



UNIVERSITÀ DI PISA

DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E MANAGEMENT

Corso di laurea magistrale in
“Banca, borsa e assicurazioni”

**I fondi pensione in Italia.
Un confronto con il sistema statunitense.**

RELATORE

Prof. ssa Maria Cristina Quirici

CANDIDATO

Nicola Del Sarto

ANNO ACCADEMICO 2012\2013

*Vivi come se dovessi morire domani,
pensa come se non dovessi morire mai,
investi come se dovessi invecchiare.*

INDICE

Introduzione	1
Capitolo primo:	
LA GENESI DEI FONDI PENSIONE IN ITALIA	
1.1 Perché la previdenza complementare?.	3
1.2 Il sistema previdenziale italiano	8
1.3 La riforma Amato ,la riforma Dini e il D.lgs 12 aprile 2000 n. 47	19
1.4 La riforma Maroni	23
1.5 La riforma Fornero: quali effetti sulla previdenza complementare?	29
Capitolo secondo:	
ASPETTI GESTIONALI DI UN FONDO PENSIONE	
2.1 Tipologie di fondi pensione	35
2.2 L'effetto dei rendimenti sulle prestazioni finali	38
2.3 La gestione finanziaria e l'asset allocation	44
2.4 Gli investimenti etici dei fondi pensione	49
2.5 La misurazione della performance	55
Capitolo terzo:	
LA SITUAZIONE ATTUALE IN ITALIA	
3.1 la struttura dell'offerta previdenziale complementare	65
3.2 Le adesioni	70
3.3 Le risorse e la composizione del portafoglio	74
3.4 I rendimenti	79
3.5 In particolare: i fondi negoziali, i fondi aperti e i PIP	83
3.6 Il ruolo dei fondi pensione nello sviluppo dei mercati finanziari	88

Capitolo quarto:

IL SISTEMA PREVIDENZIALE AMERICANO

4.1 Principali caratteristiche	91
4.2 Evidenze del successo	94
4.3 Principali indicatori	99
4.4 Sistemi previdenziali complementari: un confronto quali-quantitativo	104
Conclusioni	113
Elenco grafici	117
Elenco tabelle	119
Bibliografia	121
Sitografia	127

Introduzione

Negli ultimi anni il tema della previdenza è sicuramente stato al centro di ampi ed aspri dibattiti. Il problema principale che il nostro paese si è trovato a dover risolvere riguarda la riduzione della spesa pubblica; in questo senso il sistema previdenziale obbligatorio pubblico è stato individuato come una possibile area di intervento, vista la sua forte incidenza percentuale sulla spesa pubblica. Per muoversi in questo senso non è però sufficiente tagliare la spesa previdenziale ad esempio aumentando l'età pensionabile, i contributi versati e riducendo il tasso di sostituzione; queste misure sono sicuramente necessarie ma, da sole, rischierebbero di avere ripercussioni sociali notevoli, andando ad intaccare pesantemente il reddito disponibile per i pensionati. Per questo motivo, a fianco della continua opera di riduzione della spesa previdenziale, culminata con la riforma Fornero del 2011, si è agito cercando di stimolare il settore della previdenza complementare che, nell'ottica del legislatore, dovrebbe affiancarsi alla previdenza pubblica. In particolare, all'interno della previdenza complementare, un ruolo molto importante è ricoperto dai fondi pensione che rappresentano forme di adesione collettive e volontarie. Per evitare che il progressivo alleggerimento del peso dello stato nella previdenza pubblica risultasse traumatico e dannoso per i pensionati futuri si è tentato, quindi, con una serie di riforme cominciate nel 1993, di stimolare la diffusione di forme previdenziali alternative. Per prima cosa, risulterà utile capire quali siano state le tappe che hanno portato alla situazione attuale, in modo da riuscire a farsi un'idea su quali leve il legislatore abbia mosso e quali, tra queste, siano state particolarmente apprezzate. In questo modo sarà chiaro il parallelismo tra processo di riduzione della spesa previdenziale da un lato, e il tentativo di favorire lo sviluppo di quella complementare, al fine di evitare che una riduzione del tasso di sostituzione risulti eccessivamente dannoso per i pensionati, dall'altro. Svoltata l'analisi normativa, occorrerà focalizzarsi su alcuni aspetti chiave nella gestione di un fondo pensione; in particolare sarà importante capire

se i fondi pensione rappresentino o meno la risposta più giusta all'esigenza del legislatore: assicurare cioè *“più elevati livelli di copertura previdenziale”*. Per far questo occorrerà capire come i rendimenti della gestione patrimoniale incidano sulle prestazioni finali nonché come i fondi gestiscono i loro processi di gestione finanziaria e le loro scelte di asset allocation. Posto che i fondi pensione rappresentino la risposta scelta dal legislatore, alcune domande sorgono spontanee: qual è lo stato di sviluppo dei fondi pensione in Italia? Sono riuscite nel loro intento le riforme degli ultimi vent'anni e in che misura? A questi interrogativi è possibile rispondere andando ad analizzare, su un arco temporale abbastanza lungo, gli indicatori principali della previdenza complementare in Italia. Interessante sarà capire quali riforme hanno inciso di più e su quali grandezze in particolare. Sarà poi interessante confrontare il nostro con un altro sistema previdenziale complementare; in particolare sarà posto a confronto il sistema italiano con quello statunitense in quanto riconosciuto, a livello mondiale, come uno dei più sviluppati ed efficienti. L'analisi dovrebbe consentirci di capire lo stato di sviluppo della previdenza complementare italiana, confrontando tra di loro indicatori resi di volta in volta omogenei. Successivamente potranno essere fatte alcune considerazioni per capire se il legislatore si è mosso fino ad ora nel modo giusto, cosa può essere preso come spunto dal sistema statunitense e quali altri benefici possono apportare, oltre a un reddito maggiore per i pensionati, i fondi pensione molto sviluppati. Con la seguente trattazione si cercherà di rispondere, in modo più o meno esplicito, precedenti considerazioni e fornire al lettore spunti interessanti per future riflessioni.

CAPITOLO PRIMO:

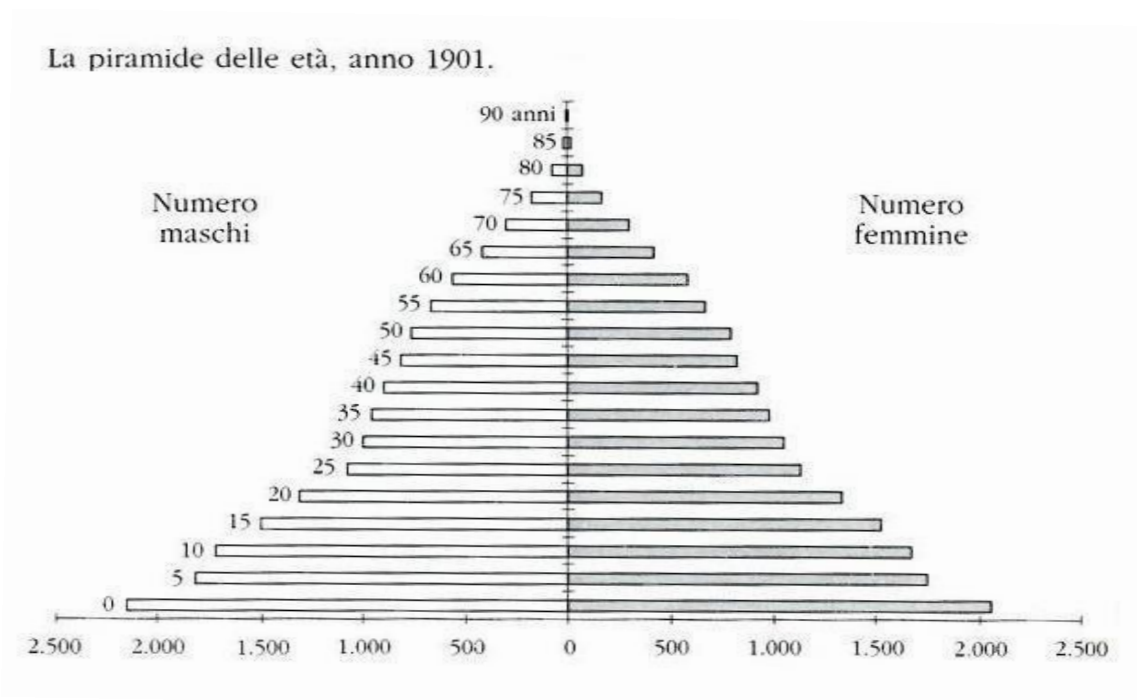
LA GENESI DEI FONDI PENSIONE IN ITALIA

1.1 Perché la previdenza complementare?

La prima riforma organica riguardante i fondi pensione in Italia viene varata nel 1993, con il decreto legislativo n. 124. In quegli anni l'Italia attraversa una grave crisi finanziaria e anche il sistema previdenziale finisce per risentirne. Con il sistema retributivo si erano create le premesse per futuri scompensi che avrebbero portato il sistema previdenziale pubblico all'instabilità (Geroldi, 2006). Proprio per questo motivo, la direzione seguita dal legislatore diventa quella di formare un sistema previdenziale basato su 3 pilastri, seguendo la direzione intrapresa da tempo da tutti i più grandi paesi industrializzati (Quirici 2010). L'intenzione è quindi quella di sviluppare, accanto ad un primo pilastro pubblico avente lo scopo di garantire prestazioni previdenziali minime erogate dall'INPS, una rete previdenziale complementare formata dal secondo e terzo pilastro. Il secondo pilastro, di natura collettiva e aziendale è costituito dai fondi pensione che hanno lo scopo di investire i contributi versati dai lavoratori durante la vita lavorativa per poi erogarli, sotto forma di rendita, una volta raggiunta l'età pensionabile stabilita dalla legge. Il terzo pilastro è invece mera espressione di una scelta di risparmio individuale; attraverso prodotti finanziari o assicurativi, in particolar modo rappresentati dai PIP, il lavoratore può usufruire di una più libera programmazione per quanto riguarda la distribuzione temporale del proprio reddito. I due pilastri di previdenza complementare si vanno ad affiancare al primo con lo scopo di sostenere la struttura del sistema previdenziale, sistema che continua, nei primi anni '90, a mostrare le tensioni causate da fattori

demografici ed economici: i primi rappresentati da un progressivo invecchiamento della popolazione e i secondi dalla crisi del mercato del lavoro e della finanza pubblica (Cesari 2007). Tutti e tre i fattori sono tra loro collegati ed hanno natura esogena al sistema previdenziale, per questo le decisioni prese nel decennio precedente, in particolare il passaggio dal sistema contributivo a quello retributivo, non possono essere considerate del tutto insensate considerando i tempi in cui esse furono prese; i loro effetti negativi, inoltre, si dispiegarono in un lungo arco di anni e per questo non fu facile valutarne appieno le conseguenze nel breve periodo. Per quanto riguarda il fattore demografico, nel caso italiano si erano consolidati, nel corso del tempo e inesorabilmente, due fenomeni importanti: l'allungamento della vita media e il calo della natalità, il primo causato dal miglioramento del tenore di vita e dai progressi della medicina, il secondo dovuto allo sviluppo della contraccezione e dal passaggio da una società agricola ad una industriale. L'effetto congiunto di questi due fenomeni ha portato a un risultato finale ben visibile se si guarda il grafico demografico della "piramide della popolazione" in cui, suddividendo la popolazione per classi di età, è possibile vedere il numero di persone appartenenti a ciascuna classe.

Grafico n°1:

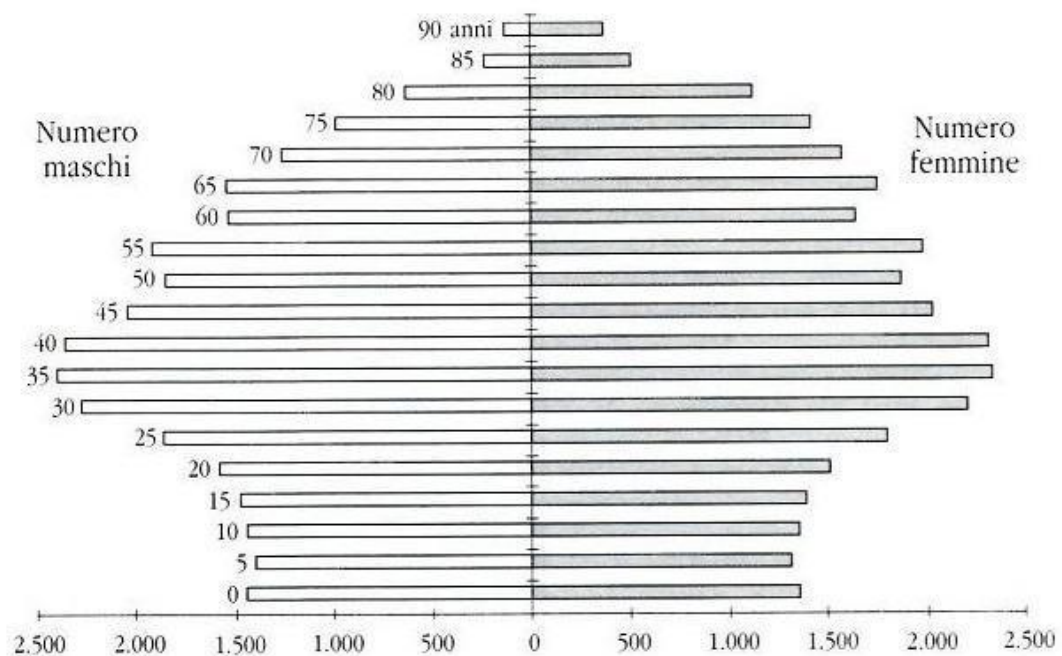


Fonte: ISTAT in Cesari 2007

Se guardiamo il grafico n°1, relativo alla piramide delle età del 1901, ci accorgiamo che il numero di persone appartenenti a ciascuna classe risulta essere decrescente all'aumentare dell'età; in particolare la massima numerosità è raggiunta dai giovanissimi mentre essa è molto ridotta per la popolazione che supera i 65 anni di età. Con il passare del tempo la situazione è però cambiata, chiaramente i cambiamenti demografici sono processi molto lunghi, che richiedono molto tempo, ma che presentano anche la caratteristica di essere inesorabili.

Grafico n°2:

La piramide delle età, anno 2006.



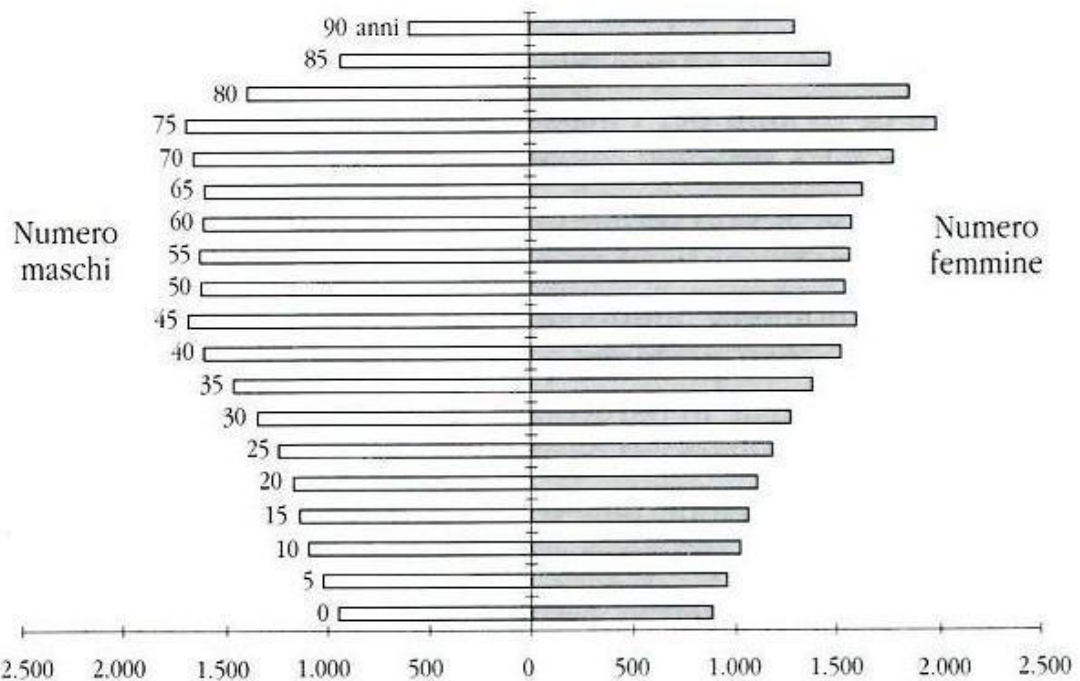
Fonte: ISTAT in Cesari 2007

Guardando il grafico n°2, relativo all'anno 2006, ci si accorge che essa si è trasformata in una specie di rombo, dove il numero di over 65 ha superato per la prima volta quello dei giovani sotto i 20 anni. Seguendo le attuali tendenze le previsioni indicano che, nel 2050, la piramide tenderà a rovesciarsi, e che la

popolazione sopra i 65 anni sarà più del doppio rispetto a quella sotto i 20, rispettivamente 18 milioni contro 8 milioni come visibile nel grafico n°3.

Grafico n°3

La piramide delle età, previsioni al 2050.



Fonte: ISTAT in Cesari 2007

Questo fatto è molto negativo per un sistema a ripartizione in cui l'equilibrio è raggiunto solo se l'ammontare totale dei contributi versati dagli attuali lavoratori eguaglia, o è superiore, quello delle pensioni erogate; l'invecchiamento della popolazione fa sì che i lavoratori debbano pagare le pensioni a molti più pensionati rispetto al passato, cosa che, ovviamente, diventa insostenibile nel lungo periodo. A ben vedere però non in tutti i casi è scontato che ciò avvenga, l'aumento della popolazione anziana potrebbe anche risultare sostenibile dal sistema a patto che il mercato del lavoro si muova in una determinata direzione, tale da compensare gli effetti negativi della demografia. A questo scopo è utile ricorrere alla scomposizione delle determinanti del rapporto prestazioni pensioni

per capire quali sono le variabili che possono compensare l'andamento demografico:

$$\frac{\text{prest.}}{\text{pensionati}} = \frac{\frac{\text{contrib}}{\text{redditi}} \times \frac{\text{redditi}}{\text{lavoratori}} \times \frac{\text{lavoratori}}{\text{popolazione}} \times \frac{\text{prestazioni}}{\text{contributi}}}{\frac{\text{vecchi}}{\text{popolazione}} \times \frac{\text{pensionati}}{\text{vecchi}}}$$

Come si vede dall'equazione le determinanti del rapporto sono 6, è possibile agire sulle quattro al numeratore facendo aumentare la pensione media mentre quelle al denominatore sono variabili demografiche che, nel caso italiano, sono aumentate portando ad una riduzione della pensione media. In ordine le determinanti al numeratore sono le aliquote contributive, la produttività del lavoro, il tasso di occupazione, l'intervento della fiscalità generale; le variabili demografiche invece sono il tasso di vecchiaia e l'esubero dei pensionati rispetto ai vecchi, dovuto alle pensioni di anzianità concesse. Come visto, nel caso italiano si è verificato un aumento del tasso di vecchia della popolazione; per scongiurare la diminuzione delle pensioni si può quindi agire in due modi, o aumentando le aliquote contributive o riducendo i pensionamenti di anzianità. Gli altri fattori invece, crescita degli occupati e aumento della produttività del lavoro, dipendono dagli andamenti del mercato del lavoro. In Italia però entrambi si sono mossi in modo sfavorevole al mantenimento del rapporto prestazioni pensionati, il tasso di disoccupazione ad esempio, a causa della ristrutturazione produttiva e delle nuove tecnologie, è aumentato da circa il 6% degli anni '70 a oltre il 12% della fine degli anni '80. Oltre a questo va considerata anche l'incidenza delle forme contrattuali, con la diffusione della flessibilità, della precarietà e delle forme contrattuali atipiche che non permettono di versare contributi e quindi di finanziare la previdenza. Tutto questo ha fatto sì che il rapporto tra pensionati e lavoratori, detto indice di dipendenza, continuasse ad aumentare, dal 24 % del 1960 al 50% dei giorni nostri, è previsto che intorno al 2020 il rapporto arrivi al 100%. Questi fattori hanno portato il rapporto prestazioni pensionati a diminuire nonostante l'aumento della produttività, cresciuta negli ultimi 40 anni di circa tre volte in termini reali, ma non abbastanza per compensare il movimento degli altri

fattori. L'ultimo fattore da considerare quando si parla di insostenibilità del sistema previdenziale è quello della crisi della finanza pubblica; a causa di generose politiche pensionistiche il rapporto tra pensioni e contributi è costantemente salito nel tempo, da un livello del 100%, e quindi di sostanziale equilibrio del sistema del 1976 si è passati in pochi anni a un livello del 135% nel 1986. Chiaramente questo squilibrio doveva essere ricoperto annualmente da un intervento dello stato, intervento che, nel 1990, ammontava a quasi 50 mila miliardi di lire, vale a dire un valore prossimo alla metà del gettito IRPEF incassato (Cesari 2007). L'aumento della spesa per pensioni si andava ad innestare in un quadro che risultava già di per sé compromesso, visti gli squilibri nelle altre voci della spesa pubblica, gli alti tassi di interesse sul debito pubblico e gli accordi internazionali di stabilità del tasso di cambio. E' tuttavia con la firma del trattato di Maastricht, e la conseguente accettazione dei vincoli economici, che si rende necessaria in Italia una fase di riduzione della spesa pubblica; l'intervento sulle pensioni si rende quindi improcrastinabile e risulterà essere uno degli aspetti determinanti per far sì che i conti pubblici vengano riassetati con conseguente partecipazione dell'Italia alla moneta unica come paese fondatore.

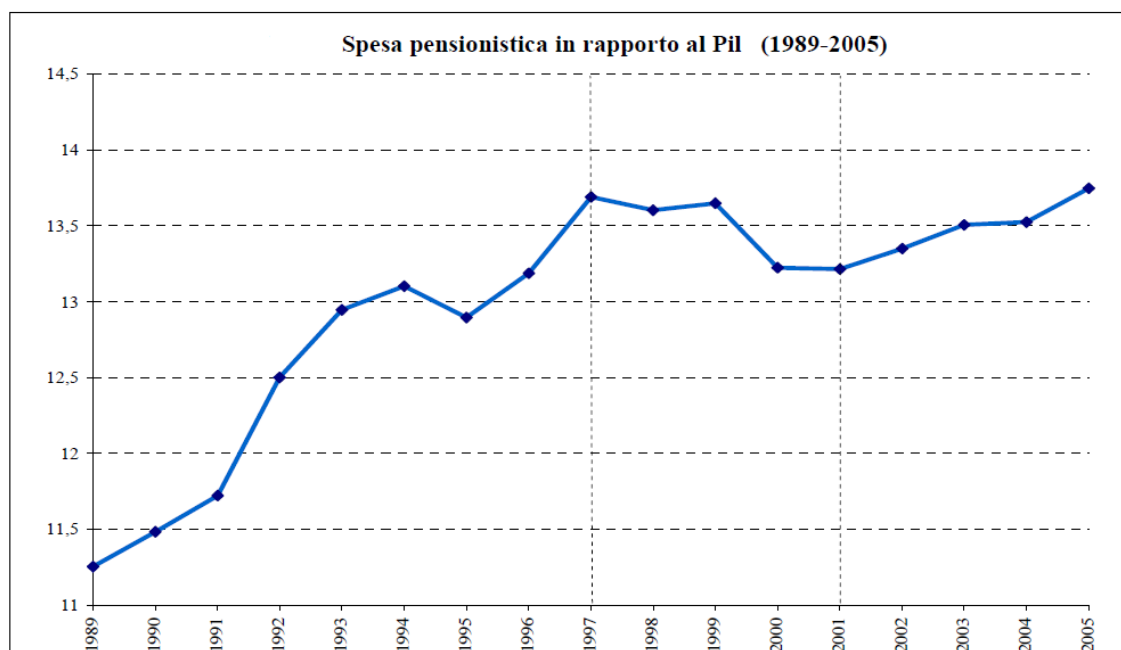
1.2 Il sistema previdenziale italiano

“Ogni cittadino inabile al lavoro e sprovvisto dei mezzi necessari per vivere ha diritto al mantenimento e all’assistenza sociale. I lavoratori hanno diritto che siano prevenuti ed assicurati i mezzi adeguati alle loro esigenze di vita in caso di infortunio, malattia, invalidità e vecchiaia, disoccupazione involontaria.”

L'articolo 38 della costituzione della Repubblica Italiana, ai commi 1 e 2 parla così del diritto dei lavoratori italiani alla previdenza sociale. Il primo schema pensionistico pubblico attuato in Italia risale al 1898, l'adesione era prevista su

base volontaria per cui solo i lavoratori che decidevano di aderirvi avevano diritto alle prestazioni previdenziali. Nel 1919 il sistema previdenziale diventa per la prima volta obbligatorio per cui ogni lavoratore salariato è obbligato a versare i contributi per finanziare la previdenza sociale. La rilevanza di tale processo viene perfettamente descritta da una riflessione di Beniamino Andreatta, “la sicurezza sociale rappresenta, per l’uomo moderno, il castello e il fossato dell’uomo medievale, il faticoso sviluppo dello stato del benessere è riuscito a rendere universali i diritti alla salute e all’assistenza, a proteggere gli anni più fragili della vita, i primi e gli ultimi, a integrare il reddito da lavoro quando questo mancasse per cause indipendenti dalla volontà del singolo”(Andreatta 2002); contemporaneamente viene anche istituita l’assicurazione obbligatoria contro la disoccupazione. Negli anni ’30 il sistema comincia a coinvolgere anche categorie di cittadini diverse dai lavoratori, grazie all’estensione delle prestazioni previdenziali ai familiari degli assicurati; durante questa fase si è avuto il progressivo allentamento, e in alcuni casi la scomparsa, del collegamento esistente tra i contributi versati dagli assicurati e le prestazioni erogate dal sistema. Quando si parla di assicurazione sociale le voci più consistenti sono senza dubbio quelle relative ai trattamenti pensionistici per invalidità, la vecchiaia e i supertiti (IVS). In circa quarant’anni la spesa per le prestazioni previdenziali, previdenza più assistenza, è aumentata del 300% passando da circa il 9% del 1960 al 15% del 2002 (Stiglitz 2004). Dalla seconda metà degli anni 90’, grazie a una serie di politiche restrittive volte a diminuire l’incidenza della spesa pubblica sul Pil e ai vincoli imposti dal trattato di Maastricht per l’accesso all’Unione europea, l’andamento della spesa previdenziale si è stabilizzato, come visibile nel grafico n°4. Il processo di riforma e ridimensionamento del sistema previdenziale è tuttora in corso, un esempio in questo senso è sicuramente rappresentato dalla “riforma Fornero” attuata nel 2011 con l’obiettivo di abbattere ulteriormente la spesa pensionistica. Nella lunga e spesso caotica fase che precede il 1992, ovvero l’inizio del processo di razionalizzazione e riduzione della spesa previdenziale, due sono i principali punti di svolta per il sistema pensionistico italiano, il 1945 e il 1969.

Grafico n°4:



Fonte: nucleo valutazione della spesa previdenziale 2006

E' infatti nel primo dopo guerra che comincia a cambiare il modo di finanziamento della previdenza sociale; al sistema a capitalizzazione viene infatti affiancato il sistema a ripartizione, il quale diventerà, nel giro di pochi anni, il sistema predominante. Prima di illustrare analiticamente il funzionamento dei due sistemi, conosciuti anche con l'acronimo di PAYG (pay as you go) per quanto riguarda il sistema a ripartizione e FF (fully funded) per il sistema a capitalizzazione è importante capire i motivi che spinsero il legislatore ad optare per il sistema a ripartizione (Cesari 2000). La prima considerazione riguarda l'alto tasso di inflazione italiano dei primi anni dopo la guerra, esso aveva azzerato il valore reale della ricchezza finanziaria accumulata dai vari enti previdenziali che avevano per la maggior parte investito in titoli a tasso fisso, titoli che quindi si erano svalutati a causa dell'aumento dei tassi di interesse sul mercato, aumento reso necessario per impedire un valore negativo del tasso reale. Come si evince dall'equazione di Fisher:

$$r = i - \pi$$

Quando l'inflazione è alta, il tasso di interesse nominale deve essere superiore per evitare che r , il tasso di interesse reale, sia negativo. Questa riduzione aveva quindi portato una riduzione delle rendite pensionistiche che scaturivano da quella ricchezza con la necessità di attuare quindi una rivalutazione delle pensioni correnti. Detta rivalutazione fu finanziata aumentando i contributi correnti proporzionalmente ai salari, in questo modo si agganciavano i contributi alla crescita delle retribuzioni. Il motivo principale del passaggio dal metodo contributivo a quello retributivo va però ricercato nell'estensione della previdenza sociale a categorie sempre più ampie di lavoratori; nel 1969 la scelta politica è quella di coprire l'intera popolazione. L'unico modo per finanziare la previdenza sociale è quindi rappresentato dalla scelta del metodo retributivo, metodo che consente di attuare la sopra citata estensione previdenziale a quegli individui che, al momento della riforma, hanno pochi o nulli contributi versati dal momento che, con detto sistema, la generazione anziana viene mantenuta da quella più giovane attualmente occupata con l'implicita promessa, da parte dello stato, che una volta in cui la generazione giovane sarà divenuta anziana riceverà il medesimo trattamento, in carico questa volta alla nuova giovane generazione. La riforma Brodolini, introdotta dalla legge n. 153 del 30 aprile 1969, sancisce il passaggio dal metodo *contributivo* a quello *retributivo*: il nuovo metodo si basa su una "promessa intergenerazionale", nel sistema PAYG infatti, i contributi versati dai lavoratori vanno direttamente a finanziare i benefici degli attuali pensionati. Per chiarire meglio questo sistema può essere utile utilizzare un esempio, ipotizzando che i lavoratori al tempo 0 siano L_0 , ognuno di essi dovrà destinare al sistema previdenziale una frazione τ del proprio reddito W_0 ; con questi fondi si andranno quindi a finanziare le attuali pensioni, il cui ammontare totale sarà dato dal numero di pensionati R_0 moltiplicato per le pensioni percepite P_0 :

$$\tau W_0 L_0 = P_0 R_0$$

Ripetendo lo stesso ragionamento per il periodo successivo avremo che gli attuali lavoratori L_0 diventeranno pensionati, quindi R_1 e le loro pensioni verranno finanziate dalla nuova classe lavoratrice L_1 :

$$\tau W_1 L_1 = P_1 R_1$$

Mediante semplici intuizioni, ovvero ipotizzando che il tasso di crescita della popolazione sia uguale a n e che il salario cresca ad un tasso w avremo che:

$$L_1 = L_0(1+n)$$

E che:

$$W_1 = W_0(1+w)$$

Sostituendo L_1 e W_1 nella seconda equazione di equilibrio avremo che:

$$\tau W_0(1+w)(1+n)$$

Considerando adesso che, moltiplicando il tasso di crescita della popolazione per il tasso di crescita dei salari otteniamo il tasso di crescita del PIL:

$$(1+n)(1+w) = (1+g)$$

possiamo affermare che il tasso di rendimento dei contributi versati durante la vita lavorativa è pari al tasso di crescita del PIL; idealmente quindi i contributi versati dal lavoratore renderanno un tasso g che consentirà di ottenere una pensione pari a P_1 . Nel caso invece di un sistema contributivo, o Fully Founded, i contributi versati dai lavoratori vanno a finanziare un fondo che investe in attività finanziarie, saranno quindi gli stessi contributi dei lavoratori che serviranno a coprire la pensione del lavoratore. Concettualmente quindi il sistema FF non opera diversamente da un qualsiasi piano di accumulo individuale proposto da un'assicurazione privata. Schematizzando otteniamo che la quota del reddito destinata a finanziare la previdenza (τW_0) viene investita sui mercati finanziari, e quindi renderà un tasso r che dipenderà dall'andamento dei mercati:

$$\tau W_0(1+r)=P_1$$

I contributi investiti determineranno poi l'ammontare della pensione futura per il singolo lavoratore (P_1). In un primo momento il sistema PAYG sembrava essere la soluzione ideale, si riusciva a generare dei privilegi, soprattutto se si pensa alla prima generazione, senza imporre sacrifici a nessuno, almeno nel breve periodo (Olivelli, Mezzanzanica 2005). L'epoca di Boom economico mascherava i difetti di tale sistema, in particolare il rischio che, con un rallentamento della crescita demografica o del tasso di crescita delle retribuzioni, si potesse generare uno squilibrio tra i due lati dell'equazione, contributi versati dagli attuali occupati e pensioni spettanti agli ex lavoratori. Si aggiunga inoltre che, se il passaggio dal metodo contributivo a quello retributivo è sostanzialmente indolore, un passaggio inverso, necessario nel caso di squilibri, risulta essere estremamente iniquo; l'ultima generazione prima del passaggio infatti si troverebbe costretta a pagare due volte, una volta per finanziare la pensione altrui e una volta per finanziare la propria. In periodo di vacche grasse nessuno si era preoccupato di tale aspetto se non poche Cassandra; la scelta politica era sicuramente molto più popolare ed aveva trovato consenso nell'opinione pubblica. Come accennato in precedenza, con il 1992 si apre una fase di profonda razionalizzazione e riduzione della spesa previdenziale che, anche a causa della crisi della lira dello stesso anno, comincia ad avere un'incidenza eccessiva in percentuale sul PIL (COVIP 2009, A). In particolare con il D. Lgs. n.483/92 e il D. Lgs. n. 503/92 si va a riordinare e a modificare il sistema previdenziale sia pubblico che privato, aumentando l'età per la pensione di vecchiaia da 55 a 60 anni per le donne e da 60 a 65 anni per gli uomini e prevedendo, come requisito per ottenere le pensioni di anzianità, 35 anni di contributi per tutti i lavoratori; l'indicizzazione delle pensioni viene riferita al solo costo della vita a differenza di quanto avveniva in precedenza, ovvero l'indicizzazione all'andamento delle retribuzioni; vengono estesi i periodi di tempo da prendere in considerazione per il calcolo delle pensioni. Nel 1993, con il D. Lgs. N.124 del 21 aprile, noto come "riforma Amato" vengono poste le basi per la costituzione di un secondo pilastro previdenziale, da affiancare al

primo di natura pubblica, il secondo pilastro fa riferimento ai fondi pensione, in particolare ai fondi chiusi e ai fondi aperti, i primi di natura contrattuale e associativa, i secondi a carattere individuale, nati per iniziativa di un soggetto abilitato alla gestione di una forma pensionistica complementare (D. Lgs. N.124 del 21 aprile 1993). Un altro passo fondamentale nell'opera di "dimagrimento" del sistema previdenziale viene compiuto con la legge n.335 del 8 agosto 1995, riforma famosa con il nome di "riforma Dini" dal nome dell'allora primo ministro della Repubblica; la riforma in essere ha determinato il passaggio, seppur in modo graduale, dal sistema di calcolo retributivo a quello contributivo: per i lavoratori che al 31/12/1995 hanno maturato 18 anni di contributi il sistema di calcolo previsto è quello retributivo, per coloro che a tale data hanno meno di 18 anni di contributi viene utilizzato il metodo *pro rata*, retributivo fino al 31/12/95 e contributivo per i versamenti successivi, il sistema contributivo viene utilizzato solamente per i nuovi assunti (legge n.335 del 8 agosto 1995). Il calcolo della pensione con il metodo retributivo avviene considerando la media delle retribuzioni degli ultimi 5 anni, retribuzioni che vengono rivalutate con l'indice ISTAT del costo della vita. Successivamente si va a moltiplicare il 2% per il numero di anni di contribuzione per la retribuzione media rivalutata.

$$\text{Pensione} = \text{Anni di contribuzione} \times 2\% \times \text{retrib. Media rival.}$$

L'aliquota del 2% varia con i livelli di reddito, in particolare un reddito medio rivalutato di circa 30 mila euro garantisce la copertura massima dell'80%, i coefficienti vanno a diminuire con l'aumento del reddito, aliquote del 1,6%, 1,35%, 1,1% e 0,9% per i redditi più alti. Come detto in precedenza, secondo la riforma Dini per i lavoratori assunti nel '96 il metodo di calcolo della pensione è quello contributivo, questo metodo funziona come segue: per ogni anno si accredita a fini previdenziali il 33% della retribuzione annua e si capitalizzano i contributi secondo il tasso di crescita medio del Pil nominale, medio perché comprende gli ultimi 5 anni, nominale perché comprende la crescita reale più il tasso di inflazione. In questo modo si ottiene il *montante contributivo individuale*

che moltiplicato per un coefficiente di trasformazione attuariale, crescente con l'età del soggetto, ci permette di passare da un capitale a una rendita vitalizia:

$$\text{Pensione} = \text{coeff. Di trasf} \times \text{montante contributivo}$$

Il coefficiente di trasformazione attuariale varia da un minimo di 4,720% a un massimo di 6,136%, e dipende dal momento in cui il lavoratore sceglierà di andare in pensione; il minimo coefficiente si avrà con un pensionamento a 57 mentre il massimo sarà garantito con un pensionamento di 65 anni. La logica è semplice, andando in pensione prima ci sarà una maggiore speranza di vita e quindi il medesimo capitale dovrà essere suddiviso per un maggior numero di anni, in questo modo l'ammontare della pensione dovrà per forza essere inferiore.

