha la possibilità di essere collocato a riposo senza subire alcuna penalizzazione. Il requisito minimo di anzianità contributiva rimane, sia per le donne che per gli uomini, di 20 anni e rimangono, inoltre, invariate le norme sull'aspettativa di vita che, dal 2013 allungano l'età di 3 mesi. Provvedimenti straordinari sono stati previsti per i nati nel 1952: i dipendenti del settore privato potranno andare in pensione con 35 anni di contributi e 64 anni di età.

Inoltre, le donne che, al 31 dicembre 2012, avranno 20 anni interi di contribuzione, potranno andare in pensione di vecchiaia al compimento del 64esimo anno di età. Nella riforma delle pensioni, però, esiste un riferimento normativo che consente ad alcune tipologie di lavoratrici donne di godere della pensione di anzianità e dunque del sistema contributivo: l'art.24 comma 14 della legge 214/2011 ha fatto salva la situazione dei "soggetti di cui all'articolo 1, comma 9 della legge 23 agosto 2004, n. 243, e successive modificazioni e integrazioni".

Risulta possibile, fino alla conclusione della sperimentazione – stabilita al 31 dicembre 2015 – conseguire il diritto all'accesso alla pensione di anzianità. Possono fruire di questa opportunità le persone di sesso femminile che abbiano raggiunto un'anzianità di contribuzione non inferiore ai 18 anni al 31 dicembre 1995 e che al contempo non abbiano maturato, entro il 31 dicembre 2007, i requisiti di anzianità contributiva e di età anagrafica utili per il conseguimento del diritto a pensione di anzianità. Inoltre, possono accedervi le lavoratrici con un'anzianità inferiore a 18 anni, sempre al 31 dicembre 1995, ma che non abbiano già esercitato il diritto di opzione per il sistema contributivo. Le escluse sono invece le lavoratrici in possesso di diversi periodi di contribuzione maturati in gestioni previdenziali diverse.

Si tratta quindi di un'occasione per le donne che vogliono utilizzare il sistema contributivo per accorciare la loro carriera lavorativa necessaria alla pensione, anche se la conseguenza è l'applicazione delle disposizioni sul trattamento minimo. E' quindi quanto mai opportuno realizzare i dovuti calcoli poiché l'importo della pensione potrebbe risultare significativamente minore, rispetto ad un calcolo misto con il sistema retributivo. Tanto per fare un esempio, le nate negli ultimi mesi del '55 con 35 anni di contributi nel 2012, raggiungerebbero 42 anni di contributi a maggio 2019 e dovrebbero lavorare fino a luglio 2019 e 64 anni di età. In alternativa potrebbero optare per la soluzione contributiva andando in pensione subito, con decorrenza novembre 2013; in altre parole si risparmierebbero 5,5 anni di lavoro, andando tuttavia a ridurre sensibilmente l'ammontare dell'assegno pensionistico.

Un altro capitolo cardine della Riforma Fornero riguarda la fine delle pensioni di anzianità. A partire dal 2012 le pensioni saranno solo di due tipi: quella di vecchiaia ordinaria e la pensione anticipata, che sostituirà la pensione di anzianità. Scomparirà definitivamente il meccanismo delle quote (somma tra anni di età e anni interi di contributi versati), e scompariranno anche le cosiddette finestre mobili, che spostavano il collocamento a riposo di 12 mesi per i lavoratori dipendenti e 18 mesi per i lavoratori autonomi (saranno incorporate nell'innalzamento dell'età anagrafica). Le pensioni pari a tre volte il trattamento minimo (circa 1.400 euro), avranno, anche per il 2012 e il 2013, un'indicizzazione pari al 100% rispetto all'aumento del tasso di inflazione.

Viene invece confermata la validità del criterio "speranza di vita" introdotto nel 2010 che prevede un allineamento automatico dei requisiti anagrafici per raggiungere l'età pensionabile alla speranza di vita. Tale criterio da solo dovrebbe garantire un sistema previdenziale pubblico in equilibrio. Ma l'obiettivo che sottende alla riforma oggetto di analisi non riguarda solo l'equilibrio dei conti pubblici ma anche l'adeguatezza della pensione di base rispetto agli standard di reddito attesi da coloro che si apprestano ad andare in quiescenza, ma anche in linea con un reddito minimo necessario per potersi dignitosamente sostenere durante la terza e quarta età.

Nel breve periodo la riforma delle pensioni del Governo Monti porterà a un aumento del 5 per cento circa della forza lavoro e a una riduzione dei pensionati compresa tra il 10 e il 15 per cento. Di conseguenza, la popolazione attiva sul mercato del lavoro nei prossimi decenni sarà progressivamente più anziana, in particolare fra le donne. La sostenibilità e l'adeguatezza del nostro sistema pensionistico si giocherà allora sugli effetti che questo avrà sulla produttività della nostra economia e sulla domanda di lavoro da parte delle imprese.

L'aumento dell'età di pensionamento è l'elemento caratterizzante della riforma e allinea l'Italia alle nazioni europee più virtuose nel breve periodo e la fa diventare

prima della classe nel lungo. In sintesi, il provvedimento mira ad aumentare l'età di pensionamento media nei prossimi decenni attraverso un irrigidimento delle condizioni di accesso per età/anzianità contributiva e introduce dei vincoli sull'importo necessario affinché il diritto al pensionamento possa essere esercitato. Tutto ciò andrà a precludere un cospicuo aumento dell'offerta di lavoro, sia nel breve che nel medio – lungo termine: in una società dove il numero degli anziani rispetto al totale della popolazione è destinato a crescere in maniera esponenziale.

La popolazione attiva sul mercato del lavoro nei prossimi decenni, sarà quindi progressivamente più anziana. Quali le implicazioni di questo cambiamento sulla produttività della nostra economia e sulla domanda di lavoro da parte delle imprese? L'aumento dell'età media di pensionamento viene perseguito come abbiamo visto con differenti strumenti:

- la progressiva omogeneizzazione dell'età di pensionamento per vecchiaia, oggi differenziata per genere e categoria, e il suo agganciamento, con cadenza biennale, alle variazioni nell'aspettativa di vita all'età di 65 anni;
- la previsione che il diritto al pensionamento di vecchiaia possa essere esercitato solo a patto che l'importo pensionistico maturato sia pari almeno a 1.5 volte quello dell'assegno sociale;
- l'abolizione del sistema delle quote (somma di anzianità contributiva ed età) come canale di accesso al pensionamento di anzianità e la previsione di uscita in anticipo solo attraverso il raggiungimento del requisito di anzianità;
- il mantenimento della possibilità di accesso anticipato a 63 anni (indicizzati anche essi all'andamento delle aspettative di vita) per i lavoratori entrati nel mercato del lavoro successivamente al 1995, a patto che l'importo del trattamento pensionistico sia pari ad almeno 2.8 volte il trattamento minimo.

Ciò che balza agli occhi è che, eccezion fatta per i lavori usuranti, nel 2050 non si potrà andare in pensione prima di aver compiuto 66 anni e 7 mesi e l'età del pensionamento di vecchiaia sarà fissata a 69 anni e 9 mesi. Con l'innalzamento dell'età pensionabile, la riforma si preoccupa di assicurare al mercato del lavoro futuro un numero "sufficiente" di lavoratori per fronteggiare il forte aumento di quello dei pensionati: solo in questo modo, sembra essere il ragionamento, l'economia italiana sarà in grado di generare in futuro le risorse necessarie al finanziamento di pensioni adeguate e sostenibili. A causa della caduta nella fertilità registratasi nei passati decenni in Italia, si affacceranno nei prossimi decenni sul mercato del lavoro coorti di giovani lavoratori di dimensioni ridotte rispetto a quelle in uscita. La riforma va a forzare, dunque, tutti gli individui a restare più a lungo in attività; questo significa che in futuro, per contrastare la

caduta del numero di lavoratori di età più giovane, l'età media della forza lavoro sarà destinata ad aumentare in misura sensibile.

Sulla carta, la riforma assegna ai pensionati prestazioni adeguate e sostenibili, ma non è naturalmente in grado di influenzare la dinamica del prodotto interno lordo, che in ultima analisi è la base sulla quale anche le pensioni vengono finanziate. Detto in altri termini, le regole pensionistiche influenzeranno nei prossimi decenni la dimensione dell'offerta complessiva del fattore lavoro. Nulla si dice sulla produttività di chi sarà sul mercato del lavoro e sulla domanda di lavoro che verrà da parte delle imprese.

3 Lo strumento base della previdenza complementare in Italia: i fondi pensione

3.1 Introduzione

Con l'obiettivo di sviluppare la previdenza complementare al fine di creare le basi per un reddito da pensione sufficiente a garantire condizioni di vita in linea con il reddito da lavoro, il legislatore ha provveduto negli anni a creare un quadro normativo e regolamentare che si adattasse alle modifiche via via apportate alla previdenza di base. Al succedersi delle riforme della previdenza di base sono state quindi promosse modifiche alla previdenza complementare.

Prima del 1993 la previdenza complementare si era sviluppata solo nell'ambito delle banche, delle assicurazioni e di imprese multinazionali per particolari categorie di lavoratori, dando vita ad un buon numero di fondi, chiamati "preesistenti". La materia è trattata solo dalle disposizioni contenute negli articoli 2117 e 2123 del codice civile, nell'ambito della libertà di assistenza privata garantita dalla Costituzione, con una prima tutela dei fondi costituiti internamente alla gestione delle aziende. Il decreto legge 103 del 1991, convertito in legge 166 del 1991, riconosce, con l'articolo 9 bis, l'esclusione dalle retribuzioni imponibili di quanto versato dal datore di lavoro a finanziamento di fondi o gestioni su accordi collettivi o regolamenti aziendali, prevedendo un contributo di solidarietà del 10% su queste somme destinate a tali gestioni pensionistiche obbligatorie.

Nel 1993 con il decreto legislativo 124 del 21 aprile 1993 viene data una prima sistemazione organica alla disciplina della previdenza complementare: si cominciano a considerare i trattamenti pensionistici erogati dai fondi come trattamenti 'complementari' del sistema obbligatorio pubblico.

Nel 1995 con la Riforma Dini legge 335 dell'8 agosto 1995 si interviene anche sulla previdenza complementare con la rimozione di alcuni ostacoli che ne impediscono il definitivo avvio.

Nel 1997 la finanziaria 1998, legge 449 del 27 dicembre 1997, introduce la possibilità, per i dipendenti pubblici in regime di TFS, di optare per il TFR, attraverso l'adesione ad un fondo pensionistico complementare.

Nel 1998 con la finanziaria 1999, legge 448 del 23 dicembre 1998, viene stabilita in 200 miliardi di lire la misura degli stanziamenti destinati ai fondi di previdenza

complementare del pubblico impiego, a copertura degli oneri gravanti a carico delle amministrazioni datrici di lavoro.

Nel 1999 con il Decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri del 20 dicembre 1999 (modificato nel 2001) viene recepito l'accordo quadro stipulato in data 29 luglio 1999 in materia di TFR e previdenza complementare per i dipendenti pubblici e, nel contempo, vengono indicati i criteri per la ripartizione degli stanziamenti pubblici per la previdenza complementare.

Nel 2000 con il decreto legislativo 47 del 18 febbraio 2000 si rivisita tutto il regime fiscale della previdenza complementare e vengono introdotte e disciplinate le forme pensionistiche individuali.

Nel 2004 viene approvata in Parlamento la legge delega 243 del 23 agosto 2004 che prevede modalità tacite di conferimento del TFR maturando ai fondi pensione, l'equiparazione tra forme pensionistiche complementari e la rimozione dei vincoli per il trasferimento delle posizioni individuali. Ridefinita nuovamente la disciplina fiscale della previdenza complementare: agevolata la deducibilità della contribuzione alle forme pensionistiche complementari e resa più favorevole la tassazione delle stesse.

Nel 2005 viene attuata la legge delega con l'emanazione del decreto legislativo 252 del 5 dicembre 2005, ma dall'applicazione sono esclusi i dipendenti pubblici. L'attuale configurazione del sistema previdenziale italiano si basa dunque su 3 pilastri:

- I° pilastro – previdenza pubblica obbligatoria: finanziata obbligatoriamente da contributi dei lavoratori e dei datori di lavoro ed erogata dagli enti pubblici (ad esempio, INPS, INPDAP, ENPALS, ecc.);
- II° pilastro - la previdenza complementare finalizzata all'integrazione della previdenza pubblica: costituita dai Fondi Pensione ad adesione collettiva (Fondi Negoziati, Fondi Aperti ad adesione collettiva, Fondi preesistenti);
- III° pilastro - previdenza complementare finalizzata al risparmio personale: le forme di previdenza individuali, comprendenti sia i PIP (ossia i piani pensionistici individuali), sia le adesioni individuali ai Fondi Aperti.

In virtù del fatto che la pensione obbligatoria può non assicurare da sola un adeguato tenore di vita ai lavoratori, l'insieme delle leggi a firma Maroni, la Legge del 2004 e del Decreto Legislativo n. 252/2005, ha contribuito a rinforzare le fondamenta del sistema, suddividendo più equamente il peso su tutti e tre i pilastri. Chi decide di aderire alla previdenza complementare deve effettuare la scelta tra varie possibili forme di risparmio previdenziali, sia collettive che individuali. E' caduto quindi il vincolo normativo che subordinava l'iscrizione ad un fondo aperto ove non vi fosse previsto per il lavoratore l'adesione ad un fondo

negoziale. I fondi così costituiti sono dei veri e propri centri di raccolta del risparmio ove l'afflusso costante di contributi sia da parte del lavoratore che del datore di lavoro crea una disponibilità, che gestita dal fondo pensione, servirà ad assolvere il compito del fondo di erogare trattamenti pensionistici ai propri iscritti. Sempre in ottica di agevolare il lavoratore a scegliere il fondo ad esso più consono, è prevista anche la possibilità di portare da una forma ad un'altra la propria posizione maturata, previo un periodo di permanenza nel fondo per un minimo di 2 anni.

3.2 I Fondi Pensione

Il fondo pensione è uno strumento finalizzato all'erogazione di trattamenti pensionistici complementari rispetto a quelli offerti dal sistema obbligatorio, al fine di assicurare livelli di copertura previdenziale più elevati. E' l'unico strumento di gestione del risparmio per il quale la legge prevede importanti vantaggi fiscali, analizzati nel dettaglio più avanti. Il fondo pensione è allo stesso tempo uno strumento previdenziale, in quanto fornisce un trattamento pensionistico integrativo appunto, e uno strumento finanziario, in quanto, operando con il meccanismo della capitalizzazione, investono le proprie riserve sul mercato mobiliare tramite intermediari esterni¹⁸.

Il patrimonio dei Fondi Pensione è separato e autonomo da quello del soggetto istitutore e da quello degli aderenti ed è destinato esclusivamente all'erogazione di prestazioni pensionistiche a favore degli aderenti stessi, pertanto, sul Fondo non sono ammesse azioni esecutive sia da parte dei creditori del soggetto istitutore, sia da parte dei creditori degli aderenti.

I Fondi Negoziali e Preesistenti sono dotati di organi quali l'assemblea, gli organi di amministrazione e controllo e il responsabile del Fondo. L'assemblea è formata da rappresentanti degli iscritti (più raramente, e solo nei Fondi preesistenti, da tutti gli associati). Gli organi di amministrazione e controllo sono costituiti per metà dai rappresentanti dei lavoratori iscritti e per l'altra metà dai rappresentanti dei datori di lavoro. Infine i componenti degli organi di amministrazione e controllo e il responsabile del fondo devono essere in possesso di specifici requisiti di professionalità e onorabilità. Il responsabile del Fondo svolge la propria attività in modo autonomo e indipendente e ha il compito di verificare che la gestione avvenga nell'esclusivo interesse degli aderenti e nel rispetto di norme, regolamenti e contratti. Inoltre provvede all'invio all'autorità di vigilanza di dati e notizie sull'attività complessiva del Fondo.

¹⁸ Vedi Brambilla A., (2006), Capire i fondi pensione, Il Sole 24Ore.

Anche per i Fondi Aperti e i PIP è prevista la figura del responsabile della forma pensionistica, che ha gli stessi obblighi previsti per i Fondi Negoziati. Nel caso dei Fondi Aperti, l'interesse degli aderenti è tutelato anche dall'organismo di sorveglianza, che ha il compito di controllare che l'amministrazione e la gestione del Fondo avvengano in modo regolare e funzionale alle esigenze degli aderenti. La composizione dell'organismo di sorveglianza varia in funzione della tipologia di Fondo Aperto. Possono farne parte rappresentanti dei lavoratori e dei datori di lavoro quando le adesioni al Fondo avvengono su base collettiva; altrimenti i membri dell'organismo, che devono essere almeno due, sono designati dai soggetti istitutori del Fondo, con un incarico non superiore al biennio. I membri dell'organismo di sorveglianza devono essere in possesso di specifici requisiti di professionalità e onorabilità e non devono ricoprire la carica di amministratore o di componente di altri organi sociali, né svolgere attività di lavoro subordinato, di prestazione d'opera continuativa, presso i soggetti istitutori dei Fondi Aperti, ovvero presso le società da questi controllate o che li controllano. I componenti dell'organismo di sorveglianza non possono essere proprietari, usufruttuari o titolari di altri diritti, anche indirettamente o per conto terzi, relativamente a partecipazioni azionarie di soggetti istitutori di fondi pensione aperti, ovvero di società da questi controllate o che li controllano.

I Fondi Pensione sono autorizzati all'esercizio dell'attività e sottoposti alla vigilanza dalla Commissione di vigilanza sui fondi pensione (COVIP). Ci sono diverse tipologie di fondi pensione, ognuno con le proprie peculiarità, più nel dettaglio:

- **Fondi Pensione Negoziati:**
sono fondi chiusi o ad ambito definito, che nascono da contratti o accordi collettivi, e che quindi sono promossi dalle organizzazioni sindacali dei lavoratori e dei datori di lavoro. Tali fondi sono rivolti a categorie ben determinate di lavoratori, che possono appartenere ad esempio allo stesso comparto (ad es. COMETA), alla stessa società o ad un determinato territorio (ad es. fondi regionali). L'adesione è ovviamente su base collettiva.
I fondi negoziati sono dei soggetti giuridici autonomi dotati di propri organi, il cui compito consiste nella raccolta dei contributi, nelle scelte delle politiche di investimento, nella gestione finanziaria e nella erogazione delle prestazioni.
Come vedremo più avanti i fondi negoziati per le varie fasi generalmente si rivolgono a soggetti professionisti terzi. In ogni caso la banca depositaria deve essere un soggetto terzo.
- **Fondi Pensione Aperti:**
questi fondi invece sono rivolti a qualunque soggetto (lavoratori dipendenti, lavoratori autonomi, liberi professionisti, soci lavoratori di

cooperative soggetti privi di reddito/fiscalmente a carico di altri soggetti, pensionati). Vengono promossi da banche, assicurazioni, SGR e SIM. L'adesione può essere su base collettiva o individuale.

Per questa tipologia di fondi, la società promotrice costituisce un patrimonio separato ed autonomo, finalizzato all'erogazione delle prestazioni. In questo caso la società si occupa della gestione del patrimonio. Anche per questi fondi la banca depositaria deve essere un soggetto terzo.

- **Fondi Pensione Preesistenti:**
sono casse o fondi aziendali o interaziendali costituiti anteriormente al novembre 1992, che ad esempio a differenza dei fondi istituiti successivamente possono gestire direttamente le risorse senza necessitare di un gestore terzo specializzato. Anche per questi fondi l'adesione è su base collettiva, e sono promossi da aziende/enti.
- **Piani Individuali Pensionistici - PIP:**
sono invece piani individuali pensionistici di tipo assicurativo rivolti a qualunque soggetto e sono promossi da imprese di assicurazione.

Le forme pensionistiche complementari possono essere istituite da:

- contratti e accordi collettivi, anche aziendali, limitatamente, per questi ultimi, anche ai soli soggetti o lavoratori firmatari degli stessi, ovvero, in mancanza, accordi fra lavoratori, promossi da sindacati firmatari di contratti collettivi nazionali di lavoro;
- accordi tra lavoratori autonomi o tra liberi professionisti;
- regolamenti di enti o aziende, i cui rapporti di lavoro non siano disciplinati da contratti o accordi collettivi, anche aziendali;
- accordi fra soci lavoratori di cooperative;
- Regioni con Legge regionale, nel rispetto della normativa nazionale in materia (Veneto: Solidarietà Veneto; Valle d'Aosta: FOPADIVA; Trentino Alto-Adige: Laborfond);
- imprese di assicurazione, banche, Società di Gestione del Risparmio, limitatamente ai Fondi Pensione Aperti;
- imprese di assicurazione, limitatamente alle forme pensionistiche individuali.

La nuova normativa in vigore dal 1° gennaio 2007 prevede che, pur in presenza di un fondo pensione negoziale di riferimento, un lavoratore dipendente possa aderire ad un fondo pensione aperto (o ad un PIP), conferendovi il TFR ed eventualmente un contributo a proprio carico. Il lavoratore potrà beneficiare anche del contributo datoriale, previa stipulazione di:

- accordi aziendali tra datore di lavoro e organizzazioni sindacali: è siglato dai rappresentanti dell'azienda e delle organizzazioni sindacali e vale nei confronti di tutti i lavoratori identificati quali destinatari dell'accordo stesso (individuati secondo parametri oggettivi e non discriminatori, sulla base dell'inquadramento professionale, della mansione e/o dell'anzianità aziendale);
- accordi plurisoggettivi tra datore di lavoro e singoli dipendenti firmatari dell'accordo stesso: è siglato dal rappresentante dell'azienda e dai soli lavoratori che aderiscono al Fondo ed ha efficacia limitata ai soli dipendenti firmatari, non potendo in alcun modo coinvolgere i lavoratori che non vi abbiano aderito e non determinando alcun vincolo nei loro confronti; tale accordo, pertanto, non può essere utilizzato al fine di regolare la devoluzione tacita del TFR degli altri dipendenti dell'azienda (Direttive Generali COVIP 28/6/06); inoltre, dal 1° gennaio 2007, il Regolamento aziendale non è più ammesso per regolamentare la previdenza complementare (tranne che per le aziende i cui rapporti di lavoro non siano disciplinati da contratti o accordi collettivi).

Gli accordi stabiliscono la decorrenza del piano di previdenza, la platea dei destinatari, l'elenco delle voci contributive, l'entità e frequenza delle trattenute in busta paga e dei versamenti.

Dal punto di vista giuridico, infine, i fondi pensione possono essere costituiti come soggetti giuridici di natura associativa oppure come soggetti dotati di personalità giuridica. La forma dell'associazione è quella meno utilizzata, infatti un fondo pensione dotato di personalità giuridica fornisce maggiori garanzie. Quest'ultima tipologia consegue l'autorizzazione dell'autorità di vigilanza, COVIP, che ne cura la tenuta del registro delle persone giuridiche e provvede ai relativi adempimenti. Inoltre, salvaguardano meglio il risparmio previdenziale, infatti la norma rende questa forma obbligatoria per quei fondi costituiti nell'ambito di categorie di lavoratori, sia dipendenti che autonomi.

3.3 La scelta del fondo pensione

Come illustrato, le tipologie dei fondi pensione sono molteplici.

Dal sito COVIP si evince che a novembre 2011 sono attivi: 42 fondi pensione negoziali, 68 fondi pensione aperti, 368 fondi preesistenti e 76 PIP.

Nel dettaglio la tabella di seguito riporta il numero di iscritti al 30 giugno 2011 per tipologia di forma previdenziale.

Tipologia di forma	N° iscritti al 30.06.2011	Var. % giugno2011/ giugno2010	Andp (mln. €)	Var. % giugno2011/ giugno2010
Fpc	2.003.579	-1,1	23.978	17,9
Fpa	864.165	4,4	7.943	19,4
Fpp*	667.000	0,9	42.100	7,9
Pip*	1.902.518	13,8	12.000	24,1
Totale**	5.413.924	4,6	86.060	13,7

I dati sono presi dal sito Mefop, su elaborazione di dati COVIP.

*Per i vecchi PIP e i fondi pensione preesistenti non si dispone di rilevazioni in corso d'anno. I dati indicati sono pertanto basati su quelli della fine dell'anno precedente

** Nel totale i dati includono gli iscritti a FONDINPS. Sono inoltre escluse le duplicazioni dovute agli iscritti che aderiscono contemporaneamente a PIP vecchi e a PIP nuovi.

Le successive tabelle, sempre tratte dal sito Mefop, mostrano fino al 2009 gli iscritti per tipologia di forma previdenziale sia per sesso che per età:

	2003		2004		2005		2006		2007		2008		2009	
	Maschi	Femmine	Maschi	Femmine	Maschi	Femmine	Maschi	Femmine	Maschi	Femmine	Maschi	Femmine	Maschi	Femmine
Fpc	777.243	260.464	786.597	272.080	844.477	306.037	862.450	352.268	1.356.252	632.387	1.383.456	660.053	1.368.941	671.209
Fpa	263.609	100.995	274.383	107.766	289.393	117.629	309.221	131.265	499.172	248.092	526.691	268.914	540.634	279.751
Fpp	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	454.690	225.983	457.958	219.495	452.282	220.757
Pip	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	295.984	190.033	418.986	282.833	528.980	364.567
Totale	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2.606.098	1.296.495	2.787.090	1.431.296	2.890.837	1.536.284

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Fpc	≤ 34 anni	199.815	201.173	201.391	198.758	451.413	406.555
	35-54 anni	761.644	780.641	849.850	905.993	1.370.530	1.413.612
	≥ 55 anni	76.249	76.863	99.273	114.621	166.696	219.983
Fpa	≤ 34 anni	82.890	79.731	79.508	80.509	187.988	181.440
	35-54 anni	236.633	250.327	267.051	289.802	463.824	519.247
	≥ 55 anni	45.081	52.091	60.463	70.175	95.453	119.697
Fpp	≤ 34 anni	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	109.716	87.802
	35-54 anni	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	474.426	451.690
	≥ 55 anni	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	96.530	133.547
Pip	≤ 34 anni	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	160.930	244.939
	35-54 anni	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	282.840	531.875
	≥ 55 anni	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	42.247	116.733
Totale	≤ 34 anni	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	910.048	920.736
	35-54 anni	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	2.591.620	2.916.424
	≥ 55 anni	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	400.925	589.961

Tuttavia, la riforma della previdenza complementare ha avuto nel complesso un successo decisamente inferiori alle aspettative. I motivi sono molteplici, sicuramente le difficoltà che hanno e stanno caratterizzando i mercati finanziari si sono riflessi sulle adesioni alla previdenza complementare, che stentano a crescere, in particolare tra i dipendenti con contratto a termine, i giovani ed i lavoratori autonomi. Ma non solo, c'è in parte una disinformazione sul futuro scenario INPS atteso, una generalizzata disinformazione sulla previdenza complementare con i relativi vantaggi, ed infine una diffidenza negli operatori. Da dati di categoria, di sotto riportati, si evince come basse di percentuali degli aventi diritto si iscrivono a fondi pensione chiusi (fonte Mefop con dati a fine 2008):

FONDO PENSIONE	ISCRITTI AL 31/12/2008	POTENZIALI ISCRITTI	%
COMETA Metalmeccanico	475.123	1.000.000	48%
FONCHIM Chimici	162.859	202.000	81%
PREVIMODA Tessile	71.143	400.000	18%
FONTE Commercio	159.256	2.000.000	8%
ALIFOND Alimentari	54.562	300.000	18%
PREVEDI Edili	55.983	750.000	7%
FONDAPI PMI	44.785	500.000	9%
ARTIFOND Artigiani	9.784	1.200.000	1%
MARCO POLO Commercio	6.153	800.000	1%

Al momento si è osservata una maggior adesione da parte di quei lavoratori che godono di retribuzioni migliori e di un futuro occupazionale più stabile, che saranno quelli che al momento del pensionamento avranno le prestazioni più elevate. Quindi sembra che la previdenza complementare sia più diffusa tra coloro i quali ne avranno una minore necessità.

Comunque, vista la molteplicità di fondi esistenti, il lavoratore nel momento che decide di aderire alla previdenza complementare deve scegliere il fondo a cui aderire. Se per un lavoratore dipendente il contratto di lavoro prevede la possibilità di iscriversi ad un fondo pensione, la scelta migliore cade proprio su quel fondo in quanto è previsto anche un contributo da parte del datore di lavoro, con aumento dell'accumulo ora e della prestazione poi.

Ad ogni modo, per una corretta e ponderata scelta bisogna valutare:

- i costi che si sostanziano in: costi di gestione, costi relativi alle varie operazioni come il riscatto, lo switch e le anticipazioni e le commissioni di gestione. Per meglio valutare i costi fondo per fondo, in base alla propria posizione individuale, si può utilizzare l'indicatore sintetico dei costi. L'indicatore, facilmente consultabile sul sito della COVIP, misura quanto incidono annualmente i costi sostenuti aderendo ad una specifica forma previdenziale. Questo permette di confrontare costi di differenti forme.
- i rendimenti ed in particolare: le linee garantite, i rendimenti di lungo periodo e i rendimenti rispetto alla concorrenza. A questo proposito i fondi offrono diverse linee di investimento, che si differenziano in base agli strumenti finanziari inclusi. Le categorie più frequenti sono:
 - i. linea azionaria, in cui l'investimento è principalmente in azioni, la quale assicura un rendimento più alto, ma anche un rischio più elevato;
 - ii. linea bilanciata, in cui si investe in ugual misura in azioni ed obbligazioni, e quindi il rischio si abbassa così come il rendimento;
 - iii. linea obbligazionaria, l'investimento è principalmente in azioni, rischio e rendimento sono bassi;
 - iv. linea garantita o assicurativa, che possono offrire garanzie di rendimento minimo annuo.

La scelta viene fatta in base alla propensione al rischio ma anche all'età anagrafica e agli anni che mancano per i requisiti di pensionamento.

Nel lungo periodo i maggiori rendimenti si ottengono dalle linee azionarie, mentre nel breve periodo è più opportuno orientarsi su linee più bilanciate o garantite. Nel corso della fase di accumulo si possono variare le opzioni di investimento, passando da una linea ad un'altra.

Anche per le valutazioni dei rendimenti per forma previdenziale, il sito della COVIP permette di consultare l'elenco dei rendimenti per fondo.

Si può fare un'ulteriore distinzione visto che esistono forme a contribuzione definita ed altre invece sono a prestazione definita. Per le tipologie a contribuzione definita, è appunto fissato l'ammontare della contribuzione che l'aderente deve dare al fondo, mentre la prestazione varierà a seconda del capitale accantonato, e da altre variabili quali ad esempio dal rendimento della gestione finanziaria del fondo. Viceversa per i fondi a prestazione definita, la contribuzione varierà in funzione della prestazione pre definita che si vuole avere a scadenza.

Prima dell'adesione ai potenziali aderenti le forme previdenziali mettono a disposizione diversi documenti che li aiutino ad orientarsi nella scelta. In particolare, forniscono una nota informativa circa le caratteristiche del fondo stesso. La nota informativa, mediante appositi schemi basati su criteri omogenei

di informazione, ha il compito di spiegare le modalità di contribuzione, il livello dei costi, le proposte di investimenti e i profili rischio/rendimento, ed infine i risultati ottenuti. In particolare, contiene:

- una scheda sintetica che descrive le opzioni di investimento ed i rendimenti storici, la descrizione dei costi distinto per anni di permanenza;
- descrizione delle scelte d'investimento, le prestazioni, i trasferimenti ed il regime fiscale;
- l'andamento della gestione.

Inoltre il fondo fornisce al potenziale aderente il progetto esemplificativo semplificato, nel quale viene stimata la pensione complementare sulla base della propria posizione (durata, contributi...). Infine, se si tratta di un fondo chiuso o preesistente viene fornito lo Statuto, il Regolamento per un fondo aperto, mentre se si tratta di un PIP viene fornito il Regolamento e le Condizioni generali di contratto.

