



**Working Paper 60/07**

**LA PREVIDENZA COMPLEMENTARE IN ITALIA:  
CARATTERISTICHE, SVILUPPO E OPPORTUNITÀ PER  
I LAVORATORI**

**Riccardo Cesari  
Giuseppe Grande  
Fabio Panetta**

Maggio 2007

LA PREVIDENZA COMPLEMENTARE IN ITALIA:  
CARATTERISTICHE, SVILUPPO E OPPORTUNITÀ PER I LAVORATORI  
di Riccardo Cesari,\* Giuseppe Grande\*\* e Fabio Panetta\*\*

SOMMARIO

In Italia, nonostante le recenti riforme, lo sviluppo dei fondi pensione rimane insoddisfacente, limitando il risparmio previdenziale dei lavoratori e l'articolazione del mercato privato dei capitali. Questo studio esamina i motivi alla base di questo ritardo, analizza i possibili vantaggi che i lavoratori italiani possono ora trarre dalla previdenza integrativa, discute alcuni interventi in grado di favorire l'espansione di questo settore.

INDICE

1.	Introduzione e principali conclusioni.....	2
2.	I fondi pensione in Italia .....	4
	2.1. <i>L'evoluzione del quadro normativo</i> .....	4
	2.2. <i>La struttura del sistema italiano di previdenza complementare</i> .....	6
	2.3. <i>L'espansione dalla fine degli anni novanta a oggi</i> .....	7
3.	Il ruolo dei fondi pensione .....	8
	3.1. <i>Fondi pensione e copertura previdenziale dei lavoratori</i> .....	8
	3.2. <i>Fondi pensione e sviluppo del sistema finanziario</i> .....	11
4.	Perché conviene aderire a un fondo pensione? Rendimenti, trattamento fiscale e costi della previdenza complementare.....	14
	4.1. <i>I rendimenti dei fondi pensione</i> .....	14
	4.2. <i>Il beneficio del contributo del datore di lavoro</i> .....	22
	4.3. <i>La possibilità di garantire un rendimento minimo</i> .....	26
	4.4. <i>I benefici fiscali</i> .....	29
	4.5. <i>Le commissioni a carico dei lavoratori</i> .....	34
5.	Come favorire lo sviluppo dei fondi pensione in Italia?.....	39
	5.1. <i>Previdenza pubblica e previdenza privata</i> .....	39
	5.2. <i>Costruirsi la pensione: conoscere per scegliere</i> .....	40
	5.3. <i>La questione giovanile e quella femminile</i> .....	45
	5.4. <i>Previdenza complementare e piccole e medie imprese (PMI)</i> .....	48
	5.5. <i>La previdenza complementare per gli autonomi e i liberi professionisti</i> .....	50
	5.6. <i>La previdenza complementare per i lavoratori del settore pubblico</i> .....	50
	5.7. <i>La destinazione del Tfr</i> .....	50
	Appendice A: I rendimenti dei mercati finanziari italiani nel lungo periodo .....	56
	Appendice B: La relazione tra tassi di rendimento <i>time-weighted</i> , <i>money-weighted</i> e versamenti netti .....	57
	Bibliografia .....	59

\* Università di Bologna, Facoltà di Economia.

\*\* Banca d'Italia, Servizio Studi.

## 1. Introduzione e principali conclusioni<sup>1</sup>

A oltre dieci anni dall'avvio del processo di riforma che ha introdotto gli strumenti e le norme della previdenza complementare, in Italia lo sviluppo dei fondi pensione registra ancora gravi ritardi rispetto sia ai paesi anglosassoni, sia alle economie a noi simili quanto a caratteristiche istituzionali e struttura finanziaria, quali Francia, Germania e Spagna. Quali sono le ragioni di questo elemento di debolezza del nostro sistema economico e finanziario? In che misura le innovazioni sin qui introdotte – da ultimo con i provvedimenti del 2005, oggi in fase di avvio – contribuiranno allo sviluppo della previdenza complementare? Quali sono le implicazioni della limitata dimensione del settore dei fondi pensione per l'evoluzione del mercato dei capitali e per la stessa crescita della nostra economia? Con l'obiettivo di rispondere a tali quesiti, questo lavoro esamina la struttura, l'attività e la normativa – anche fiscale – dei fondi pensione e fornisce una ampia analisi degli aspetti fondamentali dell'attuale sistema di previdenza complementare.