Tabella n°1: Coefficienti di trasformazione I.335/1995

Età di pensionamento	Pensione annua lorda in euro
	4.720
	4.860
	5.006
	5.163
	5.334
	5.514
	5.706
	5.911
	6.136

Fonte: Elaborazione personale

La tabella riporta un esempio di calcolo della pensione annua lorda a fronte di un montante contributivo di 100 mila Euro. I coefficienti sono rideterminati con frequenza decennale per tener conto della speranza di vita, la rideterminazione può essere però attuata solo grazie alla decisione del Governo. Dopo l'introduzione del "secondo pilastro", nato con la riforma del 1993, il D. Lgs. N. 47/2000 introduce in Italia le forme pensionistiche individuali note come FIP. Le forme pensionistiche individuali sono scelte di risparmio con fini pensionistici,

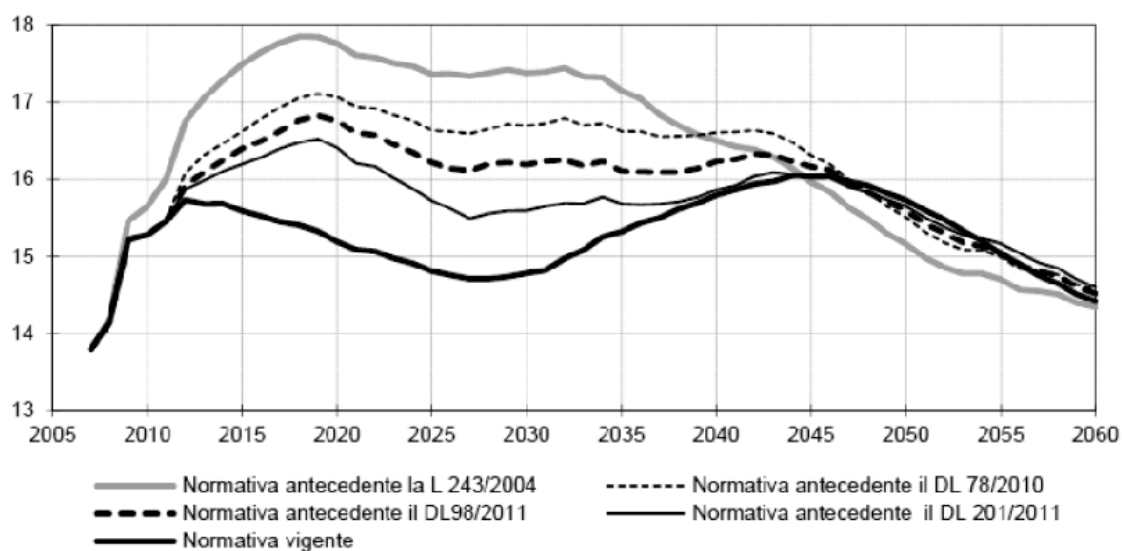
esse vengono realizzate tipicamente attraverso contratti assicurativi, nella maggior parte dei casi polizze vita; viene così regolamentato il così detto “terzo pilastro”. Oltre a introdurre le forme pensionistiche individuali il decreto del 2000 rivede anche la disciplina fiscale da applicare ai fondi pensione: la scarsa espansione delle forme pensionistiche complementari aveva infatti portato il legislatore ad intervenire con dei vantaggi di tipo fiscale per favorire, anche nel nostro paese, lo sviluppo di dette forme previdenziali che avrebbero dovuto espandersi in modo da sorreggere il settore previdenziale pubblico. Un altro intervento significativo viene effettuato nel 2004, grazie alla “riforma Maroni”; il fine è sempre quello di diminuire la spesa per pensioni e viene perseguito principalmente aumentando i requisiti per accedere alla pensioni di anzianità, tre anni di ulteriore contribuzione a partire dal 2008, e di vecchiaia, fissando a 65 l’età anagrafica alla quale poter accedere al trattamento pensionistico per i lavoratori, abolendo quindi la flessibilità offerta dalla riforma del ’95; per le lavoratrici la fascia viene mantenuta ma limitata all’intervallo 60-65 anni. Oltre all’aumento dei requisiti vengono istituite le “finestre mobili” con l’obiettivo di posticipare la decorrenza dei trattamenti rispetto al momento della maturazione dei requisiti. Con il protocollo su previdenza e competitività per l’equità, sottoscritto il 23 luglio del 2007 da governo e parti sociali viene raggiunto l’accordo per trasformare il cosiddetto “scalone”, nome dato all’aumento dei requisiti per l’accesso alla pensione di vecchiaia, in uno “scalino”, prevedendo l’incremento graduale dell’età anagrafica minima grazie all’introduzione del meccanismo delle quote a partire dal 2009. Nel 2009 vengono posti in essere una serie di interventi volti a incrementare l’età media effettiva di pensionamento, inoltre viene introdotto il meccanismo di adeguamento dei requisiti minimi di età in relazione agli incrementi della speranza di vita da effettuarsi ogni 5 anni. Viene inoltre adeguata l’età di pensionamento delle donne a quella degli uomini in virtù di una sentenza della Corte di Giustizia Europea, sentenza che però fa riferimento ai soli lavoratori del settore pubblico non considerando quindi quelli del settore privato; l’allineamento doveva avvenire in maniera graduale e essere completato nel 2018. L’anno successivo viene ridotta la frequenza degli aggiustamenti dei

requisiti minimi di età portandolo da 5 a 3 anni e allineandolo, sul piano temporale, agli adeguamenti dei coefficienti di trasformazione la cui revisione era passata nel 2007 da 10 a 3 anni. Entrambe le procedure vengono inoltre fatte rientrare nella sfera meramente amministrativa in modo da rendere più certo il rispetto delle scadenze fissate. Viene inoltre previsto l'allineamento dei requisiti pensionistici tra uomini e donne già nel 2012, con una significativa accelerazione rispetto a quello che era stato previsto in precedenza. Gli interventi del biennio 2009/2010 sono interventi molto incisivi sul piano strutturale; come confermato dalla valutazione della Ragioneria dello stato, effettuata nel 2011, tali interventi, valutati unitamente a quelli del 2004, riducono la spesa annuale rispetto al PIL di un punto percentuale nel periodo 2015/2035, il risultato cumulato nel 2050 è pari a 26 punti percentuali (Ragioneria dello stato, 2011). L'ultimo intervento sul sistema previdenziale italiano è quello portato dalla "riforma Fornero", riforma inserita all'interno della manovra "salva Italia" varata dal governo Monti a fine 2011 con l'intento di allentare la pressione dei mercati finanziari sui titoli di stato italiani e risanare i conti pubblici. Tra gli interventi più significativi troviamo sicuramente l'abbreviazione della lunga fase di transizione dal regime retributivo a quello contributivo già prevista nel 1995; il metodo contributivo viene applicato a tutti i lavoratori, con riferimento alle anzianità contributive maturate dal 1° gennaio 2012. Viene inoltre anticipata al 2018 l'equiparazione dell'età pensionabile tra uomini e donne anche nel settore privato, come detto in precedenza l'equiparazione del trattamento uomini donne per il settore pubblico era già avvenuta nel 2009, in questo modo si andava a eliminare un'anomalia; la discriminazione nel trattamento dei lavoratori a seconda del settore di appartenenza. Un'ulteriore modifica introdotta dalla legge in esame riguarda l'abolizione delle "finestre mobili" e la sostituzione delle pensioni di anzianità con le cosiddette "pensioni anticipate", il requisito per poter accedere alle pensioni di vecchiaia diventa, dal 1° gennaio 2012, di 66 anni con l'adeguamento alla speranza di vita previsto ogni 2 anni. La riforma reintroduce la flessibilità che era andata perduta con la "riforma Maroni"; il lavoratore potrà scegliere il momento del pensionamento senza incorrere in penalizzazioni una volta

raggiunti i requisiti minimi e comunque non dopo i 70 anni. I coefficienti per la trasformazione del capitale in rendita dipendono infatti dall'età di pensionamento, coefficienti più alti con il crescere dell'età di pensionamento. Come ulteriori misure per l'abbattimento della spesa troviamo la sospensione dell'indicizzazione al costo della vita per quelle pensioni che superino di 3 volte il minimo INPS e l'aumento dei contributi a carico dei lavoratori autonomi: da 20 % al 24% in modo progressivo. Come detto la riforma del 2011 è solo l'ultima di una serie di riforme volte a contenere la spesa previdenziale in Italia. Quando anche gli effetti della riforma Fornero si dispiegheranno in pieno la spesa pubblica per prestazioni previdenziali dovrebbe assestarsi intorno al 14-15 % del PIL, cifra significativa ma non dissimile a quella degli altri paesi sviluppati.

Grafico n°5

Spesa pubblica per pensioni in percentuale del PIL sotto differenti ipotesi normative.



Fonte: Ministero dell'economia e delle finanze, *Documento di Economia e Finanza 2012, Programma di stabilità dell'Italia*.

Come si evince dal grafico n°5 la lunga fase di riforme ha evitato all'Italia l'esplosione della spesa previdenziale fino a valori molto vicini al 18% rispetto al PIL. Con l'ultima riforma invece è possibile un risparmio di quasi 3 punti percentuali nell'arco di tempo 2010-2035, risparmio che potrà essere quindi

usato per abbattere il debito pubblico o per liberare risorse da destinare a interventi di stimolo per l'economia che consentano una più agevole uscita dalla crisi finanziaria che colpisce il sistema Italia da ormai 5 anni (DEF, 2012).

1.3 La riforma Amato, la riforma Dini e il D. lgs. 47/2000

Come già accennato nel 1992 si apre per l'Italia una fase di riforme volta a razionalizzare e a ridurre la spesa pubblica per le pensioni. La crisi finanziaria e istituzionale che colpisce il paese nello stesso anno ha un impatto fortissimo che rende improcrastinabile il processo di messa in ordine dei conti pubblici ormai fuori controllo ed appesantiti da un Welfare che risulta essere ormai insostenibile. In questo clima il Governo, presieduto dall'onorevole Giuliano Amato, vara la prima grande riforma del sistema previdenziale; detta riforma, oltre a intervenire sul sistema previdenziale obbligatorio, introduce per la prima volta nel nostro ordinamento la regolamentazione del sistema previdenziale complementare collettivo, i fondi pensione (Cesari, Grande, Panetta, 2007). Il decreto legislativo n.124 del 1993, quindi, risulta essere il primo testo organico riguardante la previdenza complementare, esso viene emanato in attuazione di quanto previsto dall'articolo 3, comma 1, lettera v, della legge 23.10.92, n. 421 recante: *“delega al governo per la razionalizzazione e la revisione delle discipline in materia di sanità, pubblico impiego, previdenza e finanza territoriale”*, questa legge fissa i criteri per la stesura della normativa sulla previdenza complementare, la quale deve essere finalizzata ad assicurare *“più elevati livelli di copertura previdenziale”*; e infatti subito l'articolo 1 del D.Lgs n. 124 recita così: *“il presente decreto legislativo disciplina le forme di previdenza per l'erogazione di trattamenti pensionistici complementari del sistema obbligatorio pubblico al fine di assicurare più elevati livelli di reddito”*. Il testo è formato da 19 articoli ed ha dettato le regole fondamentali riguardanti i fondi pensione, dalla loro costituzione alla fase di erogazione delle rendite passando per la fase contributiva. La norma

introduce per la prima volta il principio della “volontarietà”; i fondi costituitisi prima della normativa in esame, frutto della contrattazione collettiva, erano considerati obbligatoriamente estesi a tutti i lavoratori. Tra le novità più rilevanti troviamo il limite massimo di contribuzione pari al 10% della retribuzione che, nel caso di un lavoratore dipendente, è costituito da una quota a carico del datore di lavoro, il TFR e una quota a carico del lavoratore. L’incentivo all’uso del TFR come fonte di finanziamento del fondo pensione è netta; gli assunti dopo il 28 aprile 1993 devono infatti destinare integralmente le quote degli accantonamenti annuali del TFR al fondo. L’erogazione delle prestazioni avviene in coincidenza con quanto previsto dal regime pensionistico di appartenenza e può essere richiesta in forma di capitale per un massimo del 50% del capitale accumulato, il resto deve essere erogato in forma di rendita. Sui contributi è applicata un’imposta del 15% mentre sul patrimonio una dello 0,25%, il limite di deducibilità dei contributi dell’azienda viene correlato al 50% della quota di TFR versata al fondo pensione; la detrazione di imposta presenta un’aliquota non superiore al 27% fino a 3 milioni di lire di cui almeno 500 000 lire versate al fondo pensione (Brambilla 2007). Va detto che il testo elaborato da Amato, anche a causa della precaria situazione economica in cui si trova il paese in quegli anni, peggiora notevolmente la situazione rispetto alla normativa precedente, che rimane in vigore per gli iscritti ai “vecchi fondi”, sia per quanto riguarda la fase contributiva sia per quella dell’erogazione delle prestazioni, risulta inoltre meno flessibile la fase di permanenza nel fondo. Per questi motivi, anche se molte innovazioni introdotte furono poi punto di riferimento per successivi interventi, il D. Lgs. 124/93 non solo non creò le premesse per lo sviluppo della previdenza complementare in Italia ma anzi, ne costituì addirittura un freno. E’ con la legge n°335 dell’8 agosto del 1995, altrimenti nota come “riforma Dini”, che si tenta di sbloccare la situazione riguardante la previdenza complementare; con la legge Amato infatti, a causa di rigidità di tipo fiscale e strutturale, non solo non si erano create le premesse per la nascita di nuovi fondi pensione ma si era addirittura preclusa l’iscrizione, per i lavoratori assunti dopo la pubblicazione del decreto del ’92, ai fondi già esistenti. La legge del ’95 si muove nella direzione di

rendere più appetibili e più flessibili le forme previdenziali complementari in modo da favorirne un loro reale sviluppo nella consapevolezza che il sistema pubblico, visti gli squilibri che lo colpiscono, non possa continuare da solo a reggere il peso della previdenza. Per far questo, con la legge in esame, si è agito sull'ampliamento della platea dei soggetti ai quali i fondi pensione sono destinati, prevedendo la possibilità di adesione anche per i soci e i lavoratori delle cooperative; si sono introdotti i fondi "aperti", ovvero quei fondi nati per libera iniziativa di soggetti abilitati alla gestione collettiva del risparmio, questi fondi assumono una connotazione residuale ed operano per quei lavoratori per i quali non esistono fondi negoziali costituiti da accordi o contratti collettivi. Per tutelare gli iscritti ai fondi è previsto che non possano essere costituiti nuovi fondi "interni" al patrimonio delle società, in pratica questa disposizione prevede l'obbligo di patrimonio separato tra il patrimonio del fondo e quello della società che lo gestisce, a norma dell'articolo 2117 del codice civile che recita: *"I fondi speciali per la previdenza e l'assistenza che l'imprenditore abbia costituiti, anche senza contribuzione dei prestatori di lavoro, non possono essere distratti dal fine al quale sono destinati e non possono formare oggetto di esecuzione da parte dei creditori dell'imprenditore o del prestatore di lavoro"*. Questo divieto non opera per i fondi già costituiti precedentemente al decreto del 1992. Al fine di elevare i fondi pensione allo status di investitori istituzionali viene loro attribuita la titolarità del diritto di voto per quei valori mobiliari nei quali risultano investite le risorse del fondo, viene quindi attribuito ai fondi il potere di indirizzo e controllo sulle attività sia di gestione finanziaria che amministrativa. Viene inoltre ampliata la platea dei soggetti abilitati alla costituzione e gestione delle risorse di un fondo pensione, è prevista infatti tale possibilità per le "società di gestione di fondi comuni", sostituite successivamente dalle SGR, società di gestione del risparmio. Tra le novità più significative va sicuramente segnalata l'introduzione del principio di "portabilità"; si è tentato infatti di rendere più agevole la mobilità tra fondi grazie alla possibilità di trasferire l'intera posizione individuale da un fondo ad un altro, e non più solo la parte relativa ai propri contributi e al TFR versato, nel caso di cambio dell'attività lavorativa; è possibile inoltre il

trasferimento ad altro fondo anche se il rapporto di lavoro rimane costante, in questo caso sarà però necessario un periodo minimo di permanenza nel medesimo fondo, 3 anni a cose normali, 5 anni nel caso in cui il fondo si sia costituito da meno di 5 anni. Viene attribuita alla “Commissione di vigilanza sui fondi pensione”, la COVIP, già istituita dal decreto del '93, la personalità giuridica di diritto pubblico e la responsabilità di regolare la trasparenza e la corretta gestione e amministrazione dei fondi pensione. Per quanto riguarda il regime tributario dei fondi, l'imposta sostitutiva percentuale calcolata sul patrimonio del fondo viene sostituita da un'imposta fissa nella misura di 10 milioni di lire che viene ridotta a 5 per i primi 5 anni dalla data di costituzione del fondo. Viene inoltre modificato l'aspetto fiscale delle contribuzioni, si passa dalla “detraibilità” con aliquota massima del 27%, prevista dalla riforma Amato, alla “deducibilità” ad aliquota marginale. La contribuzione per un lavoratore dipendente può arrivare ad un massimo del 10,91% della retribuzione: 2% contributo del datore di lavoro, 2% contributo del lavoratore e 6,91% TFR. Per quanto riguarda invece le polizze vita, ad esse si applica ancora la detraibilità al 27% con un limite massimo di 2,5 milioni e non si considera il limite del 10,91% della retribuzione, queste polizze rientrano infatti nel così detto “terzo pilastro”. Al fine di favorire ulteriormente lo sviluppo dei fondi pensione nella nostra economia, sviluppo che tarda ad arrivare, è stato emanato il D. Lgs. n° 47/2000 col chiaro intento di rivedere la disciplina fiscale da applicare ai fondi pensione in modo da renderli più appetibili per i lavoratori. Il decreto in esame introduce anche i PIP, piani di previdenza individuali, ma va ad eliminare la detraibilità fiscale per gli strumenti di risparmio individuale, sopprimendo così di fatto il terzo pilastro che si fonde con il secondo nel pilastro della pensione complementare. Sotto l'aspetto fiscale la riforma cambia il modo in cui viene tassata l'attività dei fondi, in luogo dell'imposta fissa di 10 o 5 milioni di lire viene introdotta una tassazione, sui rendimenti realizzati ogni anno, dell'11%. Per quanto riguarda la deducibilità fiscale, viene previsto un unico plafond comprensivo dei contributi del datore di lavoro e del lavoratore, la deducibilità rimane ad aliquota marginale ma il limite massimo viene innalzato al 12% del

reddito complessivo, con un tetto massimo posto a 5164,57 Euro (Caparvi, a cura di, 2003). Per i lavoratori dipendenti, la suddetta deduzione compete per un importo non superiore, complessivamente, al doppio della quota di TFR destinata alle forme previdenziali complementari collettive. Questo vincolo non opera però in tutti i casi, ad esempio non è valido nel caso in cui la fonte istitutiva della previdenza complementare sia costituita esclusivamente da accordi fra lavoratori, oppure nel caso di “vecchi iscritti”, lavoratori cioè che hanno aderito a fondi istituiti prima dell’entrata in vigore della legge 421/93. Oltre a questo aspetto, sempre al fine di incentivare la partecipazione ai fondi da parte dei lavoratori, è ora possibile contribuire ad essi per garantire prestazioni a favore di soggetti fiscalmente a carico, come i figli o la moglie e dedurre i contributi e i premi versati dal reddito complessivo.

1.4 La riforma Maroni

Come visto precedentemente, partendo dalla riforma del 1993, si era intervenuti cercando di favorire lo sviluppo della previdenza complementare rappresentata dai fondi pensione e dalle forme individuali. Tuttavia nonostante gli sforzi in tal senso i risultati ottenuti erano stati poco soddisfacenti, il tasso di adesione alla previdenza complementare era infatti di poco inferiore al 12% (COVIP 2004) degli occupati. Nel tentativo di dare un ulteriore impulso allo sviluppo della previdenza complementare è stata introdotta la legge delega n. 243 del 2004, nota come riforma Maroni, con la quale si tenta di dare una nuova disciplina al sistema dei fondi pensione, agendo, da una parte inducendo i lavoratori ad accantonare, durante l’attività lavorativa, mezzi finanziari volti a realizzare forme di previdenza complementare rispetto a quella pubblica, e dall’altra tentando di rafforzare le disponibilità finanziarie di una categoria in grado di svolgere il ruolo di investitori istituzionali all’interno dei mercati finanziari. Oltre a questi interventi sulla previdenza complementare la legge è andata anche a modificare

alcuni aspetti della pensione pubblica, fra i più importanti troviamo sicuramente l'innalzamento dell'età pensionabile, a partire dal 2008, che viene portata a 60 anni; nel 2010 il requisito sarebbe salito a 61 anni e a 62 nel 2014. Al fine di evitare un eccessivo "balzo" tra i requisiti pensionistici è stato introdotto il meccanismo delle quote, grazie al quale lo "scalone" è stato ridotto a uno "scalino". Il meccanismo delle quote offre la possibilità di combinare in modo differente gli anni contributivi e l'età anagrafica fino a raggiungere appunto una quota stabilita dal legislatore. Dal momento che l'aumento dell'età anagrafica era prevista per il 2008, ai lavoratori che avessero raggiunto i requisiti prima di quella data era concesso di rimanere sul posto di lavoro grazie all'accesso al così detto "superbonus". In questo modo, al salariato che avesse deciso di accedervi, era concesso un incremento dell'assegno del 32,7%, pari ai contributi sociali sullo stipendio che venivano quindi abbuonati per legge (Quirici 2010). Sul fronte della previdenza complementare la riforma Maroni ha tracciato delle vere e proprie linee guida che sono state successivamente attuate dal D. Lgs. del 5 dicembre 2005, decreto che ha rivisto anche la disciplina fiscale dei fondi pensione abrogando quanto previsto dal D. Lgs. 47/00. Il comma 2 della legge n. 243/04 prevede che, nella stesura del testo, anche sotto forma di testo unico come indicato dal comma 50, vengano attuate tutte le possibili misure per; aumentare i flussi contributivi alle forme di previdenza complementare eliminando il limite del 12% del reddito e della percentuale di TFR devoluto, ampliare i soggetti gestori e promotori dei fondi pensione, Regioni ed Enti privatizzati di cui al D. Lgs. 509/94 e 103/96, in modo da favorire l'eliminazione degli ostacoli alla libera adesione e alla portabilità della posizione pensionistica complementare grazie anche ad una maggiore concorrenza, favorire la costituzione di nuove e più coerenti forme di governance in modo da offrire una maggior tutela per gli iscritti (legge n. 243/04). La novità più significativa del decreto in esame rimane sicuramente, anche per il grande impatto mediatico che ha prodotto, quella riguardante la liberalizzazione della scelta dei lavoratori dipendenti privati circa la destinazione del proprio TFR. Il trattamento di fine rapporto è un risparmio forzoso per il lavoratore, una sorta di salario differito che gli viene corrisposto al

termine dell'attività lavorativa. Per le aziende rappresenta invece un autofinanziamento, una sorta di prestito concesso dal lavoratore. Il suo valore annuale è circa quello di una mensilità, si ottiene moltiplicando il valore di della retribuzione annua per 0,0691:

$$TFR = \text{retribuzione annua} \times 0,0691$$

Annualmente il TFR accumulato viene rivalutato, al montante si applica un tasso del 1,5% al quale viene sommato il 75% dell'aumento dell'indice dei prezzi al consumo ISTAT:

$$\text{Tasso TFR} = 1,5\% + 75\% \text{ inflazione}$$

Il rendimento reale del TFR risulterà tanto più competitivo quanto più basso risulterà il livello di inflazione vista la non totale copertura del tasso di inflazione.

Tabella n°2: Confronto tra rendimento TFR e tasso di inflazione

Tasso di Inflazione	Rendimento nominale annuo	Rendimento nominale annuo al netto della ritenuta dell'11% sulla rivalutazione	Rendimento reale al netto della ritenuta dell'11% sulla rivalutazione
0	1,5	1,3	1,3
1	2,3	2	1
2	3	2,7	0,7
3	3,8	3,3	0,3
4	4,5	4	0
5	5,3	4,7	-0,3
6	6	5,3	-0,7
7	6,8	6,0	-1,0
8	7,5	6,7	-1,3
9	8,3	7,3	-1,7
10	9,0	8,0	-2,0

Spataro (2009)

Già prima della riforma i sindacati dei lavoratori avevano chiesto a gran voce che il flusso di risorse scaturente dal TFR fosse destinato al finanziamento della previdenza complementare, chiaramente questa impostazione era fortemente combattuta dalle imprese che avrebbero perso una fonte di finanziamento a lungo termine e a basso costo. Col decreto legislativo n. 252 si è giunti ad un ragionevole compromesso, la destinazione della quota di TFR ai fondi pensioni può avvenire solo per i nuovi accantonamenti annui, e solo per imprese di una certa dimensione; in questo modo si è evitato che la perdita del TFR da parte delle imprese si traducesse in una crisi di liquidità per le stesse, si è offerta, inoltre, allo stesso tempo la possibilità ai lavoratori di finanziare la propria previdenza complementare. Le modalità con cui il lavoratore può decidere dove destinare il proprio TFR maturando sono essenzialmente due, o decide in modo esplicito oppure tacito, con la regola del silenzio assenso. Come anticipato il lavoratore potrà disporre solo del TFR maturato dopo il 31 Dicembre 2006, per quello già maturato a quella data valgono le regole antecedenti (Covip 2005). Attraverso la modalità esplicita, per i lavoratori in servizio al 1° Gennaio 2007, entro il 30 Giugno dello stesso anno, o entro sei mesi dalla data di assunzione per tutti gli altri, il lavoratore può scegliere se destinare il futuro TFR ad una forma pensionistica complementare o mantenere il futuro TFR in azienda. Nel caso in cui il lavoratore decida di lasciare in azienda il proprio TFR, esso continuerà ad essere gestito dall'impresa solo nel caso in cui essa abbia un numero di dipendenti inferiore a 50, in caso contrario il TFR dovrà essere trasferito nel Fondo di Tesoreria gestito dall'INPS. La scelta esplicita richiede l'utilizzo di una dichiarazione scritta da inviare al proprio datore di lavoro, sia nel caso in cui si scelga di destinare il TFR a un fondo pensione, con l'indicazione di quale fondo si è scelto, sia nel caso in cui si voglia lasciare il TFR in azienda. Nel caso in cui, entro il 30 giugno 2007 per i lavoratori assunti prima del 1° gennaio 2007, oppure entro 6 mesi dalla data di assunzione per gli altri lavoratori, non sia espressa nessuna indicazione circa la destinazione del TFR, scattano le norme previste per le modalità tacite, ovvero il silenzio assenso. In questo caso quindi, il datore di lavoro provvederà a trasferire il TFR maturando alla forma

pensionistica complementare prevista dagli accordi collettivi; nel caso in cui ci siano più forme pensionistiche collettive, il datore di lavoro dovrà trasferire il TFR alla forma pensionistica individuata dal contratto aziendale, nel caso in cui tale accordo non sia previsto dovrà trasferirlo a quella forma alla quale abbiano aderito la maggior parte degli occupati dell'azienda. Nel caso in cui non sia possibile individuare una forma complementare sulla base di queste indicazioni, il datore di lavoro dovrà trasferire la quota di TFR maturando presso l'INPS. Nel caso in cui il lavoratore non abbia ancora effettuato la sua scelta 30 giorni prima della scadenza dei 6 mesi, il datore di lavoro dovrà provvedere a informarlo circa la destinazione del TFR nel caso di modalità tacita (Majolino 2007). Non è sempre possibile cambiare la destinazione del proprio TFR, nel caso in cui si sia scelto per destinarlo ad un fondo pensione non sarà possibile revocare tale scelta, mentre, se la scelta è quella di mantenerlo in azienda, sarà possibile modificarla per aderire ad una forma pensionistica complementare. E' evidente come, con la riforma in esame, si cerchi di stimolare l'adesione ai fondi pensione e quindi lo sviluppo della previdenza complementare come sostegno a quella pubblica. Oltre all'intervento sulla liberalizzazione del TFR, la riforma Maroni presenta altre importanti novità, tutte rivolte a stimolare l'adesione ai fondi pensione rendendo un eventuale adesione più flessibile sotto l'aspetto dell'erogazione, delle anticipazioni e del regime fiscale [Ciocca (a cura di), 2008]. Per quanto riguarda l'erogazione delle prestazioni, il fondo potrà prevedere nelle sue fonti costitutive la possibilità di ricevere la prestazione interamente in rendita, parte in capitale e parte in rendita, interamente in capitale. Nel caso in cui si opti per la prestazione in rendita non ci sarà nessun tipo di restrizione, lo scopo dei fondi pensione è appunto quello di andare ad integrare la pensione pubblica e l'erogazione in rendita è quella che meglio si confà a questo scopo. Nel caso dell'erogazione parte in capitale e parte in rendita sarà possibile ottenere la liquidazione in capitale solo fino ad un massimo del 50% della posizione maturata, sarà possibile ottenere l'erogazione interamente in capitale nel caso in cui, convertendo in rendita almeno il 70% della posizione maturata, l'importo della pensione sia inferiore all'assegno sociale erogato dall'INPS. Come accennato in precedenza,

l'erogazione con una modalità alternativa a quella della rendita è possibile solo nel caso in cui sia previsto dalle fonti istitutive del fondo pensione. Per evitare rischi eccessivi a carico degli aderenti al fondo è previsto che il fondo debba stipulare un accordo con una compagnia di assicurazione, fissando le regole riguardanti le basi demografiche, le modalità di rivalutazione e i caricamenti. E' inoltre possibile chiedere l'anticipazione della posizione maturata presso il fondo pensione, solo però in determinati casi specificati per legge; è possibile chiedere l'anticipazione del 75% della posizione maturata per sostenere spese medico-sanitarie, oppure ricevere fino al 75% per la ristrutturazione o l'acquisto della casa per se o per i figli e ancora, un anticipo del 30% per altre esigenze; in questi ultimi due casi è necessario però un ulteriore requisito: la permanenza nel fondo pensione per almeno 8 anni. Il decreto legislativo 252/05 introduce anche alcune importanti novità sotto l'aspetto fiscale dal momento che il decreto del 2000 non era riuscito a dare la spinta necessaria alla previdenza complementare. I contributi versati ad un fondo pensione diventano interamente deducibili senza la limitazione della percentuale sul reddito, rimane fermo invece il limite a 5164,67; questo porta ad un vantaggio, per il lavoratore, pari all'aliquota fiscale più elevata che viene applicata al suo reddito. Nel momento dell'erogazione delle prestazioni, siano esse in rendita o in capitale, esse saranno tassate solo per la parte che non è già stata tassata in precedenza in modo da evitare una doppia tassazione, quella durante la fase di accumulo e quella al momento dell'erogazione. Il regime delle plusvalenze realizzate anno per anno aveva prodotto una fuga dai fondi comuni italiani ad altri che, invece, hanno una tassazione delle plusvalenze solo al momento della liquidazione. Al fine di accentuare la funzione previdenziale dei fondi pensione, è previsto un regime di tassazione delle prestazioni che favorisce la permanenza nel fondo, l'aliquota sulla parte imponibile è infatti del 15% che si riduce dello 0,30% per ogni anno successivo al quindicesimo, stessa tassazione vale per le anticipazioni richieste per sostenere spese sanitarie o in caso di disoccupazione o mobilità. Per le anticipazioni richieste al fine di sostenere altre spese la tassazione è invece fissa, corrispondente al 23% dell'anticipo. Il tipo di tassazione attuato per i fondi

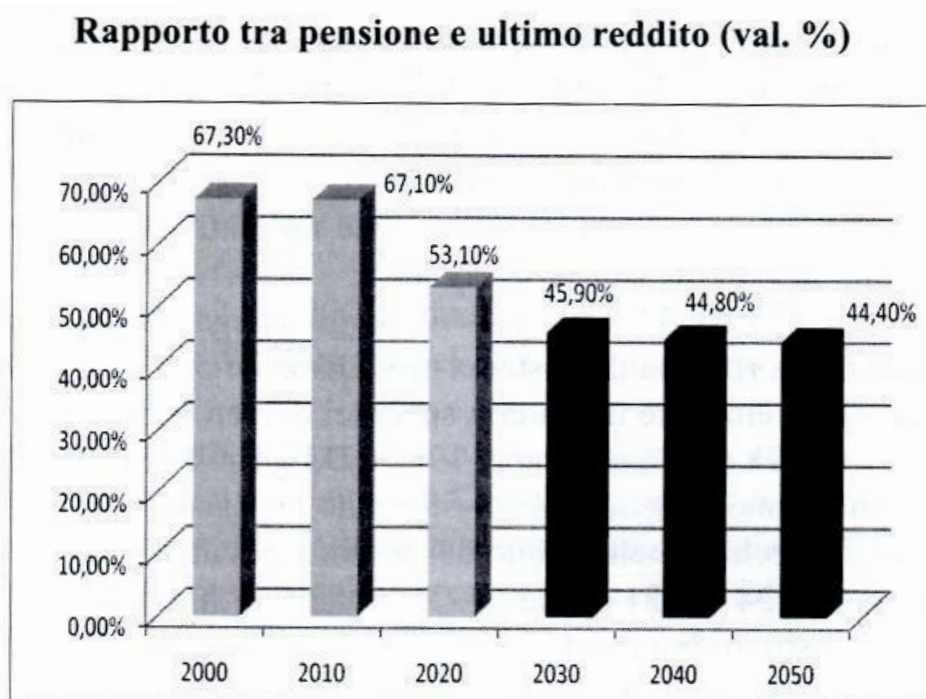
pensione persegue chiaramente lo scopo di scoraggiare un investimento di breve periodo nel fondo, di modo da indurre i lavoratori a mantenere per molti anni i propri risparmi presso il fondo pensione e a godere così di una più cospicua pensione integrativa. Un ultimo punto di intervento del decreto legislativo 252/05 è rappresentato dalle misure compensative per le imprese, trattate all'articolo 10 del testo (Cian, Maffei Alberti, Schlesinger 2007), la nuova disciplina della previdenza complementare. Il comma uno affronta il tema della deducibilità dei versamenti a fondi pensioni dal reddito di impresa; è possibile dedurre il 4% del TFR destinato a forme di previdenza complementare, la percentuale sale al 6% per le imprese con meno di 50 dipendenti. Il datore di lavoro è esonerato dal versamento dovuto al fondo di garanzia, previsto dalla legge 29 maggio 1982, n. 297, nella stessa percentuale di TFR maturando conferito alle forme pensionistiche complementari. Al comma 3 sono previste ulteriori agevolazioni per le imprese; una riduzione del costo del lavoro attraverso la riduzione degli "oneri impropri" correlata ai flussi di TFR maturato conferito. Per oneri improprio si intendono i contributi versati dal datore per finanziare gli assegni familiari, la maternità o la malattia. Come visto l'articolo 10 del decreto numero 252 ha lo scopo di attenuare l'impatto che la liberalizzazione della scelta su come destinare il TFR ha sulle imprese, in particolare attraverso agevolazioni fiscali che permettano di abbattere il reddito imponibile e conseguentemente avere una pressione fiscale minore.