3.4 Il funzionamento dei fondi pensione

Hanno facoltà di aderire alle forme pensionistiche complementari, dove l'adesione è libera e volontaria, le seguenti tipologie di lavoratori:

- i lavoratori dipendenti sia del settore privato che del settore pubblico;
- i lavoratori assunti in base alle tipologie contrattuali previste dalla legge Biagi: soggetti con contratto di lavoro in somministrazione, con contratto di lavoro intermittente, con contratto di lavoro ripartito, con contratto di lavoro a tempo parziale, con contratto di apprendistato, con contratto di inserimento, con contratto di lavoro a progetto, con contratto di lavoro occasionale;
- i lavoratori autonomi e i liberi professionisti, anche organizzati per aree professionali e per territorio;
- i soci lavoratori di cooperative;
- i soggetti che svolgono lavori di cura non retribuiti derivanti da responsabilità familiari nonché i soggetti che svolgono, senza vincolo di subordinazione, lavori non retribuiti in relazione a responsabilità familiari e che non prestano attività lavorativa autonoma o alle dipendenze di terzi e non sono titolari di pensione diretta.

Naturalmente, la specifica disciplina sul conferimento del trattamento di fine rapporto alle forme pensionistiche complementari trova applicazione solo con riferimento ai lavoratori dipendenti. Alle forme pensionistiche complementari di carattere individuale (fondi aperti e PIP) possono aderire anche soggetti diversi

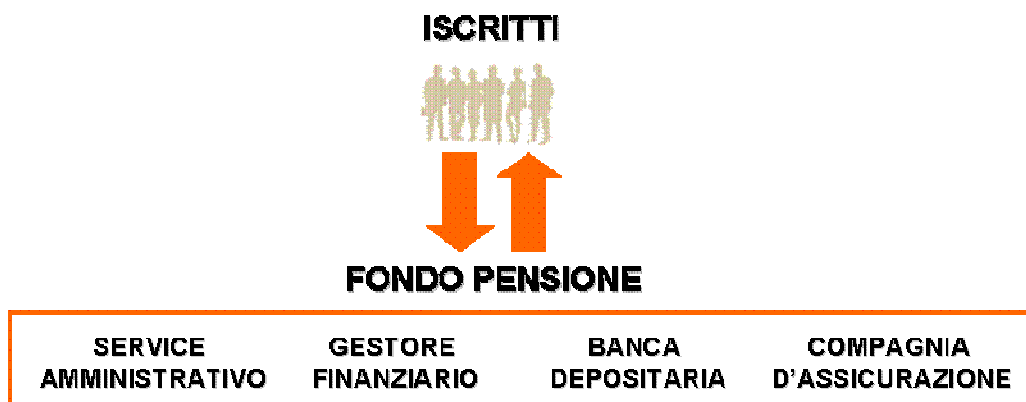
da quelli per cui si prevede il trasferimento del TFR a forme di previdenza complementare, come ad esempio i soggetti che non hanno reddito da lavoro.

Possono inoltre iscriversi alle forme pensionistiche complementari anche i c.d. "soggetti fiscalmente a carico" cioè quei soggetti rispetto ai quali il percettore del reddito fruisce delle deduzioni o delle detrazioni prevista dalla normativa fiscale vigente. Affinché i soggetti fiscalmente a carico possano effettivamente iscriversi ad un fondo pensione di natura negoziale è necessario che tale facoltà sia espressamente prevista dallo statuto del fondo pensione.

L'adesione ad una forma di previdenza complementare può avvenire su base individuale o collettiva:

- su base individuale: a titolo individuale o anche per il tramite del proprio datore di lavoro, qualora però non esista una fonte istitutiva (CCNL/accordo integrativo aziendale/accordo plurisoggettivo) che individui quel Fondo Pensione quale strumento di previdenza complementare aziendale;
- su base collettiva: solo ed esclusivamente per il tramite del proprio datore di lavoro e qualora esista una fonte istitutiva (CCNL/accordo integrativo aziendale/accordo plurisoggettivo) che individui quel Fondo Pensione quale strumento di previdenza complementare aziendale;

Gli iscritti quindi versano i contributi al fondo pensione, e in cambio, superato un predeterminato periodo contributivo, godranno delle prestazioni (rendita e/o capitale, anticipazioni e riscatti). Il fondo pensione a sua volta si avvale di diversi soggetti per la gestione di tutte le fasi, perché il fondo a seconda della sua tipologia può anche solo raccogliere adesioni. Vediamo nel dettaglio:



3.4.1 Service amministrativo

Si occupa della gestione dei contributi, delle liquidazioni e di eventuali trasferimenti, ovvero gestisce di norma sia il ciclo attivo, relativo alla fase di accumulo che quello passivo relativo alla fase di decumulo, sgravando quindi il gestore del fondo negoziale, del fondo aperto o del PIP dalla attività amministrativa attraverso l'esternalizzazione dell'intero processo.

Il ciclo attivo comprende tutte le attività riguardanti raccolta, gestione e investimento delle contribuzioni, la tenuta delle posizioni individuali degli aderenti, la relazione con le aziende e la reportistica per il Fondo stesso. In particolare il service amministrativo:

- gestisce i flussi informativi per la registrazione delle anagrafiche e per la raccolta di contribuzioni;
- gestisce ed aggiorna le posizioni individuali;
- gestisce le posizioni (richieste di trasferimento, cambio comparto, attivazione di coperture accessorie, ecc.);
- produce resoconti sia per il Fondo che per gli aderenti.

La gestione del ciclo passivo è invece legata ai servizi previdenziali in uscita dal Fondo, sia al momento del pensionamento sia prima del raggiungimento di tale termine. La gestione amministrativa comprende quindi tutte le attività riguardanti le liquidazioni delle posizioni individuali ed in particolare:

- raccolta delle richieste di riscatto, prestazione (in capitale o in rendita), anticipazione o trasferimento ad altro fondo pensione e forma pensionistica individuale;
- esecuzione degli adempimenti fiscali conseguenti all'erogazione;
- elaborazione dei conteggi effettuati per i beneficiari;
- predisposizione dei cedolini di pensione mensili per i beneficiari e della certificazione del sostituto di imposta (modello CUD).

3.4.2 Gestore finanziario

Il fondo si può avvalere di una società per la gestione del risparmio, che si occupa sostanzialmente dell'investimento dei contributi secondo i comparti prescelti dall'iscritto, nel rispetto della normativa vigente e delle politiche d'investimento stabilite dal soggetto istitutore del fondo. In particolare, l'attività di gestione del patrimonio dei fondi pensione da parte della SGR prevede l'applicazione di requisiti patrimoniali commisurati all'ammontare della massa complessivamente gestita. Eventualmente, e solo nel caso della gestione di fondi pensione accompagnata dalla garanzia di restituzione del capitale, le SGR devono

possedere un requisito patrimoniale pari all'ammontare delle risorse necessarie per far fronte all'impegno assunto in relazione alla garanzia prestata.

E' importante sottolineare che nonostante la gestione sia affidata a terzi, nella fase di accumulo il fondo mantiene una posizione giuridicamente rilevante sotto il profilo del rischio. Il gestore finanziario perciò assume il solo compito di impiegare i capitali, mentre il rischio continua a gravare sul fondo di riferimento. Il fondo però ha facoltà di neutralizzare tal rischio con apposite clausole apposte nelle convenzioni di gestione, come ad esempio la garanzia di restituzione di un capitale non inferiore a quello affidato.

I fondi che si avvalgono di una società per la gestione del risparmio sono i fondi negoziali e alcuni fondi preesistenti, mentre i fondi aperti e i PIP gestiscono le risorse direttamente. I fondi negoziali generalmente hanno più di un gestore specializzato in funzione della tipologia di investimento e dell'eventuale gestione attiva di specifici rischi finanziari¹⁹. Alla fine del 2010 le risorse dei 38 fondi negoziali erano affidate in gestione a 38 intermediari sulla base di 235 convenzioni di gestione, relative all'acquisto e alla vendita di strumenti finanziari, a cui si aggiungono 6 convenzioni per la gestione del rischio, di cui 4 relative alla gestione del rischio valutario.

Fondi pensione negoziali. Risorse in gestione per tipologia di intermediario.⁽¹⁾

(dati di fine anno; importi in milioni di euro)

Tipologia di intermediario	Num. intermediari		Num. convenzioni		Risorse in gestione			
	2009	2010	2009	2010	2009		2010	
					Importo	%	Importo	%
Imprese italiane								
Assicurazioni	8	7	60	56	5.157	27,4	4.631	20,7
SGR	17	12	114	112	8.703	46,3	8.991	40,3
SIM	2	2	4	3	278	1,5	227	1,0
Banche	1	1	9	8	663	3,5	770	3,5
Totale	28	22	187	179	14.802	78,7	14.619	65,5
Imprese di altri Paesi UE	13	16	46	56	4.010	21,3	7.702	34,5
Totale	41	38	233	235	18.812	100,0	22.321	100,0

(1) Si fa riferimento ai mandati relativi alla gestione degli investimenti in titoli; non si tiene conto dei mandati per la gestione del rischio, operativi alla fine dei singoli anni. Non si tiene conto del mandato relativo al comparto garantito di FONDOSANITÀ non ancora operativo alla fine del 2010.

Quello che emerge inoltre è il grado di concentrazione del mercato, per il quale ai primi 5 gestori è affidato il 47 per cento delle risorse e che le due quote di mercato più rilevanti sono in capo a due imprese di diritto italiano (rispettivamente una SGR e una società di assicurazioni).

¹⁹ Vedi COVIP, Relazione per 2010, 2011.

Nel 2012 scadono ben 65 mandati di gestione su 141, per un volume complessivo di asset under management vicino ai 10 miliardi di euro (sui 25 complessivi per la categoria). Da considerare un nodo rilevante che 26 delle 65 linee di gestione per cui scadono i mandati, sono garantite: un quarto di queste hanno offerto finora un rendimento pari a quello del trattamento di fine rapporto, ossia il 75% dell'inflazione più l'1,5%, grazie a convenzioni stipulate dai fondi pensione con le compagnie assicurative, all'indomani dell'introduzione della riforma del Tfr del 2007.

Visto l'andamento dei mercati in questi ultimi anni sarà difficile per il mondo assicurativo mantenere i livelli di rendimento precedenti a causa dell'elevata onerosità: si può quindi ipotizzare che difficilmente saranno rinnovate queste forme di garanzie.

Oltre ai Btp tradizionali, si candidano a diventare gli strumenti di base delle gestioni previdenziali i Buoni del Tesoro poliennali indicizzati all'inflazione: a fronte di un +7% offerto dai loro parenti, i bond collegati al costo della vita europea hanno offerto a fine novembre 2011 una cedola leggermente superiore, il 7,3% ossia più del doppio rispetto al tasso di crescita dei prezzi al consumo (+3,4% a novembre), che rappresenta il benchmark fondamentale di tutte le gestioni finanziarie²⁰.

3.4.3 Banca depositaria

Si occupa di custodire degli strumenti finanziari e delle disponibilità liquide del fondo pensione, distintamente dal gestore finanziario. Inoltre, esegue le istruzioni impartite dal soggetto gestore del patrimonio. Risulta quindi responsabile sia nei confronti del gestore che dei partecipanti al fondo per ogni pregiudizio da essi subito in conseguenza dell'inadempimento dei propri obblighi. Anche la banca depositaria deve soddisfare precisi requisiti:

- deve essere italiana, oppure di uno stato membro dell'Unione Europea, avente succursale in Italia;
- patrimonio di vigilanza non inferiore a 100 milioni di euro;
- aver maturato un'esperienza adeguata all'incarico da assumere;
- assetto organizzativo idoneo a garantire l'adempimento dei compiti affidati.

In sostanza, la banca depositaria rappresenta un ulteriore presidio di sicurezza per gli investimenti previdenziali.

²⁰ Consulta www.ilsole24ore.com

3.4.4 Impresa di assicurazione

Si occupa principalmente dell'erogazione delle prestazioni. Il fondo, per determinate forme pensionistiche può stipulare apposite convenzioni con imprese assicurative per le eventuali prestazioni per invalidità e premorienza. Nell'esecuzioni di tali convenzioni non si ricorre alla banca depositaria.

Le convenzioni di erogazioni, come quelle di gestione, vengono stipulate dal fondo pensione, che quindi nei confronti dei beneficiari resta l'unico soggetto obbligato e come nel caso delle convenzione di erogazione queste sono sottoscritte da quelle forme di previdenza complementare non abilitate alla gestione della rendita ed in particolare i fondi pensione negoziali e alcuni fondi preesistenti.

3.5 Fase di Accumulo: l'adesione ed il conferimento dei contributi

Per quanto riguarda il finanziamento delle forme pensionistiche bisogna inizialmente distinguere la tipologia dei fondi. Infatti, ad esclusione dei lavoratori autonomi e dei liberi professionisti, i fondi pensione sono a contribuzione definita, mentre per le altre tipologie di lavoratori i fondi pensione possono anche essere a prestazione definita.

Nei piani pensionistici a contribuzione definita, l'ammontare dei contributi è noto sin dall'origine, mentre non è predeterminata la prestazione a scadenza. Viceversa, nei piani pensionistici a prestazione definita, il contributo è definito in base alla prestazione che si vuole raggiungere a scadenza, e quindi può essere soggetto a variazioni anche sensibili nel tempo. La contribuzione per i lavoratori dipendenti, nel caso di adesione collettiva, è rappresentata generalmente dalle seguenti tre voci:

- i contributi a carico del lavoratore;
- i contributi a carico del datore di lavoro;
- Trattamento di Fine Rapporto (conferito integralmente o parzialmente).

Nelle forme pensionistiche collettive, gli accordi e i contratti possono stabilire la misura minima della contribuzione (in cifra fissa o in percentuale della retribuzione) dei lavoratori e dei datori di lavoro. Questi contributi, come vedremo in seguito, entrano in un regime fiscale agevolato. In ogni caso il datore di lavoro è obbligato a versare il contributo a suo carico se si verificano entrambe le seguenti condizioni:

- la forma di previdenza complementare è istituita dal contratto o dall'accordo collettivo, anche aziendale;
- il lavoratore versa il contributo a proprio carico.

Decorsi due anni dalla data di partecipazione ad una forma pensionistica complementare, l'aderente ha facoltà di trasferire l'intera posizione individuale maturata ad altra forma pensionistica. In tal caso, il lavoratore ha diritto al versamento alla forma pensionistica da lui prescelta del TFR maturando e dell'eventuale contributo a carico del datore di lavoro nei limiti e secondo le modalità stabilite dai contratti o accordi collettivi, anche aziendali. La portabilità del contributo datoriale non è però automatica, ma è subordinata appunto a quanto contenuto nei contratti o accordi collettivi.

Nella tabella successiva si riportano alcuni esempi di contributi datoriali sulla base di alcuni dei principali contratti nazionali, espressi ovviamente come percentuale della retribuzione:

Fondo Pensione	Contribuzione datoriale Principali CCNL
COMETA Metalmeccanico	1,6%
FONCHIM Chimico	1,2%
ALIFOND All'industria	1,2%
PREVEDI Edilizia	1%

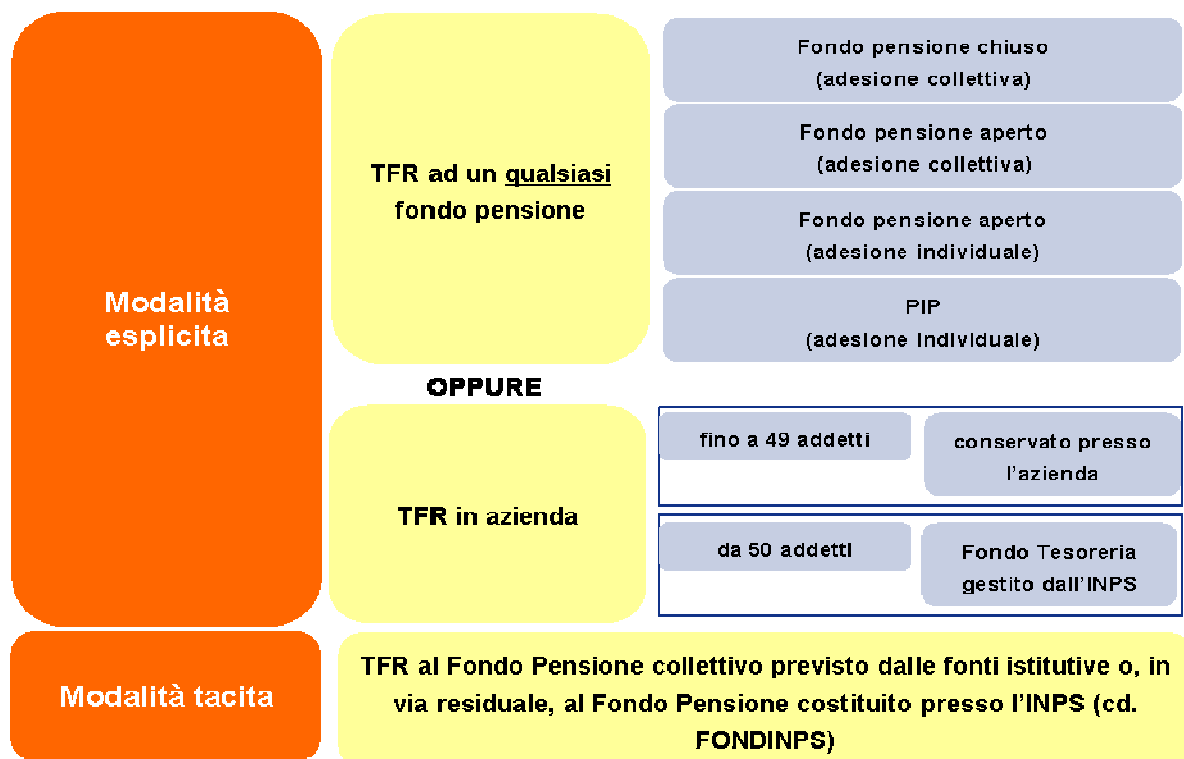
Nelle forme pensionistiche individuali, il lavoratore, nel caso in cui versi contributi a proprio carico, ha diritto anche alla contribuzione a carico del datore di lavoro, ma sempre nei limiti e secondo le modalità stabilite dagli accordi collettivi.

Una delle novità più importanti della Riforma riguarda il Trattamento di Fine Rapporto (TFR) che può essere utilizzato come fonte di finanziamento delle forme pensionistiche complementari. Il Trattamento di Fine Rapporto, così come definito dall'articolo 2120 del Codice Civile, è la somma alla quale il lavoratore ha diritto in caso di cessazione del rapporto di lavoro subordinato. "Tale trattamento si calcola sommando per ciascun anno di servizio una quota pari e comunque non superiore all'importo della retribuzione dovuta per l'anno stesso divisa per 13,5". Più comunemente il TFR è conosciuto come "Liquidazione", nato con la Legge n. 297 del 29 maggio 1982, ha sostituito l'indennità di anzianità. Annualmente viene maturato un importo pari al 7,41% della retribuzione annua, anche se solo il 6,91% viene effettivamente accantonato a favore del lavoratore in quanto dell'ammontare restante:

- 0,2% viene destinato al Fondo di garanzia del TFR presso l'INPS (fondo istituito presso l'INPS che riconosce il TFR ai lavoratori in caso di insolvenza della propria azienda);
- 0,3% viene destinato al Fondo per la Cassa integrazione per il finanziamento delle prestazioni aziendali.

Inoltre l'articolo 2120 del Codice Civile definisce che "Il prestatore di lavoro, con almeno otto anni di servizio presso lo stesso datore di lavoro, può chiedere, in costanza di rapporto di lavoro, una anticipazione non superiore al 70 per cento sul trattamento cui avrebbe diritto nel caso di cessazione del rapporto alla data della richiesta. Le richieste sono soddisfatte annualmente entro i limiti del 10% degli aventi titolo, di cui al precedente comma, e comunque del 4% del numero totale dei dipendenti. La richiesta deve essere giustificata dalla necessità di: spese sanitarie per terapie e interventi straordinari riconosciuti dalle competenti strutture pubbliche e acquisto della prima casa di abitazione per sé o per i figli.

L'anticipazione può essere ottenuta una sola volta nel corso del rapporto di lavoro e viene detratta, a tutti gli effetti dal trattamento di fine rapporto. Condizioni di miglior favore possono essere previste dai contratti collettivi o da patti individuali. I contratti collettivi possono altresì stabilire criteri di priorità per l'accoglimento delle richieste di anticipazione. E' infatti stata individuata una modalità ben precisa e dettagliata per destinare il TFR maturato ai fondi pensione, come sintetizzato nella seguente tabella.



Il conferimento, quindi, avviene attraverso la modalità esplicita qualora il lavoratore dipendente entro 6 mesi dalla data di prima assunzione sceglie di destinare il proprio TFR maturando alle forme pensionistiche complementari, oppure di mantenerlo presso il datore di lavoro. Nel caso in cui il lavoratore decida di mantenerlo in azienda, e l'azienda sia composta da più di 50 addetti il TFR viene trasferito al Fondo Tesoreria gestito dall'INPS. Il TFR confluito al "Fondo Tesoreria" sarà gestito secondo le regole previste dall'art. 2120 del C.C. per il TFR accantonato in azienda (stessa rivalutazione, stessa tassazione).

Il Fondo Tesoreria è un conto corrente aperto presso la Tesoreria dello Stato e gestito dall'INPS. Da specificare che non è un fondo pensione, e quindi non garantisce alcuna pensione complementare; alla cessazione del rapporto di lavoro offre un capitale identico a quello che sarebbe maturato in azienda. La liquidazione del TFR in caso di cessazione del rapporto di lavoro o richiesta di anticipazione è effettuata direttamente dal datore di lavoro. Quindi il TFR deve essere versato mensilmente al Fondo Tesoreria, mentre il datore di lavoro resta il soggetto obbligato alla liquidazione del TFR al dipendente, inoltre liquida al dipendente il TFR di sua spettanza, opportunamente rivalutato, e poi recupera tale somme per conguaglio con le quote di TFR mensili dovute al Fondo stesso.

Qualora il lavoratore entro 6 mesi dall'assunzione non si esprime, scatta il silenzio-assenso (modalità tacita), e quindi il suo TFR maturando sarà conferito automaticamente ed obbligatoriamente:

- alla forma previdenziale prevista da accordi o contratti collettivi;
- se vi sono più fondi pensione di riferimento, alla forma con più aderenti;
- in caso di assenza di un fondo pensione di riferimento, a FONDINPS.

FONDINPS è un fondo pensione costituito presso l'INPS, cosiddetto residuale, ed offre le stesse prestazioni degli altri fondi. Le risorse di FONDINPS costituiscono patrimonio autonomo e separato rispetto a quello dell'INPS. Su queste risorse non sono ammesse azioni esecutive né da parte dei creditori degli iscritti né da parte dei creditori dell'Istituto. Questo fondo non può essere scelto esplicitamente ma l'aderente può decidere di destinarvi una quota di contribuzione a proprio carico. La posizione individuale costituita presso FondInps può essere trasferita ad un altro fondo non prima di un anno dall'adesione.

Non deve scegliere il lavoratore che già in data antecedente al 1 gennaio 2007 aderiva a un fondo pensione versando integralmente il TFR. In relazione alla data di assunzione e all'anzianità contributiva maturata presso gli enti di previdenza obbligatoria si aprono quindi diverse possibilità di scelta per i lavoratori.

Fermo restando la volontà del lavoratore di aderire alla previdenza complementare, il TFR maturando viene conferito con cadenza almeno annuale alle forme di previdenza.

Qualora l'adesione ad un fondo prevedesse in conferimento esclusivamente del TFR, il lavoratore può decidere se destinare in aggiunta una parte della retribuzione, anche se non esistono degli accordi collettivi in tal senso, e lo stesso può fare il datore di lavoro.

3.6 Fase di erogazione: le prestazioni

Il diritto alla prestazione pensionistica si acquisisce al momento della maturazione dei requisiti di accesso alle prestazioni stabilite nel regime obbligatorio di appartenenza, con almeno 5 anni di partecipazione alle forme pensionistiche complementari. In ogni caso, passati 2 anni dalla data di partecipazione ad una forma pensionistica complementare l'aderente può trasferire l'intera posizione maturata ad un'altra forma pensionistica: la cosiddetta portabilità. Questa facoltà non può venire limitata da alcun statuto o regolamento. Le prestazioni si suddividono in due categorie principali: pre e post-pensionamento.

3.6.1 Prestazioni pre-pensionamento:

Tali prestazioni si distinguono in: anticipazioni, trasferimenti o riscatto della posizione individuale. In determinati casi la legge consente, in modo analogo a quanto avviene per il TFR lasciato presso il datore di lavoro, di usufruire di anticipazioni. La somma da anticipare è calcolata sulla posizione individuale maturata, formata dai versamenti effettuati e dai rendimenti realizzati fino a quel momento.

L'iscritto può ottenere l'anticipazione della posizione individuale per:

- spese sanitarie conseguenti a gravissime condizioni relative a sé, al coniuge e ai figli (terapie e interventi straordinari riconosciuti dalle competenti strutture pubbliche), in qualsiasi momento della partecipazione alla forma pensionistica e fino al 75% della posizione individuale maturata;
- l'acquisto e la ristrutturazione della prima casa di abitazione per sé e per i figli, dopo 8 anni di iscrizione al fondo e fino al 75% della posizione maturata;
- ulteriori esigenze dell'iscritto dopo 8 anni di iscrizione al fondo e fino al 30% della posizione individuale maturata. (Per la maturazione degli otto

anni di iscrizione sono considerati tutti i periodi di partecipazione alle forme pensionistiche complementari per i quali non si sia esercitato il riscatto).

In ogni caso le somme percepite a titolo di anticipazione non possono mai eccedere, complessivamente, il 75% del totale dei versamenti. Le anticipazioni possono essere reintegrate in qualsiasi momento.

L'iscritto può trasferire la posizione individuale ad altra forma pensionistica complementare e questo avviene:

- in caso di perdita dei requisiti di partecipazione (ad esempio per cambiamento di attività lavorativa): il lavoratore quindi, in alternativa al riscatto, può trasferire la posizione individuale maturata alla forma pensionistica complementare alla quale può accedere in base alla nuova attività lavorativa;
- per effetto di scelta volontaria: decorsi due anni di iscrizione ad una forma pensionistica complementare, l'aderente può trasferire l'intera posizione individuale presso un'altra forma pensionistica complementare sia collettiva che individuale.

In caso di trasferimento, il lavoratore ha diritto alla prosecuzione dei versamenti alla forma pensionistica prescelta sia del TFR sia dell'eventuale contribuzione a carico del datore di lavoro, nei limiti e secondo le modalità stabiliti da contratti o accordi collettivi.

L'aderente che prima del pensionamento perde i requisiti di partecipazione alla forma pensionistica complementare, in alternativa al trasferimento della posizione ad un'altra forma pensionistica complementare, può chiedere, sotto determinate condizioni, il riscatto della posizione, vale a dire la restituzione della posizione individuale accumulata oppure mantenere la posizione individuale accantonata presso il fondo, anche in assenza di contribuzione.

Il riscatto può essere parziale o totale e può essere chiesto nei seguenti casi e misure:

- il 50% della posizione maturata (riscatto parziale) nel caso in cui il periodo di disoccupazione conseguente alla cessazione dell'attività lavorativa sia compreso tra 12 e 48 mesi o in caso di ricorso da parte del datore di lavoro a procedure di mobilità, cassa integrazione guadagni ordinaria o straordinaria;
- il 100% della posizione maturata (riscatto totale) nel caso in cui il periodo di disoccupazione conseguente alla cessazione dell'attività lavorativa sia

superiore a 48 mesi o nel caso di invalidità permanente che comporti la riduzione della capacità di lavoro a meno di un terzo.

In caso di perdita dei requisiti di partecipazione, le forme pensionistiche complementari collettive (fondi pensione negoziali e fondi pensione aperti ad adesione collettiva) possono inoltre prevedere la possibilità di riscattare la posizione maturata in linea con le causali di perdita dei requisiti di partecipazione sin qui ammesse negli statuti e regolamenti, anche sulla base delle previsioni della contrattazione collettiva. Tuttavia il riscatto immediato per perdita dei requisiti di partecipazione viene tassato in misura più sfavorevole (23%) rispetto a quanto previsto negli altri casi di legge.

Nell'ipotesi di decesso dell'aderente in costanza di attività lavorativa (cioè, prima del pensionamento), l'intera posizione maturata è riscattata dagli eredi o in mancanza di questi, dai beneficiari indicati dall'iscritto. In mancanza di tali soggetti, la posizione viene assorbita dal fondo o, se si tratta di forme pensionistiche individuali, è devoluta a finalità sociali secondo modalità stabilite con Decreto del Ministro del lavoro e della previdenza sociale.

3.6.2 Prestazioni al momento del pensionamento

Per regola, le prestazioni pensionistiche, devono consistere nell'erogazione di rendite. Tranne nei casi in cui gli iscritti hanno la possibilità di recepire, almeno in parte, la prestazione in capitale. Quindi, nella maggior parte dei casi, i fondi pensione sono vincolati ad erogare le rendite con l'impiego di tutto o parte del capitale maturato con i vari contributi versati nel tempo.

Per l'erogazione sono previste due diverse opzioni:

1. stipula di convenzioni con imprese di assicurazioni autorizzate all'esercizio dell'assicurazione sulla vita. In questo caso la rendita viene erogata dall'impresa d'assicurazione, mentre il fondo avrà il compito di retrocederla all'iscritto, che abbia ovviamente maturato i diritti necessari.
2. l'erogazione diretta da parte del fondo. Il fondo per poter erogare direttamente le rendite deve essere autorizzato dalla COVIP. L'autorizzazione è subordinata alla verifica del possesso di determinati requisiti quali ad esempio la dimensione del fondo per numero di iscritti e l'adeguatezza dei mezzi patrimoniali costituiti. In tal caso viene verificato anche se il fondo ha stipulato convenzioni per far fronte eventualmente fronte al rischio di sopravvivenza oltre la speranza di vita media.

Il lavoratore ha diritto a richiedere fino al 50% del montante maturato in capitale; l'iscritto può scegliere di ricevere l'intera prestazione in capitale, se al momento del pensionamento, convertendo in rendita il 70% del montante finale l'importo della pensione complementare risulta inferiore alla metà dell'assegno sociale INPS (attualmente pari a 381,72 euro mensili). Nel calcolo del capitale

vengono detratte eventuali somme erogate a titolo di anticipazione, qualora non reintegrate.

E' il fondo che sceglie la tipologia di rendita da offrire ai propri iscritti. La rendita è un prodotto molto complesso, in quanto coinvolge scelte che incidono sull'importo della stessa, e presenta un'elevata gamma di realizzazioni. Perciò le scelte del fondo di appartenenza in tema di rendite vitalizie devono essere chiare ed accurate per poter essere ben comprese da tutti gli aderenti.

L'aderente che opta, in tutto o in parte, per la rendita può solitamente scegliere fra diverse tipologie di rendita:

- rendita vitalizia immediata prevede il pagamento di una rendita vitalizia a fronte di un premio unico, la rendita è rivalutata di anno in anno finché l'assicurato è in vita. È prevista l'opzione di reversibilità e di contro assicurazione;
- rendita vitalizia differita prevede il pagamento di una rendita vitalizia alla scadenza di un periodo definito dall'assicurato, a fronte del pagamento di un premio o alla fine di un piano di versamenti definito. Anche in questo caso la rendita si rivalutata di anno in anno e viene pagata fino a che il beneficiario è in vita; possono essere previste le opzioni di reversibilità e contro assicurazione;
- rendita certa e poi vitalizia viene corrisposta al pensionato o in caso di decesso ai beneficiari/eredi, per il numero di anni stabiliti dall'aderente stesso. Al termine di questo periodo la rendita si trasforma in vitalizia nel caso in cui il pensionato sia ancora in vita, si estingue nel caso in cui sia deceduto.

Inoltre, possono essere aggiunte ad ogni tipologia di rendita se le seguenti opzioni: reversibilità qualora al decesso del beneficiario subentrino nel diritto di percezione della rendita gli eredi; controassicurazione, quando in caso di decesso dell'aderente i premi versati al netto delle rendite già erogate, sono liquidate agli eredi; maggiorazione per LTC quanto in caso di non autosufficienza dell'aderente si prevede una maggiorazione della rendita erogata.