Sotto molti punti di vista lo sviluppo della previdenza integrativa rimane insoddisfacente. Le attività dei fondi pensione rappresentano meno del 2,8 per cento del PIL, un valore inferiore alla media dell'area dell'euro e ben lontano dai livelli, assai elevati, che si registrano nel Regno Unito (66 per cento) e negli Stati Uniti (circa 100 per cento). Per di più, la lenta espansione dei fondi pensione procede in modo diseguale tra le diverse categorie di lavoratori. La diffusione della previdenza integrativa è infatti particolarmente bassa tra i giovani, le donne, i lavoratori autonomi e quelli addetti alle imprese di minori dimensioni. Si tratta di categorie che più di altre sono penalizzate dalla discontinuità e dalla variabilità dei redditi, per le quali la possibilità di accumulare risorse previdenziali lungo un orizzonte temporale esteso rappresenta un vantaggio particolarmente rilevante.

Il ritardo nel campo della previdenza integrativa contribuisce a limitare l'articolazione del mercato dei capitali italiano. I paesi in cui i fondi pensione sono più sviluppati hanno infatti sistemi finanziari anch'essi particolarmente sviluppati sia nel comparto del capitale di rischio, sia in quello obbligazionario. Assai stretto risulta il legame tra fondi pensione e borsa: la presenza degli investitori istituzionali favorisce la quotazione anche di imprese di minore dimensione; stimola la concorrenza tra operatori in campi essenziali per il funzionamento del mercato, quali la raccolta di ordini, la negoziazione e il collocamento di titoli, l'attività di ricerca. Negli anni più recenti i fondi pensione hanno significativamente contribuito all'apertura del sistema finanziario alle innovazioni, fornendo risorse a operatori – ad esempio i fondi di *private equity* – e strumenti di finanziamento, quali le obbligazioni societarie (*corporate bonds*), che in importanti paesi hanno stimolato la ristrutturazione del sistema produttivo, anche attraverso il trasferimento della proprietà di aziende inefficienti.

In Italia, il basso numero di imprese quotate e, più in generale, la scarsa articolazione del mercato privato dei capitali rischiano a loro volta di limitare le opportunità di diversificazione dei fondi pensione, che potrebbero indirizzare i loro investimenti prevalentemente verso i mercati esteri. Anche se tale argomento va oltre l'oggetto di questo lavoro, è necessario sottolineare che i potenziali benefici dello sviluppo dei fondi pensione potranno affluire al

---

<sup>1</sup> Le opinioni espresse sono quelle degli Autori e non impegnano le Istituzioni di appartenenza. Si ringraziano per i commenti ricevuti Paolo Angelini, Riccardo Bucciarelli, Antonio Di Cesare, Patrizia Ferrauto, Dario Focarelli, Elsa Fornero, Andrea Generale, Antonella Magliocco, Francesco Nicolò, Monica Paiella e Giacomo Ricotti. Si ringrazia, in particolare, Ignazio Visco per l'attenta, critica lettura di una precedente versione.

nostro sistema finanziario solo se la loro crescita sarà accompagnata da una parallela espansione del sistema finanziario.

Riguardo alle misure in grado di stimolare lo sviluppo della previdenza integrativa, le indagini campionarie indicano che, a distanza di oltre un decennio da interventi incisivi sul sistema previdenziale obbligatorio, i lavoratori sono solo in parte consapevoli dei tagli apportati alle pensioni pubbliche e spesso sovrastimano le risorse di cui disporranno nella fase di pensionamento. Dai dati presentati in questo lavoro emerge, inoltre, che ricorrono a pensioni integrative soprattutto i risparmiatori più istruiti, con dimestichezza con gli strumenti finanziari e in possesso di consistenti risorse investite in attività rischiose: si tratta, presumibilmente, dei nuclei familiari con elevata capacità di raccogliere, assimilare ed elaborare informazioni. Questi dati confermano l'importanza di rafforzare l'impegno pubblico volto a fornire ai lavoratori informazioni e conoscenze adeguate, al fine di renderli consapevoli della loro condizione previdenziale (ad esempio rendendo disponibile il cosiddetto "estratto conto previdenziale"). Essi segnalano, altresì, l'esigenza di accrescere il tasso di alfabetizzazione finanziaria (*financial education*) dei lavoratori; in più paesi l'innalzamento delle conoscenze in campo economico-finanziario è oggetto di iniziative da parte del governo e delle autorità di supervisione, con interventi che vanno dalla diffusione di informazioni a campagne pubbliche di sensibilizzazione mediante i diversi mezzi di comunicazione.