1.5 La riforma Fornero e le prospettive della previdenza complementare

Come detto in precedenza la Riforma Fornero costituisce uno degli ultimi interventi in materia previdenziale, anch'esso finalizzato alla riduzione dell'impatto della spesa previdenziale sulla spesa pubblica e al tentativo di

arginare quell'andamento negativo del tasso di sostituzione; andamento che, secondo stime, potrebbe portarlo al 44,40% entro il 2050.

Grafico n°6:



Fonte: Il Sole 24 Ore, 4 luglio 2005.

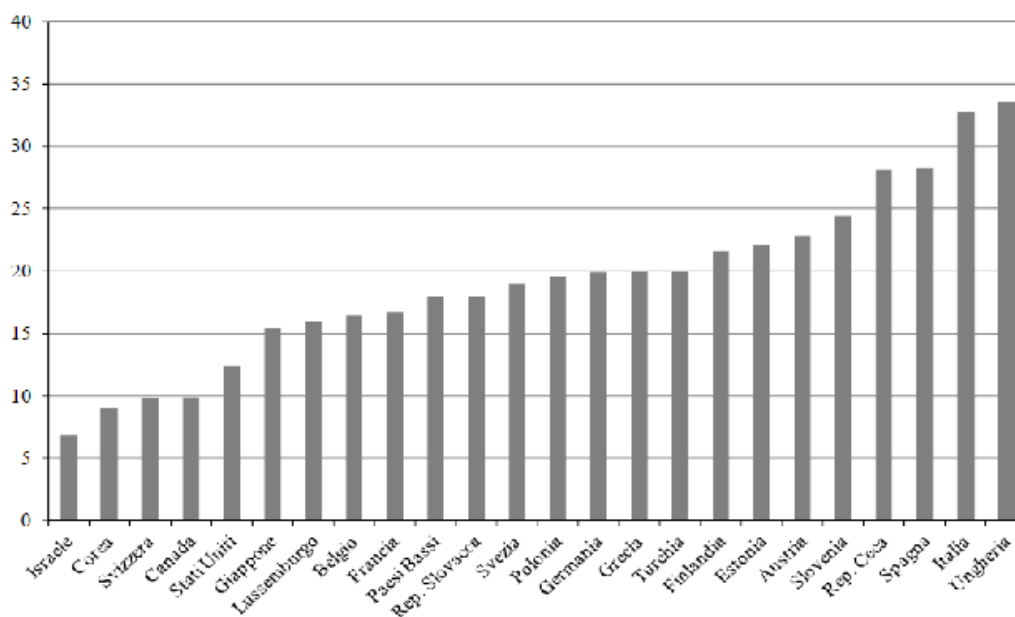
Per quanto riguarda l'adeguatezza delle prestazioni la riforma ha tentato di rendere dipendenti all'aumento della vita attesa due fattori, l'età di pensionamento e l'importo della rata annuale della prestazione pensionistica. L'aumento della vita attesa ha due effetti opposti sulla prestazione pensionistica a seconda che a variare sia il periodo di pensionamento o l'età di pensionamento. Dato, infatti, un capitale da convertire in rendita e una determinata età di pensionamento, l'aumento della durata del periodo di pensionamento farà diminuire la prestazione previdenziale visto che il capitale dovrà generare una rendita per più anni. Viceversa un aumento dell'età di pensionamento farà aumentare la prestazione, sia per i maggiori contributi versati, sia per la riduzione

del periodo di godimento della pensione. Le norme ora vigenti determinano una sostanziale costanza della durata del periodo di pensionamento ed un aumento, proporzionale alla speranza di vita media, del periodo lavorativo; in altre parole, quindi, è previsto un aumento graduale del periodo contributivo. Va detto a proposito che, nonostante sia certamente vero che le generazioni più giovani godranno di trattamenti pensionistici in media più bassi, l'effetto di riduzione delle pensioni di base, determinato dalle riforme degli anni '90, risulta adesso attenuato. Questa conclusione pone sicuramente l'accento su un aspetto molto importante; le implicazioni e gli scenari che si prospettano per la previdenza complementare (COVIP 2011). In particolare bisogna considerare che il tasso di crescita del Pil, parametro al quale è agganciata la rivalutazione delle pensioni di base, dovrebbe risultare più basso di quanto previsto dalla Ragioneria Generale dello Stato. Se così fosse, ci sarebbe una rilevante incertezza circa la possibilità che i trattamenti pensionistici di base calcolati con il nuovo metodo siano effettivamente crescenti rispetto a quelli calcolati con le vecchie regole. In questo contesto quindi rimane inalterato il ruolo della previdenza complementare; consentire, grazie a versamenti addizionali a quelli della previdenza di base, *“più elevati livelli di copertura previdenziale”*. Questa considerazione va però inserita all'interno dell'andamento dell'economia italiana negli ultimi anni, andamento che vede una grande difficoltà a intraprendere un sentiero di crescita. Questa difficoltà, se da un lato può portare ad una “sensibilizzazione” verso il risparmio previdenziale, dall'altro rende necessaria un'analisi su quali possano essere gli assetti previdenziali più idonei a favorire, o quantomeno non ostacolare, il processo di crescita. A ciò va aggiunto che, per quanto riguarda i lavoratori dipendenti, le aliquote per il finanziamento della previdenza pubblica sono in Italia nettamente più alte rispetto a quelle vigenti nei principali paesi industrializzati (OCSE 2011).

Grafico n°7

Tassi di contribuzione alla previdenza pubblica di base.

(anno 2009)



Fonte: OCSE, *Pensions at a Glance 2011*.

L'alta percentuale di reddito da destinare al finanziamento della previdenza di base, il così detto primo pilastro, pone forti dubbi sul fatto che i diversi settori produttivi siano in grado di sostenere la diffusione generalizzata della previdenza complementare, che infatti in Italia rimane a livelli ancora troppo modesti nonostante le forti opportunità di sviluppo offerte dal settore. A tal proposito un taglio dei contributi sociali, dall'attuale 32,7% ad un più basso 30%, auspicato da Boeri e Pisauro in un recente articolo, potrebbe portare, oltre che ad un aumento della domanda interna, anche a un più marcato sviluppo della previdenza complementare (Boeri, Pisauro, 2014). Con aliquote così alte infatti, risulta difficile per un lavoratore a basso reddito destinare una parte di questo alla previdenza complementare, considerando le esigenze di consumo che possono colpirlo: in una condizione di crisi economica, inoltre, la tradizionale funzione di riserva del TFR viene più apprezzata rispetto ai benefici, di lungo periodo, che una sua destinazione alla previdenza complementare genera. In questa situazione

la previdenza complementare potrebbe stentare a decollare, rimanendo limitata a quelle fasce che già oggi ne beneficiano. Questo nonostante l'ormai diffusa convinzione, supportata da istituzioni internazionali e da esperti di sistemi previdenziali, che un sistema a più pilastri sia più solido ed affidabile rispetto ad uno composto solo dalla previdenza pubblica. In particolare l'argomento della differenziazione sembra essere il più convincente; differenziazione dovuta ai diversi rischi che colpiscono i vari pilastri, rischi di tipo demografico colpiscono la previdenza pubblica, basata spesso sul sistema a ripartizione, mentre, per quanto riguarda la previdenza privata, sono i rischi di mercato ad essere influenti dal momento che essa si basa su un sistema a capitalizzazione che va ad investire i contributi sui mercati finanziari. La differenziazione risulta in particolare più auspicabile per i lavoratori più giovani; con la nuova riforma infatti la rivalutazione dei contributi del primo pilastro avviene al tasso di crescita del PIL, non investire in una previdenza complementare significherebbe concentrare il rischio su un unico fattore. L'investimento in una previdenza complementare offrirebbe inoltre maggiori opportunità di lungo periodo, dovute alla possibilità di investire i contributi anche su mercati finanziari non domestici. Lo sviluppo della previdenza complementare è quindi certamente auspicabile, soprattutto vista la nuova situazione previdenziale delineata dalla riforma Fornero; è certamente vero però che essa vada stimolata, sia sotto l'aspetto culturale, facendo capire ai lavoratori più giovani la necessità di destinare parte del proprio reddito a forme previdenziali alternative, sia sotto l'aspetto istituzionale, favorendola con agevolazioni di tipo fiscale o comunque improntate alla riduzione dei costi previdenziali del primo pilastro.

CAPITOLO SECONDO:

ASPETTI GESTIONALI DI UN FONDO PENSIONE

2.1 Le tipologie di fondi pensione

L'organizzazione di un sistema pensionistico complementare può avvenire in modi differenti, come le diverse realtà internazionali stanno a testimoniare. Esse si differenziano in vari modi, a seconda del rapporto che i fondi pensione hanno con il sistema pubblico, delle modalità con cui è possibile contribuire al fondo, da come è possibile trasferire la propria posizione maturata, dalle tipologie di impegni assunti dal fondo o ancora dalla tipologia di prestazione erogata (Marinelli 2011). Il primo aspetto è quello che più va a caratterizzare il sistema nel suo complesso, a seconda del rapporto che il sistema complementare intrattiene con il sistema pubblico si può capire qual è la finalità della previdenza complementare. I fondi possono essere a riguardo di tre tipi, esonerativi, aggiuntivi e integrativi. I primi sono quei fondi che si vanno a sostituire integralmente al sistema pubblico, sia sotto il profilo dei contributi che sotto quello della prestazione, sono utilizzati con lo scopo di sottrarre determinate classi di lavoratori dalla previdenza di base; questi fondi sono da considerarsi un'eccezione, solitamente infatti i sistemi previdenziali complementari vanno ad integrare o ad affiancare quelli pubblici. I fondi aggiuntivi sono invece indipendenti dal sistema pubblico, la loro prestazione previdenziale è totalmente svincolata da quella del sistema di base; per questo motivo essi non garantiscono un determinato standard di vita. I fondi integrativi sono invece quelli più diffusi, la loro prestazione va ad integrare quella del sistema pubblico; il loro rapporto con detto sistema è quindi molto stretto. Un altro aspetto caratteristico dei diversi

sistemi previdenziali è rappresentato dalle modalità di contribuzione, vale a dire da quali sono i soggetti che, nella fase di accumulo, vanno a finanziare i fondi. A tal proposito si distinguono due tipologie di fondi, i fondi contributivi e i fondi non contributivi. I primi sono alimentati sia dai contributi dei lavoratori sia da quelli dell'azienda della quale fanno parte. Tra le note positive di questi fondi va sicuramente sottolineato il minor costo per l'azienda e la sensibilizzazione dei lavoratori circa i livelli di accantonamenti necessari per garantirsi un'adeguata copertura pensionistica. I fondi non contributivi invece prevedono il finanziamento solo da parte dell'azienda. Una volta versati i contributi in un fondo non è detto che essi debbano rimanere vincolati allo stesso fino alla sua scadenza. Questo è un altro aspetto che caratterizza i diversi fondi pensione, ovvero la possibilità di trasferire la posizione maturata presso un fondo prima di poter cominciare a godere della prestazione, ad esempio a causa di un cambio di occupazione. Sotto questo aspetto i fondi pensione si caratterizzano rispetto a due opzioni principali. Una è quella, detta della piena eleggibilità, che consente di riunificare i trattamenti pensionistici sotto il piano della nuova impresa di destinazione; l'altra opzione, detta metodo del congelamento dei diritti, prevede che i trattamenti pensionistici restino in capo al fondo precedente; nel momento in cui il lavoratore maturerà i requisiti per poter accedere alla prestazione, quest'ultimo sarà l'unico fondo ad erogarla. Diverse possono essere anche le modalità di funzionamento del fondo, ovvero come i contributi che confluiscono al fondo vengono gestiti. A riguardo si distingue tra fondi a ripartizione e fondi a capitalizzazione; il loro funzionamento è identico a quello già discusso per quel che riguarda i diversi sistemi previdenziali, per questo si rimanda al paragrafo 1.2 per un'attenta disamina. Basti ricordare che i primi si fondano su un accordo intergenerazionale in cui gli attuali contribuenti finanziano gli attuali fruitori, nel sistema a capitalizzazione invece i contributi sono investiti sul mercato e le prestazioni dipenderanno dall'ammontare dei contributi e della loro rivalutazione. Una volta conclusa la fase di accumulo comincia quella riguardante l'erogazione delle prestazioni, le alternative possibili in questo caso riguardano gli impegni assunti contrattualmente; i fondi possono quindi essere a

contribuzione definita (DC), o a beneficio definito (DB). In un fondo di tipo DB l'entità della prestazione ricevuta a scadenza è già determinata nel momento in cui si decide di aderire al fondo, a variare sarà quindi l'ammontare periodico delle contribuzioni. Per determinare l'ammontare della rata si terrà conto del valore attuale della prestazione prevista, applicando un tasso presunto comprensivo del rendimento dei contributi accumulati e della probabilità di sopravvivenza degli iscritti. Nel sistema DC invece l'ammontare dei contributi da versare viene stabilito inizialmente, in questo modo ad essere variabile è la prestazione finale. I fattori che influenzano l'entità della prestazione sono diversi da quelli precedenti, essa dipenderà infatti dall'ammontare dei contributi, dalla durata del periodo di contribuzione, dal rendimento della gestione e dalle regole di trasformazione del capitale in rendita; esse dipenderanno dall'andamento demografico. Nel caso di fondi a contribuzione definita il rischio finisce per gravare sugli aderenti, i quali si ritrovano ammontari più o meno cospicui a seconda del risultato; nei fondi a prestazione definita invece, il rischio ricade sul gestore. L'ultima importante distinzione riguardante le tipologie di fondi pensione, forse la più importante, è quella che distingue tra fondi pensione negoziali e fondi pensione aperti. I primi sono fondi pensione di natura associativa, istituiti a beneficio di determinate categorie di lavoratori. Vengono anche chiamati fondi chiusi in quanto le modalità di accesso non sono libere; è possibile accedere al fondo solo se si fa parte della categoria per la quale il fondo è stato istituito. Nel momento dell'istituzione del fondo le parti sociali, rappresentanti i lavoratori e le imprese, stabiliscono le modalità di partecipazione dei loro rappresentati. Due esempi di fondi pensione negoziali, molto famosi in Italia, sono Fonchim e Cometa, il primo istituito per i lavoratori del settore chimico, il secondo per i metalmeccanici. I fondi pensione aperti invece sono destinati a tutti quei lavoratori per i quali non è stato istituito un fondo negoziale o che comunque hanno deciso di non aderirvi o di trasferire la loro posizione. Essi sono aperti a tutti i lavoratori e sono istituiti da Sim, Sgr e compagnie di assicurazione; per istituirlo è necessario aprire un fondo patrimoniale di destinazione, in questo modo il patrimonio del fondo pensione

servirà esclusivamente all'erogazione delle prestazioni pensionistiche e non sarà accessibile ai creditori del promotore. Tutte queste tipologie di fondi possono tra loro combinarsi ed andare a formare la struttura dell'offerta previdenziale complementare di un determinato paese.

2.2 L'effetto dei rendimenti sulle prestazioni finali

Come più volte ricordato i fondi pensione funzionano seguendo il principio della capitalizzazione, l'aderente versa al fondo una quota periodica, affidando quindi la gestione delle proprie risorse previdenziali integrative; nel momento in cui matureranno i diritti per le prestazioni pensionistiche maturerà una rendita dipendente dai risultati raggiunti dal gestore del fondo e dai contributi versati. I fondi pensione vanno ad investire le loro risorse in strumenti finanziari presenti nel mercato del capitali, le loro scelte finanziarie sono quindi, in linea teorica, sostanzialmente simili a quelle di qualunque altro intermediario abilitato a gestire il risparmio collettivo. Esiste tuttavia una sostanziale differenza rappresentata dall'ottica temporale: i fondi pensione infatti, perseguendo uno scopo esclusivamente previdenziale, hanno un orizzonte temporale molto più lungo rispetto ai normali fondi comuni che invece devono perseguire performance considerevoli in intervalli di tempo più contenuti. Come recita anche l'articolo 1 della legge n.124 del '93 lo scopo della previdenza complementare è quello di assicurare un più elevato livello di reddito previdenziale ai suoi iscritti; i gestori dovranno quindi cercare di massimizzare i rendimenti delle masse investite durante il periodo di contribuzione, periodo di contribuzione che sarà più lungo o più corto a seconda dell'età del lavoratore. L'età del lavoratore, oltre a incidere sulla lunghezza del periodo di contribuzione, e quindi sulla consistenza dei contributi versati al fondo, incide anche sulla quantità di rischio che un lavoratore è disposto ad assumere. Un lavoratore di 25 anni sarà verosimilmente più

propenso al rischio di uno di 58 che vede il traguardo della pensione ormai ad un passo. Un comportamento analogo è riscontrato anche per quanto riguarda l'investimento azionario nel lungo periodo, come in questo caso il peso dell'investimento in azioni rispetto al capitale finanziario diminuisce con il crescere dell'età dell'individuo. Questa teoria viene definita life-cycle e si adatta perfettamente anche alle scelte di investimento dei fondi pensione in relazione all'età dell'individuo (Cesari 2012); definiamo la ricchezza complessiva di un investitore come la somma tra la il capitale finanziario e il capitale umano, rappresentato da tutte le capacità professionali e produttive, attuali e prospettiche, del soggetto. Chiaramente un giovane avrà un capitale umano molto alto mentre un anziano lo avrà più piccolo. Ipotizzando una determinata avversione al rischio, avversione che porta ad avere in portafoglio un 10% di componente azionaria in un portafoglio azioni-obbligazioni la situazione sarà la seguente:

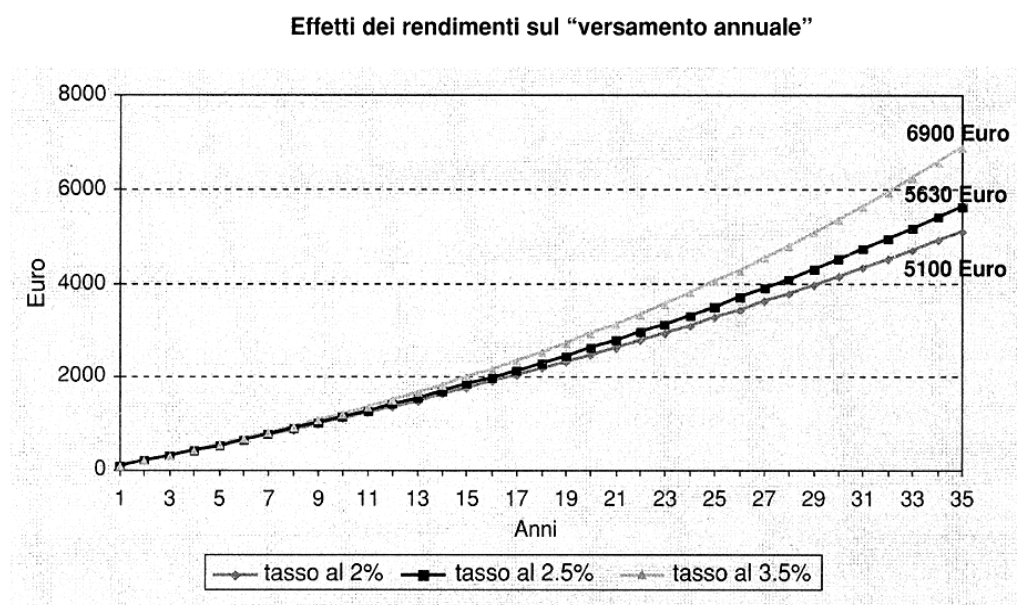
$$\text{Giovane: } \frac{\text{Azioni}}{\text{Cap. umano} + \text{Cap. finanziario}} = \frac{10}{80 + 20}$$

$$\text{Anziano: } \frac{\text{Azioni}}{\text{Cap. umano} + \text{Cap. finanziario}} = \frac{10}{10 + 90}$$

E' facile notare che l'avversione al rischio dell'individuo ci indica la percentuale di azioni da detenere rispetto alla ricchezza complessiva; tale percentuale però sarà più elevata se rapportata alla sola ricchezza finanziaria, nel caso del giovane il rapporto sarà del 50% mentre nel caso dell'anziano sarà dell'11%, a dimostrazione del fatto che un individuo giovane sarà disposto a tenere una quota più alta di azioni rispetto alla sua ricchezza finanziaria. Al fine di assicurare più elevati livelli di reddito previdenziale i fondi pensione devono investire i

contributi ottenuti dagli iscritti sui mercati dei capitali. In questo modo potranno accrescere il montante contributivo ed erogare una rendita vitalizia più alta una volta raggiunti i requisiti per accedere alla pensione. Un aspetto di considerevole importanza per determinare l'importo della previdenza complementare è quindi rappresentato dall'impatto che una variazione del rendimento annuale ha sul risultato finale della gestione; è chiaro che la rilevanza di variazioni anche minime dipende dall'ottica di lungo periodo che i fondi pensione devono considerare. Nel caso di un versamento annuale, ad esempio, compatibile con un piano contributivo ad un fondo pensione, di 100 Euro, ipotizziamo diversi tassi di rendimento annuali, 2,0%, 2,5%, 3,5% (Brambilla 2007). Chiaramente i diversi tassi di rendimento ipotizzati dipenderanno dalla bravura del gestore del fondo e dall'andamento dei mercati finanziari, l'orizzonte temporale considerato è di 35 anni, ovvero un'intera carriera lavorativa. Questo è quindi il caso di un lavoratore che decide di aderire ad un piano di previdenza complementare esattamente nel momento in cui comincia a lavorare e investe nel fondo 100 Euro all'anno che alla fine dei 35 anni daranno vita ad un montante da convertire in rendita seguendo i coefficienti dell'assicurazione a cui il fondo pensione si è rivolto.

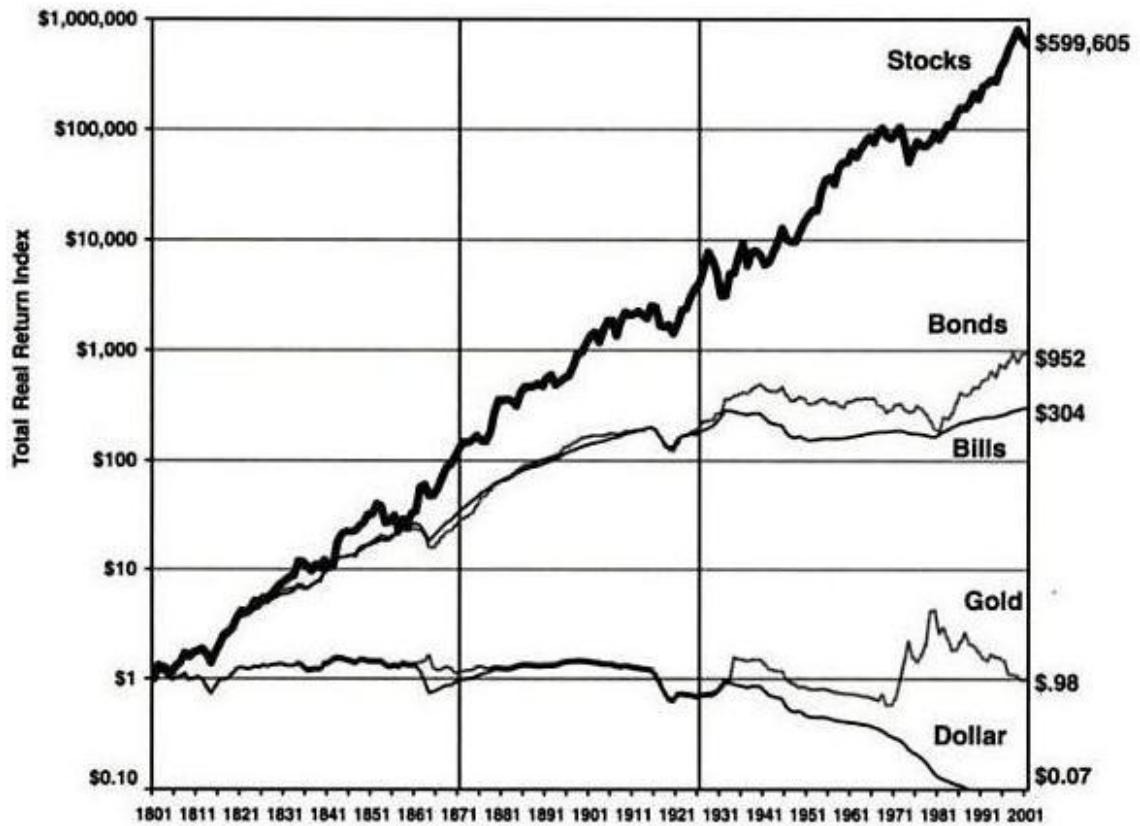
Grafico n°8:



Fonte: Brambilla 2007

Come è possibile vedere dal grafico su un orizzonte temporale così lungo, anche una variazione minima dei rendimenti ha un effetto notevole. Il montante alla fine dei 35 anni di contribuzione risulta essere di 3500 Euro; a fronte di un rendimento del 2,0% il risultato finale della gestione ammonta a 5100 Euro mentre nel caso in cui il rendimento fosse stato del 3,5% sarebbe di 6900 Euro. L'effetto del rendimento è anche mitigato dal fatto che i contributi sono versati anno per anno, se il montante fosse versato in un'unica soluzione all'inizio dei 35 anni l'effetto del rendimento annuale sarebbe più accentuato, tuttavia la logica previdenziale impone di contribuire con versamenti periodici al fondo. Sofferamoci adesso sugli aspetti che vanno ad influire sull'entità del rendimento; come detto se è vero che la capacità di gestione gioca un ruolo fondamentale è anche vero che il rendimento dipenderà anche dalle performance delle varie classi di attivo nelle quali il fondo ha investito. Partendo da questo presupposto quindi, i gestori del fondo dovranno scegliere una strategia che consenta di andare ad investire nelle classi di attivo che offrono un profilo di rischio rendimento consono allo stile di gestione del fondo. A questo proposito occorre fare una precisazione, solitamente in finanza una delle classi di attivo più rischiose è rappresentata dalla classe azionaria. Questo è sicuramente vero per quanto concerne l'orizzonte temporale di breve periodo, un investimento in azioni potrà risultare più redditizio ma sicuramente anche più rischioso data la maggior varianza dei rendimenti. Lo stesso ragionamento non può essere fatto quando andiamo a variare l'orizzonte temporale di riferimento, su più lunghi periodi di tempo infatti risulta evidente che il legame tra il rischio e il rendimento azionario non può prescindere dal periodo di tempo considerato. Considerando ad esempio un database molto ampio, il "total real return indexes 1802-2001", riportato nel grafico n°9, che mette sullo stesso grafico i rendimenti reali di azioni, obbligazioni, oro e dollari, risulta evidente che, sebbene l'andamento del rendimento azionario sia più incerto, nel lungo periodo ottiene performance nettamente migliori rispetto a quelle di qualsiasi altro strumento finanziario.

Grafico n°9: Confronto rendimento indici, 1801-2001

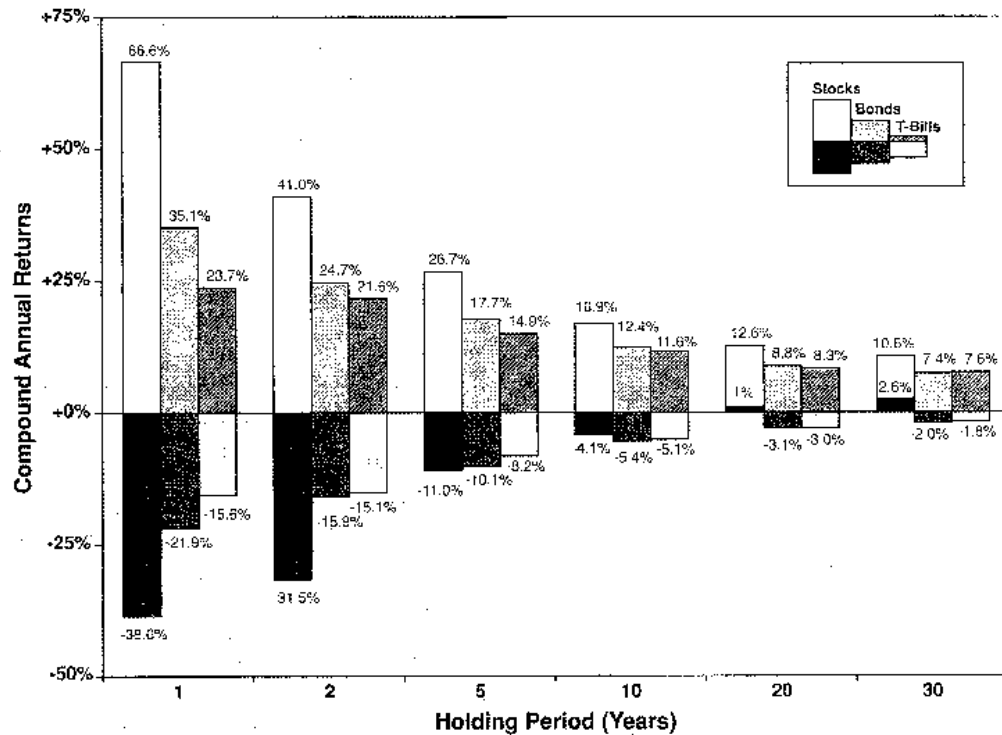


Fonte: total real return indexes, in markefolly.com

I rendimenti delle azioni subiscono scostamenti consistenti nel caso di un *holding period* basso, inferiore a 5 anni. Quando il periodo di detenzione dello strumento supera tale soglia, lo scostamento negativo comincia a diminuire fino ad annullarsi nel caso di *holding period* superiore ai 20 anni. Dal grafico risulta chiaro che le azioni offrono un rendimento maggiore in tutti i casi, ma nel caso in cui lo strumento venga mantenuto in portafoglio per un periodo breve sono ampie anche le fluttuazioni negative dei rendimenti. Nel corso dei 200 anni di analisi risulta evidente invece che nei periodi di tempo superiori a 20 anni gli scostamenti nei rendimenti delle azioni risultano addirittura più limitati rispetto a quelli obbligazionari.

Grafico n°10:

Rendimento reale massimo e minimo per periodo di investimento 1802-2001



Fonte: Brambilla 2007

Il fatto che le azioni presentino una rischiosità maggiore degli altri strumenti finanziari è proprio il motivo per cui solitamente esse non vengono utilizzate per fini previdenziali. Tuttavia come risulta empiricamente evidente la scelta della composizione del portafoglio di un determinato comparto del fondo non può certamente prescindere dalla propensione al rischio degli aderenti ma neanche dall'ottica temporale di riferimento.