3.7 I vantaggi per il datore di lavoro

Come già detto, ai sensi dell'articolo 2120 del Codice Civile, il datore di lavoro deve accantonare il TFR, o trattamento di fine rapporto. L'ammontare viene corrisposto al lavoratore quando il rapporto di lavoro cessa. Il datore di lavoro è però vincolato a destinarne parte al Fondo di garanzia del TFR presso l'INPS, e parte al Fondo per la Cassa integrazione. Inoltre per legge il TFR ha un rivalutazione annua, che si ottiene sommando il 75% dell'aumento del costo della

vita per gli operai e gli impiegati accertato dall'ISTAT nel mese in esame rispetto al mese di dicembre dell'anno precedente, e un tasso fisso pari all'1,5% su base annua.

Qualora il lavoratore decidesse di destinare il TFR ad una forma di previdenziale complementare, è previsto che ci siano dei vantaggi anche per il datore di lavoro. Il legislatore infatti ha previsto delle misure compensative per incentivare maggiormente l'introduzione della riforma. Le principali misure prevedono:

- la deducibilità del reddito d'impresa:
 - I. nel caso in cui l'azienda abbia fino a 49 dipendenti la deducibilità è pari al 6% del TFR destinato a fondi pensione
 - II. nel caso in cui l'azienda abbia più di 50 dipendenti la deducibilità è pari al 4% del TFR destinato a fondi pensione o al fondo tesoreria dell'INPS
- l'esonero dal contributo al fondo di garanzia
- l'esonero della rivalutazione delle quote del TFR.

Inoltre il versamento dell'ammontare ad un fondo permette di alleggerire la posizione debitoria in bilancio, con conseguente ottenimento di una valutazione patrimoniale migliore per eventualmente accedere al credito.

Inoltre i contributi versati dal datore di lavoro alla previdenza complementare:

- sono considerati "costo del lavoro", pertanto concorrono all'abbattimento del reddito del datore di lavoro ed alla conseguente diminuzione delle imposte corrispondenti;
- sono soggetti al 10% di oneri sociali (cd. contributo di solidarietà) anziché al 23,81% di contributi previdenziali.

Quindi si può dire che per il datore di lavoro è meno oneroso aumentare il contributo alla previdenza complementare piuttosto di un aumento in busta paga.

3.8 Il regime fiscale

Al fine di incentivare l'adesione alle forme di previdenza complementare è stato cambiato il sistema fiscale in maniera sostanziale. La normativa infatti prevede l'applicazione di un regime fiscale agevolato sia per i versamenti che poi per le prestazioni derivanti dall'adesione ad una forma di previdenza complementare. La disciplina fiscale delinea un sistema articolato nelle tre fasi di accumulazione, investimento ed erogazione. Questo modello è sviluppato secondo lo schema

“ETT” – Esenzione-Tassazione-Tassazione. Ovvero è prevista l’esenzione dei contributi (entro determinati limiti di deducibilità), la tassazione dei rendimenti prodotti nella fase di accumulo e la tassazione delle prestazioni erogate, al netto della quota corrispondente ai rendimenti già tassati e al netto dei contributi non dedotti. Inoltre, va aggiunto che normalmente la quota del TFR viene sottoposta a tassazione separata, con un’aliquota media degli ultimi 5 anni, e non inferiore al 23%, mentre le rivalutazioni sono tassate all’11%.

3.8.1 Contributi

Tutti i contributi versati alle forme di previdenza complementare, sia quelli versati dal lavoratore che quelli versati dal datore di lavoro sono interamente deducibili dal reddito Irpef fino ad un massimo di 5.164,67 euro. Inoltre, per i lavoratori di prima occupazione successiva al primo gennaio 2007 è previsto che nei 20 anni successivi al quinto anno di partecipazione a forme pensionistiche complementari, hanno la possibilità di dedurre contributi eccedenti il plafond annuo di 5.164,57 euro. L’ammontare si determina come differenza positiva tra 25.822,85 euro e i contributi effettivamente dedotti nei primi 5 anni, con il massimo di 2.582,29 euro annui (massimo deducibile annuo: 7.746,86 euro).

Trattamento diverso viene riservato ai lavoratori che sono iscritti ad un fondo pensione in squilibrio finanziario. I contributi versati a tali fondi sono pienamente deducibili e senza il limite di 5.164,57 euro. In caso di contemporanea iscrizione ad un fondo in situazione di squilibrio finanziario e ad altre forme di previdenza complementare, la deducibilità dal reddito complessivo dei contributi versati a questi ultimi fondi è possibile nel limite della differenza, se positiva, tra 5.164,57 euro e i contributi versati ai citati fondi in squilibrio finanziario.

Il risparmio fiscale è calcolato come aliquota marginale IRPEF e quindi, utilizzando la tabella di aliquote riportata di seguito, se un lavoratore che ha un reddito pari a 25.000 euro e versa 500 euro al fondo pensione consegue un risparmio fiscale pari a 135 euro (il 27% del contributo versato). Non rientra nel computo dell’importo deducibile il TFR.

Fascia di Reddito	Aliquota
Fino 15.000 €	23%
da 15.000 a 28.000 €	27%
da 28.000 a 55.000 €	38%
da 55.000 a 75.000 €	41%
oltre 75.000 €	43%
Aliquote IRPEF Finanziaria 2007	

3.8.2 Rendimenti

I rendimenti, intesi come risultati positivi agli investimenti delle somme date in gestione ai soggetti previsti (Società di investimento mobiliare, Banche, ecc) sono tassati dell'11%, mentre per le altre forme di investimento il tasso è più alto. In caso di rendita rivalutabile, il rendimento finanziario è tassato con una aliquota del 12,5%.

3.8.3 Prestazioni

Le prestazioni erogate dai fondi, che siano sotto forma di capitale, di rendita o anticipazioni, ed i riscatti vengono tassati pro-quota secondo diversi regimi fiscali. Infatti i montanti vengono suddivisi in 3 periodi diversi: prima del 31 dicembre 2000; tra il 1 gennaio 2001 e il 31 dicembre 2006; dopo il 1 gennaio 2007. Quindi le quote di prestazione vengono suddivise sulla base delle diverse quote di maturazione e a queste viene applicato il regime fiscale vigente per quel periodo.

I tre regimi fiscali vengono qui descritti nel dettaglio per le principali prestazioni, ovvero sotto forma di capitale o rendita. Per le altre prestazioni ci si riferisce al regime fiscale per montanti maturati post 1 gennaio 2007.

1. Anticipazioni

Come già detto, in determinati casi, la legge consente di usufruire di anticipazioni. A seconda dei casi previsti l'importo viene tassato in maniera diversa. O meglio per:

- spese sanitarie è prevista una ritenuta a titolo d'imposta con l'aliquota al 15%. Riducibile di 0,30% per ogni anno eccedente il quindicesimo anno di partecipazione al fondo, fino ad un minimo di 9%;
- acquisto o ristrutturazione della prima casa per se o per i figli, la ritenuta a titolo di imposta è pari al 23%;
- ulteriori esigenze: come nel caso precedente l'imposta è pari al 23%.

Al fine di ricostituire la posizione individuale esistente all'atto dell'anticipazione, la legge prevede che, a discrezione dell'aderente alla forma pensionistica, le anticipazioni possano essere reintegrate in qualsiasi momento, mediante contribuzioni anche annuali eccedenti il limite di 5.164,57 euro. La reintegrazione può avvenire in unica soluzione o mediante contribuzioni periodiche.

Per agevolare il contribuente che decide di reintegrare la propria posizione presso il fondo, è riconosciuto un credito d'imposta pari all'imposta pagata al momento della fruizione dell'anticipazione, proporzionalmente riferibile all'importo reintegrato. Il credito può anche essere utilizzato per compensare

altre imposte. Tali regole sul reintegro sono applicabili alle sole anticipazioni erogate dal 1° gennaio 2007 e ai montanti maturati a decorrere dalla predetta data.

Poiché la posizione individuale è genericamente composta da contributi dedotti, contributi non dedotti e rendimenti già tassati, le somme versate a titolo di reintegro, dovendo ripristinare la posizione contributiva esistente alla data dell'anticipazione, dovranno essere imputate pro quota ai vari elementi che componevano l'anticipazione.

2. Riscatto

Qualora il riscatto totale della posizione avvenga per perdita dei requisiti di partecipazione allora l'aliquota imposta è pari al 23%. Invece se il riscatto. Invece nel caso in cui il riscatto, sia totale che parziale, avvenga per tutti gli altri motivi di sopra illustrati, la tassazione è pari a quella già spiegata per le anticipazioni richieste per spese sanitarie. Ovvero l'aliquota applicata è pari al 15% riducibile fino al 9%

3. Capitale

Come anticipato nel calcolo della tassazione del capitale si applicano tre regimi fiscali differenti, vediamo come:

- **Periodo fino al 31 dicembre 2000:**
Per coloro i quali sono iscritti alla previdenza obbligatoria prima del 28 aprile 1993, la prestazione in capitale, al netto dei contributi versati dal lavoratore non eccedenti il 4% della retribuzione annua, è soggetta a tassazione separata con aliquota TFR. Per i nuovi iscritti, ovvero coloro i quali sono iscritti dopo il 28 aprile 1993, invece al netto dei contributi versati dal lavoratore non eccedenti il 2% della retribuzione annua, è soggetta a tassazione separata con calcolo del reddito di riferimento e della relativa aliquota media determinata sulla base degli scaglioni IRPEF e degli stessi criteri previsti per la tassazione del TFR.
- **Periodo dal 1 gennaio 2001 al 31 dicembre 2006:**
La prestazione in capitale, al netto dei redditi già assoggettati ad imposta (rendimenti finanziari, soggetti ad imposta sostitutiva dell'11%; eventuali contributi non dedotti), è soggetta a tassazione separata con calcolo del reddito di riferimento e della relativa aliquota media determinata sulla base degli scaglioni IRPEF e degli stessi criteri previsti per la tassazione del TFR.
E' prevista inoltre l'abolizione della riliquidazione in base all'aliquota media degli ultimi 5 anni del contribuente e l'abrogazione della doppia imposizione dei rendimenti finanziari se la prestazione in capitale è superiore a un terzo del montante, salvo che per i vecchi iscritti che optino per il vecchio regime fiscale.

Ad ogni modo per valutare l'effettiva tassazione degli importi derivanti dai due periodi considerati, l'aliquota viene determinata su un reddito di riferimento che considera, al numeratore, la prestazione in forma di capitale riferite ad entrambi i periodi al netto dei redditi già assoggettati ad imposta e delle somme non dedotte.

- Periodo dal 1 gennaio 2007:
Come già ampiamente illustrato per le prestazioni già descritte, anche la prestazione in capitale, al netto dei redditi già assoggettati ad imposta è soggetta a tassazione a titolo definitivo con aliquota pari al 15%, riducibile al 9%, in base agli anni di permanenza nel fondo. Si giunge al 9% dopo 35 anni di iscrizione ad una forma di previdenza complementare.

4. Rendita

I rendimenti finanziari maturati a partire dalla data di erogazione della rendita sono assoggettati a tassazione con imposta sostitutiva del 12,5%, per tutti e tre i regimi fiscali.

- Periodo fino al 31 dicembre 2000:
La prestazione periodica è assoggettata a tassazione ordinaria nella misura dell'87,5% del suo ammontare. Tali prestazioni quindi concorrono a formare la base imponibile delle addizionali IRPEF.
- Periodo dal 1 gennaio 2001 al 31 dicembre 2006:
La prestazione periodica al netto dei redditi già assoggettati ad imposta (rendimenti finanziari, soggetti ad imposta sostitutiva dell'11%; eventuali contributi non dedotti) è soggetta a tassazione ordinaria. Anche tali prestazioni vanno riportate in dichiarazioni, per poi formare la base imponibile delle addizionali IRPEF.
- Periodo dal 1 gennaio 2007:
Anche la prestazione periodica, al netto dei redditi già assoggettati ad imposta (rendimenti finanziari, soggetti ad imposta sostitutiva dell'11%; eventuali contributi non dedotti) è soggetta a tassazione a titolo definitivo con aliquota pari al 15%, riducibile al 9%. Questo tipo di prestazione non deve essere riportata in dichiarazione.

Da notare invece che, al momento della liquidazione, il TFR lasciato in azienda è tassato, con l'applicazione dell'aliquota IRPEF media del singolo dipendente nell'anno in cui è percepito. Il TFR versato ad un Fondo Pensione sarà tassato in modo nettamente più favorevole rispetto al TFR mantenuto in azienda (o conferito al Fondo Tesoreria presso l'INPS), che subisce la tassazione separata con un'aliquota che oscilla generalmente tra il 25% e il 30%.

4 Il mercato delle rendite in presenza di previdenza complementare

4.1 Lo sviluppo del mercato delle rendite: la dimensione internazionale

Lo sviluppo del mercato delle rendite è condizionato ovvero favorito da alcuni fattori quali: il sistema di previdenza di base, la regolamentazione della previdenza complementare, la tassazione, la tipologia di rendita offerta e in particolare l'esistenza o meno di una rendita garantita, il tipo di regime del fondo ovvero a prestazione definita o a contribuzione definita. A questi fattori se ne possono poi aggiungere degli altri quali: stabilità del sistema di regole, la presenza di regole relative alle riserve e alle modalità di investimento degli attivi, la disponibilità di informazioni tecniche quali i tassi di mortalità, la disponibilità sul mercato finanziario di appropriati prodotti di investimento, la cultura finanziaria e previdenziale²¹.

Il mercato delle rendite si è infatti sviluppato in quei paesi dove la previdenza complementare è obbligatoria quali ad esempio Danimarca, Australia e Svizzera, o semiobbligatoria come nel caso di Stati Uniti, Gran Bretagna e Olanda, mercati caratterizzati fra l'altro da una forte presenza, ancora oggi, di fondi pensione a prestazione definita²². In particolare, la tendenza registrata nell'ultimo decennio di passaggio da un sistema marcatamente a prestazione definita ad un sistema a contribuzione definita ha comportato un rallentamento dello sviluppo del mercato delle rendite. Il sistema a contribuzione definita trasferisce di fatto il rischio finanziario e il longevity risk dal fondo pensione all'aderente comportando una sempre maggior difficoltà nel reperire imprese di assicurazione disponibili ad assumersi il rischio in fase di trasformazione del montante, incentivando conseguentemente il ricorso sempre più spinto alla restituzione in capitale anziché alla trasformazione in rendita. A partire dalla fine degli anni '90 si sono registrate significative situazioni di underfunding dei fondi a prestazione definita sia negli Stati Uniti, che nel Regno Unito dovute ad andamenti negativi dei mercati finanziari, all'invecchiamento della popolazione assicurata, alla difficoltà delle imprese sponsor di far fronte al flusso contributivo. Questo ha causato in molti casi la liquidazione della rendita in capitale²³. Vari studi empirici e statistici, dimostrano inoltre che paesi in cui la pensione pubblica è bassa c'è un maggior sviluppo della previdenza complementare e viceversa. Una comparazione fra il

²¹ Vedi Rob Rusconi, National Annuity Markets: Features and Implications, OCSE, 2008.

²² vedi SwessRe, Sigma, n 3/2007.

²³ Vedi COVIP (2002), Il dissesto dei piani pensionistici della società Enron: alcune riflessioni sul sistema dei fondi pensione negli Stati Uniti e in Italia, Quaderno tematico n. 1.

tasso di sostituzione di diversi sistemi pensionistici quali quello di Germania, Francia, Italia e Olanda²⁴ suggerisce che minore è la contribuzione della previdenza di base al reddito pensionistico totale e maggiore è la contribuzione della rendita pensionistica complementare dimostrando che indipendentemente dal mix la copertura che si ottiene in tutti i paesi considerati è comunque pari all'80%. A dimostrazione quindi che i vari sistemi pensionistici sono perfettamente sostituibili l'uno con l'altro²⁵. Gli incentivi fiscali sono una leva importante per sostenere lo sviluppo del mercato delle rendite pensionistiche in quanto incentivano le persone al risparmio previdenziale.

I tipi di incentivazione fiscale più diffusi sono i seguenti tre: combinazione fra aliquote progressive e deducibilità della contribuzione dal reddito; un regime di tassazione specifico sul reddito pensionistico; un regime di tassazione agevolato sulla rendita finanziaria e sul capitale accumulato. Come emerge dalla tabella riassuntiva degli incentivi fiscali in alcuni paesi dell'area OCSE²⁶, il regime di tassazione più diffuso è sostanzialmente come quello italiano in cui esiste la deducibilità ad aliquota marginale del versamento previdenziale, nella fase di accumulo si beneficia anche annualmente di una tassazione sulla rendita finanziaria più bassa rispetto ad altre forme di investimento finanziario anche durante la fase di rendita pensionistica si beneficia anche qui di una tassazione più bassa rispetto ad altri redditi.

Una delle difficoltà maggiori riscontrate in vari studi quando si affronta il mercato globale delle rendite è la difficoltà nel classificare i vari prodotti presenti nei singoli mercati. Ogni singolo mercato nazionale è influenzato dallo sviluppo che storicamente ha avuto il sistema di Welfare, dalla previdenza di base al sistema sanitario e di sicurezza sociale, dando origine a sistemi alternativi diversificati da paese a paese. In particolare gli erogatori di rendite si possono classificare in due grandi macrocategorie: i fondi pensione organizzati da lavoratori e datori di lavoro e le imprese di assicurazione. Va sottolineato tuttavia che non sempre la linea di demarcazione fra i due sistemi è netta soprattutto nell'evoluzione che le regolamentazioni hanno avuto negli anni. E' per questo motivo che anche a livello di fonti statistiche (si vedano le due tabelle seguenti) troviamo una stima del mercato in funzione non della tipologia di prodotto ma in funzione dell'ente erogante; a questa considerazione si aggiunge che la dimensione del mercato non è calcolata in funzione della dimensione delle rendite erogate, ma in funzione del montante accumulato. Questo ovviamente fa ulteriormente riflettere sulla reale inconsistenza del mercato stesso.

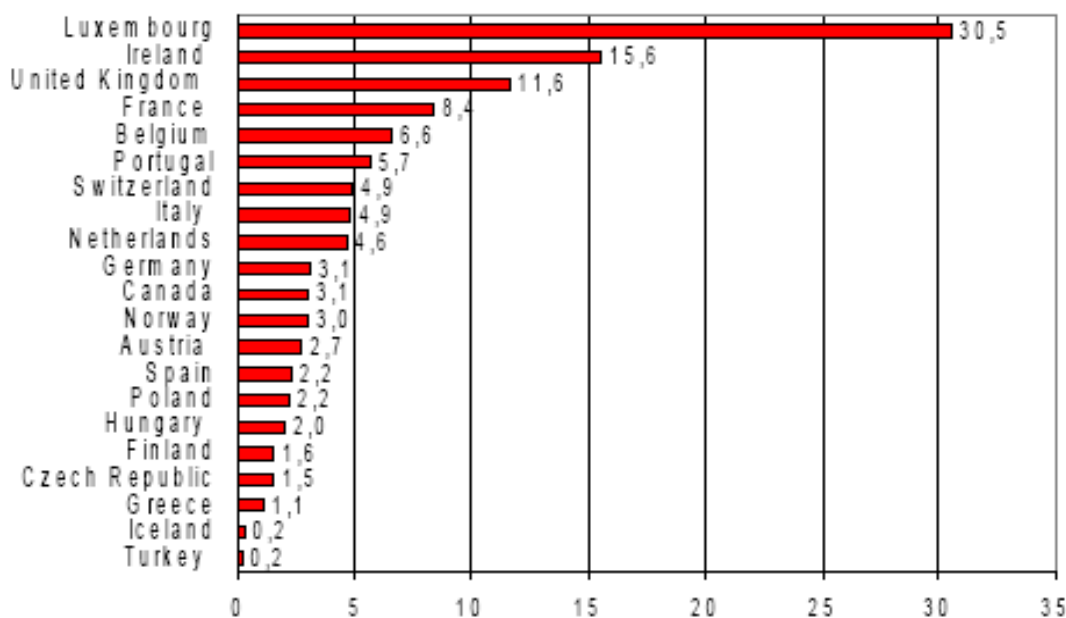
²⁴ Vedi Boersch-Supan, *Risiken in Lebenszyklus – Theorie und Evidenz*, 2005.

²⁵ Vedi Bottazzi R., T. Jappelli, M. Padula, (2006), *Retirement expectations, pension reforms, and their impact on private wealth accumulation*, *Journal of Public Economics*, 90.

²⁶ Vedi Yermo J., (2001), *Private annuities in OECD countries*, *OECD Insurance and private pension compendium for emerging economies*.

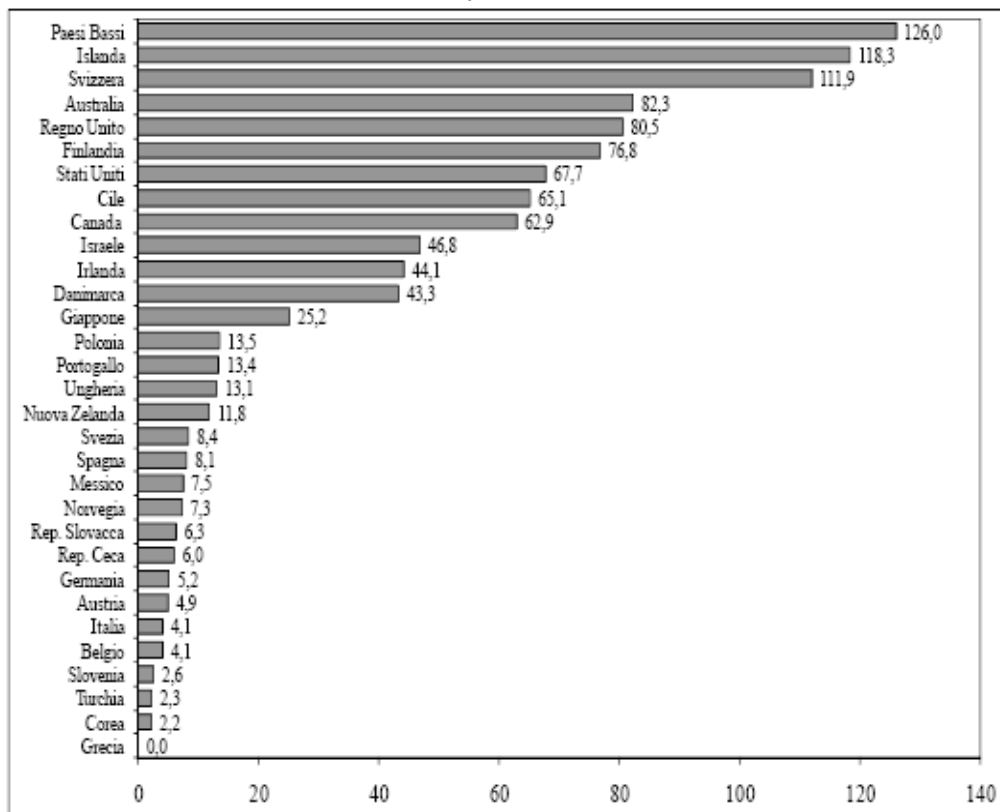
Assicurazioni Vita in alcuni Paesi OCSE. Premi su Pil

Dati 2007, valori percentuali Fonte OSCE



Fondi Pensione in alcuni Paesi OCSE. Attività su Pil

Dati 2009, valori percentuali Fonte OSCE



Per proseguire con l'approfondimento sul mercato delle rendite a livello globale è necessario anche investigare sulle tipologie di rendite che si sono sviluppate nei diversi mercati nazionali in funzione di molti dei fattori sin qui analizzati. Le tipologie di rendita maggiormente diffuse sono: la rendita immediata e la rendita differita garantita. A loro infatti si deve lo sviluppo dei maggiori mercati a livello internazionale (si veda la tabella successiva).

La rendita immediata è particolarmente diffusa nel Regno Unito e negli Stati Uniti, oltre che in Sudafrica, in Canada e Irlanda. Il Regno Unito rappresenta il mercato delle rendite immediate più significativo in termini di dimensione e diversificazione, grazie ad una storica presenza di fondi pensione, a buone tecniche attuariali e di gestione del rischio. Va però evidenziato come già sottolineato in precedenza che il mercato si ferma spesso alla fase di accumulo come avviene ad esempio negli Stati Uniti o anche dove la trasformazione in rendita era una consuetudine come nel Regno Unito, va registrata la tendenza all'incremento alla trasformazione in capitale e a scapito della rendita.

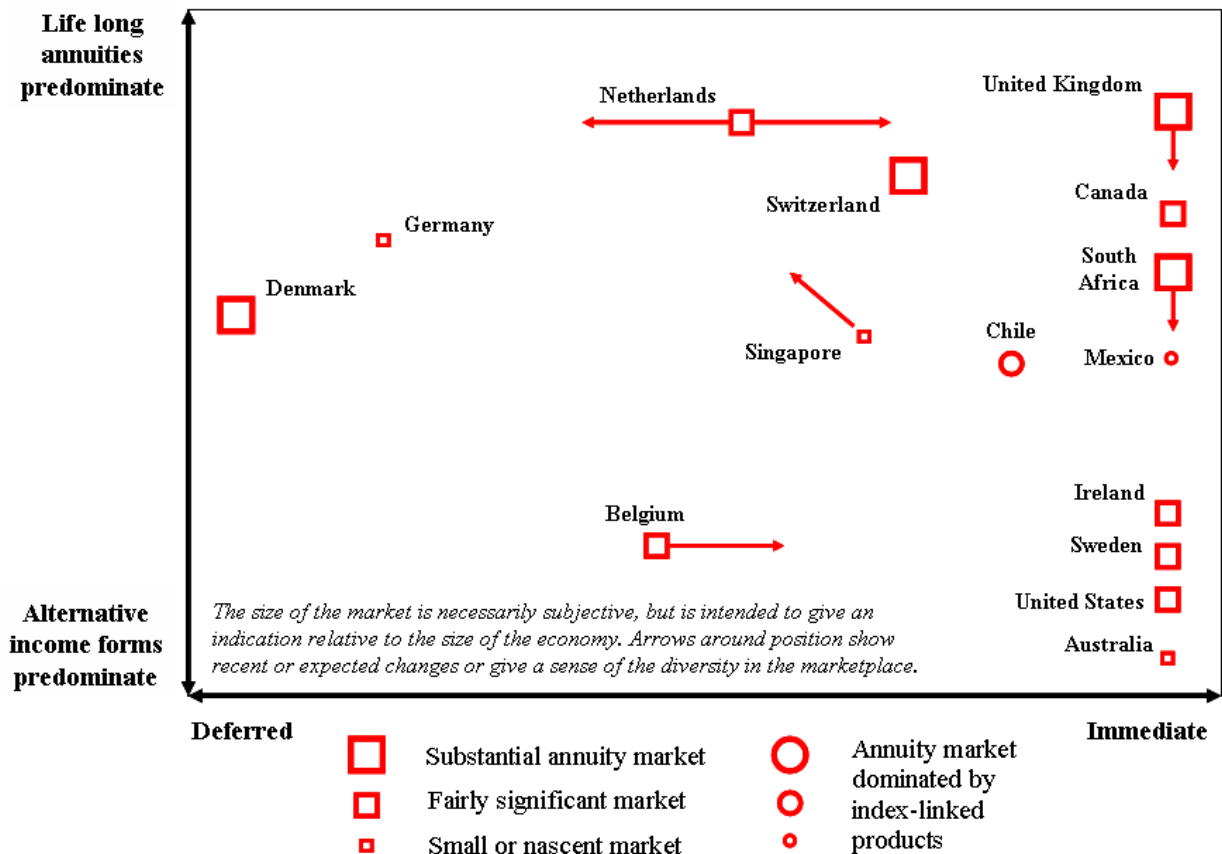
La rendita differita garantita caratterizza il mercato di Danimarca, Germania, Belgio ed Olanda. La Danimarca è sicuramente il mercato più sviluppato anche in funzione del sistema di previdenza di base estremamente rigoroso e parco e che conseguentemente ha consentito uno sviluppo elevato della previdenza complementare. Tutto ciò ha determinato un tasso di penetrazione del 95 per cento (OCSE 2007), in altre parole il 95% dei lavoratori aderisce alla previdenza complementare.

La rendita offre un tasso minimo garantito sia in fase di accumulo che in fase di erogazione questo ovviamente è uno degli elementi che sicuramente favorisce l'adesione ed è allo stesso tempo condizione necessaria per la protezione dei lavoratori vista la bassa compartecipazione al reddito pensionistico della previdenza di base.

In particolare, il mercato Danese si differenzia da quello britannico per la continuità nella gestione del risparmio previdenziale ovvero il soggetto che gestisce la fase di accumulo è lo stesso che gestisce l'erogazione in rendita ed è questo il motivo per cui il grafico sottostante definisce stabile la posizione del mercato danese rispetto alla sostituzione della prestazione in rendita con prestazione in capitale.

Rappresentazione di alcuni mercati delle rendite vitalizie

Fonte: OCSE – National Annuity Market, 2008



Per capire lo sviluppo del mercato possiamo prendere a riferimento l'andamento degli attivi dei fondi pensione nei paesi OCSE (escludendo gli attivi delle imprese di assicurazione vita per i quali non esistono serie storiche ma solo i dati forniti in una delle tabelle precedenti) che mostrano un incremento significativo pari a oltre 2.000 miliardi di USD nel periodo 2003-2004. Tale incremento del 16% è determinato sicuramente dall'andamento positivo dei mercati azionari, ma hanno svolto un sicuro ruolo significativo i nuovi afflussi di attività che dimostrano un reale sviluppo del mercato. Anche in paesi dove gli investimenti azionari sono limitati notiamo un forte incremento degli attivi nei cinque anni di riferimento²⁷. Gli attivi nei paesi OCSE sono incrementati ad un tasso di crescita medio composto pari all'8,6%.

²⁷ vedi SwissRe, Sigma, Prodotti rendita: una soluzione privata per il rischio longevità, n.3\2007.

Totale attivi Fondi Pensione

Dati 2007, valori in miliardi di USD, Fonte OSCE²⁸

Paesi OCSE	2001	2002	2003	2004	2005	Penetrazione dei fondi pensionistici (attivi in % del PIL)	
						CAGR 2001-2005	2005)
Australia	213	239	296	337	409	17,8%	58,0%
Francia	51	95	123	124	124	24,5%	5,8%
Germania	63	68	89	104	108	14,3%	3,9%
Italia	25	28	37	44	50	18,4%	2,8%
Giappone	581	562	658	710	865	10,5%	18,8%
Paesi Bassi	411	375	545	660	780	17,3%	124,9%
Norvegia	7	8	10	17	20	31,2%	6,8%
Polonia	5	8	11	17	26	54,5%	8,7%
Svezia	18	19	23	43	52	29,7%	14,5%
Svizzera	261	268	361	389	429	13,2%	117,4%
Regno Unito	1040	1040	1175	1467	1541	10,3%	66,2%
Stati Uniti	9408	8511	10079	11638	12348	7,0%	98,9%
Totale G10	12248	11325	13549	15672	16880	8,3%	
Area Euro	676	694	964	1296	1451	21,1%	
Totale OCSE	12674	11805	14164	16496	17915	9,0%	

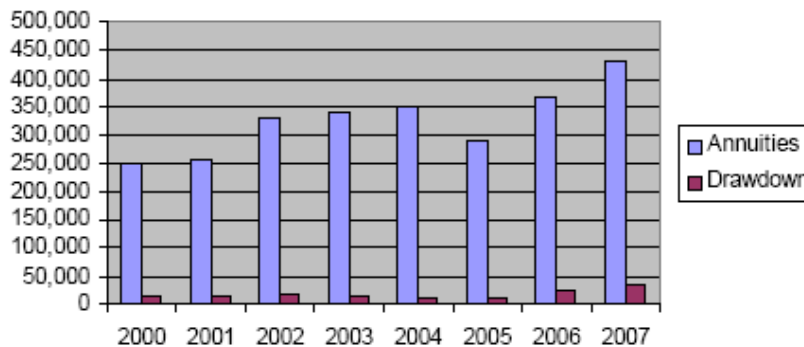
Se consideriamo i singoli paesi infatti notiamo che quelli con un tasso di penetrazione notoriamente bassi quali Italia, Polonia e Norvegia crescono fortemente rispetto ad altri paesi più sviluppati quali Stati Uniti, Svizzera e Regno Unito dove la crescita è modesta.