I lavoratori italiani sono stati finora riluttanti a rinunciare al Trattamento di fine rapporto (Tfr), ritenendolo più flessibile e meno rischioso degli altri strumenti della previdenza integrativa. Sotto entrambi gli aspetti, tuttavia, i fondi pensione presentano vantaggi rispetto al Tfr. Anche per effetto delle recenti modifiche normative, la disciplina in tema di riscatti, anticipazioni, erogazioni e portabilità conferisce alla ricchezza previdenziale accumulata nei fondi pensione una flessibilità di utilizzo considerevole, comparabile con quella del Tfr.

Sotto il profilo finanziario, le analisi svolte in questo lavoro indicano che al basso rischio del Tfr si associa un rendimento anch'esso in media basso: in molte fasi del passato sarebbe stato preferibile per i lavoratori investire i risparmi previdenziali sul mercato finanziario. Per gli aderenti ai fondi pensione il beneficio derivante dalla possibilità di investire i contributi previdenziali in attività di mercato si associa a due ulteriori elementi di convenienza: la disponibilità della contribuzione aggiuntiva da parte del datore di lavoro; un trattamento fiscale vantaggioso.

In base alle simulazioni di seguito presentate, su lunghi periodi di accumulazione il contributo del datore può accrescere in misura considerevole il montante finale di cui il lavoratore può disporre al momento del pensionamento.

Le stime presentate nei paragrafi successivi indicano che i recenti interventi legislativi hanno reso assai favorevole la tassazione della previdenza complementare, soprattutto per effetto dell'abbassamento delle aliquote da applicare nella fase dell'erogazione del trattamento pensionistico. In materia fiscale vi sono tuttavia aspetti che richiederanno approfondimenti. In particolare, occorrerà riflettere sulla effettiva possibilità di mantenere nel tempo l'attuale regime, assai più vantaggioso di quello riservato ad altre forme di reddito. Andrà inoltre valutato se l'attuale sistema di tassazione (il cosiddetto ETT, che tassa i frutti dell'investimento del fondo pensione) pur conveniente per il lavoratore, non possa costituire uno svantaggio competitivo a danno dei fondi pensione italiani e a favore dei fondi esteri (ai quali in genere si applica il sistema EET, che esenta da imposte i frutti dell'investimento).

Affinché l'adesione ai fondi pensione offra benefici concreti ai lavoratori italiani, è essenziale che i costi di gestione sopportati dai risparmiatori siano contenuti. In caso contrario, i vantaggi dei fondi pensione rischierebbero di riflettersi soprattutto in un aumento dei ricavi per gli intermediari che prestano servizi ai fondi, invece che in un miglioramento delle condizioni di vita dei futuri pensionati. I risultati di questo lavoro indicano che la riduzione dei costi che può derivare dalla crescita delle masse gestite e dalle conseguenti economie di scala può essere significativa. Il contenimento dei costi per i risparmiatori richiede, inoltre, la trasparenza e la confrontabilità delle commissioni applicate sulle diverse forme previdenziali e la piena possibilità per i lavoratori di spostarsi dagli schemi pensionistici più onerosi a quelli con costi più contenuti e in grado di offrire prodotti che meglio rispondono alle proprie esigenze. Si tratta di elementi essenziali per stimolare la concorrenza tra fondi pensione, e che sarebbe dannoso limitare con vincoli di varia natura, quale ad esempio quello posto alla trasferibilità del contributo del datore di lavoro.

Dopo aver ripercorso le principali tappe che hanno condotto all'attuale configurazione del settore (paragrafo 2), in questo lavoro si richiamano le indicazioni che la letteratura fornisce sul ruolo dei fondi pensione sia come strumenti complementari alla previdenza pubblica, sia come intermediari finanziari (paragrafo 3). Si analizzano quindi i vantaggi che i lavoratori italiani possono ottenere mediante la partecipazione ai fondi pensione (paragrafo 4), tenendo conto anche della struttura delle commissioni a carico degli aderenti ai fondi. Si esaminano quindi le misure che possono stimolare l'espansione dei fondi pensione (paragrafo 5).