2.3 La gestione finanziaria e l'asset allocation

Come specificato nei capitoli precedenti, una volta raccolti i contributi dai propri iscritti, il fondo pensione deve investirli nei mercati finanziari al fine di ottenere dei profitti che vadano ad accrescere il montante contributivo ed offrano quindi una rendita pensionistica maggiore. Il fondo, dunque, si presenta sul mercato come un normale investitore istituzionale e compra e vende titoli cercando di massimizzare il profitto. Quando si parla di gestione finanziaria intendiamo l'utilizzo da parte del gestore del fondo di tecniche di "asset management", utilizzate al fine di ottenere un rendimento dalle risorse investite congruo con la quantità di rischio che il fondo è disposto ad assumere. Nel caso dei fondi pensione, a fronte di entrate costanti rappresentate dai flussi versati dai lavoratori e dai datori di lavoro, si avranno in futuro delle uscite, rappresentate dai flussi con i quali vengono pagate le prestazioni maturate dall'iscritto. Quando si parla di gestione finanziaria non si può fare a meno di citarne alcune componenti fondamentali, esse sono rappresentate dai rischi e dalla volatilità, dal *benchmark* e dall'asset allocation (Cesari 2007). Riguardo ai rischi e alla volatilità ci si riferisce alla possibilità di acquistare un titolo a un prezzo e venderlo in futuro ad uno più basso o viceversa. Le due eventualità generano un *capital gain* o un *capital loss* a seconda che l'operazione generi un guadagno o una perdita. Oltre al guadagno in conto capitale è necessario considerare anche le cedole o le perdite che un titolo può generare nel corso di un intervallo di tempo, in questo caso, sommandole al guadagno/perdita in conto capitale otteniamo il *total return*. Molteplici possono essere i fattori di rischio che incidono sul prezzo dello strumento; distinguendo tra azioni e obbligazioni le prime sono influenzate dai movimenti dei mercati azionari, le seconde invece, a seconda che siano a più breve o a più lunga scadenza, saranno più o meno sensibili a variazioni del tasso di interesse. Ancora nel comparto obbligazionario è possibile distinguere tra obbligazioni in euro e obbligazioni in valuta a seconda che siano titoli interni o esterni, esposti quindi al rischio di variazioni del tasso di cambio. La distinzione

tra *corporate bonds* e *government bonds* si riferisce invece alla natura delle obbligazioni, le prime sono quelle emesse da aziende, le seconde invece sono emesse dallo Stato. Solitamente le *corporate bonds* sono più rischiose in quanto esiste la possibilità di fallimento dell'emittente, e quindi il rischio di credito; ai titoli di stato invece, nella dottrina, viene associato un rischio nullo. I diversi titoli possono essere più o meno rischiosi a seconda della variazione del prezzo, e conseguente rendimento, fatta registrare in un determinato arco di tempo. Titoli poco rischiosi sono rappresentati dai titoli di stato che offrono un rendimento più basso ma costante negli anni. Al contrario titoli molto rischiosi sono rappresentati dalle azioni, titoli in grado di raddoppiare il loro valore nel giro di un mese ma anche in grado di perderlo completamente in caso di fallimento dell'impresa emittente. Per misurare l'oscillazione del valore del titolo intorno al proprio valore medio in un determinato arco di tempo viene usata una misura, detta volatilità o in termini tecnici deviazione standard. Ampia volatilità significa che un titolo è molto rischioso e che il suo valore potrà aumentare in modo significativo ma anche diminuire dello stesso ammontare. Una delle cose più importanti da ricordare è rappresentata dal fatto che a un rischio più alto è associato un rendimento atteso più alto, il che sta a significare che un investitore potrà scegliere il grado di rischio che è in grado di sopportare conscio del fatto che il suo rendimento atteso dipenderà dall'ammontare di rischio assunto. Anche la presenza del *benchmark* non va sottovalutata, essa consente nei normali fondi comuni di investimento di verificare la performance dei gestori rispetto ad un determinato indicatore, che solitamente è un indice di mercato, e che viene indicato nel regolamento del fondo (Menzietti 2006). Nei fondi pensione esiste tuttavia un *benchmark* che viene definito ombra rappresentato dal rendimento del TFR. Esso rappresenta il costo-opportunità dell'adesione al fondo, infatti nel caso in cui si è lavoratori dipendenti il TFR può essere versato nel fondo pensione, chiaramente però se il fondo non batterà la rivalutazione del TFR, indicata dalla formula in 1.4, allora non converrà investire nel fondo ma mantenere il TFR in azienda. Per questo i fondi pensione devono cercare di ottenere un rendimento almeno superiore a quello del TFR in modo che i

lavoratori siano incentivati a versare il loro TFR nel fondo ed ad incrementare le risorse a disposizione della previdenza complementare. L'asset allocation rientra tra i modelli di gestione attiva di un fondo; attraverso interventi diretti e costanti il gestore cerca di generare un extrarendimento rispetto al *benchmark* scelto. La gestione attiva di un fondo si contrappone a quella passiva, questa tecnica di gestione prevede la costruzione di un portafoglio di investimento che replica un indice di mercato, alla base del ricorso alla gestione passiva ci sono due importanti assunti (Brambilla 2007); da una parte l'efficienza dei mercati finanziari e dall'altra la presenza di asimmetrie informative tra i gestori del fondo e gli investitori. L'efficienza dei mercati porta gli investitori a credere che il mercato incorpori immediatamente nei prezzi tutte le informazioni disponibili, per questo risulta molto difficile ottenere una performance migliore di quella del mercato; la presenza di asimmetrie informative tra l'investitore e il gestore porta il primo ad avere il dubbio circa le sue reali capacità di monitorare l'attività del gestore, o per mancanza di competenze o per mancanza di informazioni, il ricorso alla gestione passiva può limitare questo problema. La tecnica più usata per la gestione dei fondi pensione è però quella attiva; attraverso l'asset allocation strategica e tattica il gestore del fondo sceglie la composizione del portafoglio più consona al suo stile di gestione. A questo punto occorre introdurre un'importante distinzione tra diverse tipologie di fondi pensione, i fondi monocomparto e quelli multicomparto. I fondi monocomparto presentano un'unica linea di investimento per tutti gli aderenti, indipendentemente dall'età, dalla ricchezza finanziaria e dalla propensione al rischio dell'investitore. Nei fondi multicomparto invece c'è la possibilità per l'investitore di scegliere, ex ante e poi anche successivamente, a quale comparto aderire. I diversi comparti riflettono una differente rischiosità, e quindi un diverso profilo rischio rendimento. Chiaramente sarà necessario per il fondo prevedere nel proprio regolamento le condizioni per i passaggi di comparto, al fine di evitare che l'aderente utilizzi questa possibilità a fine speculativo. Un'idea potrebbe essere quella di prevedere un progressivo slittamento in comparti più rischiosi all'aumentare dell'età del lavoratore, seguendo la strategia del *Life Cycle*

descritta nel paragrafo precedente. La scelta per la composizione di medio-lungo periodo in finanza viene chiamata asset allocation strategica, questa scelta viene presa all'inizio e rappresenta una strategia di investimento da seguire nel medio lungo periodo. L'asset allocation strategica riflette tre importanti aspetti; le condizioni del mercato al momento dell'investimento, le previsioni future sui rendimenti dei mercati e il grado di avversione al rischio dell'investitore. Nei fondi monocomparto il gestore indica la sua asset allocation strategica agli investitori che vogliono aderirvi, nei fondi multicomparto invece è l'investitore che decide la sua asset allocation strategica a seconda della sua avversione al rischio. Un esempio di asset allocation strategica di un fondo multicomparto può essere sintetizzato nel seguente modo:

Tabella n°3:

Esempio di asset allocation strategica di un fondo multicomparto (valori percentuali)

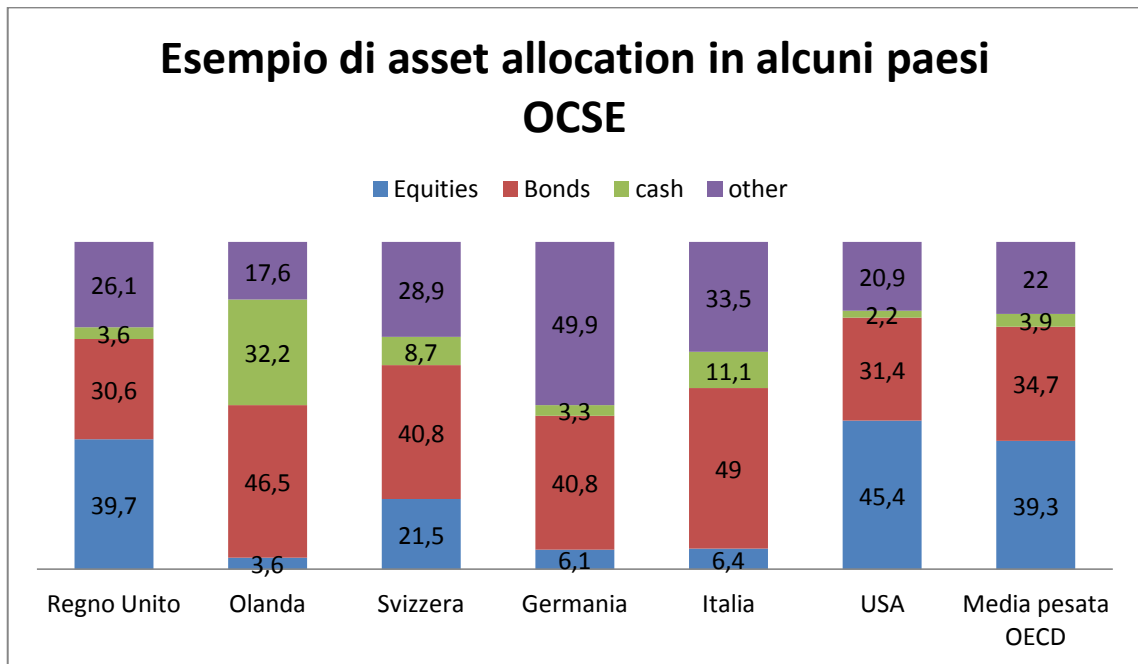
	Sicuro	Bilanciato	Dinamico
Obbligazioni euro 1-3 anni	95	60	35
Obbligazioni euro <i>all maturities</i>		15	20
Azioni Europa	5	18	30
Azioni extra-Europa		7	15
Totale	100	100	100

Fonte: Cesari 2007

I tre comparti, sicuro, bilanciato e dinamico, riflettono la rischiosità dell'investimento che vede crescere la componente azionaria e diminuire quella obbligazionaria, in particolare in quello dinamico è presente anche una buona percentuale di azioni extra-Europa. A differenza dell'asset allocation strategica, quella tattica ha un orizzonte di breve periodo, il gestore può scegliere, in presenza di determinate condizioni di mercato o di aspettative particolari circa i

rendimenti delle varie classi di attivo, di discostarsi dall'asset allocation scelta inizialmente e cambiare la composizione del portafoglio. Questo sarà possibile però solo nel caso in cui sia prevista tale possibilità dal regolamento del fondo pensione, in caso contrario possono essere previsti vincoli stringenti o addirittura penalizzazioni nel caso di scostamenti dal portafoglio di riferimento. Alla base della gestione attiva sta l'idea che sia possibile per il gestore battere il mercato tramite interventi continui e mirati, volti a cambiare l'esposizione verso quelle attività che di volta in volta si rivelano più o meno remunerative anche con riferimento agli scenari futuri. In particolare due sono le modalità per ottenere tale risultato; lo stock picking e il market timing. Nel caso dello stock picking si cerca di aumentare l'esposizione in portafoglio di attività che, rispetto ai valori << fondamentali >> o rispetto a metodi di analisi econometrica come il CAPM, sono sottostimate dal mercato e ridurre quella verso le attività che al contrario risultano sovrastimate. Il market timing invece è la capacità di aumentare o diminuire l'esposizione verso le diverse classi di attivo o verso i diversi mercati facendo riferimento alle analisi compiute sull'andamento futuro dei mercati; in questo modo si cerca di "entrare" quando nel momento precedente un rialzo e di "uscire" appena prima del ribasso. Per farsi un'idea di come concretamente avviene l'asset allocation può essere utile vedere i valori medi di alcuni paesi industrializzati; in Italia e Germania la quota media investita in azioni dai fondi pensione sia molto più bassa rispetto a quella investita da Regno Unito e USA, esempio concreto di come le due economie considerino un'elevata esposizione al mercato azionario e quindi al rischio.

Grafico n°11:



Fonte: OECD 2011

2.4 Gli investimenti etici dei fondi pensione

La recente crisi finanziaria ha portato alla luce un aspetto che fino a poco tempo fa veniva considerato marginale nel mondo della finanza, vale a dire quello degli investimenti “etici”¹. Storicamente il concetto di etica mal si sposa con il contesto economico, un contesto ipercompetitivo dove, spesso, l’unico indicatore considerato attendibile è il profitto. In economia, infatti, il concetto di etica ha finito per subire drastiche riduzioni e derive che hanno portato a rendere il rapporto etica-economia inapplicabile. L’etica viene infatti considerata, da alcuni, come un bene di lusso, applicabile quindi solo quando “le cose vanno bene”; considerando l’etica sotto questo approccio essa è applicabile solo in un

¹ Per i contenuti del presente paragrafo si veda diffusamente CACCIAMANI C. 2013, a cura di, *Gli investimenti etici dei fondi pensione*, EGEA, Milano.

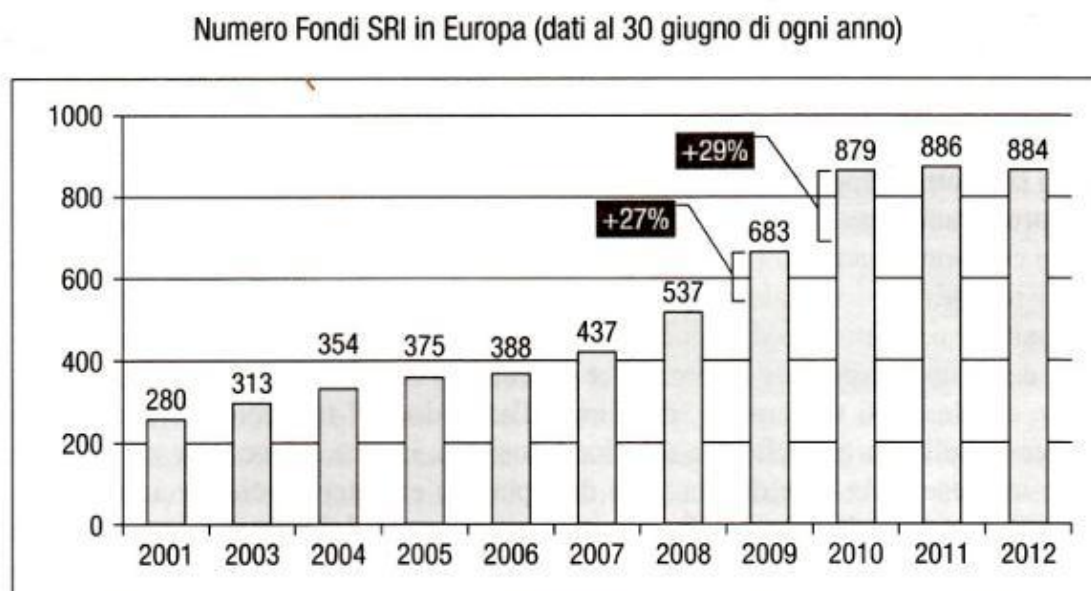
mondo relativamente tranquillo, che quindi non si sposa con il sistema economico moderno, costantemente sotto pressione e dove gli equilibri cambiano continuamente. Per altri l'etica e la redditività sono totalmente incompatibili, secondo questa scuola di pensiero esiste addirittura un trade-off tra le due; per ottenere un profitto elevato devi necessariamente rinunciare all'etica. Seguendo il filo logico di questa tesi si arriva però a concludere che, qualsiasi forma di profitto, deriva dallo sfruttamento e che quindi è impossibile ottenere un fair profit. In altri casi l'etica viene considerata come un cosmetico, grazie all'attenzione all'etica è possibile ben figurare agli occhi dell'opinione pubblica; in questo caso essa verrebbe considerata come un mero strumento di marketing. Tuttavia, come accennavamo in precedenza, l'emergere della crisi ha riportato il dibattito sull'etica al centro dell'attenzione. Ci sono varie motivazioni che hanno contribuito a questa nuova visione del rapporto etica-economia; innanzitutto il perdurare della crisi ha messo in dubbio la bontà degli investimenti effettuati negli anni precedenti; il loro deprezzamento, infatti, è stato spesso attribuito alla mancanza di linee di condotta improntate su valori non meramente economici ma anche, appunto, etici. In secondo luogo è importante notare come sia sempre più cresciuta la consapevolezza che gli investitori istituzionali debbano svolgere un ruolo "sociale" nella scelta dei loro investimenti. I fondi pensione in particolare, ai quali gli iscritti delegano la sicurezza economica futura, devono avere una spiccata sensibilità verso investimenti etici, tenendo conto, quindi, non solo della rischiosità e della redditività dell'investimento ma anche della sua sostenibilità, anche sociale, nel lungo periodo. Un altro fattore importante è attribuibile all'opinione pubblica, gli investitori istituzionali, e in particolare i fondi pensione, sono infatti gli unici ad essere considerati in grado di sostenere investimenti di lungo termine nel particolare quadro di crisi attraversato e, per questo, vengono sempre più spinti ad agire in questa direzione. A conclusione dei motivi che stanno spingendo verso un'adozione di criteri etici nella selezione degli investimenti non va dimenticato uno dei più importanti; gli investimenti di tipo "etico" riescono a garantire ritorni del tutto soddisfacenti, soprattutto nel medio lungo periodo. A ben vedere però, l'investimento responsabile per i fondi

pensione, non è da considerare esclusivamente come una forzatura dell'opinione pubblica; molti sono infatti i fattori che lo rendono completamente compatibile con le metodologie di investimento dei fondi pensione. In primo luogo, come accennato in precedenza, l'investimento etico è un investimento che genera un rendimento nel medio lungo periodo, sotto questo aspetto, quindi, si coniuga perfettamente con la politica di investimento dei fondi pensione, finalizzata ad accrescere il risparmio nel lungo periodo. Questo potrebbe anche migliorare la correlazione tra le scadenze degli impegni assunti dal fondo con i sottoscrittori e il tasso di scadenza media del proprio portafoglio. Nel lungo periodo quindi, l'investimento etico non comporta rinunce in termini di rendimento ma garantisce che esso sia ottenuto secondo criteri di tipo ambientale, sociale e di governo societario, da applicare alle imprese o ai paesi in cui si è deciso di investire. Questi criteri sono gli ESG, environmental, social and governance, che tengono appunto in considerazione aspetti di tipo ambientale, sociale e di governance delle imprese o degli stati in cui si va ad investire; ci sono due strategie nella scelta di un investimento responsabile, lo screening negativo e lo screening positivo. Nel primo caso si individuano alcune pratiche che non devono essere svolte dal destinatario dell'investimento, come ad esempio il settore di attività, commercio di armi, tabacco, pornografia o gioco d'azzardo; le politiche ambientali, penalizzando i settori minerario e petrolifero; e, infine, le politiche sociali, relazioni con i lavoratori o con le comunità locali. Nello screening positivo invece si tenta di inserire in portafoglio quei titoli di aziende o di Stati la cui attività si distingue positivamente. Un altro aspetto positivo della scelta di effettuare investimenti etici può essere l'incremento della domanda da parte degli investitori per un fondo attento e sensibile al rispetto dell'ambiente e dei diritti umani. In questo caso quindi, l'investimento etico può essere visto come un importante fattore di differenziazione rispetto agli altri fondi pensione. In quest'ottica è utile citare uno studio effettuato da Eurosif; dall'analisi di 169 fondi situati in 12 paesi europei, ben 111 hanno ritenuto fondamentale l'investimento etico per la fiducia ricevuta dagli investitori. In Italia, su 18 fondi analizzati, in 16 hanno affermato di credere che, un driver fondamentale nel

guidare la decisione dei propri iscritti a investire nel fondo, sia rappresentato dalla sensibilità del fondo verso investimenti responsabili. L'investimento etico può essere di due tipi; immobiliare o mobiliare. Nel primo caso il fondo sviluppa un orientamento etico andando ad investire in immobili appartenenti al comparto dell'housing sociale, delle Residenze Sanitarie Assistenziali oppure nel recupero di beni culturali. L'investimento in immobili può essere un importante opportunità di diversificazione del portafoglio vista la sua correlazione inversa con il ciclo borsistico; tuttavia, la taglia elevata dei singoli investimenti e gli elevati costi di gestione e compravendita rendono spesso poco efficace l'intervento diretto nel mercato immobiliare. Solitamente infatti l'investimento etico è attuato tramite investimenti di tipo mobiliare, in questo caso si può effettuare un investimento diretto ovvero indiretto. Nel primo caso il fondo investe direttamente in titoli di imprese o di Stati valutati secondo i criteri ESG; la difficoltà nell'implementazione di modelli di valutazione degli investimenti etici fa sì che, nel caso di investimento diretto, spesso si ricorra alla consulenza di società specializzate. In Italia, l'unica società di gestione del risparmio che promuove esclusivamente investimenti di tipo etico è Etica SGR, che offre anche un servizio di consulenza per i fondi che vogliono effettuare un investimento di tipo diretto in titoli "etici". La consulenza consiste nella costruzione di portafogli ex-ante, nell'analisi ex-post del patrimonio del fondo, nella costruzione di una black list nella quale sono analizzati e valutati gli emittenti più controversi presenti nel portafoglio del fondo e nella assistenza continua all'azionariato attivo svolto dal fondo. Nel caso di un approccio indiretto il fondo pensione acquista quote di fondi comuni di investimento socialmente responsabili, che, nelle loro scelte di investimento, integrano valutazioni puramente finanziarie con considerazioni di tipo ambientale, sociale ed etico. I fondi comuni di investimento socialmente responsabili hanno conosciuto, in Europa, un forte sviluppo in questi ultimi anni, dal 2008, anno in cui se ne contavano 537 si è arrivati a 879 nel 2010, segno di un sempre più crescente interesse verso questo tipo di risparmio gestito da parte degli investitori. Dopo la crescita si è avuto

inoltre un consolidamento; dall'anno 2010, infatti, il numero di fondi SRI (Socially responsible investment) è rimasto pressoché costante.

Grafico n°12:



Fonte: Vigeo Italia, dicembre 2012

In Italia ci sono 4 fondi di investimento socialmente responsabili comprendenti diversi comparti, azionario, bilanciato, obbligazionario a breve e obbligazionario misto; tutti offerti da Etica Sgr. Nonostante questa buona performance dei fondi SRI a livello europeo, confermata anche dall'incremento delle risorse gestite del 12% tra il 2011 e il 2012, le dimensioni del mercato nazionale rimangono contenute. La raccolta italiana di fondi rispondenti ai criteri ESG pesa, infatti, meno del 3% sulla raccolta "responsabile" europea e meno dell'1% sul totale delle masse gestite in Italia. Lo scarso sviluppo può essere attribuito allo scarso interesse mostrato, verso questo tipo di investimento, dai fondi pensione. Negli altri paesi europei, infatti, essi hanno giocato un ruolo fondamentale nella crescita di investimenti SRI, tanto che, a questo tipo di investitori, fa capo il 40% del totale degli asset gestiti in Europa con criteri SRI. Nonostante questa

difficoltà, va comunque detto che qualcosa, negli ultimi anni, sembra essersi mosso; nel 2005, infatti, i fondi che dichiaravano di seguire criteri etici nella scelta dei loro investimenti erano 8 su 763. Nel 2012 il loro numero è effettivamente cresciuto ed è arrivato a 29, 8 fondi aperti, 8 negoziali e 13 PIP. Molte sono le ragioni per le quali, i fondi pensione italiani, stentano ad adottare in modo significativo principi di investimento responsabile; tra le principali vanno indicate i fattori di tipo culturale, i limiti strutturali del comparto previdenziale nazionale e gli ostacoli di tipo economico organizzativo. I primi si riferiscono alla scarsa propensione, all'interno dei consigli di amministrazione, a proporre in prima persona investimenti di tipo etico, la promozione attiva di un investimento del genere comporta infatti un rischio che, gestori e consulenti finanziari, preferiscono non assumersi. Tra i fattori strutturali va citata la relativa giovinezza del sistema complementare italiano, l'inesperienza degli operatori e la scarsità di risorse gestite fa sì che ci sia una scarsa attenzione verso decisioni strategiche innovative, che consentano, nel lungo periodo di raggiungere performance più elevate o comunque in linea con la funzione sociale dei fondi pensione. Anche gli ostacoli di tipo economico-organizzativo non vanno sottovalutati, l'implementazione di criteri etici nella scelta degli investimenti può richiedere risorse e tempo, la complessità nella definizione dell'asset allocation e l'elevato livello di preparazione richiesto ai gestori sono un altro fattore che può ostacolare lo sviluppo di investimenti di tipo etico. A tutti questi elementi ne va però aggiunto un altro, il motivo principale per il mancato sviluppo degli investimenti responsabili va infatti attribuito soprattutto ai dubbi degli operatori riguardo la performance. Mentre in Europa si è diffusa la credenza secondo cui investimenti di tipo etico possano contribuire a ridurre i rischi grazie ad un'analisi degli investimenti più approfondita, nel nostro Paese l'investimento etico viene visto come una scelta sub-ottimale, e per questo incapace di garantire il livello di diversificazione e di rendimento offerto dalle normali forme di investimento.

2.5 La misurazione della performance

Lo scopo ultimo dei fondi pensione è quello di assicurare al lavoratore pensionato una pensione integrativa rispetto a quella pubblica. L'attività di un fondo è costituita dalla raccolta dei contributi versati dagli aderenti, dall'accumulazione e dall'erogazione delle prestazioni pensionistiche. Particolare è la composizione dei flussi in entrata e in uscita dal fondo; i contributi del lavoratore, del datore di lavoro, o entrambi, confluiscono nel fondo, queste risorse saranno poi investite nei mercati finanziari dando origine a nuovi flussi in entrata verso i fondi, rappresentati dai rendimenti derivanti dagli investimenti. Le passività sono invece date dagli impegni previdenziali assunti nei confronti degli iscritti; sono quindi rappresentate dal valore attuale delle prestazioni future attese, dovute agli iscritti. Con il piano pensionistico dei fondi pensione si offre ai lavoratori la possibilità di usufruire di un reddito aggiuntivo una volta raggiunta l'età pensionistica. Come indicato nel paragrafo 2.1 esistono varie tipologie di fondi pensione, quelli più diffusi in Italia, e diffusisi in modo consistente negli ultimi anni anche in tutti gli altri paesi, sono quelli a contribuzione definita (DC). Per le caratteristiche di questi fondi, nei quali l'ammontare della prestazione dipende dal saldo finale presente nel conto dell'aderente, la massimizzazione del rendimento diventa un aspetto cruciale della gestione, infatti, a parità di contributi, un maggior rendimento porterà ad avere un maggior capitale accumulato e, quindi, una più cospicua rendita pensionistica. La marcata importanza del rendimento di un fondo DC, dal quale dipende anche l'ammontare delle prestazioni finali, pone l'accento sull'aspetto dell'esigenza di informazioni da parte degli aderenti al fondo. E' chiaro, infatti, che gli aderenti vorranno essere costantemente informati circa i risultati del fondo in modo da poter decidere se continuare a investire nel fondo pensione, cambiare fondo o ritirare le somme dalla pensione complementare. In risposta a quest'esigenza i gestori dei fondi hanno cercato di fornire risposte sempre più puntuali riguardanti l'asset allocation, lo stock picking e l'identificazione degli obiettivi di

rendimento. Un altro modo per venire incontro alle necessità informative degli aderenti al fondo è stata individuata nel ricorso al *benchmark* come parametro di riferimento; il benchmark rappresenta “*l’accumulazione di un capitale a partire da un certo istante (periodo base dell’indice) dovuta ai guadagni/perdite in conto capitale e ai guadagni in conto reddito sui titoli del paniere. Il numero indice pertanto riassume l’informazione rilevante contenuta in uno specifico paniere/mercato di titoli.*” (Cesari 2012) I benchmark sono solitamente di due tipi, *value-weighted* o *price-weighted* a seconda che, come peso, sia assunto il *valore* del titolo nel portafoglio oppure che sia considerata una sola unità di ciascun titolo. Nel primo caso l’indice diventa;

$$I_{(t)} = \sum_{i=1}^n w_{i(0)} \frac{P_{i(t)}}{P_{i(0)}}$$

Dove;

$$\sum_{i=1}^n w_{i(0)} = \sum_{i=1}^n \frac{Q_{i(0)} P_{i(0)}}{\sum_{j=1}^n Q_{j(0)} P_{j(0)}}$$

Che rappresenta il peso nel portafoglio del titolo *i*-esimo. In questo caso il peso del titolo dipende dalla quantità *Q* e dal prezzo *P* del titolo in questione. La formula ricorsiva, che ci consente di ricavare il valore dell’indice partendo da quello del periodo precedente è data invece da;

$$I_{(t)} = I_{(t-1)} \sum_{i=1}^n \frac{Q_{i(0)} P_{i(t-1)}}{\sum_{j=1}^n Q_{j(0)} P_{j(t-1)}} \frac{P_{i(t)}}{P_{i(t-1)}}$$

Come detto l'indice *price-weighted* si ottiene considerando in portafoglio una sola quantità del titolo, e non quindi il suo valore; in questo modo a pesare di più saranno i titoli con prezzi maggiori anche se la quantità detenuta in portafoglio è trascurabile;

$$I_{(t)} = I_{(t-1)} \sum_{i=1}^n \frac{P_{i(t-1)}}{\sum_{j=1}^n P_{j(t-1)}} \frac{P_{i(t)}}{P_{i(t-1)}}$$

La maggior parte degli indici costruiti dai *provider*, come le grandi banche d'affari J.P. Morgan o Standard & Poor, sono di tipo *value-weighted*, un esempio di titolo *price-weighted* è invece rappresentato dal Dow-Jones. Un'ultima considerazione è necessaria; i benchmark tendono solitamente a riprodurre gli andamenti di interi mercati borsistici, è per questo che la quantità, Q , da considerare nel caso di indice *value-weighted* può essere considerata la quantità scambiabile presente sul mercato, vale a dire il flottante o *free-floating shares*. L'esistenza del benchmark permette quindi di valutare in modo oggettivo la qualità della gestione, assolvendo quel compito di "veicolo di informazioni" tra il gestore del fondo e l'investitore, dal momento che il secondo potrà valutare l'abilità del primo in base agli extrarendimenti ottenuti rispetto al benchmark di riferimento. Per questo motivo la normativa, in particolare il decreto n. 703 del 21 novembre 1996, prevede che i fondi pensione debbano adottare un benchmark in modo da poter confrontare le proprie performance. Una volta scelto il

benchmark, e appurato che esso sia una misura attendibile per poter confrontare il rendimento del fondo pensione, resta da trovare il modo per calcolare la performance del fondo pensione. Il rendimento di un fondo pensione può essere considerato come il rendimento di un portafoglio nel quale avvengono, in periodi di tempo differenti, versamenti o prelievi; il valore finale del portafoglio dipenderà quindi anche da quest'ultimi (De Felice, Moriconi 2001). Considerando un periodo $[t_n-t_0]$ di ampiezza $t_n-t_0= T$, e i prelievi/ versamenti $x_1, x_2, x_3, \dots, x_{n-1}$ effettuati alle date $t_1, t_2, t_3, \dots, t_{n-1}$ il valore del portafoglio in qualsiasi istante di movimentazione sarà dato da;

$$V_{(t_k)} = V_{(t_k^-)} + x_k$$

Ovvero il valore nell'istante immediatamente precedente più l'ammontare x_k movimentato. Chiaramente il rendimento di un portafoglio con prelievi o versamenti non può essere calcolato senza considerare le movimentazioni, esse infatti potrebbero alterare il valore del portafoglio e mascherarne il reale rendimento. Per questo motivo si usano due metodi, quello *time-weighted* e quello *money-weighted* (Cesari 2012); il primo neutralizza del tutto l'effetto dei versamenti, il secondo invece ne tiene conto adeguatamente. La neutralizzazione degli effetti dei versamenti avviene tramite utilizzo del metodo delle quote, la partecipazione al fondo può essere infatti immaginata come la sottoscrizione, da parte dell'investitore, di una quota, le quote incorporano uguali diritti e sono tutte di identico valore. Il valore delle quote deve essere calcolato giornalmente, esso è dato dal rapporto tra il valore netto del patrimonio del fondo, *NAV*, e il numero delle quote. Immaginando di essere al tempo di istituzione del fondo, tempo 0, e di raccogliere un determinato ammontare di contributi, il *NAV*, il numero delle quote sarà dato dal rapporto tra il *NAV* e il valore convenzionale attribuito inizialmente alle quote;

$$n_{(0)} = \frac{NAV_{(0)}}{q_{(0)}}$$

Dove $n_{(0)}$ è il numero delle quote al tempo 0 e $q_{(0)}$ è il valore delle quote sempre al tempo 0. Nel tempo il valore dei titoli nel portafoglio varia, per questo anche il NAV varierà, se non ci sono stati versamenti il valore delle quote rimane invece invariato, e quindi $n_{(0)} = n_{(t)}$, a variare è quindi il valore unitario della quota che diventa $q_{(t)}$;

$$q_{(t)} = \frac{NAV_{(t)}}{n_{(t)}}$$

Nel caso in cui ci siano dei versamenti, effettuati un istante dopo t , $F_{(t+)}$, ci sarà l'attribuzione, a chi ha effettuato il versamento, di un numero di quote pari al rapporto tra il versamento effettuato e il valore delle quote all'istante t . Il valore della quota rimane quindi costante perché non influenzato dal versamento dell'investitore. Infatti un versamento $F_{(t+)}$ genera un numero di quote D_n , il valore del fondo passa quindi da $NAV_{(t)}$ a $NAV_{(t+)} = NAV_{(t)} + F_{(t+)}$ e il numero delle quote diventa $n_{(t+)} = n_{(t)} + D_n$. Il valore unitario della quota quindi non cambia, infatti;

$$\begin{aligned} q_{(t+)} &= \frac{NAV_{(t+)}}{n_{(t+)}} \\ &= \frac{NAV_{(t)} + q_{(t)} \cdot D_n}{n_t + D_n} \end{aligned}$$

$$= \frac{\frac{NAV_{(t)}}{n_{(t)}} n_{(t)} + \frac{NAV_{(t)}}{n_{(t)}} D_n}{n_t + D_n}$$

$$= \frac{NAV_{(t)}}{n_{(t)}}$$

$$q_{(t^+)} = q_{(t)}$$

Il valore delle quote, come dimostrato, rimane costante indipendentemente dai versamenti effettuati, il rendimento quindi non sarà influenzato dai contributi essendo dato da;

$$R_{TW(t)} = \frac{q_{(t)}}{q_{(t-1)}} - 1$$

Questo tasso prende il nome di tasso di rendimento *time-weighted* o tasso di rendimento del gestore del portafoglio. L'altro metodo di calcolo è quello detto *money-weighted*, in questo caso si fa riferimento al tasso interno di rendimento, calcolato in regime semplice o composto. Questo tipo di tasso tiene conto dei versamenti effettuati ed è dato da quel tasso che verifica la relazione tra valore finale e flussi intermedi ciascuno valutato per la propria durata rispetto al momento finale t , w_1, w_2, \dots, w_n ;

$$NAV_{(t)} = NAV_{(t-1)}[1 + R_{MW(t)}] + F_1[1 + R_{MW(t)}]^{w_1}$$

$$+ F_2[1 + R_{MW(t)}]^{w_2} + \dots \dots \dots$$

Il regime di capitalizzazione composto, nonostante sia sicuramente più preciso di quello semplice viene utilizzato raramente, la presenza dell'esponente infatti non garantisce l'esistenza di un unico tasso interno, per questo spesso si usa il regime di capitalizzazione semplice che, in periodi entro l'anno, garantisce anche una buona approssimazione del rendimento effettivo;

$$NAV_{(t)} = NAV_{(t-1)}[1 + R_{MW(t)}] + F_1[1 + w_1 R_{MW(t)}] + F_2[1 + w_2 R_{MW(t)}] + \dots$$

Dalla quale si ricava la formula per calcolare il tasso interno di rendimento;

$$R_{MW(t)} = \frac{NAV_{(t)} - NAV_{(t-1)} - \sum_{i=1}^n F_i}{NAV_{(t-1)} + \sum_{i=1}^n w_i F_i}$$

Il tasso di rendimento money-weighted si differenzia dal tasso time-weighted in quanto, tenendo conto dei versamenti effettuati, calcola il rendimento per l'investitore. Può presentarsi, non di rado, il caso in cui il tasso money-weighted risulta essere positivo mentre quello time-weighted negativo, il che sta ad indicare che il gestore del fondo ha operato bene ma l'investitore ha sbagliato il timing dei suoi versamenti. Nel caso di fondi pensione questo problema non si pone, infatti i versamenti sono periodici e cadenzati, il versamento costante consente di mediare i movimenti del mercato eliminando al contempo la difficile scelta del momento opportuno per il versamento. Non è sufficiente però calcolare il rendimento di un fondo pensione per scegliere quale è più efficiente in termini di performance, oltre al rendimento vi è infatti un altro aspetto cruciale, l'esposizione al rischio del portafoglio. Per calcolare il rendimento del

portafoglio rispetto al rischio assunto esistono una serie di indici che consentono di valutare un fondo in maniera più completa (Micocci, Magnoni, 2010). L'indice di *Sharpe* ad esempio, è determinato rapportando l'eccesso di rendimento rispetto al titolo *risk free* con la deviazione standard del portafoglio;

$$I^{SH} = \frac{E(R_p) - R_f}{\sigma_p}$$

L'indice di *Treynor* considera il rapporto tra lo stesso numeratore dell'indice di Sharpe, ma considera al denominatore la volatilità del rendimento calcolata dal coefficiente β ;

$$I^{TR} = \frac{E(R_p) - R_f}{\beta_p}$$

Con;

$$\beta_p = \frac{COV(R_p, R_m)}{\sigma_m^2}$$

L'indice di Sharpe utilizza quindi, come misura del rischio, il rischio totale del portafoglio, quello di Treynor utilizza invece il β , che indica la volatilità del portafoglio rispetto al mercato. Simile a questi indice è l'indice di *Sortino*, che

utilizza lo stesso numeratore dei precedenti indici ma pone al denominatore il DSR, ovvero il down side risk, un indicatore che va a considerare solo gli scostamenti negativi rispetto ad un benchmark;

$$I^S = \frac{E(R_p) - R_f}{DSR}$$

Un ultimo indice da analizzare è l'indice RAP, proposto per la prima volta da Franco Modigliani; esso rappresenta in maniera differente l'indice di Sharpe, indicandoci quanto il fondo avrebbe performato se avesse avuto un rischio uguale a quello del mercato;

$$RAP = I^{SI} \sigma_m$$

L'indice RAP si collega all'utilizzo della leva finanziaria in funzione del livello di rischio del fondo rispetto al mercato, se il rischio del fondo è maggiore di quello del mercato allora si potrà spostare l'investimento da attività rischiose a quelle risk-free, viceversa in caso contrario, in questo modo si potrà avere lo stesso rischio del mercato e il rendimento uguale a quello indicato dall'indice RAP. A seconda degli indici utilizzati cambieranno anche le preferenze circa l'investimento in un determinato fondo piuttosto che in un altro, come visibile nella tabella n°3 ad esempio, il rank dei vari fondi varia a seconda che sia preso come riferimento un indice anziché un altro. I primi quattro fondi in termini di rendimento rimangono nelle prime quattro posizioni anche per quanto riguarda gli indici, stesso discorso non si può fare, ad esempio, per il fondo E, in termini di rendimento si posiziona al quinto posto mentre secondo 3 indici su 4 risulta essere il fondo peggiore nel quale investire, questo perché riesce ad ottenere un buon rendimento investendo però in attività molto rischiose che quindi ne aumentano l'esposizione al rischio e ne peggiorano quindi la performance in termini di rischio/rendimento.