Dall'analisi sin qui condotta emerge che il Regno Unito può essere considerato, vista la dimensione degli attivi e la propensione alla loro trasformazione in rendita, il mercato più sviluppato a livello mondiale. La propensione alla trasformazione in rendita è stata considerata in precedenza, ma per capire la dimensione del fenomeno basti considerare che nel 2007 sono stati sottoscritti 433.000 contratti di rendita ovvero il 78% di coloro che sono andati in pensione ha convertito il proprio montante in rendita. Tuttavia non è sufficiente stimolare la fase di accumulo e favorire la propensione alla rendita ma è necessario sviluppare anche un settore assicurativo che offra il prodotto sul mercato. Nel Regno Unito ci sono circa 40 imprese assicuratrici che offrono il prodotto rendita con una forte concentrazione del mercato nelle 5 imprese di maggior dimensione che detengono una quota complessiva di mercato oltre al 60%.

²⁸ Elaborazione Swiss Re Economic Research and Consulting su OCSE Global Pension Statistics.

Rendite vitalizie ed erogazioni in capitale. Periodo 2000-2007

Volumi venduti. Fonte ABI²⁹



4.2 Il mercato delle rendite in Italia

E' solo a partire dal 2005 con la riforma della previdenza complementare che iniziato ad essere raccolti e sistematizzati dati concernenti le varie forme previdenziali: fondi negoziali, aperti, PIP e fondi preesistenti. Tuttavia come è emerso finora il fatto di avere degli aderenti alla previdenza complementare e di disporre degli attivi in gestione non significa che esista un reale mercato delle rendite. La domanda cui cercheremo di dare una risposta è: il mercato delle rendite non si sviluppa perché manca la domanda o perché è carente l'offerta?

Al fine di strutturare un'ipotesi relativa alla possibile evoluzione della fase delle prestazioni, è necessario analizzare, oltre all'attuale assetto normativo, le caratteristiche del mercato italiano delle rendite.

4.2.1 L'analisi della domanda

L'articolo 11, comma 3, del Decreto legislativo 252 del 2005 nello stabilire che la prestazione pensionistica complementare possa essere erogata in capitale fino ad un massimo del 50% del montante finale accumulato, sancisce implicitamente che sia la rendita ad assurgere a prestazione pensionistica complementare principale.

La dignità di prestazione principale rispetto a quella in capitale, si rileva anche dalla sua natura di strumento complementare, sussidiario, ulteriore alla pensione

²⁹ Vedi www.abi.org.uk

pubblica, la cui estrinsecazione è appunto il pagamento di un vitalizio. Tuttavia, tale impianto concettuale si scontra con un atteggiamento di diffidenza nei confronti di questo strumento assicurativo. Atteggiamento che diventa sovente anche pregiudizio nei confronti della previdenza complementare, come ben evidenziato da alcune indagini campionarie sulle motivazioni dei lavoratori.

Anche all'estero (come è stato evidenziato nel paragrafo precedente), laddove non intervenga un obbligo legislativo di trasformazione in rendita dei risparmi previdenziali, è osservabile un comportamento distratto dei lavoratori nei riguardi di tale opzione, benché diversi studi economici dimostrino, invece, che un comportamento razionale dovrebbe far propendere per un vitalizio (annuity market participation puzzle).

Le motivazioni di tale approccio critico possono affondare sulla scarsa attitudine ingenerata dai sistemi pensionistici di primo pilastro, di responsabilizzare i soggetti alla costruzione di una posizione previdenziale, ovvero di proiettare le proprie future esigenze nel lungo periodo, ma non di meno sono evidenti lacune circa la cultura finanziario-matematica, attraverso cui poter essere in grado di valutare un'offerta equa dal punto di vista attuariale, di comprendere le offerte di mercato e, per concludere, tra i fattori di resistenza resta sempre favorita la preferenza verso forme di flessibilità (più consone al concetto di prestazione capitale) attraverso cui pensare di tutelare spese impreviste o più semplicemente lasciare un'eredità ai familiari.

Ad onor del vero, lo stesso impianto legislativo ha implicitamente recepito tale mood, se è vero che la prestazione principale in rendita possa essere indebolita dall'utilizzo nella fase di accumulo di alcuni istituti di flessibilità (es. anticipazioni) con le quali poter far abbassare il montante previdenziale e, potenzialmente, far scattare l'eccezione prevista dalla regolamentazione vigente (c.d. limite dell'assegno sociale), ottenendo una prestazione interamente in forma di capitale.

Dal 1999 l'Ania conduce un'indagine campionaria sul ricorso alla rendita vitalizia³⁰ che ha l'obiettivo di fornire al mercato assicurativo informazioni relativamente a due tipologie di contratto: quelle di capitale con opzione di conversione in rendita (1° gruppo) e quelle di rendita differita (2° gruppo). Per ciascuna di queste due categorie vengono calcolati alcuni indicatori statistici allo scopo di misurare il fenomeno del ricorso alla rendita vitalizia, sia in termini di numero di contratti sia in termini di importi maturati a scadenza. L'indagine statistica è effettuata su un campione di 50 imprese operanti nel settore, con una rappresentatività pari ad oltre il 70% (in termini di premi) dell'intero mercato vita. La propensione alla rendita, cioè il rapporto tra rendite attivate sia in termini di importo che come numero, e i contratti a scadenza, conferma negli anni il numero piuttosto

³⁰ Vedi www.ania.it

contenuto di opzioni esercitate, specialmente per quanto riguarda i contratti stipulati in forma di capitale.

Contratti di rendita erogati. Periodo 1998-2009.

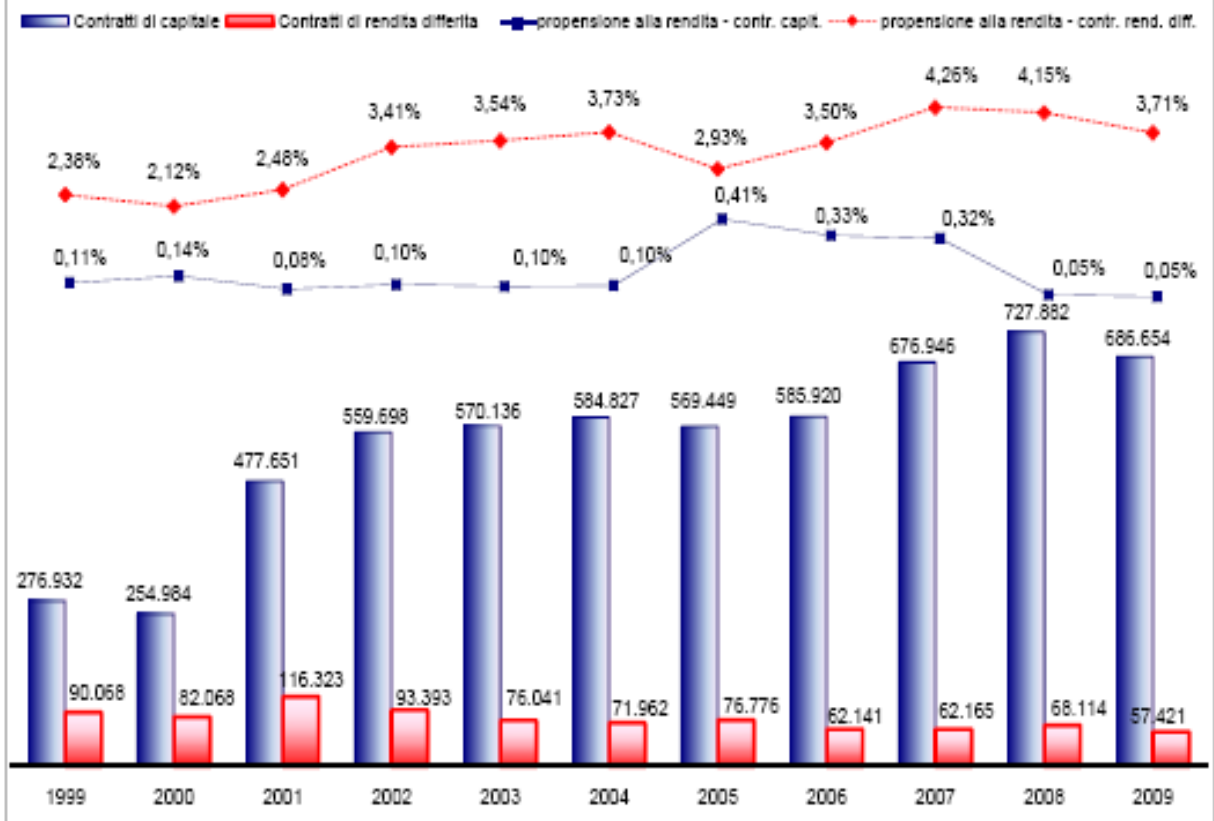
Propria elaborazione su dati ANIA.

Anno	Contratti di capitale con opzione di rendita esercitata		Contratti in rendita differita con rendita erogata		Totale contratti	
	numero	importi	numero	importi	numero	importi
1998	285	€ 6.670.598	1.607	€ 35.244.450	1.892	€ 41.915.048
1999	300	€ 6.013.928	1.862	€ 40.513.564	2.162	€ 46.527.492
2000	293	€ 6.766.319	1.519	€ 42.692.978	1.812	€ 49.459.297
2001	392	€ 9.093.286	2.883	€ 76.419.406	3.275	€ 85.512.692
2002	570	€ 15.627.908	3.069	€ 86.450.135	3.639	€ 102.078.043
2003	526	€ 16.634.887	2.687	€ 87.093.054	3.213	€ 103.727.941
2004	577	€ 14.601.463	2.682	€ 94.613.282	3.259	€ 109.214.745
2005	2.334	€ 43.117.245	2.246	€ 85.959.527	4.580	€ 129.076.772
2006	1.943	€ 40.928.124	2.174	€ 80.070.994	4.117	€ 120.999.118
2007	2.165	€ 46.321.046	2.651	€ 94.720.464	4.816	€ 141.041.510
2008	400	€ 14.444.231	2.826	€ 97.421.190	3.226	€ 111.865.421
2009	318	€ 11.406.274	2.133	€ 79.292.662	2.451	€ 90.698.936
Totale	10.103	€ 231.625.309	28.339	€ 900.491.706	38.442	€ 900.501.809

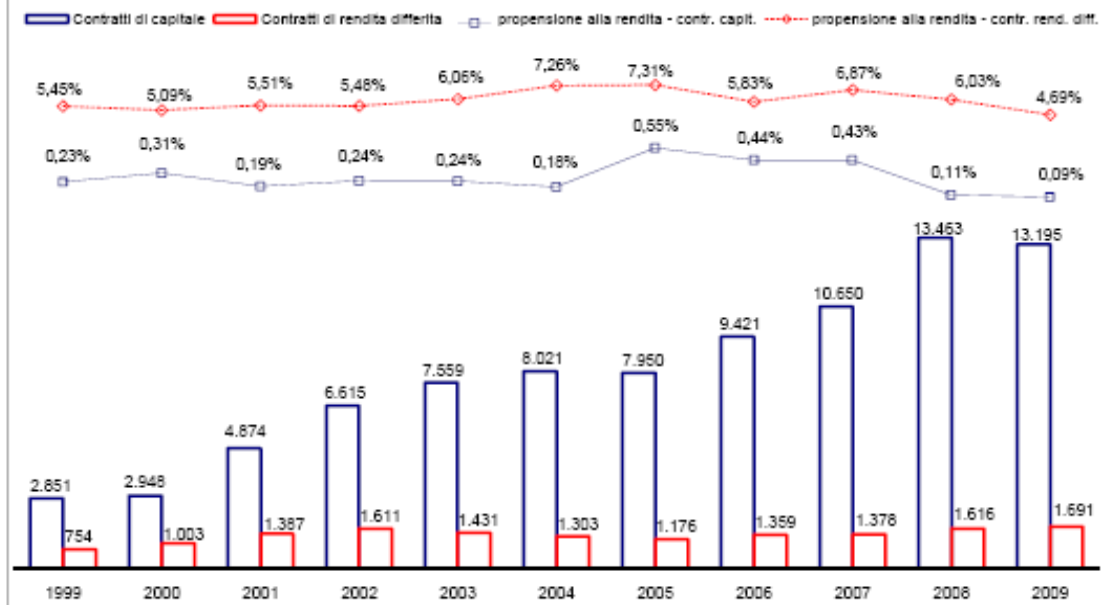
In tutto il periodo di osservazione 1998-2009 il numero complessivo di contratti (di capitale e di rendita differita) giunto a scadenza sfiora i 7 milioni di unità per un ammontare di oltre 100 miliardi di euro, ma come mi può desumere dai grafici sottostanti il tasso di propensione alla rendita sia in termini di numero di contratti che di importo è bassissimo.

Infatti il numero totale di contratti trasformati in rendita nel periodo di osservazione sono 38.442 per un controvalore al di sotto del miliardo di euro. Sicuramente qualche passo è stato fatto rispetto alle 10.000 rendite in essere all'inizio degli anni '90, ma siamo ancora in termini dimensionali lontani da mercati quale quello britannico.

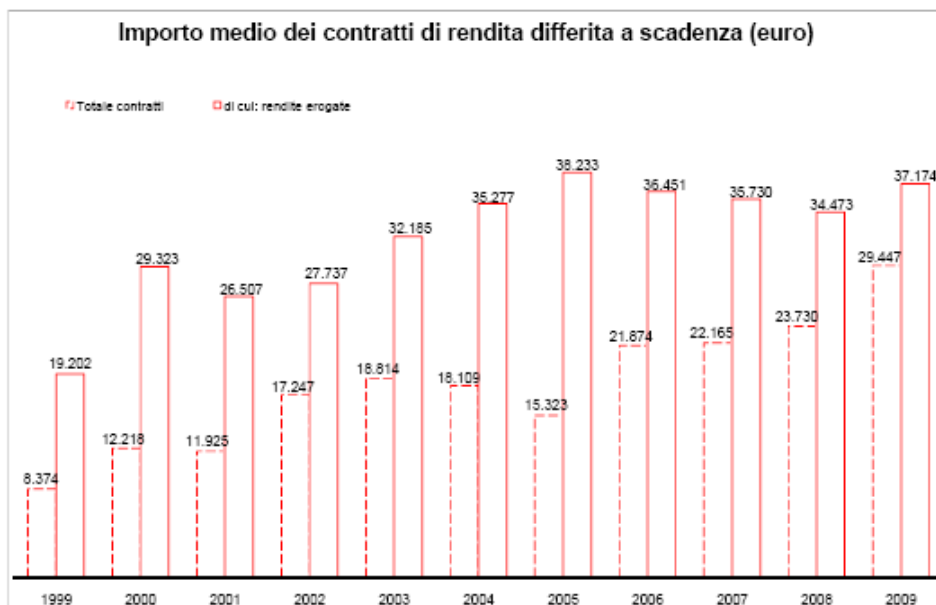
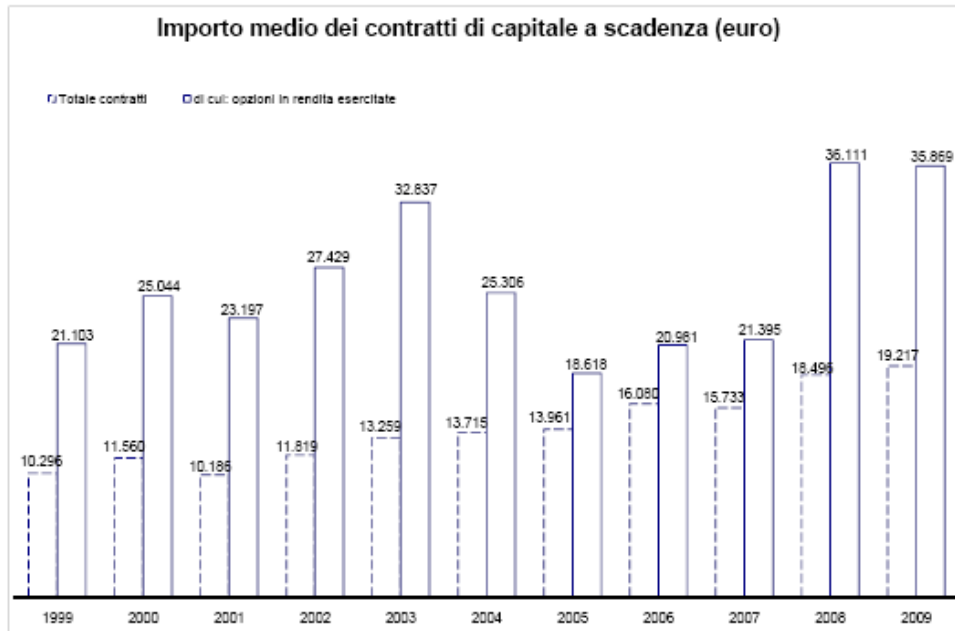
Analisi per numero dei contratti a scadenza



Analisi per importo dei contratti a scadenza (mln di euro)



Nel decennio analizzato il capitale medio di tutti i contratti giunti a scadenza è oscillato fra i 10.000 e i 19.000 euro, ma si registra un valore medio dei contratti con opzioni in rendita esercitata che varia dai 21.000 ai 36.000 euro pari sostanzialmente al doppio. Da cui emerge quindi che per sviluppare un mercato delle rendite è fondamentale disporre di montanti che abbiano una dimensione tale da rendere conveniente per l'aderente la trasformazione in rendita. La stessa tendenza si osserva (sempre nelle due tabelle sottostanti) anche nel caso di contratti di rendita differita: il capitale medio di tutti i contratti giunti a scadenza è ricompreso fra 8.000 e 30.000 euro, contro un valore medio dei contratti con rendite erogate compreso fra 19.000 e 39.000 euro.



Le imprese di assicurazione non sono gli unici erogatori di rendite. I fondi pensione sono l'altra fetta del mercato e come abbiamo visto dall'analisi del contesto internazionale rappresentano la parte più significativa in termini dimensionali. In Italia, come è noto, i soli fondi che al momento erogano rendite sono i fondi preesistenti mentre i fondi pensione di nuova istituzione, negoziali e aperti, si avvalgono di una impresa di assicurazione per gestire la fase di decumulo in rendita³¹.

Gli aderenti alla previdenza complementare in Italia sono poco più di 5 milioni (totale iscritti a fondi pensione compresi i preesistenti e ai PIP) e sono raddoppiati negli ultimi 10 anni. La forza lavoro occupata nel 2010 è pari a quasi 23 milioni³² considerando i lavoratori dipendenti sia del settore privato che quello pubblico a cui si aggiungono gli autonomi, ne segue che il tasso di adesione non raggiunge il 22%. Sicuramente la riforma introdotta nel 2005 ha dato impulso alla previdenza complementare, ma obiettivamente siamo ancora lontani dagli obiettivi che i cd policy makers si attendono di raggiungere. Gli aderenti alla previdenza complementare ci danno la dimensione di quello che sarà il potenziale mercato delle rendite, ma sconta ovviamente il fatto che la propensione alla trasformazione del montante in rendita è molto basso.

L'analisi dell'indagine campionaria fatta precedentemente può essere implementata grazie ai dati forniti dalla COVIP ed evidenziati nelle tabelle che seguono. Nel biennio 2009-2010 il totale di coloro che hanno acquisito il diritto alla prestazione sono circa 25.000 per un montante complessivo pari a quasi 420 milioni di euro; di questi solo 140 persone hanno richiesto l'erogazione in rendita per un montante complessivo pari a 7 milioni, una percentuale sia in termini numerici che economici assolutamente risibile. Il montante medio delle erogazioni in capitale è pari a 16.897 euro mentre nel caso della trasformazione in rendita è pari a 50.000 euro. Quindi i dati empirici confermano quando evidenziato nell'indagine campionaria elaborata dall'ANIA.

³¹ Le prossime tabelle sono tratte dalla Relazione annuale della COVIP del 2011.

³² Vedi ISTAT, Rilevazione sulle forze di lavoro – media 2010.

Fondi pensione e PIP. Dati annuali di sintesi.

(dati di fine anno; importi in milioni di euro)

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Iscritti⁽¹⁾	2.587.216	2.740.073	2.963.330	3.184.224	4.560.164	4.850.782	5.055.284	5.271.884
Fondi pensione negoziali	1.042.381	1.062.907	1.155.168	1.219.372	1.988.639	2.043.509	2.040.150	2.010.904
Fondi pensione aperti	364.604	382.149	407.022	440.486	747.264	795.605	820.385	848.415
Fondi pensione preesistenti	671.474	666.841	657.117	643.986	680.746	676.994	673.039	667.930
PIP "nuovi"					486.017	701.819	893.547	1.160.187
PIP "vecchi"	508.757	628.176	744.023	880.380	703.400	674.332	654.376	610.098
Risorse destinate alle prestazioni⁽¹⁾	37.609	40.878	47.307	51.576	57.747	61.302	73.827	83.222
Fondi pensione negoziali	4.543	5.881	7.615	9.257	11.599	14.092	18.757	22.384
Fondi pensione aperti	1.731	2.230	2.954	3.527	4.298	4.663	6.269	7.533
Fondi pensione preesistenti	30.057	30.617	33.400	34.246	36.054	35.906	39.813	42.062
PIP "nuovi"					1.020	1.958	3.397	5.229
PIP "vecchi"	1.278	2.150	3.338	4.546	4.770	4.667	5.569	5.980

(1) I dati includono FONDINPS; sono escluse le duplicazioni dovute ai lavoratori che aderiscono contemporaneamente a PIP "nuovi" e "vecchi".

Fondi pensione negoziali. Componenti della raccolta netta della fase di accumulo.

(dati di flusso; importi in milioni di euro)

	2009		2010	
	Importi	Numero	Importi	Numero
Contributi per le prestazioni	4.186		4.198	
Trasferimenti in entrata da altre forme pensionistiche ⁽¹⁾	79	11.522	59	7.608
Entrate della gestione previdenziale	4.265		4.257	
Trasferimenti in uscita verso altre forme pensionistiche ⁽¹⁾	111	12.184	143	14.545
Anticipazioni	205	31.900	251	34.978
Riscatti	506	61.447	666	68.664
Erogazioni in forma di capitale	91	5.787	175	10.562
Trasformazioni in rendita	2	38	2	29
Uscite della gestione previdenziale	915		1.237	
Raccolta netta	3.350		3.020	

(1) Comprendono i trasferimenti tra fondi pensione negoziali.

Fondi pensione aperti. Componenti della raccolta netta della fase di accumulo.*(dati di flusso; importi in milioni di euro)*

	2009		2010	
	Importi	Numero	Importi	Numero
Contributi per le prestazioni	1.152		1.181	
Trasferimenti in entrata da altre forme pensionistiche ⁽¹⁾	199	15.228	386	38.133
Entrate della gestione previdenziale	1.351		1.567	
Trasferimenti in uscita verso altre forme pensionistiche ⁽¹⁾	151	10.523	365	35.708
Anticipazioni	40	4.550	55	6.408
Riscatti	68	11.575	78	12.008
Erogazioni in forma di capitale	54	3.346	91	5.159
Trasformazioni in rendita	1	28	2	45
Uscite della gestione previdenziale	314		591	
Raccolta netta	1.037		976	

(1) Comprendono i trasferimenti tra fondi pensione aperti.

La lettura dei dati relativamente ai fondi pensione negoziali e aperti, ci suggerisce ancora qualche considerazione relativa alle componenti che determinano le uscite della gestione previdenziale. Nel biennio di analisi sono circa 150.000 i lavoratori che chiedono il riscatto parziale o totale per un valore complessivo di oltre 1,3 miliardi su un totale di risorse destinate alle prestazioni pari a 30 miliardi. Ai riscatti si aggiunge poi la voce delle anticipazioni richieste da 77.000 lavoratori per un valore in euro di 551 milioni. La possibilità di poter richiedere anticipazioni e riscatti comporta di fatto una riduzione del montante e quindi una riduzione in prospettiva di coloro che potranno o vorranno trasformare in rendita il proprio risparmio previdenziale. I Fondi preesistenti sono considerati da un punto di vista di sviluppo della previdenza complementare una forma residua, ad essi infatti non si può più aderire né trasferire la propria posizione da altro fondo. Hanno quindi registrato negli anni un numero decrescente di iscritti. Ma se può essere considerata ormai marginale nella fase di decumulo, diventa invece il maggior erogatore di rendite presente sul mercato italiano. I fondi preesistenti possono contare su una platea di quasi 130.000 pensionati, che percepiscono una rendita vitalizia diretta o indiretta.

Fondi pensione preesistenti. Iscritti e pensionati.*(dati di fine anno)*

	Fondi		Iscritti ⁽¹⁾		Pensionati	
	2009	2010	2009	2010	2009	2010
Autonomi	255	245	643.359	646.110	105.042	106.746
Interni	136	130	29.242	21.820	26.585	23.113
<i>a banche</i>	<i>114</i>	<i>110</i>	<i>28.639</i>	<i>21.349</i>	<i>24.859</i>	<i>21.455</i>
<i>a imprese di assicurazione</i>	<i>7</i>	<i>7</i>	<i>55</i>	<i>50</i>	<i>558</i>	<i>533</i>
<i>a società non finanziarie</i>	<i>15</i>	<i>13</i>	<i>548</i>	<i>421</i>	<i>1.168</i>	<i>1.125</i>
Totale	391	375	672.601	667.930	131.627	129.859

(1) La voce include anche gli iscritti non versanti e i differiti.

Le rendite erogate direttamente nel 2010 erano più di 124.000 per un valore in euro di 862 milioni erano, numeri che dimostrano l'importanza del fenomeno se paragonati ai 38.000 contratti assicurativi trasformati in rendita negli ultimi 10 anni. A metà degli anni Novanta le rendite erogate dai fondi preesistenti erano circa 35.000 quindi un terzo del valore attuale. Ma quanto è cresciuto il mercato delle rendite in Italia? Tenuto conto che dati ufficiali non esistono le analisi fin qui condotte stimato che le rendite erogate alla metà degli anni novanta prima dell'effettiva entrata a regime della riforma della previdenza del 1993 erano circa 45.000 ed oggi sono poco più di 160.000. Un mercato sicuramente cresciuto, in 15 anni quasi quadruplicato e destinato a crescere nei prossimi anni ma obiettivamente molto lontano dall'essere un mercato sviluppato e in grado di stimolare significativamente l'offerta.

Fondi pensione preesistenti. Principali dati per regime previdenziale del fondo/sezione.⁽¹⁾

(anno 2010; dati di fine anno per gli iscritti, i pensionati e le risorse destinate alle prestazioni; dati di flusso per contributi e prestazioni; importi in milioni di euro)

	Tipologia fondo						Totale
	Autonomi			Interni			
	Contr. definita	Prest. definita	Totale	Contr. definita	Prest. definita	Totale	
Iscritti	642.453	67.390	646.110	19.643	4.283	21.820	667.930
versanti	557.490	39.051	542.852	19.128	2.533	20.808	563.660
non versanti	84.963	23.432	98.782	515	1.169	434	99.216
differenti	-	4.907	4.476	-	581	578	5.054
Contributi	3.436	188	3.623	104	93	197	3.821
a carico del datore di lavoro	1.185	157	1.341	35	92	128	1.469
a carico del lavoratore	673	31	704	16	1	17	721
TFR	1.578	-	1.578	52	-	52	1.631
Pensionati	32.028	83.559	106.746	3	23.110	23.113	129.859
diretti	24.454	61.130	78.762	3	15.366	15.369	93.131
con rendite erog. dal fondo	21.344	60.137	74.662	-	15.358	15.358	90.020
con rendite erog. da impr. ass.	3.110	993	4.100	3	8	11	4.111
indiretti	7.574	22.429	27.984	-	7.744	7.744	35.728
con rendite erog. dal fondo	7.090	21.614	26.685	-	7.722	7.722	34.407
con rendite erog. da impr. ass.	484	815	1.299	-	22	22	1.321
Percettori di prestazioni pens. in forma di capitale	20.631	512	21.124	276	2.247	2.516	23.640
Prestazioni previdenziali	916	578	1.495	24	227	251	1.745
in rendita	167	539	706	..	193	193	898
erogate dal fondo	139	530	669	-	193	193	862
erogate da impresa di ass.	27	9	36	36
in capitale	749	39	789	24	34	58	847
Risorse destinate alle prestazioni	32.178	6.959	39.138	884	2.040	2.924	42.062
patrimonio destinato alle prestazioni	16.830	6.860	23.691	775	2.036	2.811	26.501
riserve matematiche presso imprese di assicurazione	15.348	99	15.447	109	4	113	15.560

⁽¹⁾ Il totale degli iscritti e dei pensionati non corrisponde alla somma di quelli relativi alle singole sezioni a causa della presenza di "doppie iscrizioni".

4.2.2 L'analisi dell'offerta

L'analisi affrontata di seguito ha l'obiettivo di indagare il fenomeno del decumulo, sotto forma di rendita, del montante previdenziale integrativo, cercando di fotografare la situazione corrente per quindi prospettare scenari di futuribile sviluppo.

Proprio l'aspetto proiettivo, merita a nostro avviso particolare interesse d'indagine per due ordini di motivi:

- il primo consistente in un mercato non ancora consolidato e pertanto passibile di accelerazioni nel prossimo futuro;
- il secondo legato all'osservazione dell'innalzamento della vita media con i relativi rischi che tale fenomeno comporta, sia in termini tecnicamente ascrivibili a problemi di copertura finanziaria da parte degli operatori di mercato, sia più in generale per le correlazioni ad altre tipologie di rischio legate alla fase di quiescenza e comunque all'innalzamento della vita, quali ad esempio il rischio di non autosufficienza.

Non ultimo inoltre, sono da prendere in considerazione alcuni recenti sviluppi normativi di emanazione europea rivolte al settore assicurativo, che seppur non ancora efficaci al momento della stesura del presente lavoro, avranno senza dubbio effetti diretti anche nella costruzione e nell'offerta di rendite previdenziali. A oggi, alle imprese di assicurazione, è concesso praticare differenziazioni proporzionate delle tariffe di rendita, legate al genere sessuale di appartenenza dell'assicurato, purché tali evidenze siano fondate e riconducibili a valutazioni attuariali pertinenti e accurate, dalle quali si evinca che il fattore sesso sia determinante nella valutazione dei rischi.

Con sentenza del 1 marzo 2011 (Causa C-236/09), la Corte di Giustizia dell'Unione Europea ha dichiarato invalido, con effetto dall'art. 5, comma 2 della Direttiva n. 2004/113/CE, in materia di parità di trattamento tra uomini e donne per quanto riguarda l'accesso a beni e servizi e loro fornitura, dal quale la succitata pratica di differenziazione trae origine. Pertanto la possibilità di differenziare per genere le tariffe e le prestazioni assicurative (vedi rendite previdenziali) è destinata a venir meno. Per la fornitura del servizio di erogazione delle rendite, essendo la totalità di mercato della previdenza complementare legato alle imprese di assicurazione, deriverà che le convenzioni sottoscritte (successivamente al 21 dicembre 2012) dalle forme pensionistiche complementari con le imprese di assicurazione, dovranno rispettare la regola generale delle prestazioni unisex.

Oltre che auspicabile, diverrà quindi necessario avanzare pro-futuro riflessioni sugli effetti di siffatto divieto di differenziazione sia per garantire, in sede di

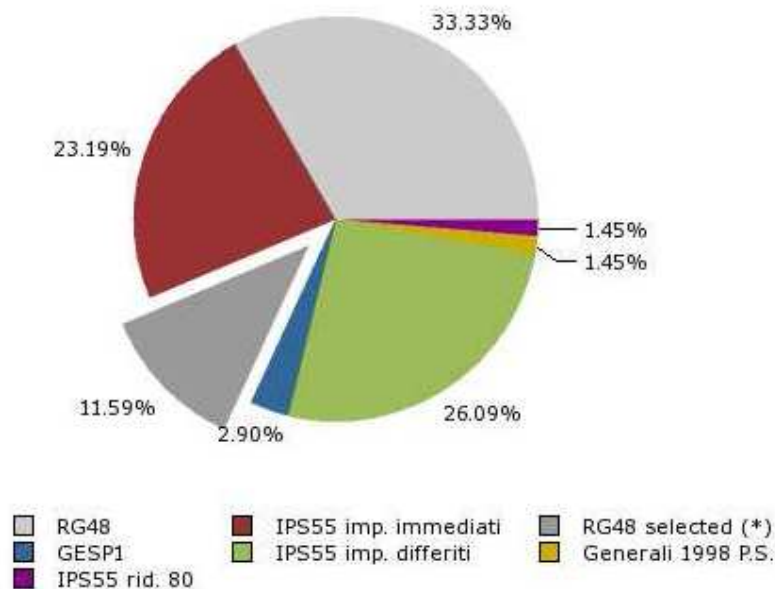
riallineamento delle condizioni di erogazione delle future prestazioni, la migliore tutela possibile degli iscritti di ambo i sessi alla previdenza complementare, sia per studiarne gli effetti di mercato.