Concentrato sui motivi del lento sviluppo dei fondi pensione, il lavoro non approfondisce alcune importanti tematiche che si presterebbero ad analisi articolate, prima fra tutte quella relativa ai rischi finanziari connessi con l'adesione ai fondi pensione. Per lo stesso motivo, il lavoro si limita a richiamare altri aspetti essenziali della previdenza complementare. Tra questi vi sono le prospettive del sistema previdenziale pubblico (che condiziona le possibilità di espansione dei fondi pensione), il limitato sviluppo del mercato delle rendite vitalizie, la qualità del sistema di governo (*governance*) e dei meccanismi decisionali interni dei fondi pensione, la regolamentazione dei loro investimenti, le implicazioni della crescita di questi intermediari per il finanziamento delle piccole imprese, il funzionamento dei vecchi e nuovi fondi previdenziali presso l'INPS: tutti temi che saranno oggetto di approfondimenti futuri.

## **2. I fondi pensione in Italia**

### *2.1. L'evoluzione del quadro normativo*

In termini economici e normativi, l'istituzione della previdenza complementare in Italia è stata inserita all'interno di un più generale disegno di riforma dell'intero sistema pensionistico. L'evoluzione del quadro normativo non è stata sempre lineare<sup>2</sup>. In alcuni casi essa è stata anzi tormentata, con false partenze, complicazioni eccessive e ripensamenti che a volte hanno rappresentato un fattore di freno più che di sostegno allo sviluppo della previdenza integrativa.

La legge delega n. 421 dell'ottobre del 1992 indicò le linee di fondo che il Governo doveva seguire nella sua opera di revisione della normativa previdenziale. Non a caso, tale azione seguiva una delle più gravi crisi economiche e valutarie vissute dall'Italia,

---

<sup>2</sup> Sull'evoluzione normativa nel caso italiano si veda Cesari (2007).

conseguenza inevitabile del tentativo di perseguire l'ideale europeo senza, al tempo stesso, fare proprie le regole dell'Europa unita. La forza potenzialmente disgregatrice emanata dalla crisi del sistema fu incanalata per creare il consenso necessario a una riforma di vasta portata – fatta anche, ma non solo, di tagli alle prestazioni e innalzamenti dei contributi – su un tema socialmente assai rilevante come quello delle pensioni<sup>3</sup>.

Le ragioni e gli obiettivi politici della riforma sono noti: il sistema pensionistico pubblico, basato sul regime retributivo (vale a dire su pensioni calcolate in base all'ultima retribuzione) e a ripartizione (ossia con prestazioni finanziate con i contributi pagati dai lavoratori attivi) stava accumulando squilibri crescenti, a causa della tendenza secolare all'allungamento della vita media e alla riduzione delle nascite, combinata con una bassa crescita dell'occupazione e, in Italia, con deficit e debito pubblico elevati, incompatibili con gli impegni europei.

Il disegno innovatore perseguito dalla riforma è anch'esso noto: il passaggio da un sistema previdenziale incentrato su un unico regime obbligatorio pubblico (la pensione dell'INPS) a un sistema basato su tre pilastri:

- i. la pensione pubblica (il cosiddetto primo pilastro), ridefinita in modo da garantire una maggiore rispondenza tra i contributi versati dai lavoratori e le prestazioni da essi percepite negli anni di pensionamento;
- ii. la pensione integrativa di categoria o aziendale (secondo pilastro), accumulata mediante l'adesione su base collettiva ai fondi pensione;
- iii. la pensione integrativa individuale (terzo pilastro), lasciata alla scelta di risparmio previdenziale del singolo lavoratore (FIP, forme individuali pensionistiche).

Un tale disegno, che tuttora ispira il nostro sistema di previdenza integrativa, si caratterizza per la modernità dell'impianto, nel panorama dei sistemi pensionistici dei paesi industriali; per la sua rapida, sia pur graduale, introduzione nello *jure condito* della legislazione nazionale; per il suo contributo al riequilibrio del bilancio dello Stato.

Accanto alla questione dei conti pubblici vi era e vi è ancora quella altrettanto rilevante dei conti privati. Per non peggiorare le condizioni economiche dei futuri pensionati occorreva assicurare, in parallelo con la riduzione delle prestazioni pensionistiche pubbliche, un adeguato sviluppo della previdenza integrativa. In caso contrario si sarebbe raggiunto l'illusorio successo di disinnescare la "bomba demografica", rappresentata dagli effetti dell'invecchiamento della popolazione, innescando una non meno pericolosa "bomba sociale": la prospettiva di una generazione che ha pagato pensioni generose ai padri, non ha fatto figli e va in quiescenza con un vero e proprio crollo del tenore di vita.