Tabella n°4: Confronto tra vari indici di performance

Fondo	Rend.to Annuo	Rank R_p	Sharpe	Rank Sharpe	RAP	Rank RAP	Treynor	Rank Treynor	Sortino	Rank Sortino
Fondo A	7,996%	1	0,2532	1	0,0526	1	0,0559	2	4,0440	1
Fondo B	7,808%	2	0,2361	2	0,0486	2	0,1311	1	3,6437	2
Fondo C	7,570%	3	0,2090	4	0,0434	4	0,0505	4	3,3504	3
Fondo D	7,334%	4	0,1995	5	0,0414	5	0,0525	3	3,1601	5
Fondo E	7,310%	5	0,1657	10	0,0344	10	0,0504	5	2,5432	10
Fondo F	7,230%	6	0,1984	6	0,0412	6	0,0436	10	3,1090	6
Fondo G	7,191%	7	0,2130	3	0,0442	3	0,0476	6	3,3401	4
Fondo H	7,019%	8	0,1953	7	0,0406	7	0,0460	8	2,9698	7
Fondo I	6,736%	9	0,1860	8	0,0386	8	0,0400	9	2,8889	8
Fondo L	6,632%	10	0,1711	9	0,0355	9	0,0469	7	2,6395	9

Dirigenza bancaria 2010, n°144

CAPITOLO TERZO:

LA SITUAZIONE ATTUALE IN ITALIA

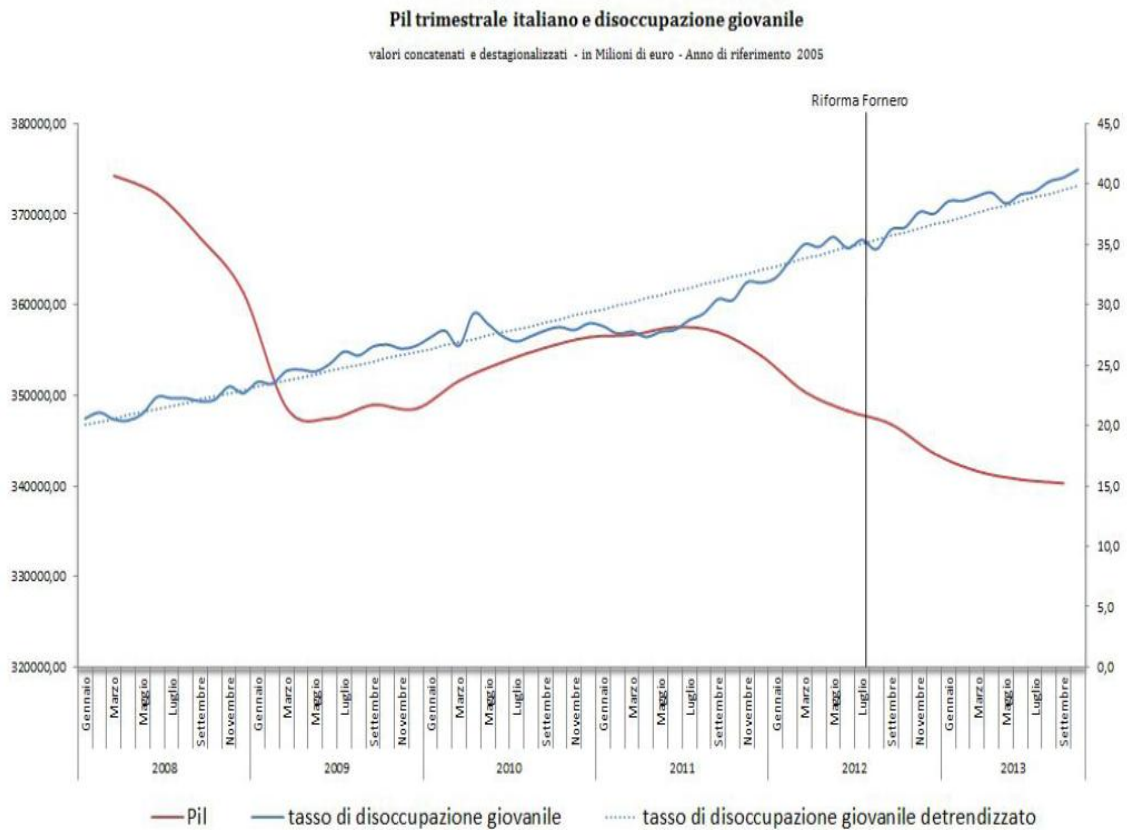
3.1 La struttura dell'offerta previdenziale complementare

Come noto a tutti gli ultimi anni sono stati difficili sotto il profilo economico, la dura crisi finanziaria che ha colpito le economie occidentali ha messo a dura prova la stabilità dei sistemi economici, dei conti pubblici e del mondo imprenditoriale². L'economia europea e quella statunitense sono state quelle più colpite sotto questo aspetto, i grandi salvataggi bancari e l'austerità, necessaria per salvaguardare la tenuta dei conti pubblici, hanno avuto un forte impatto sulla crescita delle economie. Negli Stati Uniti tuttavia, grazie all'intervento tempestivo e deciso della FED, la strada per la ripresa sembra essere stata intrapresa, nel 2012 gli Usa hanno registrato performance incoraggianti; il prodotto interno lordo è cresciuto del 2,2%, sospinto soprattutto dalla ripresa degli investimenti privati mentre il mercato del lavoro, storicamente più flessibile del nostro, ha mostrato segnali di miglioramento palesati da una diminuzione del tasso di disoccupazione, passato dall'8,9 all'8,1%. L'inflazione è rimasta, nonostante la grossa iniezione di liquidità nel sistema posta in essere dalla Federal Reserve, bassa e stabile al 2,1%; a dimostrazione del fatto che il dollaro continua ad essere considerato una moneta sicura, utilizzata, in periodi di tensione dei mercati, come bene rifugio. Nell'area Euro invece, l'economia non è riuscita a deviare da quel sentiero di stagnazione che ha intrapreso negli ultimi anni, la crescita rimane infatti negativa e si attesta, nel 2012 al -0,6%. Le cause principali di questa performance vanno ricercate nel perdurare delle tensioni sui

² Per i contenuti del seguente capitolo si vedano le relazioni COVIP 1999-2012

titoli del debito sovrano di alcuni stati partecipanti all'unione, nei salvataggi delle imprese bancarie in crisi e nelle azioni di aggiustamento dei bilanci pubblici. La decrescita del prodotto interno lordo europeo si è ripercossa sul mercato del lavoro, il tasso di disoccupazione è infatti cresciuto, dal 10,2% si è passati all'11,4%. Le spinte inflazionistiche sono rimaste contenute, l'inflazione nell'area euro si è attestata al 2,5%, con previsioni di riduzione della stessa, tanto da giustificare un ulteriore taglio del tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale attuato in novembre dalla BCE, col fine di scongiurare una possibile deflazione. Parlando dell'Italia invece le cose peggiorano ulteriormente, la debolezza congiunturale risulta infatti acuitizzata, nell'ultimo anno la contrazione del PIL è stata del 2,4% rispetto all'anno precedente, la perdita cumulata negli ultimi 5 anni tocca la preoccupante soglia del 7%. Ancor più preoccupante rimane tuttavia la situazione del mercato del lavoro, la disoccupazione è infatti cresciuta in modo considerevole, dall'8,4 del 2011 si è passati infatti al 10,6% del 2012, un dato tuttavia è particolarmente scoraggiante, la disoccupazione giovanile, quella cioè che riguarda i ragazzi compresi tra i 15 e i 24 anni ha raggiunto il 40,2%, aumentando rispetto all'ultimo anno del 4%. Gli effetti della riforma Fornero, che nelle intenzioni avrebbe dovuto favorire l'ingresso nel mondo del lavoro dei giovani grazie all'enfasi posta sui contratti di apprendistato e sulla disciplina dei licenziamenti, non sembrano, finora, aver sortito alcun effetto. E' ragionevole tuttavia pensare che tali provvedimenti richiedano tempo per diventare effettivamente operativi e per palesare la loro efficacia, la totale mancanza di risultati nel breve periodo non è però incoraggiante. In questo quadro non certo roseo per l'economia mondiale, europea ed italiana il legislatore si è dovuto muovere per cercare di espandere la previdenza complementare.

Grafico n°13:

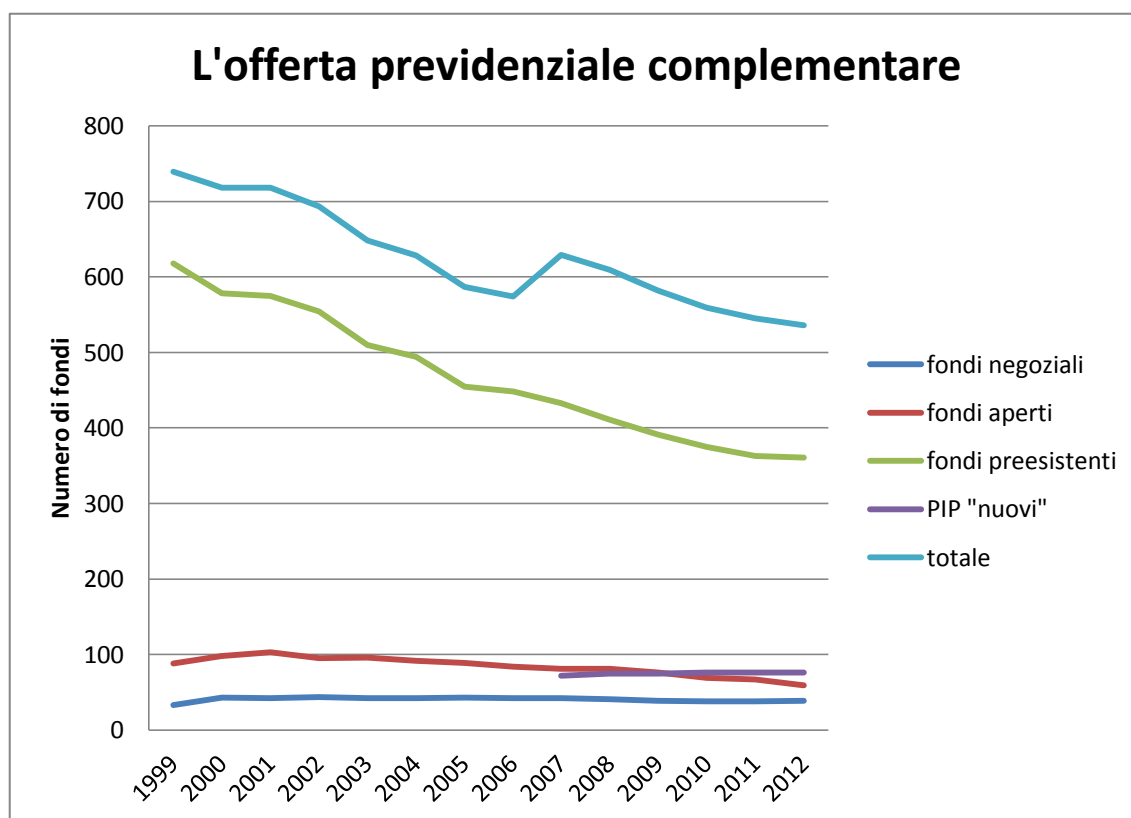


Fonte: Istat

Istituita nel 1993, con la legge Amato, non ha mai trovato un quadro congiunturale favorevole al suo sviluppo, motivo per cui, ad oggi, la sua incidenza in termini di risorse raccolte e di lavoratori coinvolti, rimane ancora limitata, o perlomeno sottosviluppata rispetto alle sue potenzialità. Alla fine del 2012 la previdenza complementare presenta un'offerta articolata in 536 forme, i fondi negoziali sono 39, i fondi pensione aperti 59, i fondi preesistenti, quelli cioè esistenti prima della riforma del 1993, sono 361 mentre i PIP "nuovi", piani individuali previdenziali, adeguati alla disciplina del 2005 sono 76. Il decreto n. 252 del 2005, entrato in vigore il 1° gennaio del 2007, ha rivisto l'assetto del settore della previdenza complementare ed ha sottoposto anche i PIP ad un insieme di regole innovative. Queste regole sono state dettate per rendere il settore della previdenza complementare più omogeneo dal punto di vista della

trasparenza e della tutela degli iscritti e per rendere unitaria l'azione di vigilanza della COVIP. L'adeguamento dei PIP rispetto alla normativa del 1993, normativa che prevedeva unicamente la comunicazione all'autorità di vigilanza delle condizioni di polizza prima dell'applicazione del contratto, ha comportato una forte attività anche per la COVIP; ad essa sono, infatti, ora demandate le competenze di vigilanza per quel che riguarda i profili di correttezza dei comportamenti, per quelli inerenti all'approvazione del regolamento previsto dall'articolo 13 del D. Lgs. 252/2005 e per quelli relativi alla trasparenza e all'offerta al pubblico. Per evitare pericolose sovrapposizioni di competenze tra COVIP e ISVAP, la legge 262/2005, emanata a tutela del risparmio, ha chiarito che *“le competenze in materia di sana e prudente gestione delle imprese di assicurazione attribuite all'ISVAP (...) incluse quelle relative ai prodotti assicurativi con finalità previdenziale”*. L'offerta previdenziale in essere nel 2012 riesce quindi a coprire, grazie a fondi negoziali, fondi aperti, fondi preesistenti e PIP tutta la platea di potenziali aderenti; per i lavoratori del settore pubblico e privato sono disponibili le forme previdenziali collettive, per i lavoratori autonomi sono invece disponibili le forme individuali offerte dai principali gruppi finanziari italiani ed anche da quelli esteri. Come è possibile vedere nel grafico, il numero di forme pensionistiche complementari si è costantemente ridotto dal 1999, fatta eccezione per il 2007, anno in cui è entrato in vigore il D. Lgs. 252/2005, che ha visto quindi l'omologazione dei PIP alle nuove disposizioni riguardanti la trasparenza; in questo modo i “PIP nuovi” sono stati iscritti in un albo tenuto dalla COVIP come previsto dall'art.2 comma 3 dell'art. 13 del D. Lgs. 252, ed entrati a far parte del calcolo ufficiale sul numero delle forme previdenziali complementari. Nel sistema, si ha la contemporanea presenza dei PIP non adeguati, conformi cioè alla legge del 93, e di PIP nuovi, istituiti ex novo dalle imprese assicurative oppure derivanti dall'adeguamento di PIP vecchi. La riduzione del numero delle forme pensionistiche complementari, particolarmente marcata per quanto riguarda i fondi preesistenti, è stata, come detto una costante a partire dagli anni 2000.

Grafico n°14:



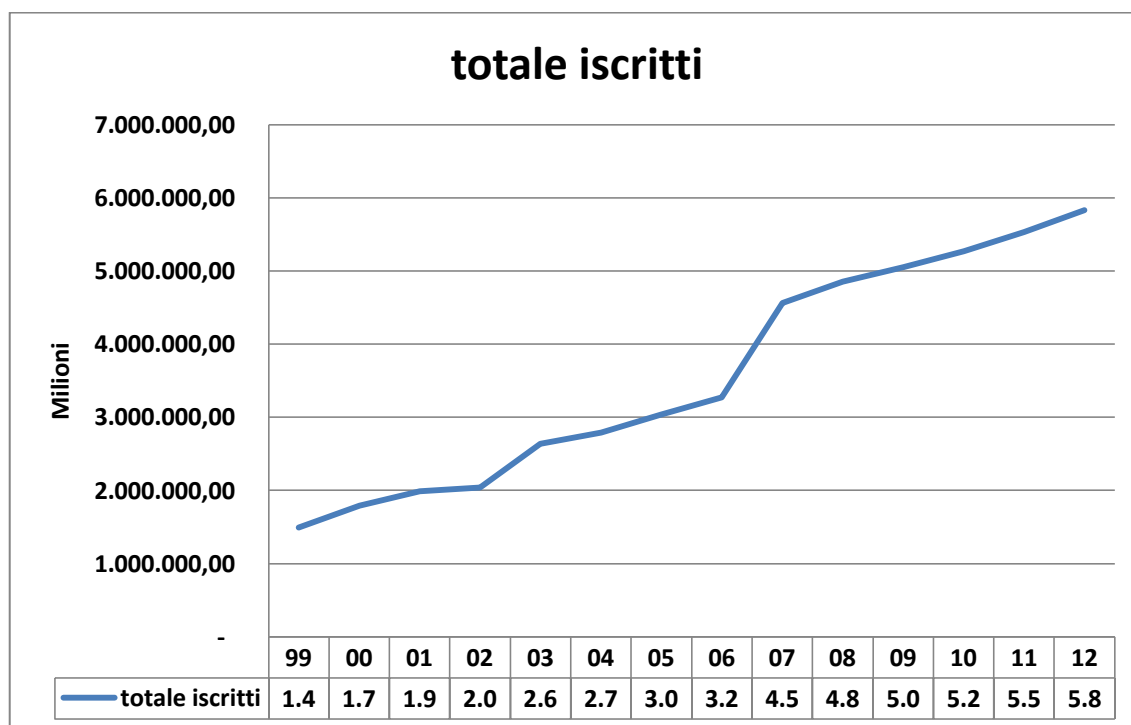
Fonte: elaborazione propria su dati COVIP

Il totale delle forme previdenziali complementari si è ridotto di quasi 200 unità, passando dalle 719 del 2000 alle 536 del 2012, il trend decrescente è particolarmente evidente nella riduzione dei fondi preesistenti, passati da 578 a 361 in dodici anni. La marcata riduzione non deve comunque indurre a commettere un errore, quello cioè di credere che ci sia stata una riduzione dovuta al poco sviluppo del settore o ad una sua poca appetibilità economica. Il motivo della riduzione, che ha colpito i fondi aperti ed i fondi preesistenti, è da ricercare nel riassetto dei gruppi bancari e finanziari che a questi fondi avevano dato vita; la presenza simultanea di più iniziative previdenziali è stata vista infatti come poco efficiente, l'insistenza sullo stesso bacino di riferimento da parte di due fondi diversi istituiti dalla stessa società è stata valutata come poco funzionale, da qui la decisione di porre in essere operazioni di concentrazione tra fondi che hanno portato la riduzione costante delle forme pensionistiche previdenziali.

3.2 Le adesioni

Per vedere lo stato di sviluppo della previdenza complementare italiana, le adesioni sono certamente un indicatore da tenere in considerazione. Infatti in questo modo si può vedere quanto è sviluppata la cultura previdenziale in un paese; quante persone cioè decidono di aderire alla previdenza complementare consci del fatto che essa è necessaria per raggiungere livelli di reddito accettabili anche una volta cessata l'attività lavorativa, posto che la previdenza obbligatoria vedrà costantemente ridursi la percentuale di rendita pensionistica rispetto all'ultimo stipendio. Il totale delle iscrizioni nel 2012 ammontava a 5,8 milioni di lavoratori, l'aumento rispetto all'anno precedente è di 290.000 unità, il 5,3% delle adesioni totali.

Grafico n°15:

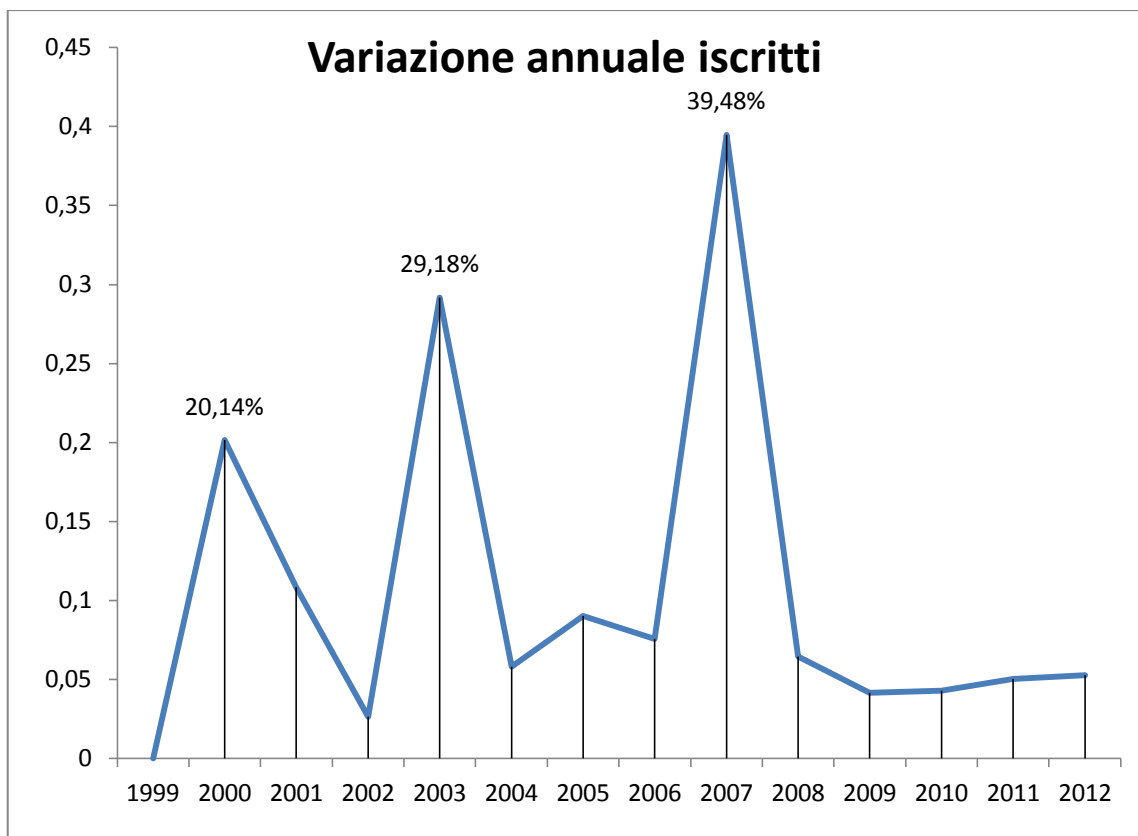


Fonte: elaborazione propria su dati COVIP

Come è possibile vedere dal grafico, che ci mostra il totale degli iscritti alla previdenza complementare dal 1999 al 2012, lo sviluppo è stato un processo costante, da 1,4 milioni di iscritti del 1999 si è passati agli attuali 5,8, un considerevole incremento del 314%. Il processo di costante crescita delle adesioni al sistema è la chiara testimonianza di come ci sia stato un miglioramento della cultura previdenziale nei lavoratori italiani, e come le riforme abbiano agito nella direzione di favorirne lo sviluppo, grazie a continui incentivi. Andando ad analizzare la composizione degli aderenti al sistema, è possibile vedere come la maggior parte degli aderenti, 4.160.898 milioni di persone, pari al 71,4% siano dipendenti del settore privato, i lavoratori autonomi sono 1.513.010 mentre la categoria residuale, quella cioè dei lavoratori dipendenti del settore pubblico sono 154.766, una quota veramente esigua. La scarsa partecipazione dei dipendenti pubblici al sistema previdenziale complementare è probabilmente dovuta al fatto che la riforma del 2007, quella sulla liberalizzazione del TFR, riguarda solo i dipendenti del settore privato, per quelli del settore pubblico infatti non è ancora prevista la scelta sulla destinazione del TFR. Può essere utile anche vedere il rapporto dei lavoratori aderenti alla previdenza complementare rispetto al totale dei lavoratori, tale rapporto infatti ci dà un'indicazione più precisa di quale sia il peso del sistema previdenziale complementare nell'economia italiana. Il rapporto iscritti/occupati, a fine 2012, si attesta al 25,5%. Se invece si considera la forza lavoro, comprendente sia gli occupati che le persone in cerca di occupazione, 25,6 milioni, la percentuale scende al 22,7%. Dall'avvio della riforma sulla liberalizzazione del TFR, l'incremento è stato dell'84%, con un passaggio, sempre in termini di aderenti, da 3,1 a 5,8 milioni. Prima della riforma del 2007, l'incidenza sul totale della forza lavoro era il 12,9%. Nel valutare questi dati bisogna però tener conto di un altro aspetto, quello delle sospensioni contributive. Questo fenomeno si riferisce a quelle persone che, pur essendo iscritte alla previdenza complementare, non hanno alimentato la propria posizione individuale tramite il versamento di contributi. Gli iscritti non versanti nel 2012 si attestavano intorno a 1,2 milioni, con un incremento di 100.000 rispetto all'anno precedente. Questo fenomeno ha

assunto un connotato strutturale, e si muove in modo parallelo rispetto all'aumento della disoccupazione, infatti solitamente gli iscritti non versanti sono quelle persone che si sono iscritte alla previdenza complementare quando occupate, ed hanno cessato i versamenti a causa della perdita del lavoro. Considerando questo fattore, e quindi computando nel calcolo degli aderenti alla previdenza complementare solo quelli che alimentano la propria posizione individuale, la percentuale di aderenti rispetto agli occupati scende al 20,2% mentre rispetto alle forze lavoro la percentuale scende al 18,1%. Il fenomeno ha assunto quindi dimensioni considerevoli e fa scendere l'incidenza della previdenza complementare sul totale dei lavoratori.

Grafico n°16:



Fonte: elaborazione propria su dati COVIP

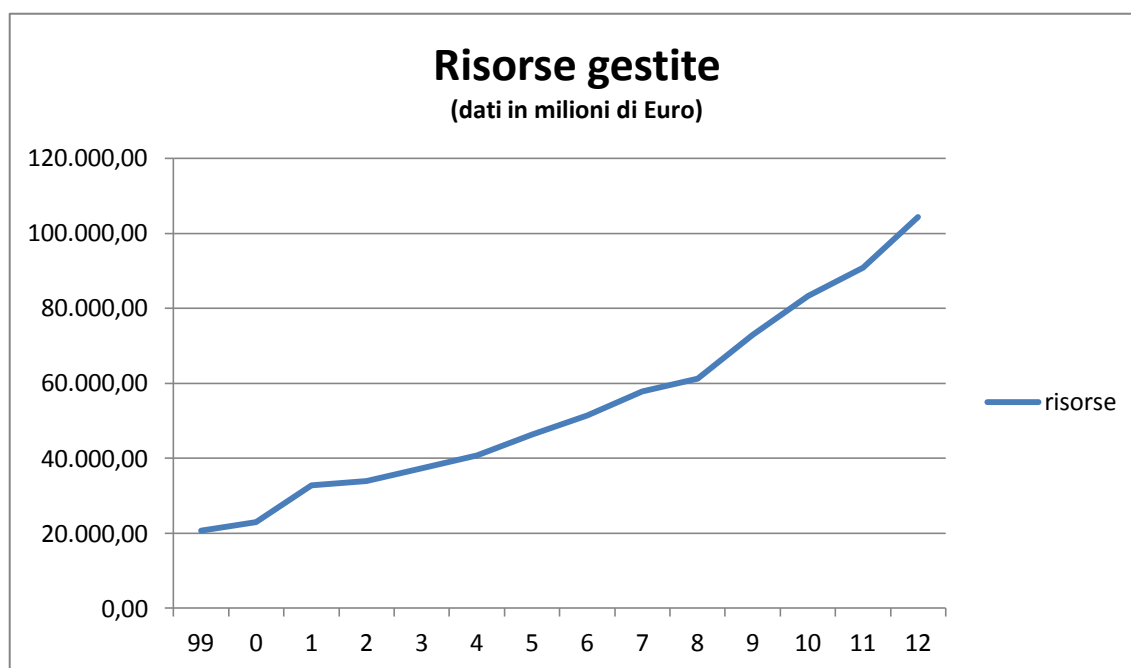
Come possibile vedere dal grafico, che mostra la variazione percentuale degli iscritti alla previdenza complementare negli ultimi 12 anni, c'è sempre stato un incremento degli iscritti; i picchi di iscrizioni sono avvenuti in concomitanza con le riforme degli anni 2000. Nel 2000 infatti, con il d. lgs 47/2000 si è rivista la disciplina fiscale dei fondi, con importanti incentivi volti a favorirne lo sviluppo, tra i più importanti sicuramente la riduzione della tassazione sui rendimenti, passata all'11%. Nel 2003, in marzo per la precisione, è stato trasmesso al senato il disegno in *materia previdenziale, misure di sostegno alla previdenza complementare e all'occupazione stabile e riordino degli enti di previdenza e assistenza obbligatoria*. Questa proposta era di origine governativa ed era stata inserita tra le misure collegate alla manovra finanziaria dell'anno precedente. Nel 2007 invece c'è stata la riforma Maroni, che ha liberalizzato la destinazione del TFR. L'impulso della riforma è notevole, l'incremento di iscritti dal 2006 al 2007 è stato del 39%, il più alto mai registrato; l'aumento di iscritti dal 2006 al 2012 inoltre, di circa 2,7 milioni di lavoratori, si è concentrato per la metà, 1,4 milioni, nel primo semestre del 2007, termine entro il quale doveva essere effettuata la scelta sulla destinazione del TFR. Guardando il grafico si può vedere come la riforma abbia ridato spinta ad un processo che, dal 2004 al 2006 aveva subito uno stallo. Nonostante la riforma però, le adesioni non sono cresciute come il legislatore aveva auspicato e, dopo una fase iniziale soddisfacente, ha esaurito in gran parte la sua spinta propulsiva, come testimoniato dai bassi tassi di crescita fatti registrare negli anni successivi, dal 2008 al 2012. Un'altra considerazione può essere fatta guardando il grafico, l'impulso delle riforme sulle adesioni è stato via via crescente, l'incremento delle adesioni è stato del 20% nel 2000, del 29% nel 2003 e del 39% nel 2007. Questo segnale può essere considerato molto importante per due fattori, in primo luogo il legislatore ha probabilmente capito quali sono le leve da azionare per favorire uno sviluppo della previdenza complementare, in secondo luogo il "il terreno si è fatto più fertile"; vale a dire che c'è stata un'accresciuta coscienza previdenziale da parte dei lavoratori che sono quindi diventati più sensibili a modifiche legislative vantaggiose per le forme complementari. In questo contesto, c'è

sicuramente spazio per una riforma futura che possa dare definitivo slancio ad un settore ancora sottosviluppato.

3.3 Le risorse gestite e la composizione del portafoglio

L'espansione del sistema previdenziale complementare italiano, come detto incentivata dal legislatore negli ultimi 15 anni, è ben visibile anche dall'andamento delle risorse accumulate. A partire dal 1999 la nostra serie storica evidenzia infatti un costante incremento delle risorse destinate alla previdenza complementare, segno evidente di come le riforme poste in essere abbiano incentivato la partecipazione dei lavoratori. Per la prima volta le risorse destinate alle prestazioni raccolte dai fondi pensione hanno superato i 100 miliardi, attestandosi più precisamente a 104,4 miliardi di euro. La variazione rispetto all'anno precedente è del 15,1%, in aumento rispetto alla variazione 2011/2012 attestatasi al 9,1%. Le maggiori risorse destinate alla previdenza complementare sono dovute ad un aumento dei contributi ed a maggiori rendimenti ottenuti dalla gestione finanziaria, entrambi possibili grazie alla leggera ripresa dell'economia, che sembra aver intrapreso il sentiero per tornare a crescere, o perlomeno ha lasciato alle spalle una fase molto buia. Come è possibile vedere dal grafico l'aumento più significativo delle risorse gestite si è avuto dopo l'introduzione della riforma del 2007, è notevole infatti l'aumento della pendenza della linea che indica appunto un più veloce incremento. Se si guarda l'effetto sulle risorse gestite dal 2006, anno in cui ammontavano a 51 miliardi di euro, ci si accorge che in 6 anni esse sono raddoppiate, arrivando a superare quota 100 miliardi nell'anno 2012, segno evidente di come la riforma Maroni, soprattutto grazie alla liberalizzazione del TFR abbia contribuito a incrementare le masse gestite dalla previdenza complementare.

Grafico n°17:

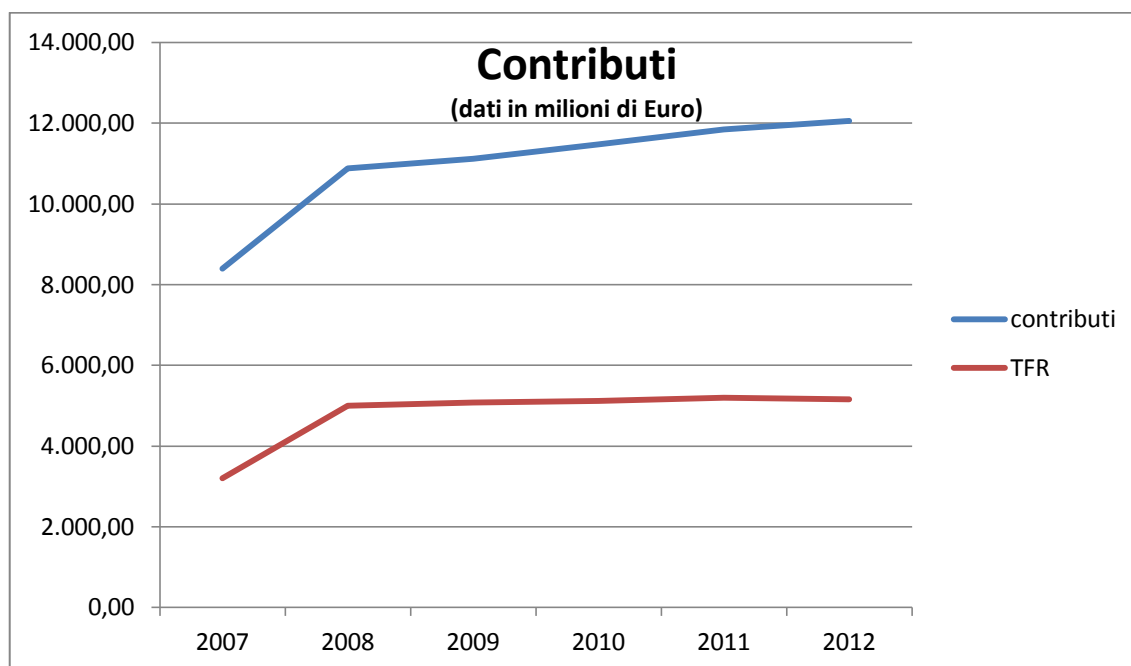


Fonte: elaborazione propria su dati COVIP

L'aumento delle risorse deriva dai contributi e dalla gestione finanziaria, che hanno portato entrate, durante i 6 anni, rispettivamente per 65,7 e per 12 miliardi di euro. A fronte di queste entrate vanno chiaramente considerate le uscite, dovute a pagamento di prestazioni, anticipazioni e riscatti, che, nel periodo considerato, ammontano a 25,5 miliardi. Interessante è considerare come, all'interno della voce contributi, più di un terzo siano rappresentati dal conferimento del TFR. L'incidenza della riforma Maroni sul conferimento del TFR alle forme previdenziali complementari è ben visibile nel grafico successivo, nel quale vengono riportati i contributi totali versati e il TFR devoluto ai fondi pensione. Dal 2007 al 2008 il salto è notevole, da 3,2 miliardi si passa, in un solo anno a 5 miliardi, segno che l'impatto della riforma è stato molto forte. Come accennato in precedenza però la riforma ha perso presto la sua spinta propulsiva; dopo l'incremento del 36% verificatosi tra il 2007 e il 2008, il TFR versato è rimasto praticamente lo stesso per i successivi 5 anni, segno

evidente di come la riforma abbia avuto un impatto inferiore rispetto a quello che il legislatore si aspettava, soprattutto su un arco temporale medio lungo.