Premesso quanto sopra, tralasciando gli aspetti meramente fiscali (già descritti nella prima parte di questo lavoro), incidenti sulla rendita di previdenza complementare a diverso titolo, in virtù di tre regimi fiscali succedutisi nel tempo, entreremo nel merito dell'indagine riportando di seguito alcuni dati che si riferiscono all'attuale offerta di mercato, strutturati per tipologia di forma ed infine aggregati.

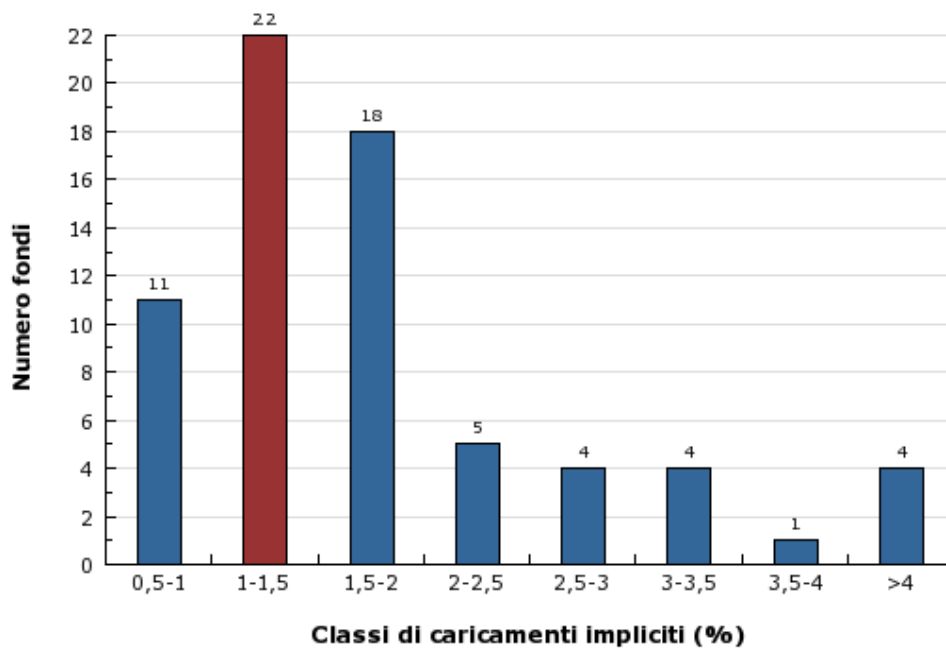
Visualizzeremo di seguito alcuni fattori caratterizzanti le rendite (basi demografiche, caricamenti, tasso di rivalutazione, tipologia di rendita offerta), esplodendo i dati prima per tipologia di forma pensionistica complementare, per poi rileggerli a livello aggregato.

Fonte delle estrazioni dati è Mefop S.p.A. (società per lo sviluppo del Mercato dei Fondi Pensione) fondata nel 1999, che al suo interno raccoglie un ampio panorama di fondi pensione (circa 80 soci) e la partecipazione del Ministero dell'Economia e delle Finanze, che ne è l'azionista di maggioranza.

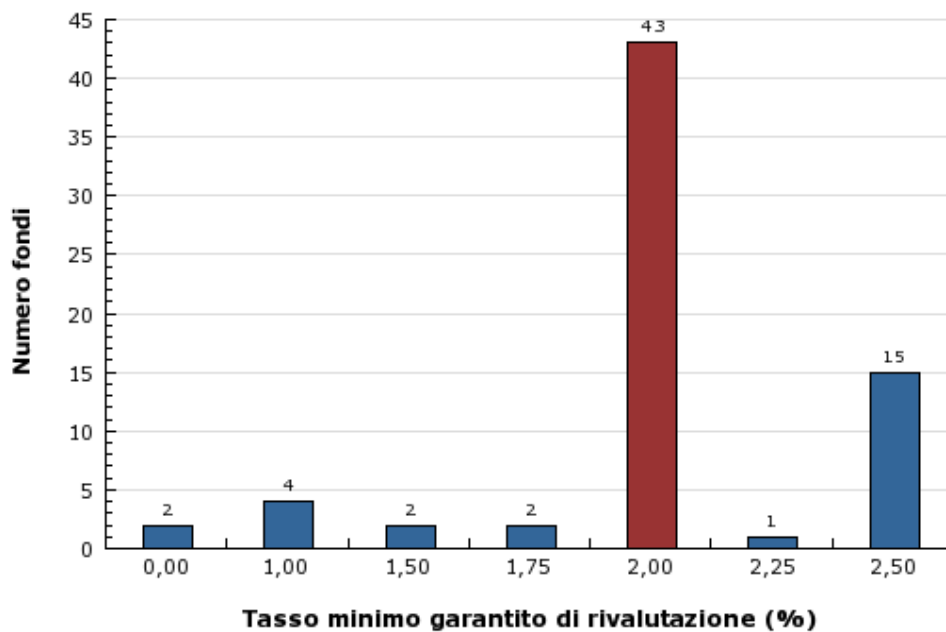
Basi demografiche Fondi Pensione Aperti



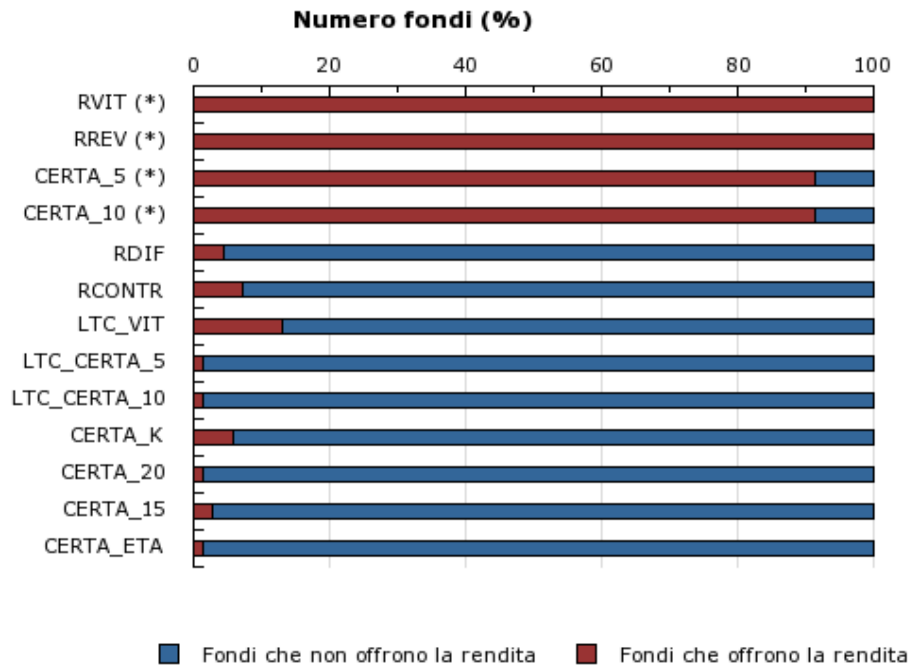
Caricamenti Fondi Pensione Aperti



Tasso minimo di rivalutazione Fondi Pensione Aperti



Tipologia di rendita Fondi Pensione Aperti



RVIT: rendita vitalizia

RREV: rendita reversibile

CERTA_5: rendita certa per 5 anni e poi vitalizia

CERTA_10: rendita certa per 10 anni e poi vitalizia

CERTA_15: rendita certa per 15 anni e poi vitalizia

CERTA_20: rendita certa per 20 anni e poi vitalizia

CERTA_K: rendita certa per un numero di anni scelto dall'iscritto e poi vitalizia

RCCAP: rendita certa fino al recupero del capitale convertito e poi vitalizia

CERTA_ETA: rendita certa fino al raggiungimento di un'età anagrafica e poi vitalizia

RCONTR: rendita controassicurata

LTC_VIT: rendita vitalizia maggiorata per LTC

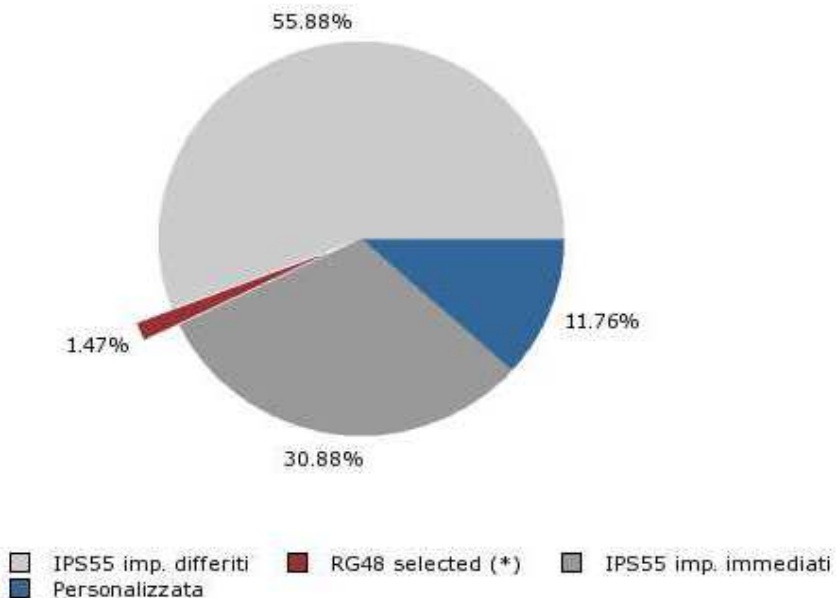
LTC_CERTA_5: rendita certa 5 anni maggiorata per LTC

LTC_CERTA_10: rendita certa 10 anni maggiorata per LTC

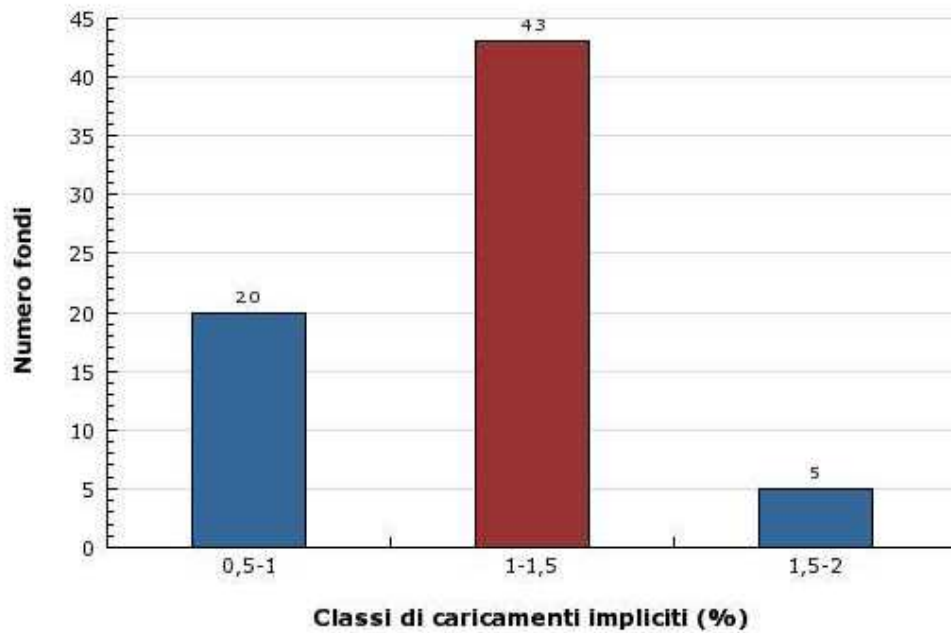
RDIF: rendita differita

MaggEta: Con maggiorazione al raggiungimento di un'età

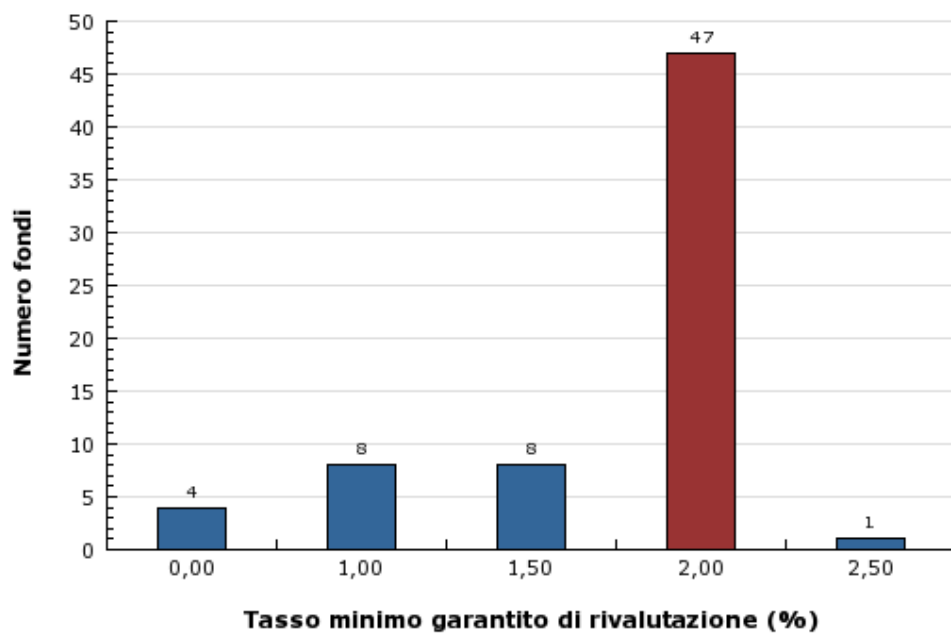
Basi demografiche Piani Individuali Pensionistici



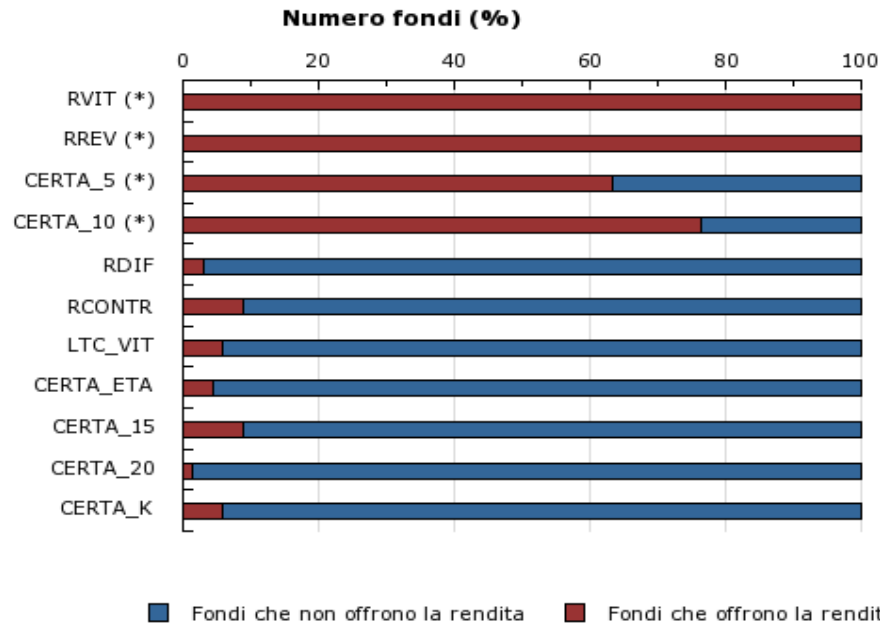
Caricamenti Piani Individuali Pensionistici



Tasso minimo di rivalutazione Piani Individuali Pensionistici



Tipologia di rendita Piani Individuali Pensionistici



RVIT: rendita vitalizia

RREV: rendita reversibile

CERTA_5: rendita certa per 5 anni e poi vitalizia

CERTA_10: rendita certa per 10 anni e poi vitalizia

CERTA_15: rendita certa per 15 anni e poi vitalizia

CERTA_20: rendita certa per 20 anni e poi vitalizia

CERTA_K: rendita certa per un numero di anni scelto dall'iscritto e poi vitalizia

RCCAP: rendita certa fino al recupero del capitale convertito e poi vitalizia

CERTA_ETA: rendita certa fino al raggiungimento di un'età anagrafica e poi vitalizia

RCONTR: rendita controassicurata

LTC_VIT: rendita vitalizia maggiorata per LTC

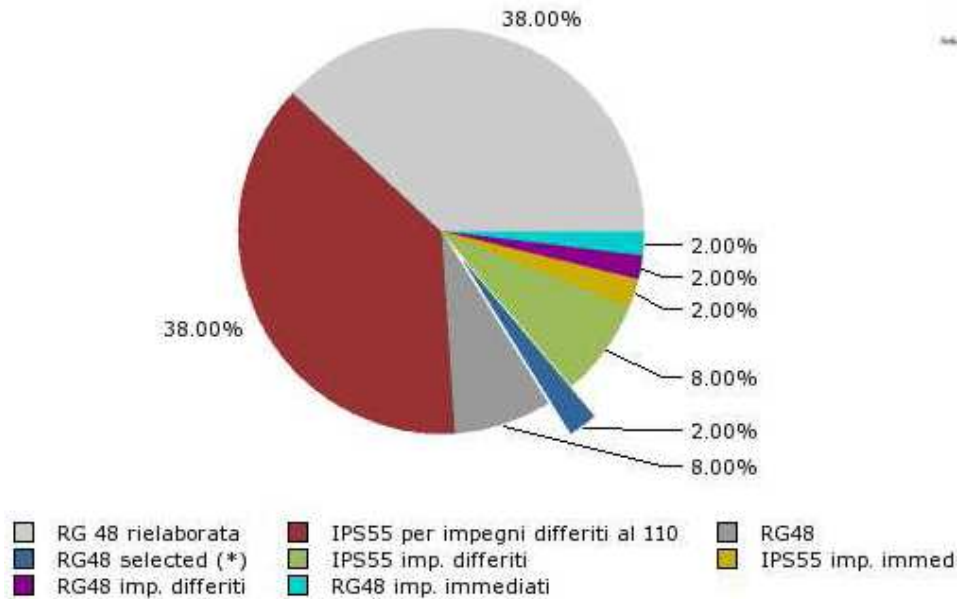
LTC_CERTA_5: rendita certa 5 anni maggiorata per LTC

LTC_CERTA_10: rendita certa 10 anni maggiorata per LTC

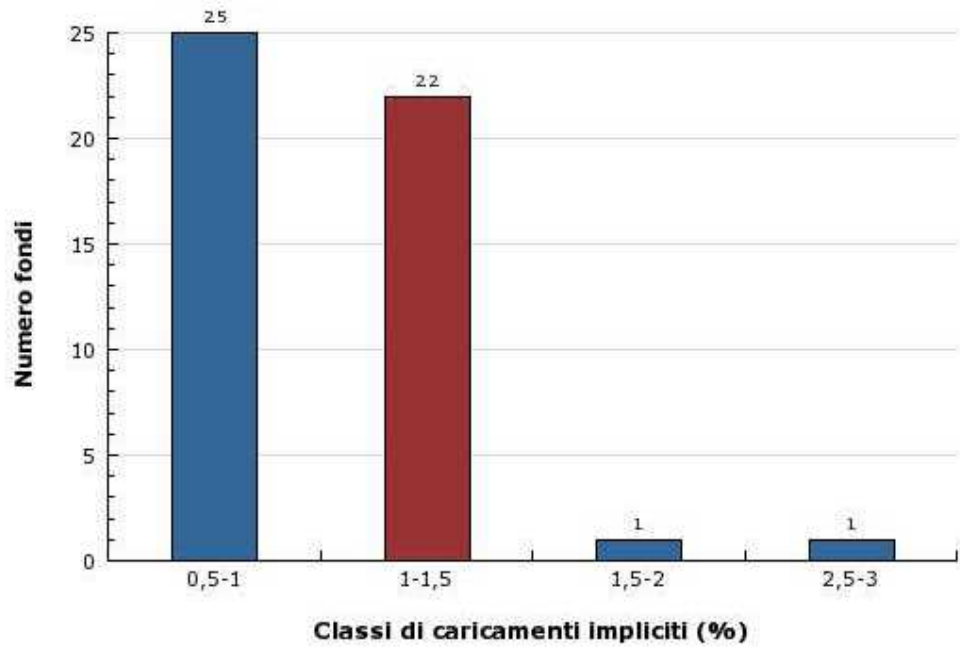
RDIF: rendita differita

MaggEta: Con maggiorazione al raggiungimento di un'età

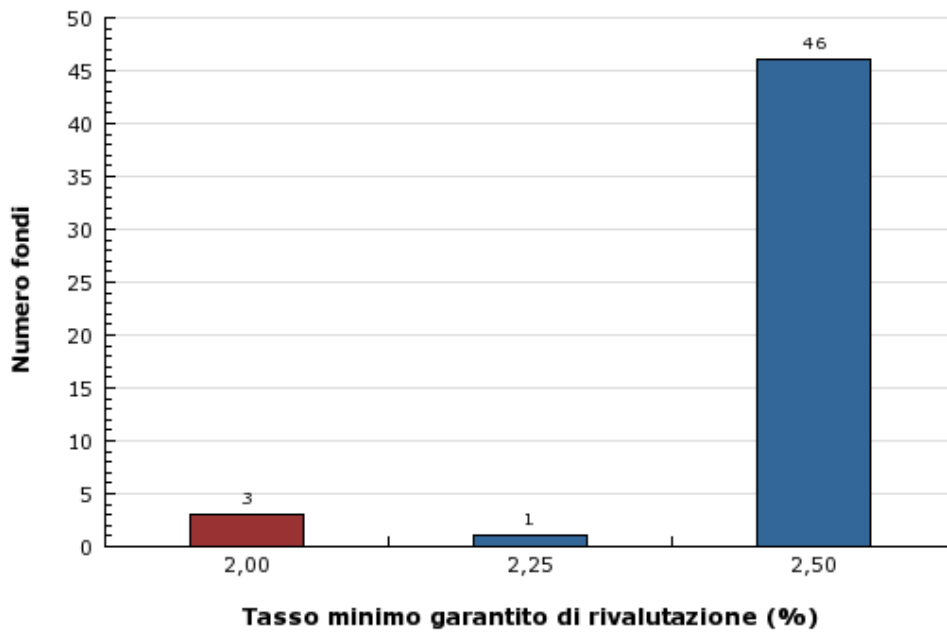
Basi demografiche Fondi Pensione Chiusi



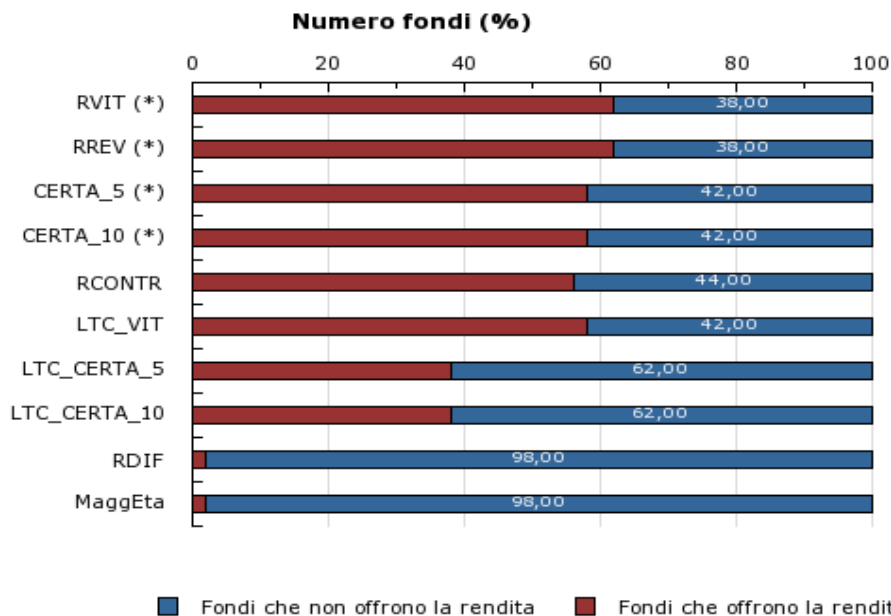
Caricamenti Fondi Pensione Chiusi



Tasso minimo di rivalutazione Fondi Pensione Chiusi



Tipologia di rendita Fondi Pensione Chiusi



RVIT: rendita vitalizia

RREV: rendita reversibile

CERTA_5: rendita certa per 5 anni e poi vitalizia

CERTA_10: rendita certa per 10 anni e poi vitalizia

CERTA_15: rendita certa per 15 anni e poi vitalizia

CERTA_20: rendita certa per 20 anni e poi vitalizia

CERTA_K: rendita certa per un numero di anni scelto dall'iscritto e poi vitalizia

RCCAP: rendita certa fino al recupero del capitale convertito e poi vitalizia

CERTA_ETA: rendita certa fino al raggiungimento di un'età anagrafica e poi vitalizia

RCONTR: rendita controassicurata

LTC_VIT: rendita vitalizia maggiorata per LTC

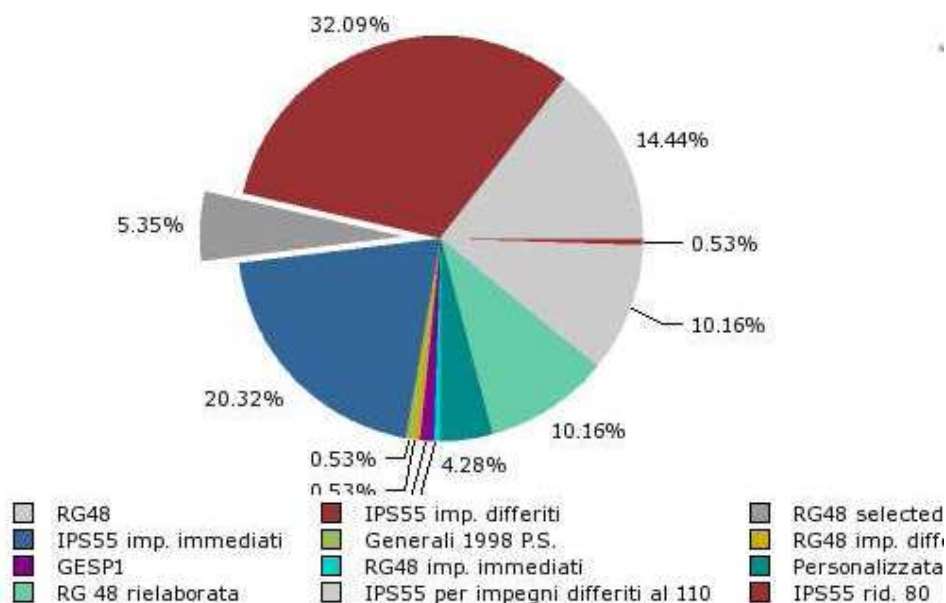
LTC_CERTA_5: rendita certa 5 anni maggiorata per LTC

LTC_CERTA_10: rendita certa 10 anni maggiorata per LTC

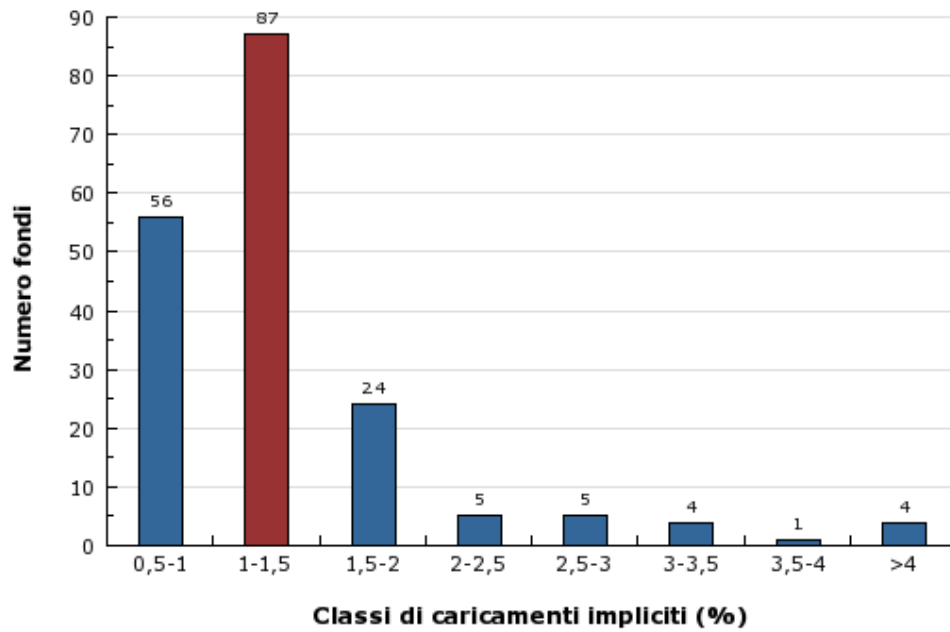
RDIF: rendita differita

MaggEta: Con maggiorazione al raggiungimento di un'età

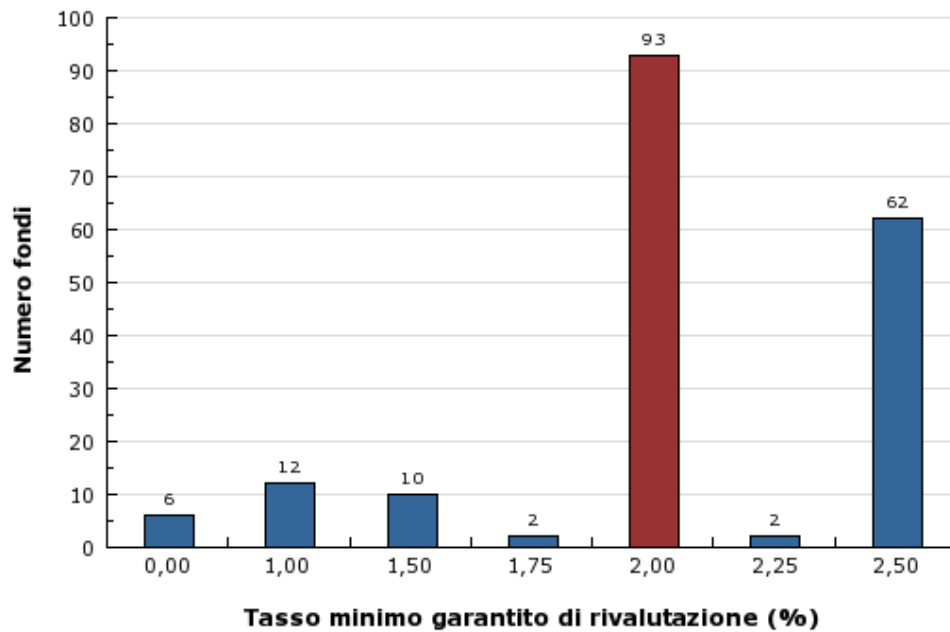
Basi demografiche Mercato (FPC + FPA + PIP)



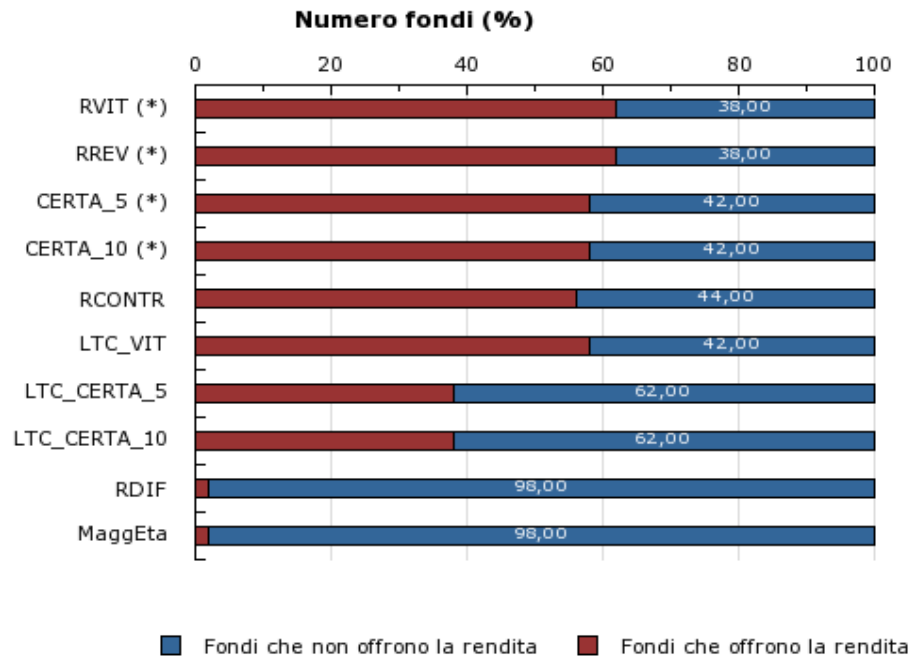
Caricamenti Mercato (FPC + FPA + PIP)



Tasso minimo di rivalutazione Mercato (FPC + FPA + PIP)



Tipologia di rendita Mercato (FPC + FPA + PIP)



RVIT: rendita vitalizia

RREV: rendita reversibile

CERTA_5: rendita certa per 5 anni e poi vitalizia

CERTA_10: rendita certa per 10 anni e poi vitalizia

CERTA_15: rendita certa per 15 anni e poi vitalizia

CERTA_20: rendita certa per 20 anni e poi vitalizia

CERTA_K: rendita certa per un numero di anni scelto dall'iscritto e poi vitalizia

RCCAP: rendita certa fino al recupero del capitale convertito e poi vitalizia

CERTA_ETA: rendita certa fino al raggiungimento di un'età anagrafica e poi vitalizia

RCONTR: rendita controassicurata

LTC_VIT: rendita vitalizia maggiorata per LTC

LTC_CERTA_5: rendita certa 5 anni maggiorata per LTC

LTC_CERTA_10: rendita certa 10 anni maggiorata per LTC

RDIF: rendita differita

MaggEta: Con maggiorazione al raggiungimento di un'età

Dalla lettura di quanto sopra, proviamo a tracciare le prime considerazioni. Per i fondi aperti la base demografica largamente usata è ancora la RG48, per i PIP senza dubbio la IPS55, mentre per i chiusi le due tavole (con le relative personalizzazioni) si equivalgono in peso percentuale.