La sola istituzione dei fondi pensione ad adesione "libera e volontaria" non è stata sufficiente a riequilibrare il bilancio intertemporale dei lavoratori italiani. Un primo tentativo per stimolare il risparmio previdenziale e l'adesione ai fondi pensione fu fatto col decreto legislativo n. 47 del febbraio del 2000 (in attuazione della delega contenuta nella legge n. 133 del maggio del 1999) che ha, da un lato, introdotto le polizze individuali pensionistiche (PIP), offerte dalle compagnie di assicurazione in concorrenza con i fondi aperti; dall'altro, ha uniformato il trattamento fiscale degli strumenti della nuova previdenza – fondi pensione, polizze assicurative, trattamento di fine rapporto (Tfr) – e introdotto forme di agevolazione

---

<sup>3</sup> La delega fu attuata col decreto n. 503 del dicembre del 1992 per le pensioni pubbliche e col decreto n. 124 dell'aprile del 1993 per le pensioni complementari. La legge n. 335 dell'agosto del 1995 e gli interventi previdenziali della legge n. 449 del 27 dicembre 1997 completarono una prima fase riformatrice.

fiscale del risparmio previdenziale. Tuttavia, l'aliquota fiscale sugli interessi pari all'11 per cento, in luogo dell'usuale 12,5 per cento previsto per altre forme di risparmio finanziario, non ha fornito un impulso apprezzabile allo sviluppo della previdenza complementare.

Un nuovo intervento in favore della previdenza complementare è stato effettuato con la legge delega n. 243 del 23 agosto del 2004 e col relativo decreto di attuazione n. 252 del 5 dicembre del 2005. Questa modifica legislativa può essere considerata una vera e propria seconda riforma della previdenza complementare, dopo quella iniziale degli anni novanta. Infatti, affiancandosi agli interventi relativi al primo pilastro (quali revisioni delle pensioni di anzianità e di vecchiaia, liberalizzazione-allungamento dell'età pensionabile col sistema degli incentivi e disincentivi, eliminazione dei divieti di cumulo tra pensione e reddito da lavoro) il decreto innova profondamente la previdenza complementare. In particolare esso prevede:

- i. il conferimento del Tfr maturando alle forme pensionistiche complementari salvo esplicito dissenso da parte del lavoratore (c.d. tacito conferimento);
- ii. l'introduzione di una tassazione agevolata delle prestazioni erogate in forma sia di capitale sia di rendita;
- iii. agevolazioni fiscali e contributive in favore delle imprese, al fine di compensarle per la perdita del Tfr, che in precedenza rappresentava una forma di finanziamento a basso costo;
- iv. una serie di modifiche relative a contribuzioni, prestazioni, anticipazioni, riscatti e trasferimenti.

L'entrata in vigore del decreto 252/05, anticipata di un anno al 1° gennaio 2007, ha determinato un ulteriore passo avanti nel processo di riforma. Occorre ora valutare se la normativa vigente riuscirà a fornire il necessario slancio alla previdenza complementare.

## 2.2. *La struttura del sistema italiano di previdenza complementare*

Il sistema italiano della previdenza complementare risulta basato su due pilastri (collettivo e individuale), organizzati attorno a tre diverse forme pensionistiche: i fondi pensione negoziali, i fondi pensione aperti e le polizze individuali pensionistiche. Le forme pensionistiche collettive sono costituite dai fondi pensione negoziali, ma possono anche assumere la forma dell'adesione su base collettiva a un fondo aperto<sup>4</sup>, sebbene ciò sia finora avvenuto raramente<sup>5</sup>. Le forme pensionistiche individuali sono invece attuate mediante l'adesione a fondi pensione aperti o la stipula di polizze individuali pensionistiche (contratti di assicurazione sulla vita a finalità previdenziale)<sup>6</sup>.

I fondi pensione negoziali sono soggetti dotati di personalità giuridica istituiti da "fonti collettive", come ad esempio i contratti collettivi nazionali, i regolamenti aziendali e gli accordi fra lavoratori autonomi o liberi professionisti promossi dai sindacati o dalle

---

<sup>4</sup> Questo è il caso ad esempio dei lavoratori dipendenti privi di fondo negoziale e dei lavoratori dipendenti per i quali i contratti collettivi prevedano tale facoltà, nonché dei lavoratori autonomi e dei liberi professionisti. Parte integrante del secondo pilastro sono anche i fondi pensione preesistenti.