Grafico n° 18:

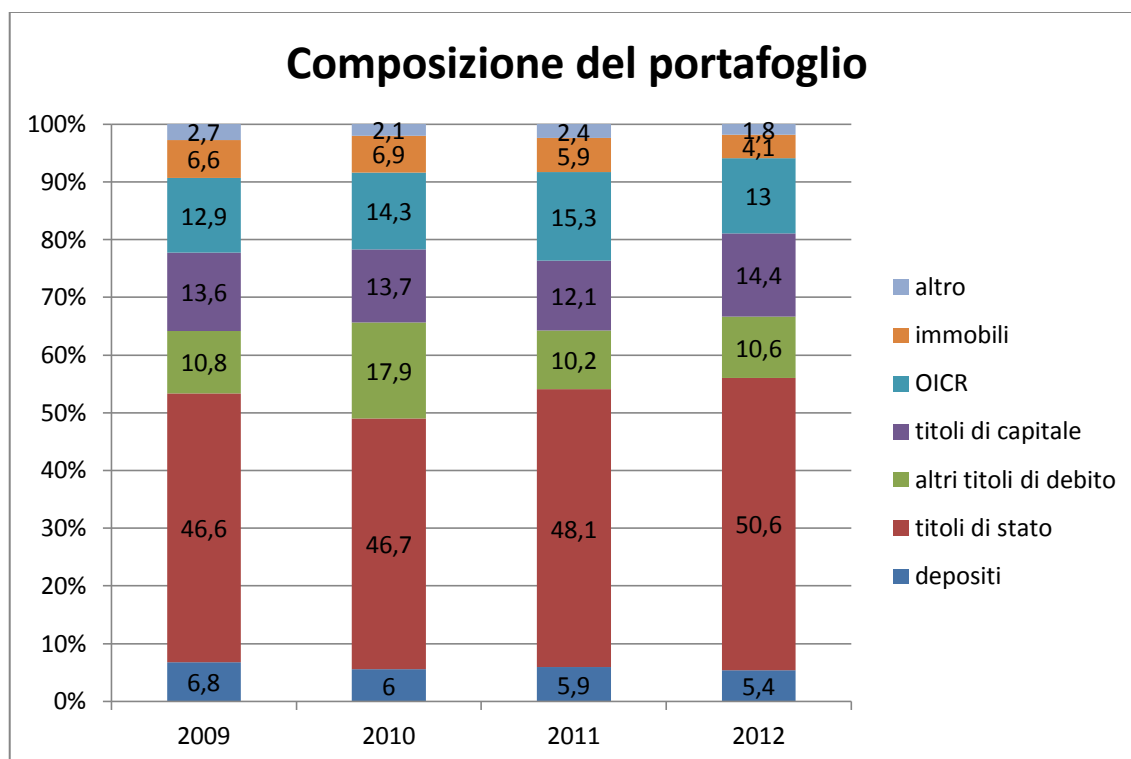


Fonte: elaborazione propria su dati COVIP

L'incidenza della previdenza complementare in Italia è ancora a livelli troppo modesti, considerando l'intenzione del legislatore di arrivare ad un modello in cui il sistema pubblico sia sostenuto e coadiuvato da un sistema previdenziale "privato", l'incidenza del 6,7% sul Pil appare ancora un livello troppo contenuto. E' vero che negli ultimi anni sembra esserci stata un'inversione di tendenza; grazie alle riforme poste in essere si è passati all'attuale incidenza sul Pil partendo da una del 3,5%, osservata nel 2006, è anche vero però che considerando invece l'incidenza sulle attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane, il valore scende al 3 per cento, segno evidente di come non ci sia ancora una cultura previdenziale sviluppata a sufficienza, e di come le famiglie italiane preferiscano ancora investire i propri risparmi in altre attività rispetto ai fondi

pensione, forse non consci del fatto che una previdenza complementare è ormai fondamentale per integrare la pensione pubblica, il cui valore andrà inesorabilmente a ridursi nel futuro.

Grafico n°19:



Fonte: elaborazione propria su dati COVIP

Analizziamo adesso la struttura del portafoglio dei fondi pensione; il grafico ci mostra la composizione del patrimonio dei fondi italiani osservata negli ultimi 4 anni; il portafoglio è suddiviso tra depositi, titoli di stato, altri titoli di debito, titoli di capitale, OICR, immobili e altro. Come è facile prevedere, per un sistema economico come quello italiano da sempre propenso per l'investimento in titoli di stato piuttosto che in titoli azionari, la quota maggiore del patrimonio è costituita da titoli sovrani che per l'anno 2012 superano, seppur di poco, la quota del 50% attestandosi a 50,6%. L'investimento in titoli di stato è tornato a

crescere, dopo che negli anni 2009 e 2010 era rimasto stabile al 46%, a causa delle tensioni riscontrate sui titoli di stato in quegli anni, la riduzione degli spread nella seconda parte del 2011 e nel 2012 ha ridato fiducia all'investimento in titoli del debito sovrano e la quota nel portafoglio è tornata a crescere. La quota investita nell'azionario è rimasta invece più o meno stabile intorno al 14% negli ultimi anni, solo nel 2011 essa si è attestata al 12%, la bassa variazione percentuale può essere però considerata fisiologica. Una variazione significativa è avvenuta sull'investimento in immobili, che ha assunto un trend decrescente, nel 2010 infatti veniva investita una quota del 6,9%, mentre nei 2 anni successivi si è avuto un disinvestimento che ha portato la quota a scendere al livello del 4,1% nel 2012. Le difficoltà nel mercato immobiliare italiano, a seguito della crisi del 2009, che ha causato una notevole discesa dei prezzi, hanno portato probabilmente i fondi pensione a ridurre gli investimenti in quel settore, considerato meno remunerativo e anzi a rischio minusvalenze. Al fine di ottenere maggiori informazioni sulla gestione finanziaria dei fondi pensione, la COVIP ha richiesto, dal 2011 l'indicazione della *duration* e del *turnover*, definiti, nel glossario COVIP rispettivamente come “un indicatore del rischio di tasso di interesse cui è sottoposto un titolo o un portafoglio obbligazionario. Nella sua versione più comune è calcolata come media ponderata delle scadenze dei pagamenti per interessi e capitale associati a un titolo obbligazionario.” E come “Indicatore che esprime la quota del portafoglio titoli che nel periodo di riferimento (in genere l'anno) è stata “ruotata” ovvero sostituita con altri titoli” che viene calcolata come:

$$turnover_n = \frac{\min(A_n, V_n)}{(\text{Patrimonio}_n + \text{Patrimonio}_{n-1}) \frac{1}{2}}$$

Dove A_n e V_n sono gli acquisti e le vendite effettuate nel periodo considerato. Per quanto riguarda la *duration* essa si è attestata al 4,5, in aumento rispetto al valore dell'anno precedente, 3,7; un così considerevole aumento riflette una rischiosità più alta del portafoglio, maggiormente esposto ad una variazione dei tassi di interesse visto che quest'ultimi hanno un effetto più accentuato sui titoli a più

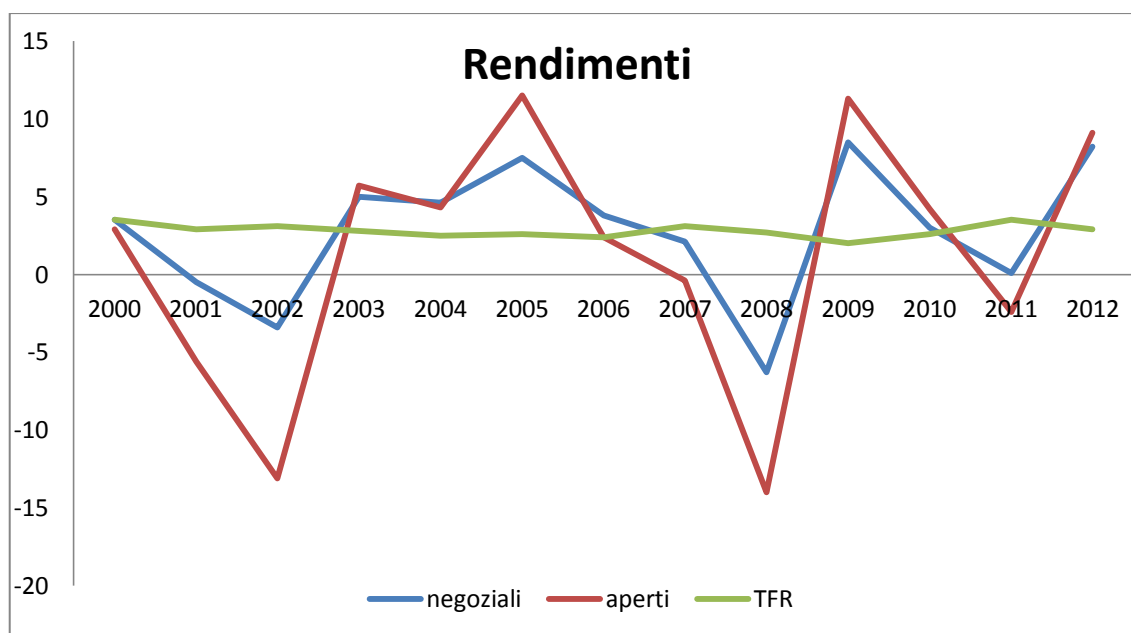
lunga scadenza. Il *turnover* di portafoglio invece, al contrario della *duration* è diminuito, dal valore del 96,2% è sceso all'87,5%, c'è stata cioè una maggior difficoltà a vendere i titoli in portafoglio, segno cioè di maggiori difficoltà sul mercato dei capitali.

3.4 I rendimenti

Come più volte sottolineato, l'entità della rendita pensionistica che un fondo pensione sarà in grado di erogare al cliente dipende dall'ammontare di contributi che il lavoratore ha versato durante la sua vita lavorativa e da quanto il gestore del fondo riesce ad incrementarne il valore, tramite l'investimento nei mercati dei capitali. Appare chiaro quindi che una variabile da tenere in considerazione, per capire l'andamento dei fondi pensione in un determinato paese, sono i rendimenti realizzati da quest'ultimi. In particolare è necessario valutare la performance dei fondi rispetto al benchmark che abbiamo definito ombra, vale a dire il tasso di rivalutazione del TFR. Il 2012 è stato un anno positivo sotto l'aspetto dei rendimenti, la performance ottenuta dai fondi negoziali e da quelli aperti è stata rispettivamente dell'8,2 e del 9,1 per cento. Questo grazie ad un periodo positivo dei mercati finanziari che hanno fatto registrare performance soddisfacenti. Il rendimento del TFR si è attestato invece intorno al 2,9%, in leggera flessione rispetto a quello realizzato nell'anno precedente, vale a dire 3,5%. Questa riduzione è dovuta alla diminuzione del tasso di inflazione che, come illustrato in 1.4, gioca a sfavore della rivalutazione del TFR. Analizzando il grafico dei rendimenti dal 2000 al 2012 si nota come i fondi aperti e quelli negoziali abbiano avuto un rendimento volatile, mentre il TFR ha subito oscillazioni contenute, grazie alla relativa stabilità del tasso di inflazione da sempre costantemente sotto l'occhio della BCE, la quale ha, per statuto, il compito di mantenerlo stabile e al di sotto della soglia del 2%. La performance ottenuta nell'ultimo anno è certo

incoraggiante considerando che il rendimento dell'anno precedente è addirittura negativo per i fondi aperti, -2,4%, e praticamente nullo per i fondi negoziali, 0,1%. La differenza nei rendimenti è dovuta essenzialmente ad una diversa *asset allocation* dei fondi, infatti quelli più esposti ai mercati azionari hanno visto crollare i rendimenti nel 2011 ed aumentarli nell'anno successivo; andando ad osservare l'indice delle azioni mondiali in valuta locale, si può notare che, nel 2012, è cresciuto del 15,7% mentre nell'anno precedente era arretrato del 5 per cento. Il grafico sui rendimenti delle forme previdenziali complementari e del TFR può esserci utile per fare alcune osservazioni, innanzi tutto è facile notare come i periodi di rendimenti negativi coincidano con i periodi di crisi dei mercati finanziari; nel 2001-2002 si registrano rendimenti negativi in concomitanza con lo scoppio della bolla che ha interessato i titoli del comparto tecnologico, nel 2007-2008 la cattiva performance è dovuta alla crisi dei *mutui subprime*, la flessione registrata nel 2011 è dovuta invece alle tensioni sui debiti sovrani dei paesi dell'area euro, e dalle politiche di austerità che ne sono seguite.

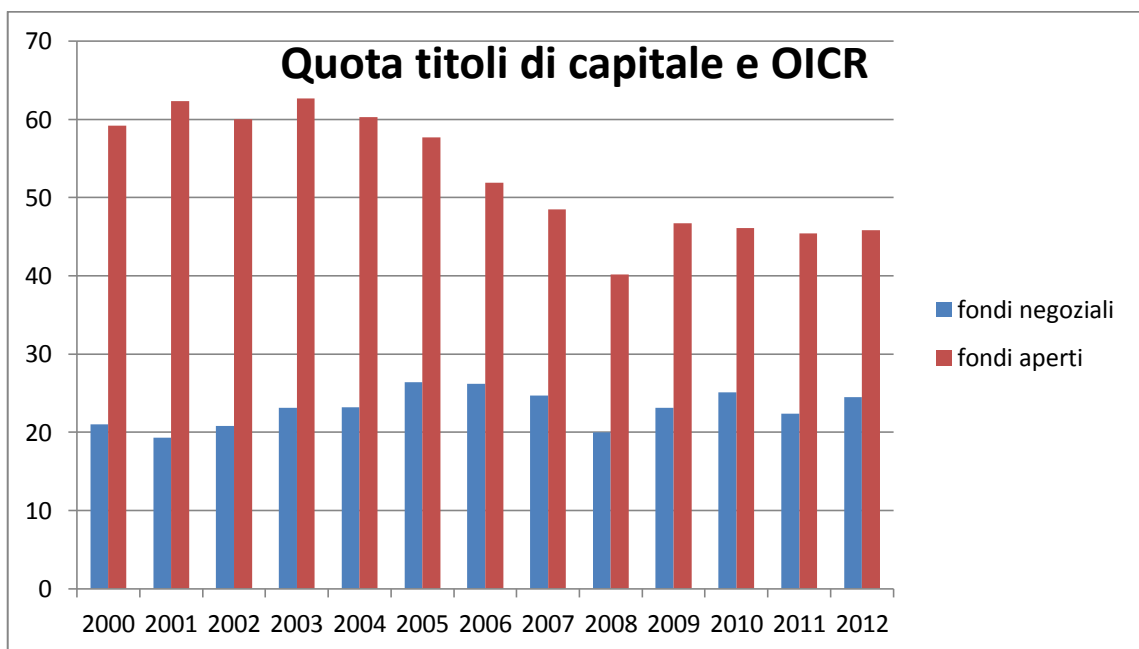
Grafico n°20:



Fonte: elaborazione propria su dati COVIP

Un'altra considerazione merita di essere fatta; osservando gli andamenti dei rendimenti dei fondi negoziati e di quelli aperti si può notare immediatamente come i secondi abbiano un andamento meno volatile, la linea blu infatti, che rappresenta i fondi pensione negoziati, rimane sempre sotto quella rossa nei momenti di picco, positivi o negativi. Anche nel 2012, in un momento in cui si tornano a vedere performance positive, il fondi pensione aperti ottengono rendimenti maggiori rispetto a quelli negoziati, anche se l'anno precedente i primi avevano ottenuto addirittura performance negative. Il motivo di questa maggior reazione dei fondi pensione aperti al ciclo economico va ricercata nella diversa asset allocation che caratterizza i fondi aperti e quelli negoziati. I primi infatti presentano una più marcata componente azionaria rispetto agli altri che invece, in media, investono di più nel comparto obbligazionario ed in particolare in titoli di stato. La prevalenza di azioni fa sì che in periodi positivi i fondi aperti riescano ad ottenere performance migliori, come, ad esempio, nel 2005 o nel 2009; per contro però l'elevata volatilità insita nei titoli di capitale porta a perdite maggiori quando i mercati sono in una fase orso, come è capitato nel 2002 o nel 2008.

Grafico n°21:



Fonte: elaborazione propria su dati COVIP

Come evidente dal grafico l'investimento in titoli di capitale e in OICR è molto più marcata per i fondi aperti che, nel 2003, sfiorano addirittura il 65% del patrimonio totale investito. L'ultima considerazione interessante riguarda i rendimenti cumulati nell'intervallo 2000-2012; come precisato anche all'inizio di questo paragrafo è importante vedere se il rendimento ottenuto dai fondi pensione riesce a battere quello "ombra", vale a dire la rivalutazione del TFR. I risultati in questo senso parlano chiaro, andando a cumulare i rendimenti per i fondi pensione aperti, la performance nell'arco dei 12 anni risulta essere del 15,9%, quella dei fondi negoziali del 36,1% mentre quella del TFR del 36,6%. Seppur di poco la rivalutazione del TFR batte il rendimento dei fondi pensione negoziale mentre più che doppia quella dei fondi aperti. In questo periodo è quindi convenuto aver mantenuto il TFR presso la propria azienda anziché devolverlo alla previdenza complementare. Appare chiaro però che questi risultati sono stati pesantemente condizionati da un ciclo economico particolarmente negativo, che ha visto susseguirsi lo scoppio di bolle speculative, crisi finanziarie e crisi del debito. Le potenzialità della previdenza complementare rimangono quindi del tutto intatte, posto che un altro lasso di tempo così negativo per il suo sviluppo e per l'economia in generale è, se non del tutto impossibile, quantomeno improbabile.

3.5 In particolare: i fondi negoziali e i fondi aperti

Dopo aver analizzato il sistema previdenziale nel suo complesso, facendo cioè riferimento ad indicatori “sistemici”, può essere utile andare a vedere come il sistema è suddiviso al suo interno, ovvero come sono ripartite le risorse, gli aderenti ed altre variabili significative tra le varie tipologie di fondi pensione. I fondi pensione negoziali autorizzati sono, nel 2012, 39, uno in più rispetto ai due anni precedenti, nei quali erano 38. L’aumento deriva dalla concessione di 3 autorizzazioni, per il fondo FUTURA, rivolto ai geometri liberi professionisti e per il fondo SIRIO, rivolto ai lavoratori dei ministeri e degli enti pubblici non economici; in più c’è stata l’autorizzazione all’attività del fondo FONDAEREO derivante dalla fusione di due fondi operanti nel settore del volo. Grazie ai primi due fondi citati si sono andate a coprire categorie che rimanevano escluse dalla previdenza complementare almeno per quanto riguardava i fondi di categoria.

Tabella n°5:

Fondi pensione negoziali. Dati di sintesi.

(dati di fine anno; flussi annuali per contributi; importi in milioni di euro)

	2011	2012
Numero fondi	38	39
Iscritti	1.994.280	1.969.771
<i>Variatione percentuale</i>	-0,8	-1,2
Nuovi iscritti nell’anno	71.000	60.000
Contributi	4.212	4.269
Attivo netto destinato alle prestazioni (ANDP)	25.272	30.174
<i>Variatione percentuale</i>	12,9	19,4

Fonte: COVIP 2012

Per il 2012 il patrimonio dei fondi negoziali, attivo destinato alle prestazioni (ANDP), ha superato i 30 miliardi di euro, in aumento del 19,4% rispetto all’anno precedente. Gli iscritti ai fondi pensione negoziali, nel 2012, sono

1.969.771, nonostante le nuove iscrizioni, 60.000 unità, il numero totale di iscritti ai fondi negoziali è risultato in diminuzione, dell'1,2%.

Tabella n°6;

Fondi pensione negoziali. Iscritti per condizione professionale.
(dati di fine 2012)

	Fondi	Lavoratori dipendenti		Lavoratori autonomi	Totale
		Settore privato	Settore pubblico		
Totale	39	1.813.998	151.427	4.346	1.969.771

Fonte: COVIP 2012

Analizzando la composizione degli iscritti si nota lo squilibrio verso il settore dei lavoratori dipendenti, e in particolare verso i lavoratori dipendenti del settore privato; in totale arrivano infatti a 1.813.998, quelli dipendenti del settore pubblico sono 151.427 mentre i lavoratori autonomi iscritti ai fondi negoziali sono solamente 4.346. Analizzando invece la composizione dei contributi versati dai lavoratori dipendenti, appare evidente come, per la maggior parte, essi siano rappresentati dal versamento del TFR; i contributi raccolti ammontano infatti a 4,261 miliardi e di questi 2,737 scaturiscono dal versamento del TFR; i restanti sono il contributo a carico del datore di lavoro, 638 milioni di euro e il contributo del lavoratore, 886 milioni. L'impatto dei lavoratori autonomi è chiaramente basso anche in termine di contributi, essi ammontano infatti a 8 milioni.

Tabella n°7:

Fondi pensione negoziali. Flussi contributivi.
(dati di flusso; importi in milioni di euro; contributo medio in euro)

Contributi raccolti	2011	2012
Lavoratori dipendenti	4.205	4.261
a carico del lavoratore	884	886
a carico del datore di lavoro	595	638
TFR	2.726	2.737
Lavoratori autonomi	7	8
Totale	4.212	4.269
<i>Per memoria:</i>		
Contributo medio per iscritto	2.320	2.410

Fonte: COVIP 2012

Dopo l'analisi dei fondi pensione negoziali passiamo a quella dei fondi aperti; come specificato l'iscrizione ai fondi aperti è permessa ad ogni tipo di lavoratore, non è necessario essere iscritti a particolari categorie e sono gestiti da SGR che vanno ad investire le risorse sui mercati finanziari, solitamente con più esposizione sull'azionario rispetto ai fondi negoziali e seguendo una logica puramente economica. Come visto, il settore della previdenza complementare sta attraversando da anni una fase di razionalizzazione, le forme previdenziali si sono infatti costantemente ridotte dagli anni 2000. I fondi pensione aperti, per il quinto anno consecutivo, non hanno registrato nuove richieste di autorizzazione. Il numero di fondi aperti, nel 2012, si è ridotto di 8 unità a causa di sei operazioni di cessione e contestuale fusione dei fondi e di un caso di chiusura per cessazione attività. Il numero di fondi aperti per il 2012 è di 59 unità. A differenza di quelli negoziali, nel 2012 il numero di aderenti ai fondi aperti è aumentato; i nuovi aderenti sono stati leggermente inferiori, 57.000 contro le 60.000 unità di quelli negoziali, ma in totale, al netto quindi delle uscite, gli aderenti sono risultati in crescita del 3,7%, con un passaggio da 881.311 a 913.913. L'attivo netto destinato alle prestazioni ha superato la soglia dei 10 miliardi, attestandosi a 10 miliardi e 78 milioni, in netta crescita rispetto all'anno precedente, del 20,5%.

Tabella n°8:

Fondi pensione aperti. Dati di sintesi.

(dati di fine anno, salvo flussi annuali per contributi; importi in milioni di euro)

	2011	2012
Numero	67	59
Iscritti	881.311	913.913
<i>Variazione percentuale</i>	<i>3,9</i>	<i>3,7</i>
Nuovi iscritti nell'anno	54.000	57.000
Contributi	1.222	1.205
Attivo netto destinato alle prestazioni (ANDP)	8.364	10.078
<i>Variazione percentuale</i>	<i>11,0</i>	<i>20,5</i>

Fonte: COVIP 2012

La ripartizione degli iscritti ai fondi per condizione professionale è profondamente diversa rispetto a quella osservata per i fondi pensione negoziali; in essi era infatti marcato un pesante squilibrio verso i lavoratori dipendenti, ed in particolare quelli del settore privato mentre i lavoratori autonomi rappresentavano una porzione marginale. Nei fondi aperti invece non è riscontrabile uno squilibrio marcato verso una categoria di lavoratori, i lavoratori autonomi e quelli dipendenti rappresentano praticamente la stessa quota; i dipendenti sono 435.273 mentre i lavoratori autonomi sono 478.640, le quote sono rispettivamente del 47,6% e del 52,4%. La crescita delle adesioni, riscontrata per i fondi aperti è stata favorevole ai lavoratori autonomi, infatti l'incremento degli aderenti appartenenti alla categoria è stata del 4,1% mentre l'incremento dei lavoratori dipendenti è stato del 3,2%.

Tabella n°9:

Fondi pensione aperti. Iscritti per condizione professionale.
(dati di fine anno)

Condizione professionale	2011		2012	
	Numero	%	Numero	%
Lavoratori autonomi	458.008	52,0	478.640	52,4
Lavoratori dipendenti	423.303	48,0	435.273	47,6
Totale	881.311	100,0	913.913	100,0

Fonte: COVIP 2012

Come ci si poteva attendere i fondi pensione aperti sono utilizzati in modo preminente dai lavoratori autonomi, i quali non hanno la possibilità di aderire a fondi negoziali in quanto non appartenenti a categorie per le quali sono stati istituiti fondi contrattuali. L'unico modo di accedere alla previdenza collettiva risulta dunque quella di sottoscrivere un fondo pensione aperto; le basse adesioni rispetto ai fondi negoziali però, 913.913 unità contro 1.969.771 indicano che la strada da percorrere è ancora lunga per far sì che anche i lavoratori autonomi comincino a sottoscrivere forme previdenziali complementari collettive. Questo divario si riflette ovviamente anche sulle masse gestite dalle diverse categorie di

fondi, i fondi negoziali gestiscono 30 miliardi di Euro, i fondi pensione aperti invece arrivano, per la prima volta, a superare il muro dei 10 miliardi, un terzo rispetto a quelli di categoria. Il maggior numero di lavoratori autonomi aderenti ai fondi aperti fa anche aumentare la mole di contributi versati da parte di questi soggetti ai fondi, in quelli negoziali il basso numero di aderenti fra i lavoratori autonomi mantiene bassi i contributi, appena 8 milioni di euro contro i 416 milioni dei fondi aperti. I contributi raccolti dai fondi aperti sono nettamente inferiori rispetto a quelli dei fondi negoziali, in parte perché, chiaramente, le adesioni sono inferiori e in parte perché i contributi medi per iscritto sono più bassi per gli aderenti ai fondi pensione aperti. Questo aspetto non va sottovalutato, guardando infatti i contributi medi per iscritti è possibile vedere come il contributo medio dei lavoratori autonomi sia significativamente più basso rispetto a quello dei lavoratori dipendenti, a causa dell'impossibilità di devolvere il TFR oppure di usufruire del contributo del datore di lavoro. Il maggior numero di aderenti appartenenti al settore autonomo, che quindi hanno una contribuzione media più bassa, fa quindi scendere l'importo del contributo medio per iscritto, per questo non è possibile giustificare i minori contributi raccolti dai fondi pensione aperti solo col fatto che gli aderenti sono meno, è necessario precisare anche che fra questi aderenti una parte consistente, circa la metà, appartiene al settore autonomo e quindi ha una contribuzione media più bassa.

Tabella n°10:

Fondi pensione aperti. Flussi contributivi.
(dati di flusso; importi in milioni di euro; contributo medio in euro)

	Contributi raccolti	
	2011	2012
Lavoratori dipendenti	805	789
<i>a carico del lavoratore</i>	180	187
<i>a carico del datore di lavoro</i>	138	134
<i>TFR</i>	487	468
Lavoratori autonomi	417	416
Totale	1.222	1.205
<i>Per memoria:</i>		
Contributo medio per iscritto	2.320	2.250
Lavoratore dipendente	2.590	2.530
Lavoratore autonomo	1.930	1.860

Fonte: COVIP 2012

Per il resto è possibile notare come la quota maggiore dei contributi dei lavoratori dipendenti, così come avveniva nei fondi negoziali, è rappresentata dal TFR, 464 milioni contro i 187 del contributo del lavoratore o i 134 del contributo a carico del datore di lavoro. A sostegno della tesi precedente è ben visibile inoltre che, nonostante la differenza di adesioni tra lavoratori autonomi e lavoratori dipendenti sia di poche migliaia, la differenza nella contribuzione assume proporzioni significative, 789 milioni contro 416.

3.6 Il ruolo dei fondi pensione nello sviluppo dei mercati finanziari

Accanto alla loro tipica funzione di natura previdenziale, che differenzia appunto i fondi pensione dalle altre figure di investimento collettivo, occorre evidenziare come essi gestiscano, anche se non direttamente, un'ingente mole di risorse finanziarie che vengono destinate ad investimenti in strumenti negoziati sui mercati mobiliari. Questo aspetto della gestione dei fondi pensione fa sì che essi siano qualificati come investitori istituzionali, capaci quindi di agire da collettori di risparmio tra privati e mondo delle imprese (Gai, 1996). Occorre notare a riguardo come, nel nostro sistema finanziario, sia da sempre auspicata una presenza più intensa di questa tipologia di investitori. Dall'analisi di quei paesi dove i fondi pensione si sono affermati da tempo, risulta evidente, infatti, il loro essenziale apporto allo sviluppo del sistema finanziario, apporto che potrebbe essere ancor più decisivo nel caso italiano. Un effetto immediato della loro apparizione potrebbe essere, ad esempio, connesso all'aumento dei volumi di negoziazione, con la naturale conseguenza di avviare verso il mercato masse di risparmio che altrimenti avrebbero continuato a stagnare ai margini, in canali di investimento statici. Un altro aspetto da sottolineare riguarda gli squilibri derivanti dalla presenza di asincronia temporale. Nel nostro paese questo tipo di problema è molto accentuato a causa di una massiccia presenza di impieghi a

breve termine a fronte di una richiesta di fondi di lungo periodo. Vista la peculiare composizione del passivo e la continuità e prevedibilità dei loro flussi di risorse, i fondi pensione potrebbero rappresentare la risposta perfetta al problema testè enunciato, presentando, alle imprese, una domanda stabile di attività finanziarie. Essi sarebbero quindi in grado di finanziare le imprese coinvolgendo risparmio privato, che altrimenti sarebbe attratto da forme di brevissimo termine, senza innescare quel processo inflattivo che invece è tipico di investimenti di natura pubblicistica. Queste considerazioni ci consentono quindi di capire come i fondi pensione siano in grado di spostare il baricentro dell'intermediazione a favore del mercato mobiliare, contribuendo a far diventare un sistema da sempre "orientato agli intermediari" come il nostro, maggiormente "orientato al mercato". Oltre a questi aspetti di natura tecnica ce ne sono anche altri, riferiti agli effetti di uno sviluppo dei fondi pensione sul modello capitalistico. Sembra infatti possibile affermare come l'affermarsi sul mercato di questi soggetti, in possesso di mezzi finanziari via via crescenti, possa favorire anche nel nostro Paese lo sviluppo di un "capitalismo diffuso" in sostituzione del capitalismo di tipo familiare che adesso caratterizza le nostre imprese. E' risaputo infatti che la struttura prevalente delle nostre imprese è quella familiare, in cui gli azionisti sono spesso uniti da legami parentali o di stretta amicizia. L'istituzionalizzazione del risparmio privato potrebbe spingere verso l'apertura al mercato di queste piccole realtà, con effetti benefici sia in termini di efficienza delle aziende che di trasparenza nella gestione. Oltre a questo importante è anche l'attribuzione ai fondi del diritto di voto, chiaro indicatore di come il legislatore abbia voluto, "dando voce" a questi investitori, realizzare un nuovo modello di controllo dell'impresa favorendo la partecipazione degli azionisti risparmiatori alla gestione. Con l'ingresso di investitori istituzionali nella compagine azionaria, investitori che, come evidenziato in precedenza, hanno un ottica di lungo periodo, è possibile che i *managers* non siano più indotti, come in passato, a perseguire obiettivi di brevissimo periodo per compiacere gli interessi di pochi azionisti. In questo modo si andrebbe ad affermare la figura della *public company*, cioè di quell'azienda ad azionariato diffuso in cui i *managers* sono

valutati per la loro capacità di realizzare una *performance* di lungo periodo in grado di remunerare tutti i finanziatori.