La tipologia di rendite offerte riflette alcune peculiarità. Nuovamente tra FPC e PIP troviamo un sostanziale equilibrio, ovvero tutti gli operatori offrono nell'ordine rendita vitalizia e reversibile, con una offerta rilevante anche per la certa 10 e 5.

I fondi chiusi presentano invece un'offerta senz'altro più variegata. Più del 60% offrono rendite vitalizie e reversibili, il 58% la certa nelle versioni 5 e 10, ancora il 58% propone la LTC vitalizia, seguita con il 56% dalla rendita con contro assicurazione (meglio conosciuta come cash back), mentre poco al di sotto del 40% si pongono i fondi che propongono le forme LTC certa 5 e certa 10.

Per quel che concerne i profilo dei costi\caricamenti, osserviamo che per FPA e PIP il range che contiene il maggior numero di fondi oscilla dall'1% all'1,5%, mentre per i FPC il dato si abbassa di 50 bps, ovvero oscilla dallo 0,5% all'1%.

Su questo si ritiene opportuno proporre una riflessione. A prescindere dalla facile lettura dei dati sopra riportati, la natura e struttura dei costi della rendita è davvero molto variegata nonché differenziata per settore. Si aggiungano poi le diverse tipizzazioni di rendita offerte (es. certa, differita, contro-assicurata, % di tasso tecnico, % di rivalutazione, basi demografiche, frazionamento, pagamento anticipato, posticipato..)³³.

Quanto sopra, per evidenziare la necessità di potersi avvalere di misuratori idonei per essere in grado di comparare rendite diverse. Inoltre mentre un confronto, a parità di caratteristiche, può risultare agevole nella valutazione in un singolo elemento (si pensi per esempio ai caricamenti: più basso è il loro ammontare, migliore è la rendita per il lavoratore), quando si guardano le offerte nel loro complesso tale valutazione diventa più ardua. A ciò si aggiungono elementi per i quali non è possibile dare un giudizio a priori: un tasso tecnico più alto, ad esempio, non necessariamente si concretizza in un maggior vantaggio per il lavoratore.

Nasce quindi l'esigenza di costruire un indicatore che possa riassumere in un unico valore tutte le caratteristiche di un contratto di rendita, un indicatore che assurga a ruolo di "benchmark tecnico" per il mercato in questione.

La letteratura in materia di rendite ha proposto il c.d. Money's Worth Ratio (Mwr) calcolato come:

$$Mwr = \frac{Epdv}{C}$$

dove per *Epdv* si intende l'Expected present discounted value, ossia il valore attuale di tutti i cash flow attesi futuri previsti dal contratto e per *C* il capitale iniziale. Se l'indice è pari a 1 questo significa che l'aderente percepirà nella fase di rendita il controvalore di quanto versato nella fase di accumulo; qualora l'indice sia inferiore a 1 l'aderente percepirà di meno e viceversa se maggiore di uno. Metodologicamente, si ricostruisce, sulla base di determinate ipotesi, il profilo di tutti i pagamenti futuri che l'assicurato (e i suoi beneficiari) riceveranno dalla compagnia di assicurazione. Ognuno di tali pagamenti sarà poi ponderato, moltiplicandolo per la probabilità di essere in vita alla data del pagamento, per tener conto della probabilità di realizzazione dello stesso e attualizzato al momento della valutazione in base a un appropriato tasso di sconto. Così facendo, naturalmente, i pagamenti previsti in età avanzata dell'assicurato peseranno molto meno rispetto alle prime rate di rendita. Nel calcolare il flusso di

³³ Vedi Mefop, (2009), I costi nel sistema di previdenza complementare in Italia. Un'indagine comparativa tra le diverse forme previdenziali, MidTerm Report, 2.

pagamenti futuri si dovrà, in particolare, tener conto dei caricamenti (impliciti o in misura fissa), del tasso tecnico, del rendimento previsto della gestione separata, dei costi sulla rivalutazione e dei livelli minimi garantiti di quest'ultima. Anche il premio versato, ovviamente, parteciperà alla determinazione del livello dei pagamenti.

Al momento del calcolo del valore atteso di ciascun flusso entreranno in gioco anche le tavole di mortalità utilizzate per calcolare la probabilità di pagamento e la struttura dei tassi di sconto usata per l'attualizzazione. Un valore elevato di Mwr indica che, a parità di premio di tariffa pagato, i pagamenti che ci si aspetta di ottenere saranno maggiori e, quindi, che la rendita in questione è più interessante rispetto a un'altra connotata da un Mwr inferiore. Come appare chiaro, però, ci sono diversi elementi discrezionali che non rendono universale la procedura adottata. Solitamente, quindi, è preferibile calcolare il livello di Mwr sulla base di ipotesi diverse, in modo da evidenziare l'evoluzione del valore della rendita in funzione del cambiamento di tali condizioni³⁴.

Questa la fotografia al 31 dicembre 2010. Ad una prima analisi potremmo senz'altro affermare che l'offerta più viva è senza dubbio rappresentata dai fondi pensione chiusi. Più statica invece, l'offerta della tipologia di rendite promossa da banche ed imprese assicurative. Senza voler anticipare, i contenuti del paragrafo conclusivo del presente capitolo, appositamente ideato nel tentativo di prevedere ed ipotizzare futuribili traiettorie di sviluppo, sin d'ora possono intravedersi buoni margini di rafforzamento dell'offerta di mercato.

³⁴ Vedi Mefop, Mid term report, n. 3 aprile 2010.

5 Produzione di rendite vitalizie e gestione del longevity risk

5.1 Introduzione

Fino a qui abbiamo esplorato gli aspetti giuridici e regolamentari, il comportamento dell'aderente, la dimensione della domanda, la tipologia dell'offerta, tutti elementi che influenzano lo sviluppo del mercato delle rendite. Ora cambiamo approccio e ci concentriamo sulle problematiche connesse alla creazione di un prodotto assicurativo analizzando i vincoli tecnici sottostanti.

Abbiamo analizzato il mercato e verificato più o meno esplicitamente come lato acquirente, possano essere diversi i fattori di disaffezione verso la prestazione pensionistica complementare in rendita: risultano infatti prodotti "difficili", il pricing è "opaco", l'informativa è carente, la contrattualistica è complessa, non ci sono standard utilizzabili per confronto e dulcis in fundo, manca una diffusa e solida alfabetizzazione finanziaria³⁵.

Ma il tema della rendita pone criticità anche dal lato dell'offerta. Sono prodotti finanziari low margin ed i nuovi scenari normativi (v. Solvenza II) potrebbero far aumentare i costi da capitale assorbito (Solvenza Capital Requirement), attuarialmente prestano il fianco all'adverse selection, le cui complessità gestionali sono direttamente dipendenti dall'aumento dei volumi ed infine sono affetti dal longevity risk, difficile da gestire sia in termini previsionali che di copertura.

In questa sezione esploreremo i rischi connessi al fenomeno dell'erogazione della prestazione previdenziale erogata in rendita, con particolare riguardo al rischio per l'erogatore legato alla longevità del percipiente, proponendo una descrizione del fenomeno, le risposte con le quali gli operatori affrontano la sfida, le connessioni con altre esigenze di copertura assicurativo-previdenziale legate all'età della quiescenza.

La redditività delle rendite sottoscritte da un'impresa di assicurazione dipende dalla capacità dell'assicuratore sia di valutare correttamente i rischi assunti sia di trasferire i costi di produzione agli assicurati. L'analisi di convenienza viene quindi sviluppata tenendo in considerazione i rischi assicurativi che si esplicano

³⁵ Vedi Mefop, Newsletter 43/2010.

nell'attività di sottoscrizione, i rischi finanziari correlati alla attività di investimento e i costi generati dalle attività operative³⁶.

Variabili determinanti sono quindi: l'andamento dei mercati, la disponibilità di prodotti finanziari coerenti con l'ALM della gestione finanziaria, dimensioni della domanda tali da permettere economie di scala, politiche fiscali e di welfare stabili, tavole di mortalità aggiornate,...

I prodotti vita proteggono gli aderenti da due classi di rischio: il primo è il rischio biometrico, che include il rischio di mortalità e di longevità, il secondo è il rischio finanziario e macroeconomico, quali l'inflazione e l'andamento dei mercati azionari ed obbligazionari, il tasso di interesse³⁷. I prodotti vita sono molteplici e possono proteggere l'aderente dal rischio finanziario o dal rischio biometrico ma esistono anche una varietà di prodotti che proteggono l'aderente da una certa combinazione di entrambi i rischi. Di seguito una utile tabella che classifica i prodotti in funzione dei rischi assunti, da cui si evince come sia prevalente la gestione del rischio biometrico rispetto a quello finanziario.

Tipologie di prodotti assicurativi: profili di rischio e rendimento

Fonte: Swiss Re Economic Research and Consulting

	← Risk protection		Savings →
Products	Term assurance Group life Disability Long-term care Critical illness Payout annuities Impaired annuities	Whole life Universal life Variable life Endowment insurance Combined life-annuity	Deferred fixed and variable annuities Unit-linked savings Guaranteed interest contracts Defined contribution pension products
Main risks for insurer	Mortality Morbidity Longevity Lapse	Mortality Morbidity Longevity Lapse Interest rate Equity market	Interest rate Equity market Lapse
Main sources of earnings	Underwriting result Investment result	Underwriting result Investment result	Investment result Fee income

Il resto del capitolo analizzerà in maggior dettaglio in che modo i rischi biometrici ed in particolare i longevity risk influiscono sulle rendite e sullo sviluppo del

³⁶ Vedi SwissRe, Sigma, Prodotti di rendita: una soluzione privata al rischio di longevità, n. 3/2007

³⁷ Vedi SwissRe, Sigma, Understanding profitability in life insurance, n 1/2012.

mercato e tralascieremo l'analisi dei rischi finanziari in quanto gestiti dalle imprese di assicurazione anche nella gestione di altri prodotti assicurativi.

Premessa importate è che il rischio di longevità, è legato al più generale fenomeno dell'allungamento medio della durata della vita, di per sé aspetto assolutamente positivo. Il rischio longevità nel mercato delle rendite può definirsi quale rischio - dovuto da incertezza - che i tassi di mortalità effettivamente osservati differiscano sistematicamente da quelli stimati nel passato, sulla cui base sono state prese decisioni di natura economico-finanziaria. Tale fenomeno genera indubbiamente pressioni sui sistemi pensionistici pubblici e privati, costretti potenzialmente a dover erogare prestazioni per orizzonti temporali più lunghi rispetto a quelli attesi.

L'andamento demografico evolutivo, italiano in particolare, ma europeo e mondiale in termini più generali, è sempre più caratterizzato da quella che si definisce come "rettangolarizzazione" della curva di sopravvivenza, un innalzamento tendenziale cioè della vita media (in Italia l'aspettativa di vita ha raggiunto circa i 78,4 anni per gli uomini e gli 84,1 anni per le donne). Vi è quindi la "ragionevole speranza" di "vivere di più" per cui occorre prepararsi per tempo anche per "vivere meglio". Per non farsi allora trovare impreparati nel momento di maggiore debolezza, la vecchiaia, oltre a preconstituire con l'accumulazione nel corso della vita lavorativa le risorse per finanziare la propria quarta età va gestito anche il rischio longevità, vale a dire il rischio di sopravvivere al proprio reddito³⁸. Se il rischio longevità ha un impatto sensibile sul singolo individuo, tale fattore va adeguatamente considerato e ponderato anche con riferimento al sistema previdenziale nel suo complesso, al fine di garantirne adeguatezza e sostenibilità prospettiche come auspicato dal Green Paper dell'UE. Una gestione non adeguata di tale rischio potrebbe causare infatti il fallimento di tutta la strategia di investimento posta in essere lungo l'arco della intera vita lavorativa dell'aderente.

Abbiamo già osservato che dal punto di vista strettamente tecnico il longevity risk può definirsi come il rischio che mortalità futura e aspettative di vita siano diverse da quelle previste. Diventa cioè un fondamentale fattore con cui devono fare i conti sia i pilastri pensionistici pubblici che quelli privati in considerazione della non esatta prevedibilità della aspettativa di vita. Chi offre rendite (assicurazioni, i fondi pensione, enti previdenziali pubblici) devono affrontare quindi il rischio che il valore attuale netto del flusso di pagamenti per la rendite sia maggiore di quello atteso, considerando l'incertezza della durata della vita.

La longevità può essere considerata nelle sue duplici componenti:

³⁸ Vedi Gabay D., Grasselli M., (2008), Fair Demographic Risk Sharing in Defined Contribution Pension Funds, MAF Conference.

1. longevity risk individuale (o idiosincratico) e aggregato (o collettivo)
2. rischio specifico (random variation risk) e rischio aggregato (trend risk)

Il Longevity risk individuale sorge perchè l'aspettativa di vita individuale differisce da persona a persona; non si sa cioè in anticipo a quale età ogni specifico individuo morirà. Tale rischio è affrontabile tramite il risk Pooling (antiselezione dei rischi) realizzato dai soggetti (Enti previdenziali pubblici, compagnie assicurative, fondi pensione) che erogano rendite. Vero problema deriva poi dal rischio aggregato, cioè dall'incertezza circa l'aspettativa di vita di un'intera generazione o coorte³⁹.

Va notato inoltre come nell'ambito del Solvency II, i rischi di mortalità e longevità siano considerati il risultato dell'uncertainty risk. Il mortality risk si riferisce a una possibile situazione di extra-mortalità, importante dunque nell'ambito dei death benefits. Al contrario, il longevity risk riguarda la possibile realizzazione di extra-sopravvivenza; in questo caso, l'interesse sarà riferito ai living benefits, in particolar modo alle rendite.

Il presidio del longevity risk è quindi importante sia per i sistemi di previdenza pubblici che per quelli privati. I primi però hanno avuto a disposizione l'intervento dei governi, che favorendo le riforme previdenziali hanno agito ed agiscono per salvaguardare la sostenibilità del sistema. Nel caso italiano, le riforme che si succedono da ormai un ventennio hanno quale driver quello di trasferire in capo al pensionando il rischio longevità. In sostanza un allungamento della vita comporterà, a parità delle altre condizioni, una riduzione della prestazione percepita o un allungamento della vita lavorativa. Ciononostante però i sistemi pubblici non sono affatto immuni da eventuali code del fenomeno longevità, ovvero il rischio in questione non viene trasferito totalmente, poiché i coefficienti di trasformazione sono effettuati in base alla mortalità osservata in un orizzonte temporale precedente alla data di revisione. I tassi effettivi pertanto potrebbero sottostimare quelli sperimentati dai soggetti in corso di pensionamento⁴⁰.

Anche in virtù di quanto premesso l'accumulo previdenziale complementare assurge a fenomeno di particolare rilevanza anche a fini di equilibrio sociale, benché neppure quest'ultimo come anticipato sia esente dal rischio di longevità. Se non correttamente valutato infatti, il risparmio accumulato nel fondo pensione potrebbe rilevarsi insufficiente per la copertura del gap scaturente dalla pensione pubblica. Tuttavia, diversamente dal I pilastro, l'aggiustamento dei

³⁹ Vedi Antolin P., (2007), Longevity Risk and Private Pensions, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, 3.

⁴⁰ Vedi Messori M. (a cura di), (2006), La previdenza complementare in Italia, il Mulino, Bologna.

coefficienti nel II pilastro è operato in base alla mortalità attesa e non a quella osservata e quindi il rischio longevità è trasferito totalmente sul lavoratore.

Il secondo pilastro è toccato, della longevità sotto due profili diversi:

1. rischio di una mancata integrazione della pensione pubblica, dovuta a una non corretta pianificazione previdenziale complementare,
2. riduzione della rata pensionistica per via della revisione dei coefficienti di trasformazione.

La longevità è quindi una tipologia di rischio che il I e il II pilastro, benché considerati congiuntamente, non riescono a diversificare in ragione dell'elevata correlazione dei suddetti fenomeni e pertanto dovrebbe essere adeguatamente gestita per limitare la dimensione degli effetti negativi.

Focalizzandoci sui fondi pensione a contribuzione definita, può in generale diffondersi l'idea che il non essere legato a livelli di prestazione prestabiliti, il longevity risk sia gestibile in toto. Tuttavia, partendo dal presupposto che la finalità della previdenza complementare sia consentire agli individui di colmare il gap di povertà scaturente dai tassi di sostituzione della pensione di base, non si potrà negare che anche in tali modelli prestazionali vi sia una passività, benché implicita, da coprire.

Non potendo legiferare i fondi pensione utilizzano gli strumenti a loro disposizione quale ad esempio una particolare metodologia di investimento delle risorse finanziarie, adattando modelli liability driven investment, nei quali l'allocazione degli attivi è definita sulla base di un tasso di sostituzione-obiettivo. Per raggiungere tale obiettivo di rendimento, il fondo pone attenzione a tutte le fonti di rischiosità, e quindi anche al rischio longevità, per gestirlo adeguatamente, pena la possibile compromissione della strategia di investimento.

Altra caratteristica del rischio longevità oltre all'incertezza circa l'appropriatezza dei tassi di conversione del montante in rendita è la natura temporalmente differita della sua manifestazione, concretizzandosi nel passaggio dalla fase di accumulo a quella di erogazione della prestazione. Questo elemento dunque se malamente considerato potrebbe inficiare i risultati raggiunti rimettendo in capo all'aderente il rischio che l'obiettivo di rendimento raggiunto, seppur pari a quanto programmato ex ante, non sia di fatto sufficiente a colmare il gap pensionistico.

La fase di accumulo previdenziale è quindi quella principalmente destinata al presidio dei livelli di rischio accettabili concernenti la longevità. Come per altre

fonti di rischiosità, l'attivazione di coperture ex ante è già parte integrante dei modelli gestionali dei fondi (es. rischio inflazione con relativi fondi indicizzati), pertanto anche il processo di immunizzazione verso il longevity dovrebbe essere costruito per tempo e precedentemente al momento della propria manifestazione.

Di recente il mercato finanziario ha iniziato a costruire prodotti ad hoc, anche in ragione dell'incapacità del settore assicurativo di assorbire una domanda crescente di copertura. Il mercato della longevità è tutt'ora caratterizzato da maggiore domanda che offerta, per il limitato numero di investitori che possono essere interessati a tale mercato, al di là delle compagnie di riassicurazione per le quali la longevità, alter ego della mortalità, fa parte del loro patrimonio genetico.

Passiamo quindi ad osservare le modalità di gestione del longevity risk. Per le imprese di assicurazione vita e i fondi pensione il problema della gestione corretta di tale rischio non può essere sottovalutato. Una sua sottostima potrebbe generare una futura difficoltà o impossibilità a far fronte agli impegni verso gli assicurati, causando uno stato più o meno grave di insolvenza.

Le modalità di gestione e le diverse implicazioni sui mercati dei capitali sono argomento di così grande interesse che annualmente, a partire dal 2005, viene indetta una "International Longevity Risk and Capital Market Solutions Conference" che riunisce i più importanti studiosi del settore provenienti da tutto il mondo. Questa particolare conferenza ha lo scopo di aggiornare continuamente il settore assicurativo con i più avanzati metodi di riconoscimento, rappresentazione, quantificazione e soprattutto gestione del rischio di longevità, prendendo in esame gli impatti e le reazioni del mercato. Ciò premesso osserviamo i principali approcci praticati nell'affrontare il rischio di longevità.

5.2 Approccio risk based: il risk management per rendite vitalizie

Il processo di *risk based* si articola in tre fasi fondamentali: identificazione dei rischi, valutazione delle conseguenze rilevanti di tali rischi e tecniche di risk management. Il primo passo, l'identificazione dei rischi, può seguire le linee guida fornite dallo International Actuarial Association oppure quelle definite con il progetto Solvency II⁴¹. In particolare, i rischi di mortalità e longevità fanno parte del macrorischio di underwriting, che si ha quando il premio fatto pagare all'assicurato non è sufficiente per coprire i futuri esborsi, ovvero quando le riserve risultano inadeguate. Ovviamente per un assicuratore il longevity risk è

⁴¹ Vedi www.eiopa.europa.eu.

tanto più importante quanto più elevato è il peso relativo del portafoglio delle assicurazioni vita di rendita rispetto al totale del business.

Altrettanto importante è la seconda fase, cioè la valutazione del rischio. Il longevity risk, in particolare, richiede l'uso di modelli stocastici. Esempi di misure di rischio possono essere: varianza, coefficiente di variazione, percentile della coda destra della distribuzione delle passività. Un ulteriore esempio è rappresentato dalla probabilità di rovina, molto importante in ottica di valutazioni del rischio nell'ambito del Solvency II. Come ultima fase troviamo la scelta delle tecniche di risk management. Questo è un passo importante, poiché esistono molti tipi differenti di strategie per gestire il rischio longevità. Osserviamo le principali.

5.2.1 Strategie di portafoglio

Al fine di evitare che i flussi di pagamento in uscita superino una certa soglia (o barriera) intesa come livello limite di sostenibilità, l'impresa di assicurazione o fondo deve operare una mitigazione del rischio attraverso strategie di portafoglio in grado di diminuire la probabilità che si verifichino tali inconvenienti. A livello pratico, una corretta strategia di portafoglio deve essere in grado di aumentare il livello sostenibile delle uscite annue (alzandone la barriera) e di abbassare l'impatto negativo sulla gestione causato da miglioramenti inaspettati della mortalità. Per soddisfare questi requisiti si possono adottare tecniche di loss control e di loss financing. Le prime sono attuate attraverso l'attenta costruzione dei prodotti assicurativi (ovvero di rendita), ponendo particolare cura alle componenti tecniche che li andranno a formare. Inoltre, il loss control si può a sua volta suddividere in tecniche di loss prevention, per mitigare la frequenza delle perdite e metodologie di loss reduction, per ridurre la gravità delle possibili perdite future.

Con specifico riferimento alla rendita, è molto importante considerare una serie di problematiche. Innanzitutto, l'allungamento medio della speranza di vita richiede l'utilizzo di tavole proiettate al fine di prezzare le life annuities. In secondo luogo, l'incertezza sul futuro trend della mortalità necessita la definizione di una formula per il calcolo del premio basata sul principio di equivalenza⁴². Adottando questo principio il longevity risk si può considerare

⁴² Espresso dalla seguente uguaglianza: $S = b \cdot a_{x+n}$. Dove S rappresenta il premio al netto del caricamento, b la prestazione annua, n il momento in cui cessa il periodo di accumulazione e x+n l'età all'inizio della fase di de-cumulazione.

attraverso un semplice caricamento di sicurezza, calcolato aumentando le probabilità di sopravvivenza delle tavole proiettate.

Nell'ambito delle strategie di loss reduction, invece, è opportuno controllare l'ammontare annuo dei pagamenti. Perciò si ha la necessità di rendere maggiormente flessibili i prodotti di rendita. Un possibile intervento a tal fine potrebbe essere la riduzione delle prestazioni in conseguenza a miglioramenti non previsti della mortalità. In questo caso, però, il prodotto sarebbe sprovvisto di qualsiasi garanzia. Una soluzione maggiormente applicabile nella realtà consiste in una riduzione del livello di partecipazione degli assicurati ai rendimenti degli investimenti quando si riscontrano scostamenti avversi della mortalità. Infatti i profitti non distribuiti aumentano i mezzi propri della compagnia di assicurazione, innalzando così il livello sostenibile delle uscite annue.

Passando all'analisi delle tecniche di loss financing, bisogna premettere che tali strumenti richiedono strategie specifiche per l'intero portafoglio preso in esame e, in alcuni casi, anche per altri portafogli dell'assicuratore. In particolare, il trasferimento del rischio può essere realizzato attraverso i tradizionali contratti di riassicurazione o altri strumenti più sofisticati, come per esempio i longevity bond, la cui performance è legata ad alcune misure relative alla longevità di una determinata popolazione.

Nel contesto di questi strumenti di trasferimento del rischio tradizionali vanno fatte alcune importanti precisazioni. La riassicurazione classica (XL, per eccesso, e così via) permette di migliorare la diversificazione del rischio attraverso l'effetto di pooling; però, per migliorarne ulteriormente l'efficacia, le cessioni a un riassicuratore dovrebbero essere completate da un ulteriore trasferimento: quello al mercato dei capitali attraverso l'utilizzo di bond collegati a indici di mortalità o longevità. Questi prodotti sono ancora poco presenti sui mercati; nello specifico i mortality bond sono già stati creati da qualche anno, mentre i longevity bond sono ancora in una fase estremamente iniziale.

5.2.2 Strategie di natural hedging

il natural hedging è una strategia di diversificazione che combina benefici opposti rispetto alla durata di vita. Infatti, se i tassi di mortalità decrescono, il costo delle polizze vita di rendita aumenta mentre il costo delle prestazioni in caso morte diminuisce e viceversa. Ne consegue che il rischio di mortalità nelle life annuities può essere parzialmente mitigato stipulando prodotti assicurativi che prevedono

prestazioni in caso morte. In generale si possono presentare due diverse gestioni: una gestione attraverso il tempo o una gestione attraverso le LoB⁴³.

Per quanto riguarda la gestione attraverso il tempo, si può notare come un assicuratore che svolga la sua attività nei rami vita e morte, benefici di una riduzione del rischio data dal fatto che più lungo è il periodo di pagamento della rendita, più si riduce l'ammontare delle prestazioni in caso morte. Tuttavia, la riduzione del rischio non può essere totale proprio a causa della presenza del death benefit.

In caso di gestione del rischio attraverso Line of Business, la riduzione può essere ottenuta eseguendo un corretto mix di contratti tra assicurazioni vita e assicurazioni di rendita. Alcuni studi hanno evidenziato come si riesca a diminuire la rischiosità quando, al momento della sottoscrizione, l'ammontare dei costi relativi alle assicurazioni vita è simile a quello delle rendite vitalizie⁴⁴.

In conclusione, una corretta compensazione tra l'ammontare delle assicurazioni vita e delle rendite è molto difficile da perseguire; solo le compagnie di grandi dimensioni possono giungere a un risultato efficace usufruendo di un numero elevato di contratti e comunque tali argomentazioni sono inadatte se riferite ai fondi pensione (in particolare per quei fondi che intendano erogare direttamente rendite). In questo contesto, i riassicuratori possono giocare un ruolo molto importante nel raggiungimento di tale obiettivo.

5.2.3 Strategie di riassicurazione

La riassicurazione è uno strumento molto importante per numerosi aspetti legati alla gestione tecnico-assicurativa delle imprese di assicurazione, ben potendo essere utilizzata, con specifico riferimento al nostro ambito di osservazione, anche per trasferire il longevity risk attraverso differenti tipologie di accordi. L'ambito potenziale trova sempre il suo banco di prova nella realizzazione pratica di quanto teorizzato, e nel caso di specie, il trasferimento del rischio longevità risulta possibile principalmente a livello teorico, in quanto le compagnie di riassicurazione sono molto riluttanti ad accettare un rischio che, per natura, è di tipo sistematico. Effettivamente solo poche tipologie di posizioni assicurative si possono gestire attraverso un rapporto con un'impresa di riassicurazione. Intravediamo quindi che lo sviluppo delle longevity-linked securities, trasferendo

43 dove il termine "LoB" indica il ramo assicurativo ovvero Line of Business

44 Vedi Cox S.H. and Y. Lin (2007), Natural Hedging of Life and Annuity Risk, Journal of Risk and Insurance, 11.

il rischio sul mercato dei capitali, potrebbe contribuire alla nascita di un vero e proprio mercato riassicurativo per il longevity risk.

In generale, volendosi concentrare in un ambito prettamente riassicurativo, si può analizzare la gestione di un'impresa prendendo come riferimento, per semplicità, un insieme di contratti di rendita vitalizia immediata (che costituiscono, altresì, la tipologia di polizze più interessante per l'impatto e il trasferimento del longevity risk). Il modo più semplice di trasferire il rischio di longevità è quello di troncane la durata di ogni rendita. Per fare ciò ci si può affidare a un contratto riassicurativo Excess-of-Loss (XL). In questo caso, il riassicuratore pagherà alla cedente la parte finale di rendita vitalizia che eccede una data età, denominata. Questa età sarà determinata in modo tale da essere ragionevolmente elevata, ma non troppo vicina all'età massima, altrimenti il trasferimento risulterebbe pressoché inefficace.

Considerando il punto di vista della cedente, questa tipologia di riassicurazione permette di trasformare dei contratti di rendita vitalizia immediata, pagabili per tutta la vita residua degli assicurati, in contratti di rendita temporanea. Dal punto di vista del riassicuratore, invece, tutto ciò comporterebbe un pesante carico di nuovi rischi. La causa di questa situazione deriva proprio dal fatto che all'impresa di riassicurazione viene ceduta la parte peggiore di ogni rendita, cioè quella che riguarda le età più avanzate. Nella realtà, quindi, questo tipo di contratto è accettabile per il riassicuratore solo se tale accordo fosse obbligatorio per l'impresa di assicurazione che deve erogare la rendita. Può essere il caso, per esempio, dei fondi pensione, obbligati dall'autorità di vigilanza a sostenere le passività attraverso accordi di riassicurazione.

Un accordo di tipo XL è per sua stessa natura un contratto di lunga durata. Questo comporta un forte caricamento sul riassicuratore riguardo il longevity risk. Molto spesso nella pratica si preferiscono dei trattati di breve o media durata; in questo caso le strategie di tipo Stop-Loss potrebbero costituire delle interessanti soluzioni. Un contratto di questo genere prevede l'intervento del riassicuratore al fine di prevenire il default della cedente, in corrispondenza di deviazioni sistematiche della mortalità.