<sup>5</sup> Alla fine del 2005 gli iscritti ai fondi pensione aperti per adesione collettiva superavano di poco le 50 mila unità. Essi erano rappresentati in prevalenza da lavoratori dipendenti del settore bancario (Covip, 2005), come conseguenza di processi di riorganizzazione di forme pensionistiche preesistenti.

<sup>6</sup> Il confine tra pilastro collettivo e pilastro individuale non è sempre ben definito. È questo il caso, ad esempio, degli schemi relativi ai lavoratori autonomi e ai liberi professionisti, per i quali l'assenza del contributo del datore di lavoro sfuma la demarcazione tra fondi negoziali (se esistenti), fondi aperti e PIP.

associazioni di categoria. I fondi negoziali si caratterizzano per il fatto di essere riservati a determinate categorie di lavoratori (da cui la denominazione alternativa di fondi “chiusi”). I fondi pensione aperti sono invece costituiti da intermediari finanziari (SGR, assicurazioni, banche o SIM) sotto forma di patrimonio di destinazione, separato e autonomo, e sono normalmente aperti alla partecipazione di qualsiasi lavoratore; è possibile aderire a un fondo aperto anche su base collettiva. I fondi negoziali differiscono dai fondi aperti sotto quattro aspetti principali: 1) essendo tipicamente uno strumento della contrattazione tra le parti sociali, i loro parametri chiave (quali ad esempio i criteri di partecipazione e le aliquote di contribuzione) vengono definiti nell’ambito delle negoziazioni dei contratti di lavoro tra sindacati e datori; 2) sono associazioni senza scopo di lucro; 3) normalmente beneficiano di una contribuzione aggiuntiva da parte del datore di lavoro (per i fondi pensione aperti ciò è possibile solo in caso di adesione collettiva); 4) non possono gestire direttamente il portafoglio, ma devono avvalersi di soggetti specializzati.

Il sistema italiano della previdenza complementare è quindi alimentato da tre flussi di contribuzione (tav. 1): i contributi a carico del lavoratore e, per i lavoratori dipendenti, i contributi a carico del datore di lavoro e gli accantonamenti al Tfr (in parte o per intero, a seconda della data di assunzione del lavoratore). Alla fine del 2005 i contributi complessivi alla previdenza complementare erano in media pari al 4,8 per cento della retribuzione lorda per i lavoratori assunti fino al 28 aprile 1993 (“vecchi” occupati) e al 9,3 per cento per quelli assunti dopo tale data (“nuovi” occupati).

Tavola 1

**Aliquote contrattuali medie di contribuzione ai fondi pensione italiani (1)**

*(dati alla fine del 2005, valori percentuali)*

Contributi a carico del lavoratore	Contributi a carico del datore	Contribuzione da Tfr		Contribuzione totale	
		vecchi occupati	nuovi occupati	vecchi occupati	nuovi occupati
[A]	[B]	[C]	[D]	[A+B+C]	[A+B+D]
1,17	1,22	2,39	6,91	4,78	9,30

Fonte: Covip (2006; tav. a.8). (1) Aliquote di contribuzione riferite alla retribuzione lorda. I “vecchi occupati” sono i lavoratori assunti fino al 28 aprile 1993, mentre i “nuovi” occupati” sono quelli assunti dopo tale data.

Al secondo pilastro del sistema previdenziale italiano appartengono anche i cosiddetti fondi pensione preesistenti, schemi di accumulazione già operanti prima dell’introduzione nel 1993 della disciplina di settore e per lo più destinati ai dipendenti di banche e assicurazioni. Questa tipologia di fondi pensione, mantiene, rispetto ai nuovi fondi pensione, un peso tuttora rilevante ma destinato a perdere progressivamente di rilievo<sup>7</sup>.

2.3. *L’espansione dalla fine degli anni novanta a oggi*

L’offerta di forme pensionistiche complementari si è sviluppata rapidamente: già alla fine del 1998 i fondi pensione di nuova istituzione (cioè istituiti secondo la disciplina della previdenza complementare introdotta con il D.lgs. 124/1993) erano 87, di cui 16 negoziali e 71 aperti (tav. 2). Gli iscritti erano oltre 400 mila, con flussi contributivi annui pari a 176

<sup>7</sup> Ogni forma pensionistica complementare istituita dopo l’entrata in vigore del D.lgs. 124/1993 deve appartenere a una delle tipologie previste da quel decreto e dalle sue successive modifiche e integrazioni.

milioni di euro e un patrimonio di 182 milioni. Nel triennio 1999-2001 l'offerta ha continuato a crescere rapidamente, arrivando a contare alla fine del 2001 oltre 140 fondi pensione, 220mila polizze previdenziali, poco meno di un milione e mezzo di aderenti complessivi e risorse in gestione per 3,4 miliardi.