CAPITOLO QUARTO:

IL SISTEMA PREVIDENZIALE AMERICANO

4.1 Principali caratteristiche

Come indicato in precedenza, a seguito degli interventi attuati dalle varie riforme intraprese nell'ultimo ventennio, l'Italia ha cominciato quel processo che dovrebbe portarla ad adeguarsi ad un sistema previdenziale radicato essenzialmente su tre pilastri, il primo pubblico e obbligatorio, gli altri facoltativi complementari, con una linea molto sottile di demarcazione fra il secondo ed il terzo. Il "sistema Italia" è chiaramente un sistema dove il peso del *welfare state* è molto forte, per questo motivo il passaggio sopramenzionato potrebbe risultare di difficile attuazione o comunque richiedere un lungo periodo di tempo per essere portato a compimento. A questo proposito può essere utile un confronto con paesi culturalmente diversi dal nostro, di stampo anglosassone, che, a causa di storie profondamente diverse, presentano un impianto statale totalmente differente. La differenza del sistema stato si riflette, chiaramente, anche su quello che è il sistema previdenziale che con il peso dello stato nell'economia è strettamente connesso. Un confronto utile può essere quello fatto con il sistema previdenziale americano, vale a dire il primo stato che ha sviluppato un sistema di previdenza privata collettiva, da sempre basato sul sistema della capitalizzazione. Curioso è osservare come, mentre in Italia si cercava di introdurre il sistema previdenziale obbligatorio, negli USA nasceva il primo piano pensionistico complementare, creato da "The American Express Company" nel 1889. Il sistema pubblico obbligatorio nasce invece anni dopo,

precisamente nel 1935 introdotto dal presidente Roosevelt, il sistema prende il nome di *social security* e copre il 96% dei lavoratori attivi negli Stati Uniti; a fronte di un contributo fisso per tutti gli aderenti, 6,2% per il lavoratore dipendente e 6,2% per il datore di lavoro, 12,4% per il lavoratore autonomo, eroga prestazioni crescenti al diminuire del reddito medio percepito dal lavoratore nell'arco dell'intera vita lavorativa, da un minimo del 20% per i lavoratori più ricchi fino ad un massimo dell'80%. Un lavoratore con reddito medio può prevedere di percepire un sussidio di pensionamento pari al 40% del suo reddito medio sull'arco della vita lavorativa (Social security administration 2013, A). Per quanto riguarda l'età di pensionamento è posta a 65 anni per i nati prima del 1938, essa aumenta gradatamente fino ai 67 anni per i nati dal 1960 in avanti. E' possibile posticipare la pensione fino ai 70 anni guadagnando crediti speciali per ogni mese in cui non si percepisce il sussidio, crediti che andranno ad incrementare l'ammontare della pensione (Social security administration 2013, B). Comprendere come funziona il sistema americano può essere utile per non cadere nell'errore di credere che l'importazione totale del modello possa avere il medesimo successo anche in Italia; un esempio può essere quello rappresentato dai numeri sugli occupati negli Stati Uniti dal 1970 al 1999, passati da 78,7 milioni a 146,7 milioni, con un rapporto tra pensionati e occupati passato dal 3,0% al 3,1% (Department of Labor, website). Numeri non paragonabili a quelli dell'economia italiana che negli stessi anni ha visto gli occupati passare da 18,7 milioni a 20,8 con un rapporto tra pensionati e occupati nel 1999 sceso all'1,26 dall'1,7 (INPS, ISTAT, website). Oltre al social security appena indicato il sistema americano si compone di altri due pilastri, la cui distinzione è molto sottile, tanto da poter essere ricompresi in uno solo della previdenza complementare essendo entrambi a base volontaria. Chiaramente a necessitare in maniera più significativa di questo tipo di previdenza saranno i lavoratori a medio ed alto reddito che trovano nella *social security* una copertura minore. Questa volontarietà fa sì che il lavoratore scelga tra la forma previdenziale in grado di offrirgli rendimenti maggiori per quando andrà in pensione, questo aspetto fa sì che la concorrenzialità fra le forme previdenziali sia molto accesa

facendo sì che l'offerta sia molto vasta per andare incontro alle diverse esigenze dei lavoratori. Tra i principali strumenti del sistema previdenziale americano vanno ricordati i piani collettivi a beneficio definito, i piani collettivi a contribuzione definita, i piani pensionistici individuali a contribuzione definita e le annuity. I piani collettivi a beneficio definito sono sicuramente i piani più diffusi negli USA, anche se il trend attuale sta conducendo ad una loro progressiva riduzione. La non eliminabilità di questi fondi è dovuta al fatto che la copertura della previdenza obbligatoria è molto bassa e questi tipi di piani rappresentano una fonte di reddito sicura per i sottoscrittori. In questo caso è la prestazione spettante al lavoratore ad essere definita in sede di stipulazione del contratto; essa è rappresentata da una formula decisa dallo sponsor del fondo, ad esempio i piani definiti come *final average pay (FAP)* vedono la loro rendita mensile calcolata moltiplicando il numero di anni lavorati con il salario percepito al momento del pensionamento moltiplicato per un fattore conosciuto come *accrual rate* (United States Code (USC)). La sicurezza della prestazione è data da una forma di riassicurazione, stipulata presso la *pension benefit guaranty corporation*, che il fondo è obbligato a sottoscrivere (COVIP 2002, A); in questo modo è garantita sia la stabilità finanziaria che l'erogazione delle prestazioni. I piani collettivi a contribuzione definita sono, invece, dei piani in cui i benefici ottenuti da ciascun aderente dipendono dai contributi versati e dai guadagni derivanti dagli investimenti, a queste componenti vanno dedotte le spese di gestione ed eventuali perdite. Essi sono sponsorizzati dai datori di lavoro, e i contributi, versati dal datore di lavoro o dal lavoratore, confluiscono in un conto separato per ogni partecipante (Internal Revenue code). I contributi sono successivamente investiti nei mercati finanziari e dopo il pensionamento il lavoratore riceverà un rendita spesso attraverso l'acquisto di una *annuity*, un contratto finanziario in forma di prodotto assicurativo. Alcuni esempi di questa tipologia di piani sono i piani 401 (k); in questa tipologia di piani il risparmio previdenziale è assicurato dal datore di lavoro e dedotto dallo stipendio del lavoratore prima delle tasse con un limite di 17500 \$ l'anno. Fra i piani individuali a contribuzione definita il più importante è sicuramente l'IRA,

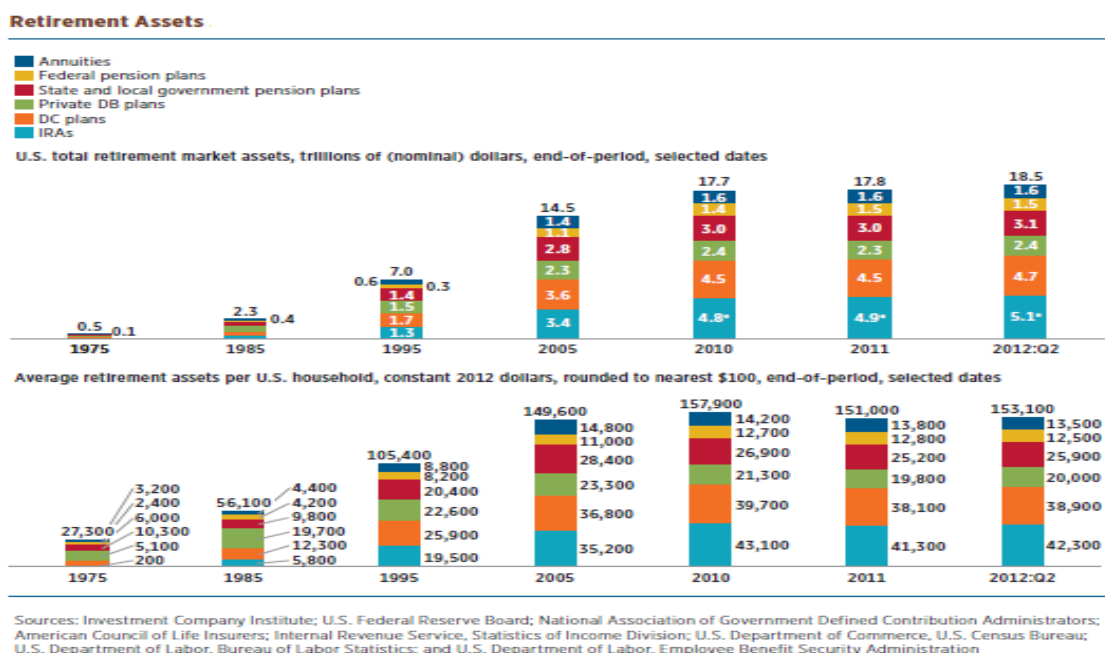
individual retirement account, un piano individuale offerto da molte istituzioni finanziarie, solitamente siglato dal lavoratore accanto ad un piano collettivo. Il versamento annuale massimo è fissato a 5500 \$, l'investitore può scegliere di investire in qualunque prodotto del mercato finanziario ad eccezione dei prodotti del ramo vita offerti dalle compagnie di assicurazione (Internal Revenue Service 2012) . Questo tipo di previdenza individuale è solitamente utilizzata dai lavoratori più ricchi rispetto a quelli che sottoscrivono esclusivamente i 401(k), l'agevolazione fiscale di questi strumenti è inoltre decrescente all'aumentare del reddito del sottoscrittore. Come accennato in precedenza negli ultimi anni i piani a contribuzione definita stanno costantemente aumentando rispetto a quelli a beneficio definito, percepiti come sempre più rischiosi dai datori di lavoro e per questo sempre meno sponsorizzati. Distinguendo tra piani individuali e piani collettivi va notata invece la preferenza del legislatore per i secondi, incentivati grazie a una minor pressione fiscale, sia in termini di soglie di deducibilità che di esenzione fiscale.

4.2 Evidenze del successo

Per capire se il sistema previdenziale statunitense abbia assolto, negli anni, il suo compito di garantire un livello di reddito sufficientemente elevato ai lavoratori una volta pensionati, andiamo a sfruttare delle evidenze empiriche tratte da indicatori che risultano essere particolarmente appropriati per l'analisi da svolgere. Cominciamo con l'analizzare l'ammontare di attività che vengono destinate al sistema previdenziale dai lavoratori americani. In questo modo si può andare a vedere l'importanza attribuita alla previdenza complementare dalle famiglie americane, sintomo di quella "cultura previdenziale" che abbiamo detto essere, per ora, poco sviluppata in Italia. Per attività destinate alla previdenza intendiamo gli IRAs, i piani a contribuzione definita (DC), i piani a benefici

definiti del settore privato (DB), piani previdenziali statali e federali e le *annuity*. Nel 2012 il valore delle attività destinate alla previdenza ammonta a 18,5 trilioni di dollari, e rappresenta il 36% della ricchezza finanziaria accumulata dalle famiglie statunitensi (Investment company institute, 2012). Gli IRAs rappresentano più di un quarto del totale, hanno quindi visto il loro incremento negli anni, considerando che, nel 1985 rappresentavano circa il 10% del totale. Per quanto riguarda i DC plans la loro incidenza sul totale è rimasta costante intorno al 25%, in termini assoluti invece possiamo notare un incremento delle risorse investite in questa tipologia di piano, dal 2005 al 2012 si è passati da 3,6 trilioni a 4,7. Stesso discorso non può invece essere fatto per i DB plans offerti dal settore privato, abbiamo già evidenziato in precedenza che essi sono sostanzialmente ineliminabili, vista la necessità, da parte dei lavoratori più ricchi, di integrare la *social security* con piani previdenziali complementari che abbiano la caratteristica della bassa rischiosità. Questa forma previdenziale tende ad essere, tuttavia, più rischiosa per i datori di lavoro, che quindi stanno sempre più sponsorizzando piani di tipo DC; la quota dei piani DB si sta infatti riducendo rispetto al totale e il loro ammontare, in senso assoluto, è stabile intorno ai 4 trilioni dal 2005.

Grafico n°22: Assets gestiti dai fondi pensione USA

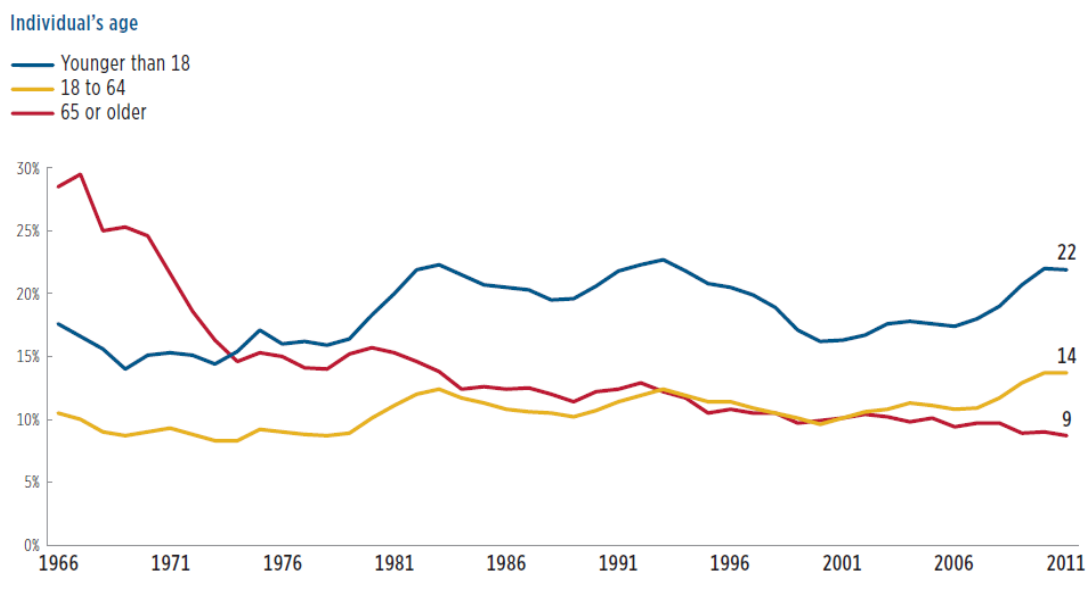


Analizzando invece l'andamento generale delle risorse investite nella previdenza complementare possiamo vedere come esse siano crescenti dal 1975 al 2012, segno dell'importanza sempre maggiore attribuita dai lavoratori a questo tipo di risparmio. I risparmi previdenziali medi per famiglia seguono praticamente lo stesso andamento; nel 2012 si attestavano a 153100 \$, un valore, rispetto al 1985, superiore di 2,7 volte; guardando invece a 10 anni prima, cioè il 1975, il valore del 2012 risulta essere superiore di 5,6 volte. Il trend di crescita costante è stato evidentemente interrotto dalla crisi che ha colpito gli Stati Uniti nel 2008; tuttavia dopo una decrescita osservabile dal 2010 al 2011, già nel 2012 si può osservare un aumento degli asset previdenziali detenuti per famiglia, segno che, comunque, il risparmio previdenziale rimane una delle priorità per le famiglie americane. Dopo aver constatato l'attitudine al risparmio previdenziale da parte delle famiglie americane, dimostrato dalla grande massa di "assets" detenuti e dalla costanza della loro crescita anche dopo un periodo difficile come quello del 2008, andiamo ad analizzare il tasso di povertà delle persone che hanno superato un'età di 65 anni, cioè quanti, fra le persone pensionate, hanno un reddito inferiore alla linea di povertà (U.S. census bureau, 2012). Nel 1966 il tasso di povertà tra le persone con un'età superiore ai 65 anni era del 30%. Un'incidenza molto elevata che faceva presagire dei problemi nella stabilità del sistema, incapace di offrire livelli di reddito sufficienti una volta raggiunta l'età pensionabile. Negli anni seguenti l'indicatore è sceso in modo significativo nonostante, nel periodo considerato, si inserisce la recessione del 2008 che, come spesso ricordato, è forse una delle più gravi mai osservate insieme a quella del '29'.

Grafico n°23: Tasso di povertà per età, 1966-2011

Poverty Rates Among People Aged 65 or Older Have Fallen over Time

Poverty rates by age, percentage of individuals in age group, 1966-2011



Source: U.S. Census Bureau, Current Population Survey: 1967 to 2012 Annual Social and Economic Supplements

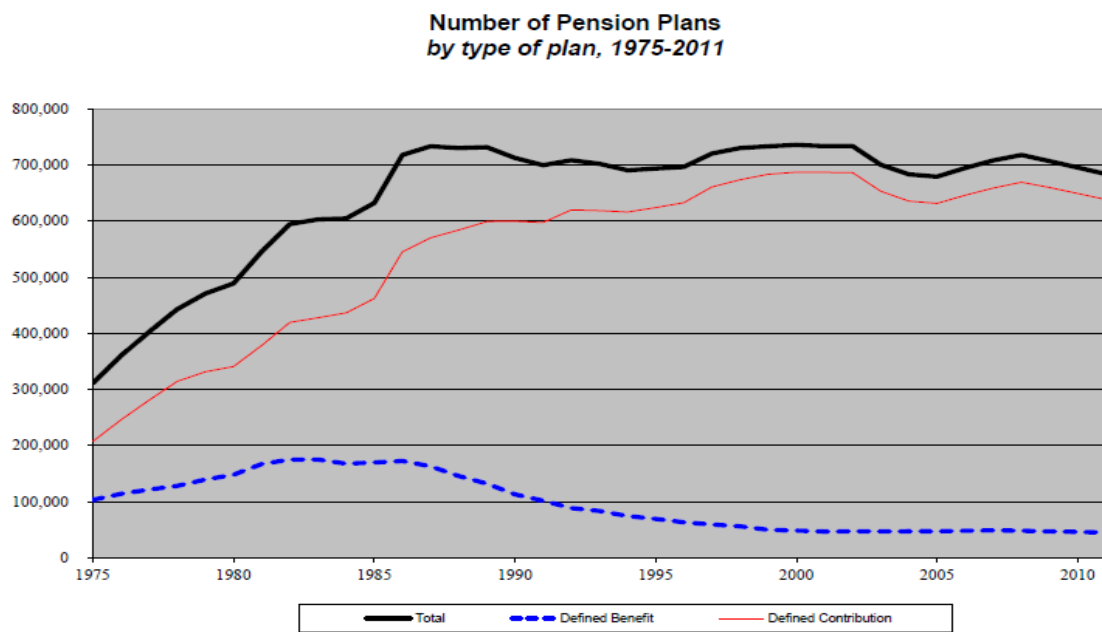
Per il 2011 l'indicatore si attesta al 9%, un valore inferiore a quello della popolazione in età lavorativa o più giovane dei 18 anni che non ha un reddito più alto della linea di povertà; i primi sono, nel 2011, il 14% mentre i secondi addirittura il 22%. Osservando il grafico si nota come, mentre i poveri con un'età superiore ai 65 anni sono nettamente diminuiti, quelli in età lavorativa e quelli giovani, cioè con un'età inferiore ai 18 anni, sono costantemente aumentati arrivando a superare, in tutti e due i casi, il numero di pensionati poveri. Questo è sicuramente un sintomo di successo del sistema, capace di garantire un reddito sufficientemente elevato ai lavoratori che, dopo aver contribuito alla social security e/o ai piani previdenziali complementari, raggiungono l'età di pensionamento. Altri metodi per analizzare gli standard di vita dei pensionati americani sono quelli di confrontare la loro ricchezza con una ricchezza definita "ottima" e verificare se essa è superiore o inferiore a questo valore; altri studi invece analizzano i consumi dei pensionati oppure il loro reddito; in questo modo è possibile capire gli standard di vita mantenuti dopo la pensione. Per quanto

riguarda il primo aspetto si va a confrontare la ricchezza accumulata dai lavoratori vicini alla pensione con quella che, secondo la teoria del “life cycle” dovrebbero aver accumulato (Scholz, Seshadri, Khitatrakun, 2006). I dati confermano che, tra i lavoratori di età compresa tra 51 e 61 anni nel 1992, meno del 20% di loro aveva un ricchezza inferiore all’ammontare definito “target”. Tra questi, comunque, il distacco negativo medio ammontava a meno di 5000 \$, un valore che può quindi essere considerato abbastanza contenuto. Per quanto riguarda invece l’analisi del consumo i dati mostrano che, una volta andati in pensione, gli americani consumano poco di meno rispetto a quanto facevano durante la loro vita lavorativa. Tuttavia è stato osservato come il minor consumo dei pensionati sia praticamente “fisiologico”, esso è dovuto infatti, in parte, a minori spese sul cibo, dal momento che i pensionati tendono a mangiare più spesso in casa e a comprare ingredienti elementari da combinare, e in parte alla riduzione delle spese “work-related” (Hurst, Eric, 2008). Dopo queste considerazioni è possibile quindi affermare che il consumo dei pensionati rimane costante e in grado quindi di assicurare lo stesso tenore di vita tenuto durante tutto il periodo lavorativo (Hurd, Rohwedder, 2008). Come si evince da questo paragrafo gli indicatori analizzati ci danno dei risultati che sembrano palesare il successo del sistema previdenziale americano. Una grande importanza va attribuita al dato riguardante gli “asset previdenziali” detenuti dalle famiglie; è infatti da questa spiccata cultura previdenziale, che porta le famiglie a investire nella previdenza complementare dando quindi dalle grandi masse da investire ai vari fondi, che è possibile ottenere rendimenti adeguati capaci di generare una rendita elevata una volta raggiunta l’età pensionabile. In questo modo è possibile integrare l’assegno ricevuto dalla social security che, in alcuni casi, potrebbe essere non sufficiente a mantenere lo standard di vita precedente al pensionamento.

4.3 Principali indicatori

Dopo avere analizzato nel primo paragrafo il funzionamento del sistema americano e nel secondo alcuni dati che ne mostrano il buon funzionamento passiamo adesso ad analizzare i principali indicatori della previdenza complementare d'oltreoceano³, cercando di capirne le dimensioni, in termini di iscritti, risorse gestite e numero di fondi esistenti. L'analisi copre un arco temporale molto vasto, partendo dal 1975 fino al 2011; in questo modo, come abbiamo fatto per l'analisi della previdenza complementare italiana, è possibile analizzare il trend dei vari indicatori, capirne l'andamento e le possibili evoluzioni dei prossimi anni. Partiamo col numero di piani previdenziali offerti in America, suddividendo tra i piani a beneficio definito o defined benefits, di seguito indicati come DB, e quelli a contribuzione definita o defined contribution, di seguito indicati come DC.

Grafico n°24: Numero di piani previdenziali

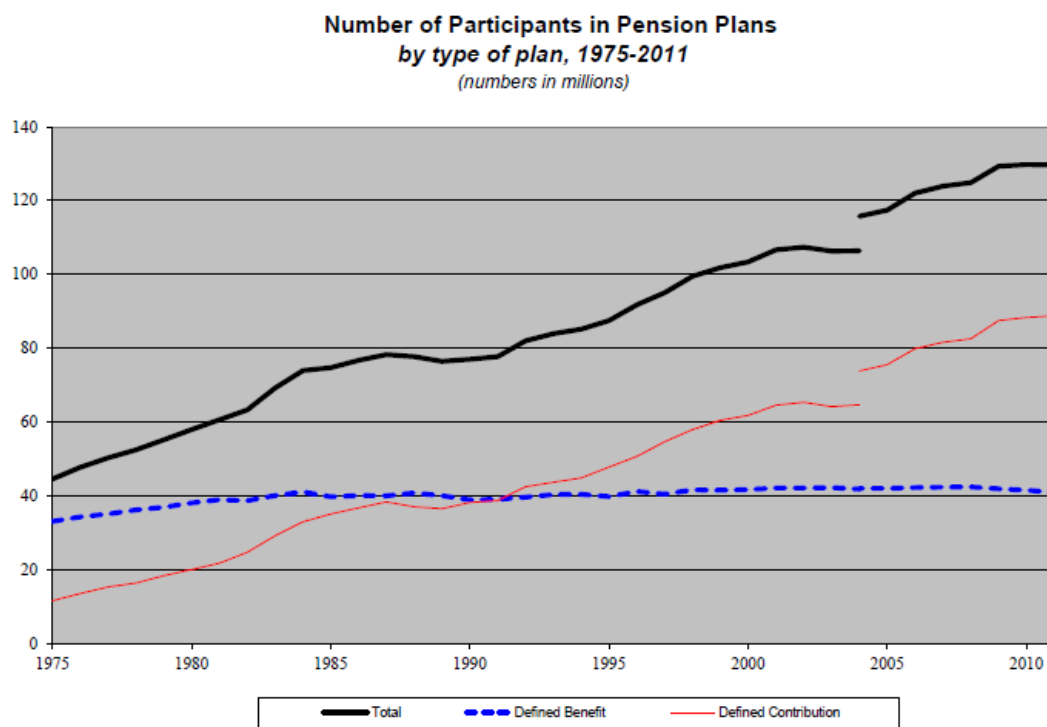


NOTE: Excludes plans covering only one participant.
SOURCE: Form 5500 filings with the U.S. Department of Labor.

³ Per i contenuti del presente paragrafo si veda diffusamente "Private pension plan bulletin historical table and graphs, USA department of labour, June 2013

In precedenza avevamo osservato come il trend sia favorevole ai piani DC ma che i piani DB avevano rappresentato, nella storia americana, lo zoccolo duro della previdenza complementare. Guardando il grafico sembra che questa affermazione sia priva di fondamento; almeno per quanto riguarda il numero, infatti, sembra netta la predominanza dei piani di tipo DC rispetto ai piani DB. Sia il trend che il valore “stock” esprimono infatti una preferenza degli sponsor per i piani DC che dal 1975 al 1995 sono costantemente cresciuti. I piani DB invece sono cresciuti dal '75 all'85 ma hanno poi visto costantemente ridursi il loro numero, fino al 2011 quando hanno toccato le 45.256 unità contro le 638.390 dei piani DC. Il numero totale di piani è cresciuto significativamente dal 1975 al 1985, anni in cui sia il numero di piani DC che quello di piani DB era in aumento, successivamente a quella data il numero di piani totali è rimasto sostanzialmente costante, oscillando intorno al valore di 700.000 unità per i successivi 25 anni. Si può quindi ipotizzare che questo valore rappresenti un punto di equilibrio per il mercato e che, a meno di shock improvvisi, nel breve periodo non varierà più di tanto. Sarà interessante vedere la reazione alla crisi del 2008; dal grafico è possibile individuare un punto di flessione proprio in corrispondenza di quella data. Ulteriori analisi future potranno indicare se l'offerta della previdenza complementare americana si sarà ridotta a causa delle difficoltà incontrate. Un altro dato viene a confermare la tesi secondo la quale il trend in atto è favorevole ai piani DC, quello relativo al numero di iscritti ai piani previdenziali, suddivisi appunto per tipologia. In questo caso però il grafico conferma quello che avevamo affermato nel primo paragrafo; i piani DB stanno effettivamente perdendo terreno rispetto ai piani DC, tuttavia essi rappresentano, e soprattutto hanno rappresentato, una parte molto importante della previdenza complementare statunitense. Questo aspetto viene confermato dal fatto che, fino al 1990, gli iscritti a questa tipologia di piano superavano quelli iscritti ai piani DC.

Grafico n°25: Numero di partecipanti ai fondi pensione

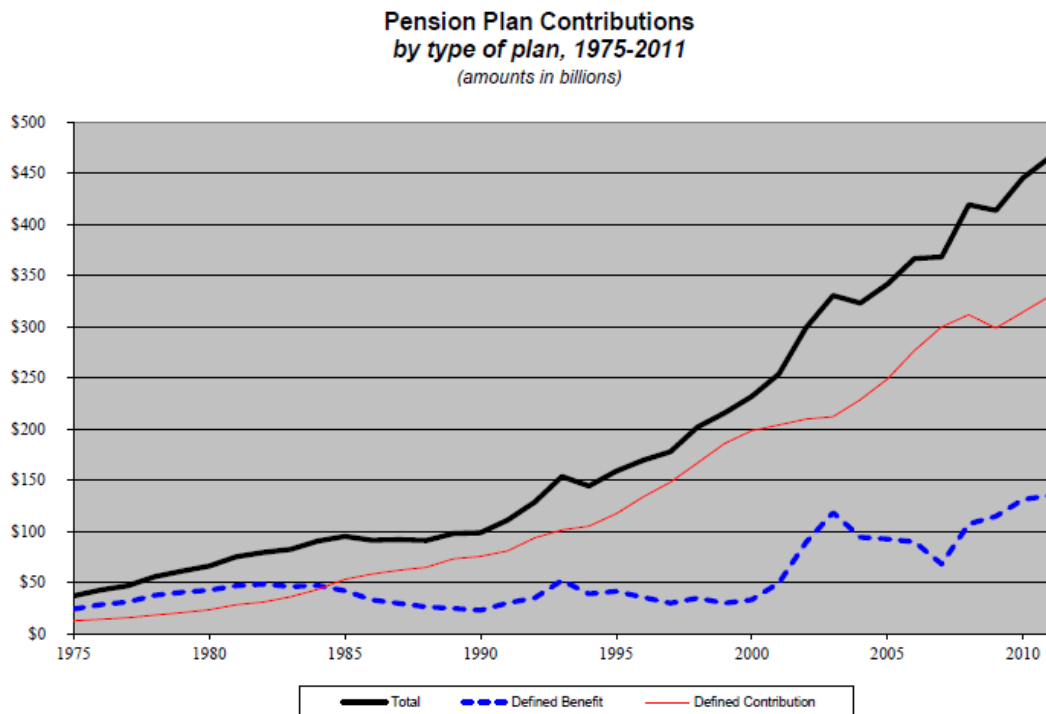


SOURCE: Form 5500 filings with the U.S. Department of Labor.

Gli iscritti ai piani a benefici definiti sono rimasti negli anni costanti intorno ai 40 milioni di iscritti suddivisi, come evidenziato dal grafico precedente, in sempre meno piani previdenziali. La performance dei piani DC è sicuramente degna di nota, da poco più di 11 milioni di iscritti nel 1975 si è passati 88 milioni, un incremento notevole che sembra destinato a continuare. Questo aumento dei piani a contribuzione definita ha fatto crescere anche il numero di iscritti totali; nel momento in cui i piani DB hanno smesso di attrarre nuovi iscritti verso la previdenza complementare, sono stati i piani DC a svolgere questo compito, con ripercussioni notevoli, in senso positivo, sul numero totale di iscritti. Questi sono infatti passati da poco più di 40 milioni nel 1975 ai 120 milioni del 2011. La discontinuità nella linea è causata da un cambiamento nei criteri di definizione dei “participants”, questa classe si riferisce adesso ai

lavoratori attivi, ai pensionati e a quei lavoratori che sono iscritti alla previdenza ma che non hanno ancora effettuato versamenti. Dopo aver analizzato il numero di fondi e il numero di iscritti ai fondi consideriamo adesso i contributi annualmente raccolti da tutto il sistema previdenziale complementare.

Grafico n°26: Contribuzione ai piani previdenziali



NOTE: Excludes plans covering only one participant.
SOURCE: Form 5500 filings with the U.S. Department of Labor.

Anche in questo caso il trend di lungo periodo è fortemente positivo, da un totale di contributi annuali di 37 miliardi nel 1975 si è giunti a ben 465 miliardi nel 2011. La crescita è stata quindi significativa ed è stata più marcata di quella che ha riguardato le adesioni; questo significa che le contribuzioni per aderente sono in media aumentate. Entrando nel particolare della tipologia di fondo osserviamo anche in questo caso la miglior performance dei fondi DC rispetto a quelli DB; il superamento dei contributi versati in favore dei primi è avvenuto intorno al 1985, in anticipo rispetto a quello che avevamo osservato in precedenza, vale a dire il

superamento degli iscritti ai fondi DC rispetto agli iscritti ai fondi DB, che era avvenuto nel 1990. Sul lato della contribuzione i piani DB seguono un andamento diverso rispetto agli altri indicatori analizzati fin'ora, infatti i contributi, dopo un periodo di stallo, presentano un andamento piuttosto irregolare dagli anni 2000 in poi, per garantire una prestazione costante, in presenza di mercati che presentano andamenti irregolari, è necessario infatti variare l'entità dei contributi versati, l'andamento della contribuzione riflette quindi l'incertezza dei mercati finanziari. Interessante è osservare come la contribuzione continui ad aumentare anche dopo il 2008, la crisi impatta sulle due tipologie di fondo per un periodo relativamente breve e in modo più marcato sui piani DC. Dopo la flessione del 2008 i contributi versati tornano ad aumentare, segno evidente di come la cultura previdenziale sia fortemente radicata nel lavoratori statunitensi che, non appena ne hanno la possibilità, mettono da parte risparmi per integrare la pensione pubblica investendo in fondi pensione. Osservando i dati presentati in questo paragrafo è possibile osservare come, dal 1975 ad oggi la previdenza complementare in America si sia fortemente espansa, in termini di offerta, iscritti e contributi versati complessivi. Sommando a questi indicatori il dato riguardante gli assets gestiti, è facile intuire come essa giochi un ruolo fondamentale per tutta l'economia USA. È immediato infatti prevedere che, oltre agli effetti positivi derivanti dal pagamento di rendite adeguate agli iscritti pensionati che continuano ad avere un consumo in linea con quello del periodo lavorativo, le masse di risparmio gestito debbano essere investite in strumenti finanziari al fine di generare rendimenti adeguati. La natura di lungo periodo del risparmio previdenziale ben si presta quindi all'investimento in imprese con ottica non speculativa, contribuendone al finanziamento stabile. In questo modo è possibile, per loro, contare su risorse di capitale, mantenute all'interno dell'azienda e senza vincoli di restituzione o di pagamento di interessi, utilizzabili per finanziare progetti di lungo periodo con redditività elevata ma periodi di avviamento piuttosto lunghi. Investimenti in progetti di questo tipo sarebbero impensabili con una struttura finanziaria sbilanciata verso il capitale di debito che rende la struttura più rigida ed esposta alle fluttuazioni del ciclo

economico vista la costanza del pagamento degli interessi sul capitale preso a prestito e l'obbligo di restituzione a scadenza. Tutto questo ha sicuramente ripercussioni positive sull'economia tutta, capace di avere aziende ben capitalizzate, autonome e flessibili in grado di investire fortemente sull'innovazione, che, come prevedibile, richiede investimenti ingenti e non vincolati alla redditività immediata, ma che rappresenta l'unica via per la sopravvivenza nella "new economy".

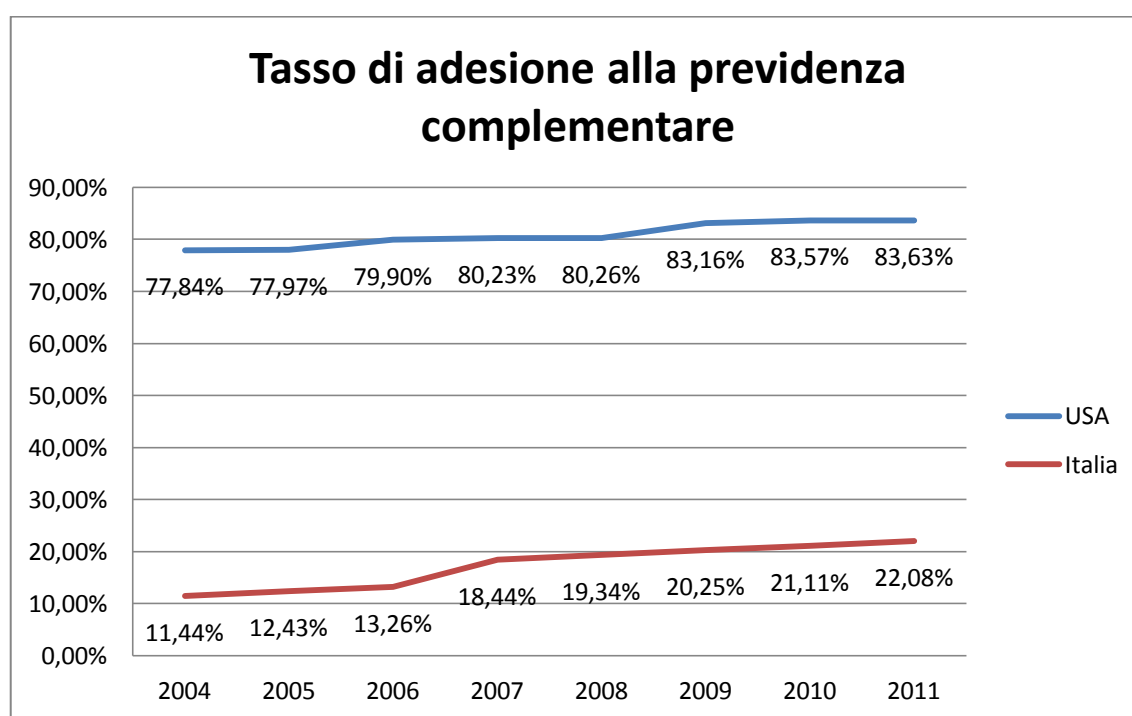
4.4 Sistemi previdenziali complementari; un confronto qualitativo

Dopo aver discusso i due sistemi in modo separato, andando ad analizzare prima il sistema previdenziale complementare italiano e poi quello americano, proviamo a fare un confronto su quelle misure che sono ritenute confrontabili o comunque relazionate, tramite opportuni calcoli, alla dimensione delle diverse economie⁴. È chiaro infatti che confrontare semplicemente i numeri non avrebbe senso, vista la diversità in termini di dimensioni tra l'economia italiana e quella americana. Un confronto più significativo può essere fatto invece andando a riferire le varie misure alle due economie, di modo da avere indicatori confrontabili in grado di dirci qualcosa sul diverso stato dei due sistemi previdenziali e su cosa, eventualmente, prendere da esempio per migliorare il nostro, da anni al centro di diverse riforme che mai hanno sortito l'effetto propulsivo sperato. Come detto un confronto produttivo deve tener conto delle dimensioni dei due paesi, e quindi esprimere valori percentuali, che indichino l'incidenza in rapporto appunto al paese. Tra gli indicatori presi in

⁴ Per i contenuti del seguente paragrafo si vedano diffusamente "*pension market in focus*" e "*global pension statistics*", OECD 2012.

considerazione troviamo il numero di iscritti alla previdenza complementare rapportati alla forza lavoro, l'importanza dei fondi pensione come percentuale del GDP, la quota relativa di fondi a contribuzione definita DC e dei fondi a benefici definiti DB, la crescita degli asset detenuti dai fondi pensione in percentuale del GDP, l'asset allocation strategica dei fondi pensione, la relazione tra la crescita degli asset del sistema previdenziale complementare e il tasso di sostituzione del sistema pubblico. Tutte queste misure dovrebbero consentire di avere una visione d'insieme dei due sistemi complementari e farci capire se, e di quanto, il sistema italiano risulta essere arretrato, o comunque meno sviluppato rispetto a quello d'oltreoceano. Per prima cosa può essere utile analizzare il tasso di adesione alla previdenza complementare, vale a dire quanti lavoratori, disoccupati o meno, abbiano deciso di aderire alla previdenza complementare. In questo modo è possibile capire quanto è sentito, tra i lavoratori, il problema del garantirsi una pensione integrativa rispetto a quella pubblica e quanto, in poche parole, sia il livello di cultura previdenziale.