Lo Stop-Loss a sua volta può essere suddiviso in due diverse tipologie: Stop-Loss on assets e Stop-Loss on annual outflows. Nel primo caso gli effetti delle deviazioni della mortalità si possono analizzare comparando il totale delle attività del portafoglio in un dato tempo con la riserva necessaria per soddisfare gli obblighi dell'assicuratore. Nel secondo caso, in un accordo Stop-Loss on annual outflows il longevity risk, a una determinata data, viene trasferito se l'ammontare delle prestazioni da pagare agli assicurati è significativamente più elevato di quello che ci si poteva attendere. In questo contesto il riassicuratore si farà carico dell'ammontare eccedente, definito loss (perdita). Tali perdite possono

derivare da fluttuazioni casuali e, inoltre, vi è la possibilità di ridurre l'intervento del riassicuratore alzando il livello critico riferito al valore atteso dei benefit, oltre al quale si ottiene la prestazione riassicurativa.

In conclusione, la scelta di un particolare tipo di riassicurazione dipende innanzitutto da quali contratti sono disponibili sul mercato riassicurativo. Nel momento in cui vi sia più di una soluzione, è necessario prestare molta attenzione non solo al prezzo, ma anche all'effettivo contenimento del rischio di longevità e la sua efficacia sulla riduzione dei requisiti di capitale.

5.3 Trasferimento alternativo del rischio

Oltre alle normali soluzioni per trasferire il rischio esposte nei punti precedenti, sono presenti sul mercato altre metodologie più o meno sviluppate e affermate. Tra queste troviamo la lifeinsurance securitization e le mortality-linked securities. Di seguito verranno trattati con maggior dettaglio questi tipi di trasferimenti alternativi.

5.3.1 Life insurance securitization

Una prima tipologia di trasferimento alternativo del rischio è rappresentata dalla securitization; quest'ultima è caratterizzata dall'interazione con il mercato dei capitali ed è formata da un insieme di asset o da una sequenza di flussi di cassa riferiti a titoli presenti sul mercato stesso. I principali obiettivi dell'attività di securitization sono quelli di migliorare la liquidità dei mezzi a disposizione attraverso la vendita di flussi futuri, e di trasferire i rischi quando si ha a che fare con un insieme di pagamenti o di flussi di cassa.

Nella realtà pratica il trasferimento può essere caratterizzato da numerosi passaggi intermedi prima di giungere sul mercato dei capitali, ma solitamente i principali soggetti coinvolti sono tre: assicurato, impresa di assicurazione e istituzione finanziaria di supporto. La transazione inizia sul mercato assicurativo, dove le polizze vengono sottoscritte dai soggetti assicurati. Successivamente l'assicuratore vende il diritto relativo ad alcuni flussi di cassa a un special purpose vehicle (SPV), che è un istituto finanziario con il compito di collegare l'impresa di assicurazione al mercato dei capitali. Questo SPV, a sua volta, emette alcuni valori o titoli aventi come garanzia i cash-flow scelti in precedenza allo scopo di raccogliere denaro, ricevendo il pagamento di un prezzo da parte del mercato. I fondi che si genereranno saranno poi resi disponibili, almeno in parte, all'assicuratore.

In questo contesto non bisogna trascurare la presenza di un possibile rischio di controparte. Può accadere, infatti, che l'impresa di assicurazione, dopo il trasferimento dei flussi di cassa, non sia in grado di onorare gli impegni assunti verso lo SPV o verso gli assicurati. Inoltre, è bene ricordare che il rischio di controparte aumenta al crescere dei soggetti coinvolti nella transazione, proprio come accade in ambito finanziario.

5.3.2 Mortality-linked securities

Recentemente si sono sviluppati alcuni tipi di prodotti per la gestione dei rischi legati alla mortalità molto innovativi rispetto a quelli tradizionali. Al momento, sono soprattutto gli hedge funds a investire sulla longevità, in ragione del basso grado di correlazione con le altre classi di attivo – un eventuale crollo del mercato azionario non dovrebbe avere, in linea di principio, alcun impatto sulle aspettative di vita degli individui – che consente quindi di diversificare maggiormente il portafoglio, riducendone la rischiosità. Gli strumenti che al momento risultano più utilizzati sono i longevity swap. Come tutti gli swap, anche quelli relativi alla longevità scambiano un tasso fisso con un tasso variabile. Come noto, l'aleatorietà dei tassi di mortalità condiziona le passività del fondo. Acquistando uno swap, il fondo scambia il tasso variabile con il tasso fisso, eliminando l'incertezza associata alla longevità e programmando, in tal modo, i flussi di pagamento futuri. Il tasso fisso viene determinato tenendo in considerazione un premio, che remunera l'intermediario per l'assunzione del rischio longevità.

Tra i più studiati, sia a livello pratico che teorico, troviamo le mortality-linked securities, il cui pay-off è legato alla mortalità di una determinata popolazione. In particolare, questi strumenti sono ottenuti sfruttando una serie di derivati che hanno come sottostante alcuni indici di mortalità di una determinata popolazione. Tali securities hanno quindi lo scopo di gestire le problematiche derivanti da due eventi diametralmente opposti, quali il fenomeno di extra-mortalità, caratterizzato da tassi di decesso superiori a quelli attesi ed il fenomeno di extra-sopravvivenza, cioè la presenza di una longevità più accentuata rispetto a quella attesa⁴⁵.

Il termine utilizzato per questi prodotti è bond ed è possibile distinguere tra mortality bond e longevity bond. Entrambi si basano sull'analisi dei tassi di mortalità della popolazione scelta e sull'osservazione di tali tassi durante tutta la durata del bond. Per popolazione si può prendere come riferimento un mix di

⁴⁵ Vedi Biffis E., D. Blake, (2009), Mortality-Linked Securities and Derivatives, Discussion Paper PI- 0829, The Pensions Institute, Cass Business School.

diverse popolazioni, oppure una singola generazione. L'indice di mortalità o di sopravvivenza viene scelto in base all'esperienza di mortalità osservata per quel determinato insieme di individui.

La tipologia di bond più diffusa e sviluppata è quella dei mortality bond, proprio perché la mortalità è più semplice da analizzare nella pratica rispetto alla più specifica longevità, e le dinamiche demografiche riferite all'intera curva dei decessi non hanno carattere prettamente sistematico. In particolare, i mortality bond vengono costruiti allo stesso modo dei catastrophe bond. L'obiettivo è quello di garantire liquidità nel caso in cui la mortalità effettiva risulti superiore a quella attesa, a causa, per esempio, di epidemie o disastri naturali. Tali strumenti sono solitamente a breve termine (3-5 anni) e sono legati a un indice di mortalità che esprime la frequenza di decesso osservata nella popolazione di riferimento in un dato periodo. Al momento della sottoscrizione potrebbero anche essere definite delle barriere che, qualora venissero superate dall'indice di mortalità, farebbero diminuire sia il valore nominale che la cedola. Per il fenomeno inverso, ovvero il rischio di sopravvivenza, la soluzione prospettabile sarebbe quella di ricorrere ai c.d. longevity bond, ovvero di obbligazioni indicizzate in rapporto alla longevità media.

Nonostante tutti questi strumenti alternativi e innovativi siano molto interessanti, nella realtà ci sono molte difficoltà nello sviluppo di un mercato dei longevity bond. Innanzitutto bisognerebbe identificare un soggetto o un'istituzione interessata a offrire o investire in questa tipologia di prodotti. Se da un lato tali bond offrono opportunità di diversificazione, in particolare grazie alla loro bassa correlazione con il mercato finanziario tradizionale, dall'altro creano investimenti a lungo termine, difficilmente strutturabili o gestibili. Un altro problema è la scelta del dataset a cui appoggiarsi per lo studio di una certa popolazione; l'analisi dovrebbe essere fatta in modo indipendente e richiederebbe dispendio di tempo e denaro. Inoltre vi è una grossa difficoltà nel definire un corretto pricing del longevity risk da trasferire al mercato dei capitali. Non è ancora stato trovato un modello stocastico universalmente accettato per analizzare la mortalità e per ora il mercato non è pronto per trattare in modo coerente il rischio di longevità⁴⁶.

Dopo aver esaminato le modalità con cui è possibile gestire il longevity risk, in questo contesto cercheremo di analizzare l'impatto reale che tale rischio può avere sulle tipologie di polizze che risentono maggiormente di questo problema, e che più interessano al nostro lavoro: le rendite. Attualmente i prodotti assicurativi di rendita sono venduti in numerosi mercati mondiali e in molti casi l'effetto del longevity risk risulta tutt'altro che trascurabile. In Italia la "cultura" della rendita non è ancora così diffusa; in generale si preferisce avere tutto e

⁴⁶ Vedi Bauer D., M. Boerger, and J. Russ, (2010), On the pricing of longevity-linked securities, Insurance: Mathematics and Economics, 46.

subito, sottoforma di capitale, piuttosto che richiedere la conversione in rendita, però, l'evolversi della previdenza complementare nel nostro Paese darà una forte spinta al diffondersi dei contratti di rendita. In pratica si assisterà a un vero e proprio travaso (forzoso e volontario) dal risparmio finanziario classico al risparmio previdenziale, con la conseguenza che le disponibilità finanziarie dei lavoratori si indirizzeranno sempre di più a favore dei prodotti previdenziali, a scapito delle forme tradizionali finanziarie e assicurative.

A livello generale è importante ricordare come nei contratti tradizionali di rendita garantita, le basi tecniche siano determinate al momento del calcolo del premio; questa peculiarità comporta tre conseguenze fondamentali:

1. In primo luogo, una rendita vitalizia differita, caratterizzata da premi annui, implica una forte componente di longevity risk a carico dell'assicuratore, proprio perché le basi tecniche sono definite alla stipulazione del contratto e quindi in epoca molto lontana dal pensionamento.
2. In secondo luogo, una rendita vitalizia immediata con premio unico comporta il più basso grado di rischio longevità, dato che le basi tecniche sono determinate solamente al momento del pensionamento.
3. Infine, un contratto con premi ricorrenti rappresenta una soluzione intermedia, in quanto le basi tecniche possono essere definite in modo specifico per ogni premio.

Da queste considerazioni, ne consegue che la rendita vitalizia differita con premi annui richiede un maggiore caricamento di sicurezza rispetto alla rendita vitalizia immediata con premio unico, mentre il contratto a premi ricorrenti si trova in una situazione intermedia. Ovviamente è importante specificare che per calcolare un corretto caricamento è necessario l'utilizzo di un modello di pricing idoneo o, in alternativa, definire delle condizioni contrattuali che permettano la revisione periodica delle basi tecniche.

Nel caso della previdenza complementare, saremmo sostanzialmente di fronte alla costituzione di rendita vitalizia immediata con premio unico, affiancata dalla presenza di una polizza mista (che eroga prestazioni nel caso in cui l'assicurato sia ancora in vita alla scadenza, o al beneficiario in caso di decesso). Si osserva che nel caso di specie, attraverso quest'opportuna combinazione l'aderente godrà di alcuni vantaggi. Innanzitutto, avrà una copertura contro il rischio di morte prematura durante il periodo lavorativo. Inoltre, avrà la possibilità di accumulare una certa somma alla data di pensionamento e tale somma potrà essere convertita (anche solo parzialmente) in una rendita vitalizia immediata.

Oltre a definire i vantaggi che questa tipologia di prodotto fornisce all'aderente, risulta altrettanto importante constatare a quale tipo di rischio viene sottoposto l'assicuratore. È possibile analizzare due fasi ugualmente importanti per l'impresa di assicurazione: il periodo di accumulazione e il periodo di de-cumulazione. Nel primo caso l'impresa di assicurazione dovrà gestire contemporaneamente il rischio d'investimento relativo alla riserva matematica della posizione individuale (laddove sia prevista qualche forma di garanzia finanziaria), il rischio di mortalità o di extra-mortalità relativo ai capitali sotto rischio e il rischio di riscatto relativo all'ammontare della riserva.

Nel periodo di de-cumulazione, invece, l'assicuratore può proteggersi dal rischio d'investimento relativo alla riserva matematica della rendita (se è previsto un tasso di interesse minimo garantito) e dal rischio di mortalità o sotto-mortalità (in particolare riguardo il longevity risk). Inoltre, alla data di pensionamento, la compagnia potrà affrontare opportunamente il rischio connesso all'eventuale conversione in rendita del capitale accumulato. Considerando in modo specifico il longevity risk, il lasso di tempo nel quale l'assicuratore è in grado di sostenere tale rischio coincide con l'intervallo temporale coperto dalla rendita vitalizia immediata se il tasso di rendita è determinato e garantito solamente al momento del pensionamento. Infine, è necessario ricordare che la possibilità di conversione in rendita espone l'assicuratore al rischio di selezione avversa, dato che la maggior parte dei soggetti che optano per convertire a scadenza il capitale in rendita gode di buona salute.

Tutto ciò premesso, seppur in ambito previdenziale saremmo tecnicamente e sostanzialmente in una situazione di rendita vitalizia immediata con premio unico e quindi, almeno in teoria, in un terreno meno rischioso lato assicuratore, gli effetti del longevity risk non sono di per se trascurabili proprio per le considerazioni di cui sopra circa i riverberi che quest'ultimo pone in termini di riduzione dell'ammontare pensionistico di secondo pilastro, motivo per cui il ricorso agli strumenti di copertura del rischio longevità sembra destinato a crescere anche nei prossimi anni, date le tendenze demografiche osservate. È dunque fondamentale che l'offerta si strutturi adeguatamente per fare fronte alle future esigenze degli investitori previdenziali.

6 Conclusioni: un quadro di sintesi e possibili proposte.

Nel nostro Paese, l'ulteriore sviluppo e rafforzamento della previdenza complementare rappresenta di fatto una necessità. L'operazione di riequilibrio della spesa pubblica per pensioni, attuata a partire dalle riforme degli anni novanta, insieme al delinearsi di tendenze demografiche particolarmente sfavorevoli non potevano che tradursi in una progressiva riduzione delle prestazioni. Vari fattori contribuiscono a determinare il livello di integrazione pensionistica che può essere apportato dalla previdenza complementare. L'ampiezza del periodo contributivo, l'ammontare dei versamenti, i risultati di gestione conseguiti dalla forma complementare, i costi sostenuti, la capacità della rendita percepita di conservare potere di acquisto negli anni successivi al pensionamento.

Emergono, pertanto, correlazioni e interdipendenze tra la fase di accumulo e la fase di erogazione di un piano di previdenza complementare. Entrambi i momenti presuppongono scelte impegnative in capo all'iscritto: l'adesione o meno al piano previdenziale, il livello di contribuzione, il profilo di investimento, la valutazione e il confronto tra i costi, il ricorso ad anticipazioni e riscatti, la combinazione rendita-capitale, la selezione del prodotto di rendita. Tutte scelte che comportano rischi che, in un sistema a contribuzione definita puro come quello italiano, gravano direttamente sugli iscritti⁴⁷.

Nella fase di accumulo, carriere lavorative discontinue e insufficienti versamenti contributivi pregiudicano l'accantonamento al piano previdenziale di risorse finanziarie atte a generare una rendita pensionistica adeguata. Per le giovani generazioni, in particolare, giocano a sfavore della costruzione di una pensione complementare condizioni di precarietà diffusa e l'ingresso ritardato nel mercato del lavoro. Anche i diversi costi praticati dalle forme pensionistiche incidono in modo sostanziale sull'importo della prestazione a scadenza. E' stato calcolato che un punto percentuale in più all'anno nei costi sostenuti dall'iscritto determina una riduzione tra il 15 e il 20 per cento nella prestazione usufruita a scadenza.

La recente crisi finanziaria ha messo in luce che, in alcune fasi, la volatilità nei rendimenti delle attività finanziarie può raggiungere valori estremi. Si tratta di una condizione che può recare un serio impatto sul valore del montante accumulato dall'iscritto, specie se ciò avviene in prossimità del pensionamento. E' appena il caso di ricordare i meccanismi che trasferiscono i montanti accumulati dai partecipanti su linee progressivamente meno rischiose all'avvicinarsi dell'età

⁴⁷ Vedi Guazzarotti G., P. Tommasino, (2008), The annuity market in an evolving pension system: lessons from Italy, CERP, Working Paper.

di pensionamento, secondo la logica del ciclo vitale. Insieme a tali meccanismi, potrebbero essere implementate gestioni che, tramite appositi accantonamenti interni agli stessi fondi pensione, rendano possibile perequare i rendimenti realizzati dalle diverse generazioni di iscritti.

L'accumulo di un adeguato livello di ricchezza finanziaria all'atto del pensionamento costituisce una condizione necessaria, ma non sufficiente per garantire un idoneo standard di vita negli anni di quiescenza. L'appropriata definizione della fase di erogazione del montante accumulato, sia in termini di scelta della combinazione fra rendita e capitale che di selezione del prodotto di rendita, è fondamentale per consentire ai pensionati di usufruire di un reddito sufficiente nell'età anziana.

La normativa primaria prevede che fino a un massimo del 50 per cento del montante finale accumulato possa essere erogato in forma di capitale. Il ricorso al capitale se, da un lato, consente all'iscritto di ottenere un flusso di liquidità prontamente disponibile, dall'altro, lo espone al rischio di non disporre di risorse sufficienti per l'intera vita residua. La rendita costituisce, invece, uno strumento particolarmente adatto per soddisfare le esigenze di consumo che si manifestano nella vecchiaia. Tramite il contratto di rendita, il pensionato dispone di un vitalizio a intervalli regolari e fino a che è in vita ottenendo la copertura dal rischio di longevità, ovvero l'eventualità di vivere più a lungo della media. Questo rischio viene interamente trasferito alle imprese di assicurazione che, costruendo un portafoglio rischi assicurati sufficientemente ampio e diversificato, riescono convenientemente a gestirlo con le tradizionali tecniche assicurative. Rimane in capo all'impresa di assicurazione anche la componente sistematica del rischio di longevità connessa con inattesi mutamenti nella speranza di vita della popolazione generale.

La crescita della previdenza complementare e, quindi, del mercato delle rendite sono tra di loro complementari. Nel nostro Paese, tuttavia, lo stadio di sviluppo del secondo pilastro pensionistico è ancora lontano dalla maturità; le prime esperienze di forme pensionistiche di nuova istituzione risalgono alla fine degli anni novanta e un consistente incremento di adesioni è avvenuto soltanto a seguito della riforma del 2004-2005. Ne consegue che il mercato delle rendite vitalizie è nei fatti inesistente. Infatti nel periodo 2005-2010 su oltre 300 mila contratti di rendita differita offerti dalle imprese di assicurazione e giunti alla scadenza, solo 10 mila hanno visto preferire la conversione in rendita rispetto al capitale⁴⁸.

A ben vedere, il mercato delle rendite vitalizie vede oggi protagonisti i soli fondi pensione preesistenti. Alla fine del 2010 sono meno di 130 mila le rendite erogate a pensionati diretti o indiretti, circa 130 mila sono erogate direttamente

⁴⁸ Vedi paragrafo 4.2.1.

dagli stessi fondi; l'ammontare complessivamente erogato è di circa 900 milioni di euro, di cui 862 effettuato dagli stessi fondi⁴⁹. Il settore dei fondi pensione preesistenti costituisce peraltro un caso particolare, sussistendo una gamma eterogenea di esperienze quanto a modelli gestionali e a regimi delle prestazioni. Inoltre, tali fondi dispongono di un bacino di potenziali aderenti in gran parte già raggiunto e nella sostanza "chiuso" rispetto all'ingresso di nuovi contratti.

In parallelo con lo sviluppo della previdenza complementare attuata tramite le forme di nuova istituzione, il mercato delle rendite vitalizie è destinato a crescere con rapidità. Riflettere fin da adesso sui meccanismi più idonei per garantirne il buon funzionamento è quanto mai utile, sia in termini di ampiezza della gamma dei prodotti offerti che di prezzi praticati.

Sul mercato italiano la tipologia di prodotto più diffusa è costituita dalla rendita immediata vitalizia, rivalutabile secondo il rendimento nominale conseguito da una gestione separata; è tipicamente prevista una garanzia di risultato con consolidamento. La stessa costituisce un valido strumento che, in parte, può anche costituire una difesa contro l'inflazione. Per il futuro, tuttavia, è auspicabile anche la creazione e lo sviluppo di un mercato delle rendite indicizzate all'inflazione, permettendo così alla pensione complementare di conservare nel tempo il proprio potere d'acquisto. Ad oggi, come dimostrato anche dalle esperienze internazionali, la diffusione di tali strumenti è del tutto insufficiente; l'incremento dell'offerta di titoli indicizzati all'inflazione potrebbe rispondere non solo a esigenze proprie della fase di accumulo dei piani previdenziali, ma anche alla necessità di avere un mercato delle rendite con un'offerta di prodotti adeguata alle esigenze dei pensionati.

Con riferimento al prezzo delle rendite, procedere ad una valutazione è alquanto complesso perché entrano in gioco diversi fattori, quali le ipotesi e la metodologia utilizzate nonché le specifiche caratteristiche dei prodotti oggetto della valutazione. Promuovere la concorrenza e la trasparenza dei prodotti è comunque un obiettivo desiderabile nella prospettiva di perseguire il migliore interesse degli aderenti, creando al tempo stesso condizioni favorevoli per mantenere bassi i prezzi. Le rendite sono contratti complessi, per niente agevoli da valutare e contenenti spesso opzioni il cui valore non risulta facilmente determinabile. In sostanza, si tratta di contratti nei quali vi è un'elevata asimmetria informativa tra l'aderente al piano previdenziale e l'impresa di assicurazione.

I fondi pensione negoziali stipulano convenzioni con le imprese di assicurazione per l'erogazione di rendite ai propri iscritti; la normativa primaria consente anche a tali fondi di erogare direttamente le rendite, previa autorizzazione rilasciata dalla COVIP avuto riguardo all'adeguatezza dei mezzi patrimoniali e alla

⁴⁹ Vedi paragrafo 4.2.1.

dimensione del fondo per numero di iscritti. Nei fondi pensione aperti e nei PIP, invece, le condizioni per l'erogazione della rendita e, in particolare, i coefficienti di trasformazione del montante accumulato costituiscono parte integrante della documentazione consegnata all'atto dell'adesione del singolo iscritto. I coefficienti di trasformazione possono essere successivamente cambiati, ma non nei tre anni antecedenti l'esercizio del diritto di accesso alla prestazione pensionistica.

Tramite la partecipazione a una forma collettiva, gli aderenti possono pertanto disporre di un maggior potere contrattuale nella negoziazione delle condizioni di rendita con le imprese di assicurazione, attenuando l'asimmetria informativa presente sul mercato. Nel corso dell'anno passato, 19 fondi pensione negoziali hanno avviato un'iniziativa comune, con il coordinamento e il supporto tecnico dell'associazione di categoria, per la selezione delle imprese di assicurazione incaricate dell'erogazione delle rendite.

La COVIP, fin dall'emanazione della normativa secondaria a seguito della riforma del 2004-2005, ha avuto ben presente l'importanza di promuovere la concorrenza nella fase di erogazione delle prestazioni. Gli schemi di statuto dei fondi pensione negoziali e i regolamenti dei fondi pensione aperti e dei PIP consentono all'aderente che abbia maturato il diritto alla prestazione pensionistica e intenda esercitare tale diritto di trasferire la propria posizione individuale presso altra forma pensionistica complementare, per avvalersi delle condizioni di erogazione della rendita praticate da quest'ultima. Si tratta di una previsione importante che assegna all'aderente la possibilità di scegliere le condizioni più favorevoli per l'erogazione della rendita, a prescindere dalla modalità collettiva o individuale della sua adesione. Al pari delle esperienze più innovative oggi attuate in ambito internazionale, essa pone le basi per garantire il buon funzionamento del mercato delle rendite. La piena attuazione dell'opzione riconosciuta all'iscritto richiede che quest'ultimo, nella fase di erogazione come del resto in quella di accumulo, sia messo nelle condizioni di effettuare scelte consapevoli accedendo agevolmente alle informazioni necessarie per poter confrontare i diversi prodotti.

Anche nelle esperienze internazionali più sviluppate, il tema della concorrenza e della corretta trasparenza e informazione sui contratti di rendita è oggetto di ampio dibattito. Il Cile, che vanta un'ampia e consolidata tradizione nella previdenza a capitalizzazione individuale, opera un meccanismo centralizzato di asta competitiva, gestito in modo telematico. Ciascun individuo che intende usufruire di un contratto di rendita pensionistica accede all'asta in modo anonimo richiedendo offerte alle compagnie di assicurazione interessate; tali offerte vincolano le compagnie, ma non il pensionando che può comunque decidere di non acquistare il prodotto.

Nel Regno Unito esiste un meccanismo simile al nostro, mediante il quale il pensionando si può avvalere delle condizioni di rendita praticate da compagnie diverse da quella scelta dal proprio piano previdenziale. Proprio per rendere maggiormente "effettivo" tale diritto per l'aderente, sul sito web della Autorità sui servizi finanziari è stata inserita una piattaforma telematica per consentire il confronto tra i diversi prodotti offerti. Altri Paesi, come gli Stati Uniti e anche il Canada, assegnano un ruolo particolare a intermediari e a consulenti privati mediante i quali fornire agli aderenti informazioni che possono risultare di ausilio nelle loro scelte. In altri Paesi ancora, come ad esempio la Svezia, è invece lo Stato che ha il compito di erogare le rendite sia del primo che del secondo pilastro previdenziale.

Si tratta di esperienze certamente interessanti che, al di là di considerazioni sull'effettiva replicabilità anche nel nostro Paese, forniscono utili spunti anche per il dibattito interno.

Un altro fenomeno che si è particolarmente sviluppato in questi ultimi anni è la richiesta di anticipazione del TFR conferito alla previdenza complementare riducendo sempre più il montante prospettico e quindi la reale possibilità della sua trasformazione in rendita. Una sfida coraggiosa è e sarà quella di non minimizzare più il ruolo della rendita (magnificando le possibilità di accedere ad anticipazioni, riscatti e prestazioni in capitale in fase di collocamento dei prodotti previdenziali), ma di esaltarla e promuoverla come momento cruciale e significativo per l'atto stesso di adesione ad un sistema di secondo (o terzo) pilastro. Questo è tanto più vero se si considerano i rischi connessi al più generale rischio longevità, ampiamente esaminato nelle pagine precedenti, che è strettamente correlato al crescente fenomeno della non autosufficienza in età avanzata.

Il tema della non autosufficienza estrinseca per sua natura effetti diretti sul percepimento della rendita pensionistica. Per questo motivo è assolutamente opportuno riflettere sulle coperture *Long term care* e su come queste possano ragionevolmente incidere sulla tipologia di rendite che il mercato della previdenza complementare si appresta ad offrire.

La definizione di Ltc, in Italia, continua a non essere univoca; basata generalmente sul metodo delle «Activities of daily living» (Adl), si considera non autosufficiente un individuo che non è in grado di svolgere, in modo presumibilmente permanente e senza alcun ausilio, un certo numero di attività elementari della vita quotidiana quali lavarsi, vestirsi e spogliarsi, utilizzare i servizi, trasferirsi dal letto alla poltrona e viceversa, controllarsi nella continenza, alimentarsi. Dati alla mano emerge che, quasi il 23% dei fondi pensione offre una copertura LTC. In generale il periodo coperto comincia al momento del pensionamento mentre sono rari i casi di prodotti che coprono la non-autosufficienza durante la fase di accumulo. Si tratta, infatti, di una esigenza che

si rileva particolarmente importante dopo i 75 anni di età e non viene proposta agli iscritti visto che, presumibilmente, non viene attivata in giovane età.

A conferma di quanto scritto in termini di difficoltà definitorie, studiando le convenzioni di fondi pensione negoziali e fondi pensione aperti o le caratteristiche dei contratti dei Pip che offrono la copertura LTC, si evidenzia la mancanza di uniformità nella definizione di non-autosufficienza. Principalmente si prevede un punteggio basato sulle difficoltà dell'individuo a compiere le attività della vita quotidiana. Ognuna di queste viene suddivisa in gradi diversi di autosufficienza e, in base al numero di quelle compiute autonomamente, si determina un differente livello di non-autosufficienza.

Per quel che riguarda le basi tecniche, le tavole demografi che utilizzate derivano spesso da esperienze estere ma è ragionevole ritenere che, quando avremo una significativa esperienza italiana sul fenomeno della non-autosufficienza in età anziana, potremo sfruttarla per la costruzione di ipotesi demografi che adatte alla realtà del nostro paese. Relativamente alla tipologia di prestazione offerta dai fondi, la polizza LTC copre le spese per assistenza che saranno presenti, in modo continuo e distribuito temporalmente, per tutta la vita residua dell'assicurato. Si spiega così la totale prevalenza di opzioni di rendita rispetto al pagamento in un'unica soluzione di un capitale in tutte le forme esaminate.

In sintesi, sempre più fondi pensione offrono un'opzione Ltc collegata a una rendita vitalizia unendo il vantaggio di rendere operativa la copertura solo quando statisticamente serve di più e finanziarla attraverso una parte del montante accumulato durante la vita lavorativa. A tal proposito si ritiene che il finanziamento della copertura per non-autosufficienza attraverso il sistema a capitalizzazione, tipico di un fondo pensione, sia più adatto a raggiungere l'obiettivo di una vera tutela rispetto al sistema a ripartizione proprio invece dei fondi sanitari.

A prescindere dalle osservazioni ora sopra riferite, il quadro demografico e l'evoluzione futura della disabilità mettono in evidenza come l'assicurazione LTC sia destinata ad assumere un ruolo sempre più rilevante nella gestione del risparmio delle famiglie. La presenza del rischio di non autosufficienza implica la necessità, per un paese, di disporre di un sistema sanitario adeguato alle esigenze di chi è colpito dal rischio e di un sistema previdenziale in grado di sopperire alla perdita di reddito che si verifica a seguito di tale fenomeno. Nel prossimo futuro il sistema previdenziale sarà chiamato a rispondere a tale esigenza attraverso l'istituzione di fondi pensione a contribuzione definita che, oltre alla rendita erogata all'ingresso in quiescenza, garantiscano una rendita Ltc differita, ipotizzando un differimento in linea con l'età in cui si è più colpiti dal rischio.

Infine alcune considerazioni su come la nuova riforma del sistema pensionistico di base inciderà sul fronte previdenza complementare. Non stupisce che la crisi e la riforma stiano cambiando le abitudini previdenziali degli italiani: i fondi pensioni stanno registrando un aumento delle domande di anticipazione e non solo per spese sanitarie o per l'acquisto della casa, ma anche e soprattutto per quelle "ulteriori esigenze" che secondo la normativa consentono di introitare fino al 30% del montante accumulato (dopo 8 anni di adesione al fondo). D'altronde il rapporto sulla coesione sociale presentato da Inps, Istat e Ministero del Lavoro ci dice che per ogni 100 giovani a inizio 2011 si registravano 144,5 anziani; nel 2050 l'incidenza salirà a 256 anziani per ogni 100 giovani.

Inoltre, a seguito della riforma Fornero, ci sarà un'ulteriore effetto negativo sulla diffusione della previdenza complementare. Infatti, l'allungamento della vita lavorativa, il conseguente miglioramento del tasso di conversione e la riduzione degli anni di erogazione della pensione saranno fattori che faranno diminuire la propensione alla previdenza complementare e alla trasformazione dei montanti in rendita. Sarà quindi difficile l'allargamento delle coperture a dipendenti privati (circa l'80%) e pubblici (la quasi totalità) ancora sprovvisti di una di una copertura pensionistica complementare. La sfida per il futuro sarà la copertura pensionistica di coloro che hanno storia contributiva discontinua o che hanno avuto contratti di lavoro atipici.

Per questi motivi il Ministero competente già a partire dal 2012 dedicherà grande attenzione allo sviluppo delle coperture pensionistiche. Il nuovo scenario previdenziale delineatosi con la riforma del decreto Salva Italia necessita di informazioni puntuali per i lavoratori che vanno a costruire la propria pensione, e c'è bisogno di due strumenti:

- il corrispettivo italiano della "busta arancione" di origine svedese, ossia una comunicazione ad opera dell'Inps in cui vengono incluse le informazioni sui contributi versati sul conto previdenziale dell'individuo, per fargli conoscere il livello di pensione che legittimamente può attendersi alla luce della storia contributiva;
- un ampio intervento per diffondere conoscenze di base al fine di utilizzare in maniera propria la comunicazione che sarà diffusa dall'ente previdenziale.