Nel successivo quinquennio 2002-06 l'espansione è proseguita a un ritmo inferiore. Il numero di fondi negoziali è salito di una sola unità (a 42), riflettendo la già ampia offerta rivolta al lavoro dipendente (pur con la rilevante eccezione dei dipendenti pubblici, tuttora in larga parte esclusi dalla previdenza complementare). Il numero dei fondi pensione aperti, per lo più di emanazione di gruppi bancari o assicurativi, è invece sceso a 84 unità, dal picco di 102 raggiunto nel 2001; il calo ha riflesso il ridimensionamento delle attese di sviluppo della previdenza complementare, nonché la riorganizzazione del settore bancario. Il numero degli iscritti è cresciuto del 22 per cento per i fondi negoziali e del 53 per quelli aperti; tenendo conto della rapida diffusione dei PIP, alla fine del 2006 il numero degli aderenti totali si collocava attorno ai due milioni e mezzo. Il tasso di adesione dei lavoratori dipendenti, che nel 2001 era pari al 15,4 per cento, era disceso al 13,9 alla fine del 2006, come risultato di una crescita degli iscritti (33 per cento) meno rapida di quella dei potenziali aderenti (passati da quasi 6 a oltre 9 milioni di lavoratori). I contributi annui sono aumentati dell'82 per cento, anche grazie alla crescita dei premi raccolti dai PIP, ma rimangono una percentuale contenuta (4,3 per cento) del flusso di attività finanziarie lorde delle famiglie.

Nonostante la crescente articolazione dell'offerta di forme pensionistiche complementari il settore resta poco sviluppato. Considerato che nel 2015 – ossia quando saranno trascorsi venti anni dal varo della legge 335/95 – tutti i lavoratori italiani saranno stati interessati dal ridimensionamento delle pensioni di primo pilastro deciso con la riforma del 1995, per garantire un adeguato tenore di vita ai futuri pensionati sarà necessario, nel decennio a venire, innalzare considerevolmente l'attuale tasso di adesione. In prospettiva, il principio del “tacito conferimento” del Tfr maturando alle forme di previdenza complementare potrà imprimere una spinta ai fondi pensione.

### **3. Il ruolo dei fondi pensione**

L'esperienza di molti paesi indica che i fondi pensione possono costituire un asse portante sia del sistema previdenziale, sia del sistema finanziario.

#### *3.1. Fondi pensione e copertura previdenziale dei lavoratori*

Nei maggiori paesi il sistema previdenziale si articola già da tempo su due livelli<sup>8</sup>. Elemento di base è la pensione pubblica, cui si affiancano schemi pensionistici complementari.

La pensione pubblica di norma si fonda sul principio della ripartizione, secondo cui le pensioni di oggi sono finanziate dai contributi versati dai lavoratori attivi. La previdenza complementare, tipicamente rappresentata dai fondi pensione, è invece basata sul principio della capitalizzazione, secondo cui la pensione ricevuta da ciascun lavoratore è il frutto dell'investimento dei contributi da lui stesso versati nel tempo. I fondi pensione, a loro volta, possono essere a prestazione definita, in cui il tasso di copertura previdenziale (il rapporto tra pensione e reddito da lavoro al momento del pensionamento) è noto e certo, o a contribuzione

---

<sup>8</sup> Si vedano, ad esempio, Fornero (1999), Bucciarelli (2001) e Brunner, Riess e Winter-Ebmer (2005).