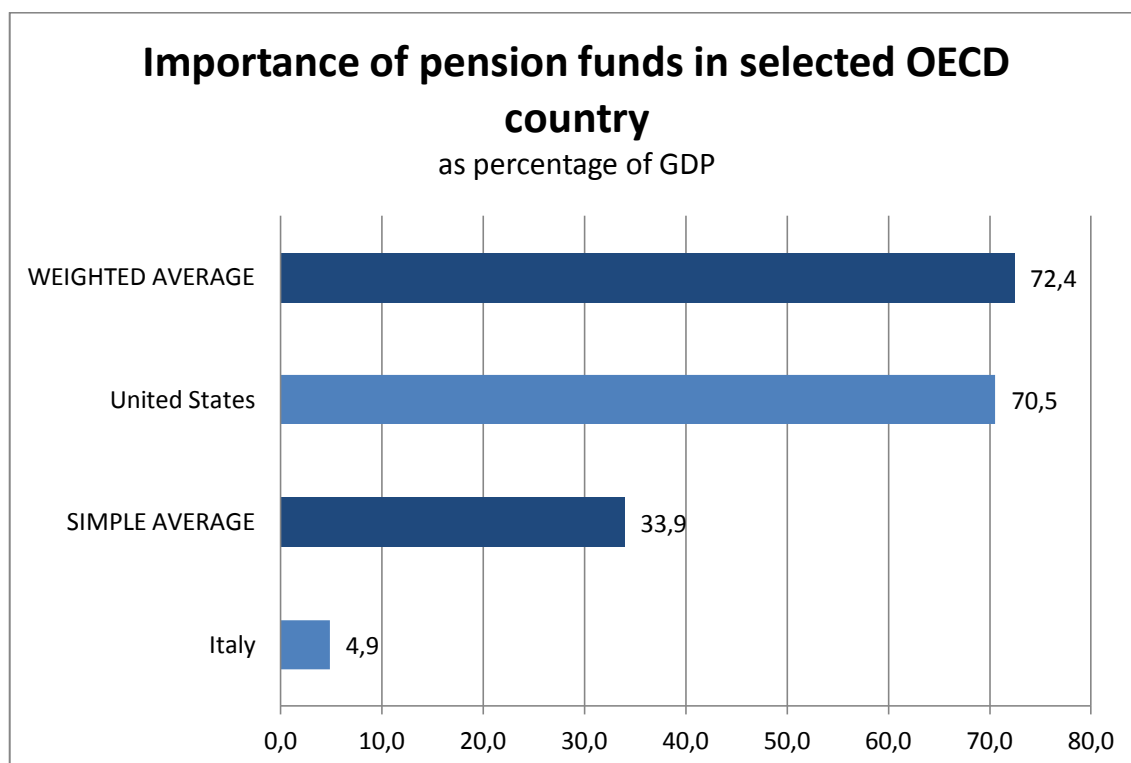
Grafico n°27:



Fonte: elaborazione propria su dati COVIP e OECD

Come risulta ben evidente i due sistemi viaggiano ad altezze completamente diverse, in Italia il tasso di adesione ha oscillato, dal 2004 al 2011 tra l'11,44% e il 22,08%, in America addirittura tra il 77,84% e l'83,63%. È certamente vero che in Italia si è registrato un incremento molto accentuato, causato forse dall'impulso della riforma Maroni, ma il numero di iscritti rispetto alla forza lavoro rimane comunque troppo esiguo rispetto a quello di un paese, l'America, dove il sistema complementare risulta essere molto sviluppato. Analizziamo adesso l'importanza del sistema previdenziale complementare, espresso come rapporto percentuale rispetto al GDP, comparandone il peso in America, in Italia e negli altri paesi OECD in media, sia pesata che semplice.

Grafico n°28:

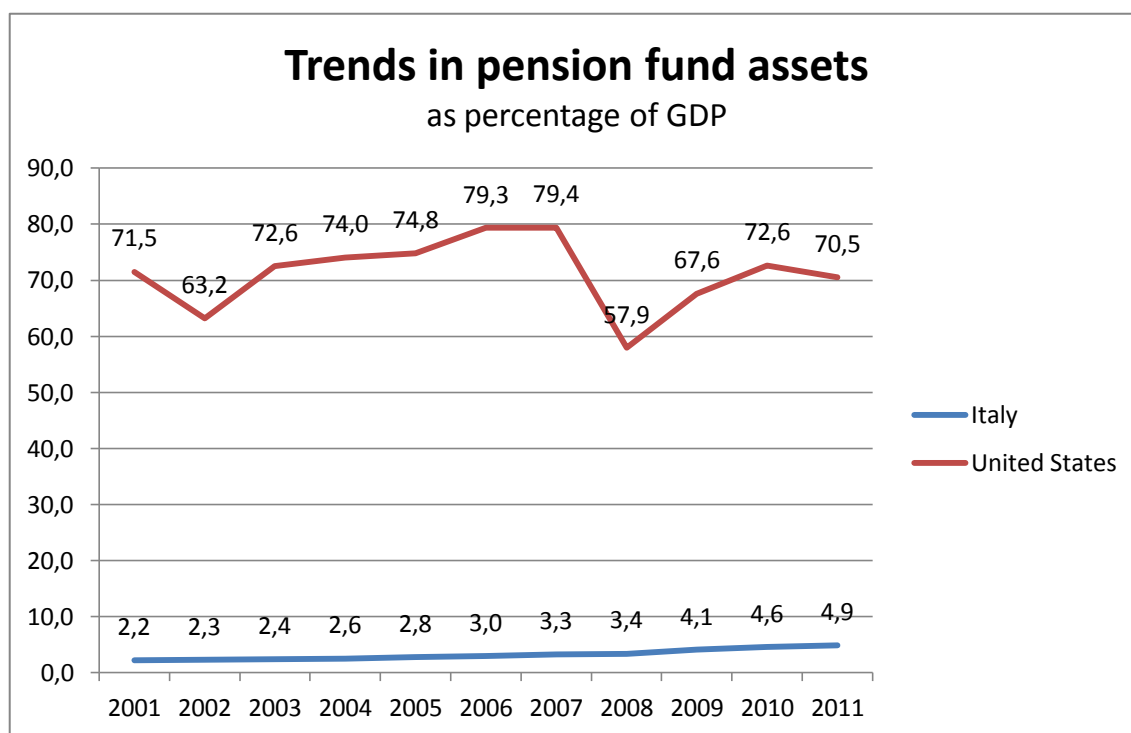


Source: OECD Global Pension Statistics, 2012

Come ben visibile dal grafico, l'Italia si trova in una posizione di netta inferiorità, sia con riferimento al sistema statunitense, sia con riferimento alla media dei paesi OECD. Come visibile infatti il peso del sistema previdenziale italiano arriva appena al 4,9%, una percentuale veramente bassa, se si considera che la media semplice dei paesi OECD, che non tiene quindi conto delle diverse dimensioni delle economie, è del 33,9%. Con riferimento al mercato statunitense il confronto risulta addirittura impietoso, in percentuale rispetto al GDP, infatti, il peso del sistema previdenziale complementare arriva al 70,5%. Questo dato ci conferma quello che era emerso dal capitolo 4, il sistema previdenziale americano assume un peso fortissimo nell'economia, anche grazie alla sua longevità ed alla sua capacità di generare rendimenti adeguati tramutati poi in rendite per i pensionati. Queste buone performance fanno sì che i nuovi lavoratori si iscrivano fiduciosi alla previdenza complementare, consapevoli che, un giorno, godranno dei frutti dei loro sacrifici attuali. In Italia questo circolo virtuoso non si è ancora innescato, i nuovi lavoratori sono diffidenti verso la previdenza complementare e preferiscono avere un reddito più alto nel presente, questo aspetto non necessariamente è attribuibile alla scarsa cultura previdenziale; la causa potrebbe essere anche la mancanza di fiducia nel sistema complementare causata dalla mancanza di esempi positivi che convincano i lavoratori più giovani della bontà e convenienza di una previdenza complementare. Anche sulla struttura dell'offerta previdenziale i due sistemi sono profondamente diversi; se è vero che in America il trend in atto è favorevole ai fondi DC, che hanno quindi superato quelli DB sia in numero di iscritti che come numero di fondi totale, altrettanto non si può dire circa la detenzione degli asset. Guardando infatti la composizione percentuale della detenzione di asset scopriamo che il 60,6% è detenuto dai piani DB mentre solo il restante 39,4 è attribuibile ai fondi DC. In Italia la situazione è totalmente differente, i piani a contribuzione definita detengono il 91,4% delle risorse gestite dai fondi mentre, i fondi a benefici definiti appena l'8,6% (OECD, 2012). Questo dato è coerente con l'affermazione fatta nei capitoli precedenti, in America i fondi di tipo DB rappresentano, e soprattutto hanno rappresentato, lo zoccolo duro della

previdenza complementare; anche se il loro numero e il numero degli iscritti sta costantemente diminuendo le risorse gestite restano significative. Il fatto che in Italia questa tipologia di fondo sia essenzialmente residuale non dovrebbe essere sottovalutato; nell'ottica della creazione di un circuito virtuoso per cui i nuovi lavoratori capiscono l'importanza della previdenza complementare i fondi DB potrebbero giocare un ruolo importante così come hanno fatto in America, per lo sviluppo della previdenza complementare infatti i piani di tipo DB riescono a creare quel clima di fiducia e sicurezza attorno ai fondi pensione vista la loro natura; successivamente, una volta creata una buona cultura previdenziale, il passaggio ai fondi di tipo DC può avvenire in maniera graduale e senza ripercussioni sulle masse e sugli iscritti al sistema. Osservando bene questo è esattamente quello che è successo in America, i piani DB hanno funzionato da "apripista" per il radicarsi della previdenza complementare, gli ultimi vent'anni hanno invece visto la graduale predominanza dei piani DC senza ripercussioni negative sul sistema. Confrontando il trend degli assets previdenziali rispetto al GDP possiamo notare il costante processo di crescita di quello italiano, che tuttavia rimane ancora troppo basso. L'incremento percentuale di 2,7 punti non è ritenuto soddisfacente, soprattutto se si pensa a quanto si sia tentato di fare, attraverso diverse riforme, in tutti questi anni. È interessante notare come, nel trend italiano non siano visibili gli effetti della crisi del 2008, questi sono invece molto evidenti in quello americano; la perdita di risorse gestite è significativa, in un anno gli assets sono passati da 79,4% a 57,9. Dopo questo periodo di difficoltà però il trend è tornato a crescere in maniera significativa, l'incremento in soli 3 anni è stato del 12,6%, una performance nettamente migliore di quella che l'Italia ha fatto registrare in 10 anni. Questo aspetto sta a significare una maggiore "elasticità" del sistema americano rispetto a quello italiano che sente più marcatamente la crisi ma è in grado, in pochi anni, di recuperare quanto aveva perso a causa delle difficoltà economiche.

Grafico n°29:



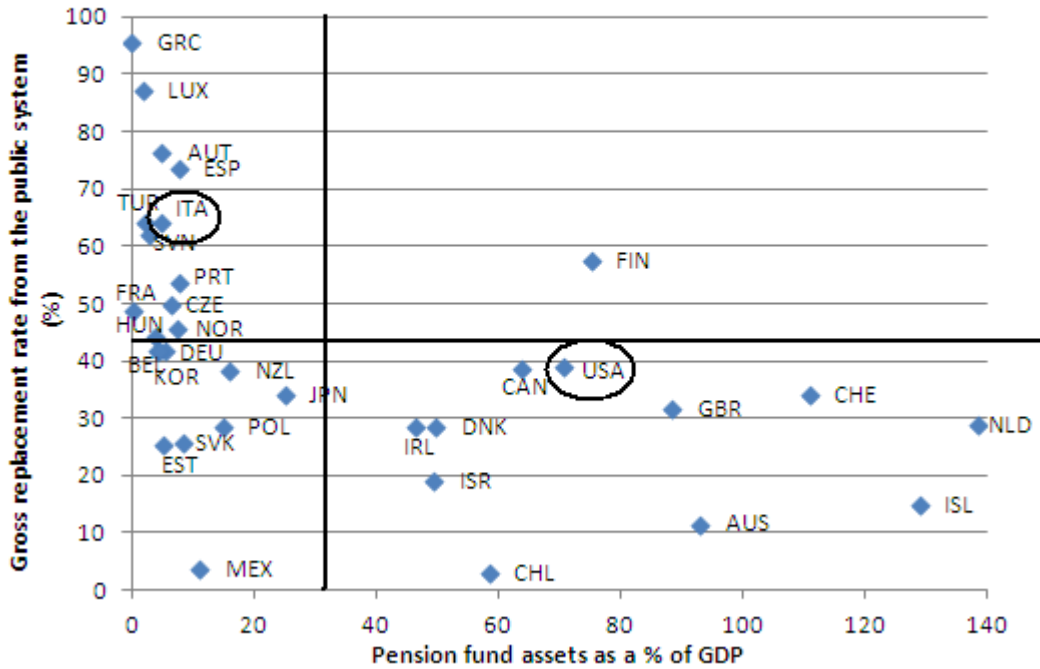
Source: OECD Global Pension Statistics, 2012

Un altro elemento interessante, che evidenzia importanti differenze nei due sistemi previdenziali, riguarda la scelta di investimento fatta dai fondi pensione. Andando infatti a osservare la composizione complessiva dei patrimoni dei fondi per tipologia di investimento è chiara una predominanza nel sistema italiano per investimenti di tipo “bills and bond”, meno rischiosi in quanto non rappresentano titoli di capitale ma anche potenzialmente meno redditizi, rispetto alle “shares” preferite dai fondi americani. Per quanto riguarda la prima tipologia di investimento infatti i fondi italiani investono il 47,5% del patrimonio contro il 26,0% dei fondi americani; sul comparto “shares” invece la situazione si ribalta, i fondi italiani investono il 15,3% mentre quelli americani il 48,1% (OECD Global Pension Statistics, 2012). Questo dato è coerente con quello visto in precedenza, nel caso di crisi dei mercati finanziari gli assets dei fondi americani perdono valore a causa del crollo delle quotazioni azionarie facendo scendere

repentinamente il valore complessivo degli assets detenuti, nel momento di ripresa, però, essi sono più sensibili alla ripresa economica. La predominanza di bond nella composizione patrimoniale dei fondi italiani fa in modo che la crescita del valore degli assets sia costante, ma mai particolarmente significativa, come evidenziato dal grafico precedente. Per ultimo andiamo ad analizzare la relazione esistente tra il peso del sistema pubblico, rappresentato dal tasso di sostituzione, e il peso del sistema complementare, rappresentato dalla percentuale di assets detenuti rispetto al GDP. Questa analisi può essere utile per vedere se, in qualche modo, un sistema previdenziale pubblico può avere un effetto frenante sullo sviluppo della previdenza complementare, a causa della sicurezza dei lavoratori circa una pensione garantita dallo stato. Il grafico seguente mostra come questa relazione sia confermata; nell'asse delle ordinate è riportato il peso del sistema complementare rispetto al GDP mentre su quello delle ascisse è riportato il peso del sistema previdenziale pubblico rappresentato, come detto, dal tasso di sostituzione. Le due linee continue rappresentano la media dei paesi OECD. Come ben visibile i paesi nel quadrante in alto a sinistra sono quei paesi che hanno un peso della previdenza complementare più alto della media e un'incidenza della previdenza complementare sul PIL più bassa. L'Italia, come evidenziato, si trova in questo quadrante, con un valore del tasso di sostituzione del 64,5% e un peso della previdenza complementare sul PIL del 4,9%. Gli USA si trovano invece nel quadrante in basso a destra, con un peso del sistema pubblico in media con quello dei paesi OECD e una previdenza complementare nettamente più sviluppata, 39,4% e 70,5%. Osservando il grafico n°31 la relazione di cui sopra sembra essere confermata; paesi che hanno una previdenza pubblica sviluppata più della media presentano una previdenza complementare meno forte, paesi che, invece, hanno una previdenza pubblica poco "pesante" hanno un alto sviluppo della previdenza complementare.

Grafico n°30:

Pension fund assets compared with the public pension system's gross replacement rate, 2011



Source: OECD Global Pension Statistics, 2012

La relazione sembra essere veritiera, vista anche la quasi totale assenza di paesi dal quadrante in alto a destra. Questa assenza ci indica una cosa, è impensabile avere una previdenza pubblica in grado di garantire alti tassi di sostituzione e contestualmente avere una forte incidenza della previdenza complementare. La posizione dell'Italia è coerente con la sua cultura, il forte peso dello stato nel garantire la pensione ha sempre posto in secondo piano l'idea della costituzione di una previdenza complementare, la sfida dei prossimi anni sarà quindi quella di far capire ai lavoratori l'importanza del "secondo pilastro". Se così non fosse i rischi sarebbero molteplici, in presenza di una riduzione del tasso di sostituzione non accompagnata da un incremento del peso della previdenza complementare gli squilibri potrebbero diventare pericolosi e l'Italia si potrebbe ritrovare nel poco prestigioso quadrante "in basso a sinistra".

Conclusioni

L'analisi svolta ci ha consentito di osservare più da vicino il sistema previdenziale italiano e in particolare quello della previdenza complementare rappresentato dai fondi pensione. Come messo in evidenza nel primo capitolo, molte sono state le riforme che lo hanno riguardato :dal 1993, anno di istituzione dei fondi pensione, si sono susseguiti molti interventi, tutti finalizzati a stimolare l'adesione dei lavoratori al sistema. Vista l'adesione facoltativa, la leva principale mossa dal legislatore è stata perlopiù quella fiscale: tramite incentivi, rappresentati ad esempio da minori tassazioni sui rendimenti o da possibilità di deduzione, si è cercato di rendere più appetibili i fondi. Oltre a questo si è agito anche sulla stabilità e flessibilità dell'adesione al fondo agendo ,da una parte invogliando il sottoscrittore a vedere il fondo come un investimento di lungo periodo, e dall'altra offrendo la possibilità, sotto determinate condizioni, di trasferire la posizione maturata o ritirarla in caso di bisogno. Alla luce di quello che abbiamo osservato al capitolo 3 però, queste soluzioni hanno sì avuto un effetto sullo sviluppo dei fondi, ma esso è stato comunque marginale, di breve periodo e inferiore a quello che il legislatore si attendeva. La diffidenza verso i fondi pensione in Italia rimane ancora forte, tuttavia pare molto interessante la tesi sostenuta da Boeri e Pisauro; anche se finalizzata a ridurre il cuneo fiscale, la riduzione dei contributi previdenziali da questi autori auspicata potrebbe avere ripercussioni positive anche sul sistema dei fondi pensione. Sembra logico infatti pensare che uno degli ostacoli all'investimento in previdenza complementare sia rappresentato dalla già alta contribuzione al primo pilastro. Al riguardo si pensi infatti che le adesioni calcolate sulla forza lavoro raggiungono solo il 22,5% : meno di una persona su 4 è iscritta alla previdenza complementare. Peculiare è anche la composizione patrimoniale dei fondi pensione italiani, l'investimento in titoli di stato ha rappresentato, negli ultimi anni ma presumibilmente anche prima, la quota maggiore del portafoglio investito non scendendo mai al di sotto del 46%. Questa composizione scaturisce dalle composizioni dei fondi aperti e

dei fondi negoziali: nei primi è molto più marcata la componente “titoli di capitale e OICR” mentre nei secondi è privilegiato l’investimento obbligazionario. Queste diverse scelte hanno importanti ripercussioni sui rendimenti, i fondi aperti risultano infatti più sensibili al ciclo di mercato, accentuando le perdite e i guadagni in presenza di fasi orso o toro. I rendimenti dei fondi negoziali sono invece molto più stabili scaturendo, per una quota maggiore, da titoli obbligazionari. Come visto nel paragrafo 2.2 il rendimento è una variabile chiave nella determinazione della rendita pensionistica, soprattutto vista l’ottica temporale di lungo periodo dei fondi pensione. Proprio tenendo conto di questa ottica temporale, il risultato cumulato dei fondi aperti, 15,9% contro il 36,1% di quelli negoziali, non deve essere visto necessariamente come un aspetto negativo. La componente azionaria risente maggiormente delle fluttuazioni del mercato e un arco temporale di 12 anni, come quello considerato, potrebbe non essere sufficiente per evidenziare le potenzialità di lungo periodo dei titoli di capitale. Da non sottovalutare, inoltre, è la componente etica degli investimenti dei fondi pensione: in tutta Europa questi tipi di investimenti vengono sempre più presi in considerazione, sia per la loro redditività e sicurezza di lungo periodo, sia come fattore di differenziazione competitiva rispetto ai concorrenti. In Italia, invece, questa pratica stenta a decollare, questo sembra però abbastanza normale viste le difficoltà riscontrate dal sistema complementare nel suo complesso; probabilmente solo una sua espansione potrà portare ad una diffusione anche di investimenti etici. Per ultimo, è necessario fare alcune osservazioni sul confronto con il mercato statunitense. E’ certamente vero che i due sistemi hanno una storia completamente diversa, il sistema previdenziale complementare americano è nato addirittura prima di quello pubblico mentre il nostro è relativamente recente. Anche l’aspetto culturale non può essere sottovalutato, in Italia il peso del welfare state è molto forte mentre il sistema economico americano è molto più orientato al mercato. Ciò ha da sempre rappresentato un ostacolo alla diffusione dei fondi pensione, vista la non necessità da parte dei lavoratori italiani di aderire ad una forma complementare dato l’alto tasso di sostituzione garantito dal sistema pubblico. Oltre a questo,

anche la bassa contribuzione al primo pilastro, 12,4%, ha giocato un ruolo essenziale nello sviluppo dei fondi consentendo ai lavoratori di avere un reddito maggiore da dedicare al risparmio previdenziale. Chiaramente questo aspetto merita di essere commentato: alla base di un meccanismo del genere sta la radicata cultura previdenziale dei lavoratori, un'importazione repentina di un modello di questo tipo potrebbe causare squilibri notevoli, non è da escludere infatti l'ipotesi che un abbassamento dell'aliquota contributiva, anziché andare a beneficio dei fondi pensione, vada a beneficio di forme di consumo o di risparmio speculativo con pesanti conseguenze sociali. Un altro elemento chiave nello sviluppo dei fondi in America sembra essere stata la presenza, sin dall'introduzione del sistema complementare, di fondi di tipo DB. E' pur vero che questi tipi di fondi sono più rischiosi per i promotori, tuttavia la loro caratteristica è quella di garantire prestazioni certe agli aderenti, che quindi risultano essere completamente tutelati. La loro predominanza nella fase iniziale ha contribuito a creare quel clima di fiducia attorno al sistema complementare che quindi ha visto le sue adesioni crescere. In Italia questo passaggio è saltato a causa della forte avversione dei promotori ad assumersi il rischio della gestione del fondo che quindi è ricaduta completamente sui sottoscrittori; in questo modo non si è riuscito a creare quel clima di fiducia necessario per lo sviluppo dei fondi. I benefici di una previdenza complementare fortemente sviluppata sono molteplici, il più intuitivo tra questi riguarda ovviamente il livello di reddito della popolazione pensionata. A ben vedere, però, questo non è l'unico beneficio riscontrabile, la loro natura di investitori istituzionali, caratterizzati da grandi masse gestite, continuità e prevedibilità dei loro flussi di risorse potrebbe infatti giocare un ruolo fondamentale nell'investimento in progetti a medio lungo termine, non potendo più le aziende industriali sopperire alla mancanza di risorse con il solo autofinanziamento. Questo potrebbe favorire un riequilibrio del nostro sistema finanziario, da sempre troppo orientato agli intermediari piuttosto che al mercato che, soprattutto in questo momento di crisi del credito, potrebbe rappresentare un canale importante di finanziamento. Maggiori risorse investite nel sistema finanziario porterebbero, di conseguenza, una maggiore efficienza

operativa ed allocativa dei mercati stessi, vale a dire maggiore liquidità, maggior attendibilità nella determinazione dei prezzi e migliore selettività dei progetti di investimento. Conseguenza di tutto ciò potrebbe essere la riduzione delle asincronie temporali, derivanti dalla presenza di bisogni finanziari aventi caratteristiche di lungo periodo e impieghi che risultano invece prevalentemente a breve termine. Oltre a questi aspetti è importante notare come lo sviluppo dei fondi pensione possa favorire il cambiamento del modello capitalistico italiano, caratterizzato dalla presenza di un capitalismo familiare. La presenza di investitori istituzionali potrebbe favorire l'apertura al mercato di queste realtà e la conseguente diffusione della *public company*, caratterizzata da azionariato diffuso e da *managers* capaci di perseguire obiettivi reddituali di lungo periodo in grado di soddisfare tutti gli azionisti. Queste sembrano essere le ragioni fondamentali che hanno portato il legislatore a spingere sulle leve normative per favorire l'affermarsi dei fondi pensione anche nel nostro paese; a distanza di più di 20 anni dalla prima riforma, il cammino sembra tuttavia ancora lungo e certamente pieno di ostacoli.

Elenco grafici.

Grafico n°1: La piramide delle età, anno 1901.	4
Grafico n°2: La piramide delle età, anno 2006.	5
Grafico n°3: La piramide delle età, previsioni al 2050.	6
Grafico n°4: Spesa pensionistica in rapporto al PIL (1989-2005).	10
Grafico n°5: Spesa pubblica per pensioni in percentuale del PIL sotto differenti ipotesi normative.	18
Grafico n°6: Rapporto tra pensione e ultimo reddito.	30
Grafico n°7: Tassi di contribuzione alla previdenza pubblica di base.	32
Grafico n°8: Effetti dei rendimenti sui “Versamenti annuali”.	40
Grafico n°9: Confronto rendimento indici, 1801-2001.	42
Grafico n°10: Rendimento reale massimo e minimo per periodo di investimento 1802-2001.	43
Grafico n°11: Esempio di asset allocation in alcuni paesi OCSE.	49
Grafico n°12: Numero fondi SRI in Europa.	53
Grafico n°13: PIL trimestrale italiano e disoccupazione giovanile.	67
Grafico n°14: L'offerta previdenziale complementare.	69
Grafico n°15: Totale iscritti.	70
Grafico n°16: Variazione annuale iscritti.	72
Grafico n°17: Risorse gestite.	75
Grafico n°18: Contributi.	76

Grafico n°19: Composizione del portafoglio.	77
Grafico n°20: Rendimenti.	80
Grafico n°21: Quota titoli di capitale e OICR.	81
Grafico n°22: Assets gestiti dai fondi pensione USA.	95
Grafico n°23: Tasso di povertà per età, 1966-2011.	97
Grafico n°24: Numero di piani previdenziali.	99
Grafico n°25: Numero di partecipanti ai fondi pensione.	101
Grafico n°26: Contribuzione ai piani previdenziali.	102
Grafico n°27: Tasso di adesione alla previdenza complementare.	105
Grafico n°28: Importance of pension funds in selected OECD country.	106
Grafico n°29: Trends in pension fund assets.	109
Grafico n°30: Pension fund assets compared with the public pension system's gross replacement rate.	111

Elenco tabelle.

Tabella n°1: Coefficienti di trasformazione 1.335/1995.	15
Tabella n°2: Confronto tra rendimento TFR e tasso di inflazione.	25
Tabella n°3: Es. di asset allocation strategica di un fondo multicomparto.	47
Tabella n°4: Confronto tra vari indici di performance.	64
Tabella n°5: Fondi pensione negoziali. Dati di sintesi.	83
Tabella n°6: Fondi pensione negoziali. Iscritti per condizione professionale.	84
Tabella n°7: Fondi pensione negoziali. Flussi contributivi.	84
Tabella n°8: Fondi pensione aperti. Dati di sintesi.	85
Tabella n°9: Fondi pensione aperti. Iscritti per condizione professionale.	86
Tabella n°10: Fondi pensione aperti. Flussi contributivi.	87

Bibliografia

Andreatta, 2002: ANDREATTA N., *Per un'Italia moderna. Questioni di politica e di economia*, Il mulino, Bologna.

Boeri, Pisauro, 2014: BOERI, PISAURO, *Una legge di stabilità per uscire dalla recessione*, in La voce.info.

Brambilla, 2007: BRAMBILLA A., *Capire i fondi pensione*, Il Sole 24 ore, Milano.

Cacciamani, 2013: CACCIAMANI C. (a cura di), *Gli investimenti etici dei fondi pensione*, EGEA, Milano.

Caparvi, 2003: CAPARVI R., *Il mercato mobiliare italiano. Strutture e tendenze evolutive*, Franco Angeli, Milano.

Cesari, 2000: CESARI R., *I fondi pensione*, Il Mulino, Bologna.

Cesari, 2007: CESARI R., *TFR e fondi pensione*, Il Mulino, Bologna.

Cesari, 2012: CESARI R., *Introduzione alla finanza matematica*, McGraw-Hill, Milano.

Cesari, Grande, Panetta, 2007: CESARI R., GRANDE G., PANETTA F., *La previdenza complementare in Italia: caratteristiche, sviluppo e opportunità, per i lavoratori*, MEFOP, working paper n. 16.

Cian, Maffei Alberti, Schlesinger, 2007: CIAN, MAFFEI ALBERTI, SCHLESINGER, *La nuova disciplina della previdenza complementare*, CEDAM, Padova.

Ciocca, 2008: CIOCCA G., a cura di, *Il trattamento di fine rapporto e i fondi pensione*, EUM, Macerata.

COVIP, 1999: *Relazione per l'anno 1998.*

COVIP, 2000: *Relazione per l'anno 1999.*

COVIP, 2001: *Relazione per l'anno 2000.*

COVIP, 2002, A: COVIP quaderno n°1, Quaderni tematici, speciale 3-2002.

COVIP, 2002, B: *Relazione per l'anno 2001.*

COVIP, 2003: *Relazione per l'anno 2002.*

COVIP, 2004: *Relazione per l'anno 2002.*

COVIP, 2005: *Relazione per l'anno 2004.*

COVIP, 2006: *Relazione per l'anno 2005.*

COVIP, 2007: *Relazione per l'anno 2006.*

COVIP, 2008: *Relazione per l'anno 2007.*

COVIP, 2009, A: COVIP, *Per saperne di più*, COVIP.

COVIP, 2009, B: *Relazione per l'anno 2008.*

COVIP, 2010: *Relazione per l'anno 2009.*

COVIP, 2011: *Relazione per l'anno 2010.*

COVIP, 2012: *Relazione per l'anno 2011.*

COVIP, 2013: *Relazione per l'anno 2012.*

D. Lgs. N.124 del 21 aprile 1993.

De Felice, Moriconi, 2001: DE FELICE M., MORICONI F. *La misurazione della performance*, MEFOP working paper n°3.

DEF, 2012: Documento di Economia e Finanza.

Gai, 1996: GAI L., *I fondi pensione. Il loro contributo allo sviluppo dei mercati finanziari e all'avvento della democrazia economica*. Giappichelli editore, Torino.

Geroldi, 2006: GEROLDI G., *Nucleo di valutazione della spesa previdenziale*, Ministero del lavoro e delle politiche sociali.

Hurd, Rohwedder, 2008: HURD, ROHWEDDER, *The retirement consumption puzzle: actual spending change in panel data*, Labor and population working paper n° 563.

Hurst, 2008: HURST, ERIC, *Understanding Consumption in Retirement: Recent Development*, Oxford university press, New York.

Internal Revenue code: section 414, Internal Revenue code.

Internal Revenue Service, 2012: *Individual retirement arrangements*, publication 590, Internal Revenue Service.

Investment company institute, 2012: *The success of the U.S. retirement system*, Investment company institute, Washington.

Legge n. 243/2004.

Legge n.335 del 8 agosto 1995.

Majolino, 2007: MAJOLINO A., *L'ABC della previdenza complementare e del TFR*, Il sole 24 ore, Milano.

Marinelli, 2011: MARINELLI N., *I fondi pensione in Italia*, Franco Angeli, Milano.

Menzietti, 2009: MENZIETTI M., *La gestione finanziaria dei fondi pensione*, Centro interuniversitario per le scelte attuariali e la gestione del rischio.

Micocci, Magnoni, 2010: MICOCCI M., MAGNONI G., *Misurazione della performance dei fondi a contribuzione definita*, working paper n°144, rivista dirigenza bancaria.

OECD, 2011: *Pension at Glance*.

OECD, 2012: *Global pension statistics*.

OECD, 2012: *Pension Market in focus*.

Olivelli, Mezzanzanica, 2005: OLIVELLI P., MEZZANZANICA M., *A qualunque costo?*, Guerini e associati, Milano.

Quirici, 2010: QUIRICI M. C., *Il mercato mobiliare. L'evoluzione strutturale e normativa*, Franco Angeli, Milano.

Ragioneria dello stato, 2011: *Le tendenze di medio lungo periodo del sistema pensionistico e socio sanitario*, Ministero dell'economia e delle finanze, rapporto n°12.

Scholz, Seshadri, Khitatrakun, 2006: SCHOLZ, SESHADRI, KHITATRAKUN, *Are americans saving "optimally" for the retirement?*, "Journal of political economy 114".

Social security administration, 2013, A: *"Update 2013"*, social security administration.

Social security administration, 2013, B: *"Retirement benefits"*, social security administration.

Stiglitz, 2004: STIGLITZ J., *Economia del settore pubblico 2° volume*, HOEPLI, Milano.

U.S. census bureau, 2012: U.S. census bureau, *Income, poverty, and health insurance coverage in the United States*, U.S. Department of commerce.

United States Code (USC): Title 26 of the United States Code (USC).

USA Department of Labour, 2013: *Private pension plan bulletin historical tables and graphs.*

Sitografia

COVIP, www.covip.it

INPS, istituto nazionale della previdenza sociale, www.inps.it .

INTERNAL REVENUE SERVICE, www.irs.org

ISTAT, istituto nazionale di statistica, www.istat.it .

LA VOCE.INFO, www.lavoce.info.it

MINISTERO ECONOMIA E FINANZA, www.tesoro.it

OECD, www.oecd.org

SOCIAL SECURITY ADMINISTRATION, www.ssa.org

U.S. Department of labour, www.dol.gov .