Sicuramente l'operazione trasparenza e lo sviluppo dell'educazione previdenziale sono importanti al fine di stimolare l'adesione e la futura domanda di rendite, così come pesa sempre sullo sviluppo della domanda anche la discontinuità dell'attività lavorativa e la situazione di crisi che genera una contrazione dei bilanci delle famiglie, ma è quanto mai fondamentale incidere sul lato dell'offerta⁵⁰.

⁵⁰ Vedi Cappelletti G., G. Guazzarotti, (2010), Le scelte previdenziali nell'indagine sui bilanci delle famiglie italiane della Banca d'Italia, Occasional Papers, 77.

Concludiamo questo lavoro con una riflessione circa l'evoluzione del mercato della rendita di previdenza complementare, avendo ben in mente le linee direttrici ed i temi affrontati nelle pagine precedenti, nel tentativo di dare risposte, ma soprattutto di porre domande in grado di favorire l'apertura di un dibattito più ampio. Esiste oggi in Italia un'offerta adeguata di rendite previdenziali?

A queste prime questioni abbiamo risposto calandoci nelle realtà delle diverse forme previdenziali operanti nel mercato, individuando caratteristiche e peculiarità specifiche, attingendo dalla documentazione obbligatoria (regolamenti, convenzioni, ecc..) a disposizione del mercato. Ciò che emerge da tale analisi non ha un valore conclusivo, ma è utile per individuare alcune attività da porre in essere da parte di policymakers ed assicuratori al fine di favorire lo sviluppo del mercato delle rendite⁵¹. Ecco in sintesi alcune proposte che mirano a colmare alcune lacune del sistema così come evidenziato nel presente capitolo:

- Incrementare la domanda attraverso una maggior propensione degli individui alla conversione in rendita vitalizia attraverso una diffusione della cultura sia finanziaria che previdenziale, una maggior trasparenza della propria posizione contributiva di base che automaticamente farebbe emergere che spesso la pensione obbligatoria è insufficiente a coprire i propri bisogni, una diffusa sensibilizzazione al tema della longevità. In particolare una indagine svolta nel Regno Unito ha evidenziato che le aspettative di vita percepite sono in media 5 anni inferiori rispetto alle aspettative attuariali e che se tali informazione fossero a disposizione del mercato si assisterebbe ad un incremento del ricorso alla previdenza complementare.
- Migliorare l'offerta attraverso una maggior trasparenza dei prodotti offerti e un miglioramento del pricing. Definire quindi un prodotto base semplice a cui aggiungere un ventaglio di altri prodotti ognuno con il proprio prezzo a cui è associato lo specifico rischio.
- Incrementare la dimensione del mercato attraverso l'incremento della domanda e il miglioramento dell'offerta è condizione essenziale per creare economie di scala (che contengano i costi amministrativi e di distribuzione) e contrastare la selezione avversa. Come abbiamo già evidenziato, di norma è l'individuo che prevede di vivere a lungo che predilige la trasformazione in rendita anziché l'erogazione in capitale del

⁵¹ Vedi P.Antolin, Ageing and payout phase of pensions, annuities and financial markets, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions n. 29, 2008; R. Rusconi, National Annuity Markets, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions n. 24, 2008; Sigma, Prodotti di rendita: una soluzione private per il rischio longevità, n. 3/2007, SwissRe.

proprio montante e che acquista una rendita vitalizia. In particolare, l'obbligatorietà della previdenza complementare e la conseguente disponibilità di un montante sufficiente, sarebbe condizione estremamente favorevole allo sviluppo del mercato. Come sottolineato, l'obbligatorietà è condizione necessaria ma non sufficiente, accanto ad essa dobbiamo anche creare le condizioni affianca la fase di accumulo sia tale da generare un montante tecnicamente trasformabile in termini di dimensione in rendita vitalizia. L'attuale crisi finanziaria sta comportando un considerevole aumento delle anticipazioni che mettono seriamente a rischio la fase di accumulo e la costituzione del montante, solo attraverso l'eliminazione dello strumento dell'anticipazione potrebbe eliminare il fenomeno.

- Creazione di strumenti finanziari in cui investire gli attivi pensionistici che migliorino la copertura dei rischi finanziari, quali titoli di stato con scadenza almeno trentennale e titoli di stato legati all'inflazione. La tabella evidenzia quale sia la domanda alimentata dagli attivi pensionistici e quanto bassa la risposta da parte degli Stati. Inoltre, gli attivi pensionistici potrebbero aiutare a sviluppare anche altri prodotti finanziari di lungo periodo come gli infrastructure bonds. Vale la pena riflettere se per quanto riguarda l'Europa tali strumenti debbano essere nazionali o se debbano essere la BEI o la BERS i soggetti emittenti⁵². A Questo si aggiunge la necessità di disporre anche di strumenti finanziari atti alla copertura del longevity risk attraverso l'emissione di longevity bond o promuovendo un longevity index.

Attivi pensionistici/Titoli di stato LP

Dati 2004, Fonte OCSE

	Obbligazioni societarie e titoli di stato a lungo termine (≥ 10 anni) – Ammontare totale in circolazione in mld di USD ¹	Totale attivi di fondi pensione e investimenti assicurazioni vita in mld di USD	Stima carenza/surplus obbligazioni a lungo termine in % del totale delle obbligazioni a lungo termine ²
USA	1 266	13 432	- 642,7%
Regno Unito	241	2 475	- 618,9%
Francia	178	1 055	- 314,9%
Italia	241	370	- 7,5%
Giappone	427	2 351	- 269,0%

¹ Per il Regno Unito, la Francia e l'Italia, soltanto titoli di stato

² Ipotizzando un'allocazione del 70% degli attivi alle obbligazioni

⁵² Vedi P. Antolin, H. Blommestein, Governments and the market of Longevity-indexed bonds, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, n. 4, 2007.

Il reale problema che uno Stato si trova ad affrontare nell'emissione di un longevity bond dipende da quanto sia già esposto con il proprio bilancio al rischio di longevità. Tale esposizione trova il suo fondamento principalmente in due elementi: la spesa prospettica per un eventuale gap del proprio sistema pensionistico e il costo sanitario che dovrà sopportare sempre in virtù dell'allungamento della vita. Tali considerazioni si aggravano ancor di più se consideriamo lo stato di salute della finanza pubblica in molti Paesi Europei. Nella tabella sotto riportata si ha una proiezione della spesa pensionistica in Europa nei prossimi 40 anni; a tale spesa va ovviamente aggiunta quella sanitaria e quella sociale per la non autosufficienza.

Spesa pubblica pensionistica 2004-2050. Analisi di sensitività in funzione di alcune variabili.

Dati in % GDP. Fonte UE.

	Expenditure on public pensions		Due to growth in						Increase in pension expenditure as a result of higher life expectancy ¹
	p.p.		Dependency ratio	Employment rate	Take up ratio	Benefit ratio		Interaction effect (residual)	
	2005	2005-2050				Average pension/GDP per worker	Interaction effect (residual)		
			Pop 65+/Pop(15-64)	Employed/pop(15-64)	Pensioners /Pop 65+				
BE	10.4	5.1	7.7	-1.5	-0.4	-0.6	-0.1	0.5	
DK	9.6	3.2	7.2	-0.4	-2.8	-0.5	-0.3		
DE	11.1	1.9	7.5	-1.1	-0.6	-3.5	-0.4	0.2	
ES	8.7	7.0	12.4	-1.8	-2.3	-0.8	-0.4	0.1	
FR	12.8	2.0	8.7	-0.9	-1.8	-3.5	-0.5	0.6	
IE	4.6	6.5	7.9	-0.5	-1.4	0.8	-0.2		
IT	14.3	0.4	11.5	-2.0	-3.2	-5.3	-0.7	0.3	
LU	10.0	7.4	7.2	-4.4	2.5	2.1	0.0	-0.1	
NL	7.4	3.8	6.3	-0.2	-1.6	-0.4	-0.3	0.8	
AT	13.2	-1.0	11.3	-1.3	-5.8	-4.3	-0.8	0.4	
PT	11.5	9.3	13.7	-0.2	-0.9	-3.0	-0.4	0.6	
FI	10.4	3.3	8.8	-0.9	-3.1	-0.9	-0.6	0.2	
SE	10.4	0.9	4.8	-0.6	-0.2	-2.8	-0.2	0.4	
UK	6.7	1.9	4.7	-0.1			-2.6		
CY	7.0	12.8	10.2	-1.2	1.2	2.5	0.1	-0.1	
CZ	8.5	5.6	10.5	-0.3	-3.5	-0.6	-0.6	0.4	
EE	7.1	-3.0	3.1	-0.6	-1.5	-3.8	-0.2	0.1	
HU	10.7	6.4	10.5	-1.1	-4.5	2.0	-0.4	-0.3	
LT	6.7	1.9	5.4	-1.0	-2.1	-0.2	-0.2	0.4	
LV	6.4	-0.9	3.4	-0.7	-1.3	-2.4	0.0	0.2	
MT	7.5	-0.5	7.3	-1.2	-1.0	-5.0	-0.6	0.5	
PL	13.7	-5.7	10.4	-3.2	-4.5	-7.5	-0.8	0.2	
SK	7.4	1.5	9.0	-1.3	-2.5	-3.1	-0.6	0.4	
SI	11.0	7.3	13.3	-1.0	-3.6	-0.9	-0.6	-0.4	
EU15	10.5	2.3	8.2	-1.0	-1.7	-2.8	-0.4	0.3	
EU25	10.6	2.2	8.6	-1.1	-2.1	-2.7	-0.4	0.3	

Source: EC(2006), Tables 3.3.; 3.10; and 3.29

Notes: Life expectancy one year higher in 2050 relative to baseline projection.

Come già ricordato, nel 2004 la BEI assieme a BNP Paribas fece un tentativo di emissione di longevity bond, fallito per mancanza di sottoscrittori, la causa fu sostanzialmente il prezzo troppo elevato del prodotto. Quindi se il rischio finanziario è in qualche modo presidiabile da parte degli assicuratori e dei fondi pensione, rimane aperto il tema del longevity risk. Esso può essere mitigato con tecniche di riassicurazione e di natural hedging ma risulta fondamentale un ulteriore trasferimento di rischio attraverso il mercato dei capitali a patto di trovare un emittente in grado di sviluppare il prodotto. Va in conclusione ricordato che non è secondario il costo di questi strumenti (sia dei contratti di riassicurazione che di strumenti finanziari quali mortality bond e longevity bond) che di fatto gravano sul prezzo della rendita vitalizia. E' di fatto complesso definire il loro pricing e spesso il caricamento implicito risulta troppo alto mettendo fuori mercato il prodotto assicurativo.

Infine ad integrazione delle tavole di mortalità, lo sviluppo di un longevity index potrebbe aiutare il mercato a sviluppare maggiormente l'offerta, anche se di fatto non rappresenta una soluzione alternativa all'emissione di un bond. Tale indice dovrebbe indicare la probabilità che la vita di un determinato individuo ad una determinata età sia maggiore rispetto all'aspettativa di vita. Tali informazioni, elaborate dagli istituti nazionali di statistica, potrebbero essere utilizzate dai fondi pensione e dalle imprese di assicurazione per meglio valutare il rischio di longevità. Il mercato ha già al suo attivo due esperienze: il Credit Suisse Longevity Index e i life Metrics Indices⁵³. Il primo basato sulla popolazione statunitense ha avuto poca fortuna, i secondi si basano anche sulla popolazione inglese, olandese e tedesca. Una delle condizioni necessarie per il successo di tali strumenti è la continua manutenzione e aggiornamento da parte del promotore.

⁵³ Vedi De Angelis P., A. Fortunati, A. Tripoli, (2010), Il trasferimento del rischio di longevità ai mercati finanziari, Istituto italiano degli attuari, Seminario 20 maggio 2010.

7 Bibliografia

Acemoglu D. e R. Shimer, (2000), Productivity Gains from Unemployment Insurance, *European Economic Review*, 44.

Agnew J., P. Balduzzi e A. Sunden, (2003), Portfolio choice and trading in a large 401(k) plan, *The American Economic Review*, 93.

Ania, (2003), *Le Attese e il Comportamento Previdenziale degli Italiani*, Ricerca IRSA – Eurisko.

Ahangarani Mashayekh P., (2007), An empirical Estimation and Model Selection of Short-Term Interest Rates, Working Paper, University of Southern California, Economics Department.

Angrisani M., (2006), Bilancio tecnico della Cassa Nazionale di Previdenza e Assistenza a favore dei Dottori Commercialisti. Proiezioni: 2006-2045, Roma. ANIA, 2005, IPS55 Basi demografiche per le assicurazioni di rendita.

Antolin P. e F. Stewart, (2009), Private pensions and policy responses to the financial and economic crisis, *OECD Working paper on insurance and private pensions*, 36.

Antolin P., (2008), Aiging and the payout phase of pensions,annuities and financial markets, *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, 29.

Antolin P., (2007), Longevity Risk and Private Pensions, *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, 3.

Antolin P., H. Blommenstein, (2007), Governments and market for longevity-index bonds, *OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions*, 4.

Assous L., (2001) Long-term health and social care for the elderly: An international perspective, *The Geneva Papers on Risk and Insurance – Issues and Practice*.

Auerbach A., Lee R., (2007), Notional Defined Contribution Pension Systems in a Stochastic Context: Design and Stability, *Berkeley Program in Law and Economics, Working Paper Series*.

Ballotta L., Esposito G., Haberman, S., (2006), Modelling the fair value of annuities contracts: the impact of interest rate risk and mortality risk, Actuarial Research Paper, 176.

Ballotta L., Esposito G., Haberman, S., (2006), The IASB Insurance Project for life insurance contracts; impact on reserving methods and solvency requirements, Insurance: Mathematics and Economics, 39.

Ballotta L., Haberman, S., (2006), The fair valuation problem of guaranteed annuity options: The stochastic mortality environment case, Insurance: Mathematics and Economics, 38.

Bauer D., M. Boerger, and J. Russ, (2010), On the pricing of longevity-linked securities, Insurance: Mathematics and Economics, 46.

Benartzi S., Thaler R. (2004), Save more Tomorrow: using behavioral economics to increase employee saving, Journal of Political Economy, 112.

Berner F., (2006), Riester Pension in Germany: do they substitute or supplement public pensions? Positions in the debate on the new public policy on private pensions, German Policy Studies, 3.

Bertola G., (2004), A Pure Theory of Job Security and Labour Income Risk, Review of Economic Studies, 71.

Bianchi S., Trudda A., (2008), Global Asset Return in Pension Funds: a Dynamical Risk Analysis, International Conference Mathematical and Statistical Methods for Actuarial Sciences and Finance, Venezia.

Biffis E., D. Blake, (2009), Mortality-Linked Securities and Derivatives, Discussion Paper PI- 0829, The Pensions Institute, Cass Business School.

Biffis E., D. Blake, (2010), Securitizing and tranching longevity exposure, Insurance: Mathematics and Economics, 46.

Biffis E., Denuit M., (2005), Lee Carter Goes Risk-Neutral. An Application to the Italian Annuity Market. Actuarial Research Paper 166, Cass Business School.

Blake D., (2003), The UK pension system: key issues, The Pensions Institute, Birkbeck College, University of London.

Blake D., A. Cairns, K. Dowd, R. MacMinn, (2006), Longevity Bonds: Financial Engineering, Valuation, and Hedging, Journal of Risk and Insurance, 73.

Blake D., Burrows W., (2001), Survivor bonds: helping to hedge mortality risk, *Journal of Risk and Insurance*.

Blake D., Cairns A., Dowd K., (2001), Pensionmetrics: stochastic pension plan design and value-at-risk during the accumulation phase, *Insurance: Mathematics and Economics*, 29.

Blake D., Cairns A.J.G., Dowd K., (2003), Pensionmetrics II: Stochastic pension plan design during the distribution phase, *Insurance: Mathematics and Economics*, 33.

Blanchard O., J. Tirole (2008), The Joint Design of Unemployment Insurance and Employment Protection: a First Pass, *Journal of the European Economic Association*, 6.

Boeri T., L. Bovenberg, B. Coeuré, A. Roberts, (2006), Dealing with the New Giants: Rethinking the Role of Pension Funds, *International Center for Monetary and Banking Studies*, Ginevra.

Börsch-Supan A., Wilke C. B., (2004), Reforming the German Public Pension System, Working Paper.

Bottazzi R., T. Jappelli, M. Padula, (2006), Retirement expectations, pension reforms, and their impact on private wealth accumulation, *Journal of Public Economics*, 90.

Brambilla A., (2006), Capire i fondi pensione, *Il Sole 24Ore*.

Brennan M. J., Schwartz E.S., (1977), Savings bonds, retractable bonds, and callable bonds, *Journal of Financial Economics*, 3.

Brennan M. J., Schwartz E.S., (1979), A continuous time approach to the pricing of bonds, *Journal of Banking and Finance*, 3.

Brouhns N., M. Denuit, J.K. Vermunt, (2002) Measuring the Longevity Risk in Mortality Projections, *Bulletin of the Swiss Association of Actuaries*, 2.

Brown J.R., Mitchell O.S., Warshawsky M., (2001), The role of annuity markets in financing retirement, *Mit Press*, Cambridge.

Campbell J.Y., L. M. Viceira, (2002), Strategic asset allocation: portfolio choice for longterm investors, *Oxford University Press*, Oxford.

Cappelletti G., G. Guazzarotti, (2010), Le scelte previdenziali nell'indagine sui bilanci delle famiglie italiane della Banca d'Italia, Occasional Papers, 77.

Cappelletti G., G. Guazzarotti, P. Tommasino, (2009) Portfolio choice in pension funds: evidence from Italy, Banca d'Italia, lavoro presentato alla decima conferenza annuale del CeRP (Torino, 24-25 settembre 2009).

Cardinale M. (2002), Annuities in Italy, Watson Wyatt, Working Paper.

Cardinale M., Findlater A., Orszag M., (2002), Paying out pensions. A review of international annuities markets, Watson Wyatt.

Castellino O., E. Fornero, (2001), La riforma del sistema previdenziale italiano, Il Mulino, Bologna.

Ceccarelli S., E. Mattioni, A. Rinaldi, Pension Reform and the Long-Run Growth of Pension Funds in Italy, A Simulation Model.

Cesari R., G. Grande, F. Panetta, (2007), La previdenza complementare in Italia: caratteristiche, sviluppo e opportunità per i lavoratori, Questioni di economia e finanza, n. 8, Banca d'Italia.

Chang S., Cheng H., (2002), Pension Valuation Under Uncertainties: Implementation of a Stochastic and Dynamic Monitoring System, The Journal of Risk and Insurance, 69.

Cocozza R., Di Lorenzo E., Sibillo M., (2003), Risk profiles of life insurance business: a combined approach, 6° Conferenza Italo-Spagnola sulla Matematica Finanziaria, Dipartimento di Matematica Applicata Bruno de Finetti, Trieste.

Colombo L., Haberman S., (2005), Optimal contribution in a defined benefit pension scheme with stochastic new entrants, Insurance: Mathematics and Economics, 37.

Comité Européen des Assurances (CEA), (2005), Between Public and Private, Insurance solutions for a changing society.

Coppola M., Di Lorenzo E., Sibillo M., (2005), Fair Valuation Schemes for Life Annuity Contracts, Council (EPSCO/Ecofin) and European Council, Joint Report by the Commission and the Council on Adequate and Sustainable Pensions.

COVIP (2000), *Relazione per l'anno 1999*.

COVIP (2002), Il dissesto dei piani pensionistici della società Enron: alcune riflessioni sul sistema dei fondi pensione negli Stati Uniti e in Italia, Quaderno tematico n. 1.

COVIP (2002), La centralità della comunicazione nella previdenza complementare, Quaderno tematico n. 2, Atti del convegno tenutosi a Bologna il 19 settembre 2002.

COVIP (2003), La previdenza privata nella stagione delle incertezze: le proposte di riforma nel Regno Unito, Quaderno tematico n. 3.

COVIP (2004), *Relazione per l'anno 2003.*

COVIP (2007), *Relazione per l'anno 2006.*

COVIP (2008), *Relazione per l'anno 2007.*

COVIP (2009), *Relazione per l'anno 2008.*

COVIP (2011), *Relazione per l'anno 2010.*

Cox S.H. and Y. Lin (2007), Natural Hedging of Life and Annuity Risk, *Journal of Risk and Insurance*, 11.

Dahl M., (2004), Stochastic mortality in life insurance: market reserves and mortality – linked insurance contracts, *Insurance: Mathematics and Economics*, 35.

Davis E. Philip ,(2002), Issue in the regulation of annuities markets, Working Paper.

Dawson P., D. Blake, A. Cairns, K. Dowd, (2007), Completing the Survivor Derivatives Market, Discussion Paper PI-0712, The Pensions Institute, Cass Business School.

De Angelis P., A. Fortunati, A. Tripoli, (2010), Il trasferimento del rischio di longevità ai mercati finanziari, Istituto italiano degli attuari, Seminario 20 maggio 2010.

De Waegenaere A., B. Melenberg, R. Sevens, (2010), Longevity Risk, *De Economist*, 2.

Dekkers G., Buslei H., Cazzolino M., Desmet R., Geyer J., Hofmann D., Raitano M., Steiner V., Tanda P., Tedeschi S., Verschueren F., (2009), So pensions in

Europe will remain sustainable, but will they remain adequate? An assessment of the consequences of the AWG projections on the adequacy of social security pensions in Belgium, Italy and Germany, Working Paper.

Di Gialleonardo L. (a cura di), (2010), Le rendite nel sistema di previdenza complementare in Italia, Midterm Report, Mefop, 3.

Di Lorenzo E., Sibillo M., (2002), Longevity risk: Measurement and application perspectives, 2° Conferenza in Scienze Attuariali e Finanza, Samos.

Diamond P.A., (2004), Designing a Good Pension System, Banca d'Italia, Roma.

Dixon A. (2008), The rise of pension fund capitalism in Europe: an unseen revolution?, Working Paper.

Dowd K., Blake D., Cairns A.J.G., Dawson P. E., (2006), Survivor Swaps, Journal of Risk and Insurance. 73.

Dowd K., D. Blake, A.J.G. Cairns, (2008), Facing Up to Uncertain Life Expectancy: The Longevity Fan Charts, Discussion Paper PI-0703, The Pensions Institute, Cass Business School.

Eggert E., Aster R., (2007), Active ageing in Germany, *Peer Review*.

European Commission, (2009), Labour market and wage developments in 2008, European Economy, 8.

European Commission, (2005), Europe's population is getting older. How will this affect us and what should we do about it?, Green Paper on Demographic Change, Brussels.

Finanzplatz ,(1998), The pension system in Germany.

Fornero E., E. Luciano (2004), Developing an Annuity Market in Europe, Edward Elgar Publishing.

Forni L., R. Giordano, (2001), Funding a PAYG pension system: the case of Italy, Fiscal Studies, 22.

Gabay D., Grasselli M., (2008), Fair Demographic Risk Sharing in Defined Contribution Pension Funds, MAF Conference.

Gabrielli G., Lanzoni P., (1994), Le prospettive di sviluppo dei fondi pensione in Italia, Egea, Milano.

Gerrard R., S. Haberman, E. Vigna, (2004), Optimal Investment Choices Post-Retirement in a Defined Contribution Pension Scheme, *Insurance: Mathematics and Insurance*, 35.

Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft (GDV) (2004), *Die Märkte für Altersvorsorge in Deutschland. Eine Analyse bis 2020*, Berlino.

Giannakouris K., (2008) Ageing characterises the demographic perspectives of the European societies, *EUROSTAT Statistics in Focus, Population and Social Conditions*.

Girosi F., G. King, (2008), *Demographic Forecasting*, Princeton University Press.

Gismondi F., Micocci M., (2004), *La gestione finanziaria dei fondi pensione*, Il Sole 24 Ore.

Grande G., I. Visco (2009), A public guarantee of a minimum return to defined contribution pension scheme members, Banca d'Italia, lavoro presentato alla decima conferenza annuale del CeRP (Torino, 24-25 settembre 2009).

Gronchi S., Nistico S., (2008), Theoretical Foundations of Pay-As-You-Go Defined-Contribution Pension Schemes, *Metroeconomica* 1-29.

Group of Ten, (2005), *Ageing and pension system reform: implications for financial markets and economic policies*, a cura di I. Visco, supplemento a *OECD Financial Market Trends*.

Guazzarotti G., P. Tommasino, (2008), *The annuity market in an evolving pension system: lessons from Italy*, CERP, Working Paper.

Hari N. A., (2007), *Modeling Mortality: Empirical Studies on the Effect of Mortality on Annuity Markets*, Ph.D. Thesis, Tilburg University.

Haberman S., E. Vigna, (2002), Optimal Investment Strategies and Risk Measures in Defined Contribution Pension Schemes, *Insurance: Mathematics and Economics*, 31.

Lafortune G., Balestat G. and the Disability Study Expert Group Members, (2007), *Trends in severe disability among elderly people: Assessing the evidence in 12 OECD countries and the future implications*, *OECD Health Working papers*, 26.

Life & Longevity Markets Association, (2010), *Longevity pricing framework*.

Lin Y., Cox S. H., (2005), Securitization of mortality risks in life annuities, *Journal of Risk and Insurance*, 72.

Loeys J., N. Panigirtzoglou, R.M. Ribeiro, (2007), *Longevity: A Market in the Making*, JPMorgan Securities Ltd.

Mackenzie G.A., (2002), The distribution phase of an individual accounts reform of social security: the potential role for private sector annuities, Working Paper.

Mandl P., Mazurova L., (1995), Harmonic analysis of pension funding methods, *Insurance: Mathematics and Economics*, 17.

Manelli A., (2000), *I fondi pensione. Aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda*, Isedi, Torino.

Marinelli N., (2012), *I fondi pensione in Italia*, Franco Angeli.

Marocco P., Pitacco E., (1998), Longevity risk and life annuity reinsurance, *Transactions of the 26th International Congress of Actuaries*, Birmingham, 6.

Marossy A., Yermo J., (2005), "Pension fund governance", OECD.

Mefop, (2009), *I costi nel sistema di previdenza complementare in Italia. Un'indagine comparativa tra le diverse forme previdenziali*, MidTerm Report, 2.

Menoncin F., (2005), Cyclical risk exposure of pension funds: A theoretical framework, *Insurance: Mathematics and Economics*, 36.

Messori M. (a cura di), (2006), *La previdenza complementare in Italia*, il Mulino, Bologna.

Michaelis K., (2002), *La riforma pensionistica in Germania. Alla ricerca di un equilibrio tra contributi accettabili e prestazioni adeguate. La previdenza complementare come secondo pilastro del sistema, mensile INPS Sistema Previdenza*, 207.

Milevsky M.A., S.D. Promislow, (2001), Mortality Derivatives and the Option to Annuitize, *Insurance: Mathematics and Economics*, 29.

Mitchell O.S., (2002), *Developments in decumulation: the role of annuity products in financing retirement*, Springer Verlag, Berlin.

Modigliani F., Ceprini M.L., (2000), Come salvare la pensione riformando il metodo di finanziamento dei sistemi previdenziali europei: il caso dell'Italia, *Rivista di Politica Economica*, 90.

Mussio I., Garabato N., (2009), Shaping private pensions: analyzing the link between social security and retirement adequacy, Working Paper.

OECD, (2005), *Pension markets in focus*.

OECD, (2008), *Economic Survey, Germany*.

OECD, (2009), Pensions at a glance 2009, OECD Working paper on insurance and private pensions, 36.

OECD (2009), *OECD private pensions. Outlook 2008*.

Olivieri A., (2001), Rischi demografici negli schemi previdenziali per collettività, Quaderni del Dipartimento di Matematica Applicata Bruno de Finetti, 6.

Olivieri A., E. Pitacco, (2008), Solvency Requirements for Life Annuities: Some Comparisons, Working Paper.

Olivieri A., (1998), Per una quantificazione del Longevity Risk, atti Convegno Amases, Genova.

Orlando A., Politano M., (2008), The riskiness of defined contribution pension funds in a stochastic solvency perspective, MAF Conference 2008.

Pelsser A., (2003), Pricing and Hedging Guaranteed Annuity Options via Static Option Replication, *Insurance: Mathematics and Economics*, 33.

Pisani R., (1992), I fondi pensione aziendali. Tipologie e gestione finanziaria, Egea, Milano.

Pitacco E., (2007), Mortality and Longevity: a Risk Management Perspective, in IAA Life Colloquium Stockholm.

Pitacco E., M. Denuit, S. Haberman, A. Olivieri, (2009), *Modelling Longevity Dynamics for Pension and Annuity Business*, Oxford University Press.

Porta A. (a cura di), (1993), Fondi pensione e mercati finanziari. Le esperienze internazionali e le prospettive per l'Italia, Egea, Milano.

Prudential, (2008), Long-term care cost study, Research report.

Rusconi R., (2008), National Annuity markets, OECD Working Papers on Insurance and Private Pensions, 24.

Spataro L., (2009), Il sistema previdenziale italiano dall shock petrolifero del 1973 al trattato di Maastricht del 1993, Working Paper, CERP, 84.

Schwind J., (2009), Die Deckungsmittel der betrieblichen Altersversorgung 2007, Betriebliche Altersversorgung, 4.

SCOR, (2002), I fondi pensione tedeschi. Storia di una riforma, Newsletter tecniche SCOR.

Seganti F., (2005), La riforma della previdenza complementare in Italia e il ruolo dei fondi pensione, Quaderni Europei sul nuovo Welfare, 2.

Seganti F., (2006), Fondi pensione: quale prospettiva per i giovani, Quaderni Europei sul nuovo Welfare, 3.

Sheshinski E., (2008), The economic theory of annuities, Princeton University Press.

Siegel J., (2005), The Great Debate on the Outlook for Human Longevity: Exposition and Evaluation of Two Diverging Views, Society of Actuaries.

Sigma, (2007), Prodotti di rendita: una soluzione privata per il rischio di longevità, SwissRe, 3.

Sigma, (2012), Understanding profitability in life insurance, SwissRe, 1.

Stadler C., Lobe S., (2010), Voluntary pension funding in Germany and the effect of international accounting, Working Paper.

Stallard E., (2006), Demographic issues in Longevity Risk Analysis, Journal of Risk and Insurance, 4.

Stevens R., A. De Waegenare, B. Melenberg, (2010), Longevity Risk and Hedge Effects in a Portfolio of Life Insurance Products with Investment Risk, Working Paper, Tilburg University.

Stevens R., A. De Waegenare, B. Melenberg, (2010), Longevity Risk in Pension Annuities with Exchange Options: The Effect of Product Design, Insurance: Mathematics and Economics, 46.

Stewart F., (2007), policy issues for developing annuities markets, Oecd Working Papers on Insurance and Private Pensions, 2.

Tapia W., Yermo J., (2008), Fees in Individual Account Pension Systems: A Cross-Country Comparison, Oecd Working Papers on Insurance and Private Pensions, 27.

The Social Protection Committee, (2008), Privately managed funded pension provision and their contribution to adequate and sustainable pensions.

Van Gaalen R., (2004), Pension Funds: funding index, mismatch risk premium and volatility, 14th Afir Colloquium, Boston.

Visco I., (2007), Longevity risk and financial markets", in M. Balling, E. Gnan, F. Lierman (a cura di), Money, Finance and Demography: The Consequences of Ageing, SUERF Colloquium, Volume 2006, Vienna.

Visco I., (2009), Retirement saving in the payout phase: how to get there and how to get the most out of it, OECD Financial Market Trends, 96.

Yermo J., (2001), Private annuities in OECD countries, OECD Insurance and private pension compendium for emerging economies.

SITI

www.abi.org.uk

www.ania.it

www.assogestioni.it

www.bancaditalia.it

www.borsaitaliana.it

www.cea.eu

www.covip.it

www.eiopa.europa.eu

www.europa.eu

www.fondopensionesanpaoloimi.it

www.fondopensionibnl.it

www.fpunicredit.eu

www.ilsole24ore.com

www.inps.it

www.llma.org

www.mefop.it

www.oecd.org

www.previdenzacomplementare.it

www.swissre.com

www.tfr.gov.it

www.tfr-fondipensione.it