## L'offerta di forme pensionistiche complementari in Italia

	1998 (1)	2001	2006 (1)	1998-2001 (variazione percentuale)	2001-2006 (variazione percentuale)
Numero di fondi pensione					
Fondi pensione negoziali	16	41	42	156,3	2,4
Fondi pensione aperti	71	102	84	43,7	-17,6
<b>Totale fondi di nuova istituzione (2)</b>	<b>87</b>	<b>143</b>	<b>126</b>	<b>64,4</b>	<b>-11,9</b>
Fondi pensione preesistenti (1)	577	575	455	-0,3	-20,9
<b>Totale</b>	<b>664</b>	<b>718</b>	<b>581</b>	<b>8,1</b>	<b>-19,1</b>
Numero di iscritti					
Fondi pensione negoziali	399.881	984.567	1.205.242	146,2	22,4
Fondi pensione aperti	14.619	287.251	440.486	1.864,9	53,3
di cui: <i>adesioni collettive</i>	-	32.720	62.787	-	91,9
Polizze pensionistiche individuali (3)	-	219.265	948.424	-	332,5
<b>Totale forme pension. di nuova ist. (2)</b>	<b>414.500</b>	<b>1.491.083</b>	<b>2.594.152</b>	<b>259,7</b>	<b>74,0</b>
Fondi pensione preesistenti (1)	677.551	689.616	665.561	1,8	-3,5
<b>Totale</b>	<b>1.092.051</b>	<b>2.180.699</b>	<b>3.259.713</b>	<b>99,7</b>	<b>49,5</b>
Tasso di adesione dei lavoratori dipendenti					
Fondi pensione negoziali (4)	30,0	15,4	13,9		
Contributi (in milioni di euro)					
Fondi pensione negoziali	159	1.144	1.733	619,5	51,5
Fondi pensione aperti	17	341	533	1.905,9	56,3
Polizze pensionistiche individuali	-	355	1.087	-	206,2
<b>Totale forme pension. di nuova ist. (2)</b>	<b>176</b>	<b>1.840</b>	<b>3.353</b>	<b>945,5</b>	<b>82,2</b>
Fondi pensione preesistenti (1) (5)	1.709	1.945	2.305	13,8	18,5
<b>Totale</b>	<b>1.885</b>	<b>3.785</b>	<b>5.658</b>	<b>100,8</b>	<b>49,5</b>
<i>In % del flusso di attività finanziarie lorde delle famiglie</i>	2,6	3,0	4,3		
Patrimonio netto (in milioni di euro)					
Fondi pensione negoziali	165	2.256	9.245	1.267,3	309,8
Fondi pensione aperti	17	943	3.527	5.447,1	274,0
Polizze pensionistiche individuali	-	193	4.552	-	2.258,5
<b>Totale forme pension. di nuova ist. (2)</b>	<b>182</b>	<b>3.392</b>	<b>17.324</b>	<b>1.763,7</b>	<b>410,7</b>
Fondi pensione preesistenti (1)	26.787	29.595	32.441	10,5	9,6
<b>Totale</b>	<b>26.969</b>	<b>32.987</b>	<b>49.765</b>	<b>22,3</b>	<b>50,9</b>
<i>In % del PIL</i>	2,5	2,6	3,4		
<i>In % della consistenza di attività finanziarie lorde delle famiglie</i>	1,2	1,2	1,5		

Fonte: Covip. (1) Per i fondi preesistenti, i dati riportati nelle colonne '1998' e '2006' si riferiscono, rispettivamente, al 1999 (parzialmente stimato) e al 2005. - (2) Forme pensionistiche istituite dopo l'entrata in vigore del D.lgs. 124/1993. - (3) Numero di polizze. - (4) Il dato relativo al 1998 è stimato. - (5) Dati relativi ai fondi vigilati dalla Covip.

definita, in cui il tasso di copertura è incerto, in quanto legato ai risultati che il fondo pensione ottiene attraverso l'investimento dei contributi via via versati dal lavoratore. Negli ultimi anni in molti paesi i fondi a prestazione definita sono stati trasformati in fondi a contribuzione definita. In Italia quasi tutti i fondi pensione sono a contribuzione definita; il Tfr può essere visto, in un certo senso, come la versione italiana del fondo aziendale a prestazione definita di tipo anglosassone<sup>9</sup>.

Già nei primi anni novanta in molti paesi i regimi previdenziali pubblici, basati sul principio della ripartizione, mostrarono un aumento progressivo degli squilibri, legati in primo luogo all'invecchiamento della popolazione<sup>10</sup>, che pone un numero crescente di pensionati in carico a un numero decrescente di lavoratori. Agli interventi di riequilibrio, basati anche sul ridimensionamento del trattamento pensionistico pubblico, sono state affiancate misure volte a rafforzare la previdenza integrativa privata.

I sistemi misti pubblico-privato così formati accordano al lavoratore la libertà di scegliere l'ammontare di risparmio pensionistico che – tenuto conto del trattamento minimo garantito dal sistema pubblico alla totalità dei lavoratori – meglio riflette le sue preferenze. Al tempo stesso, essi consentono ai lavoratori una migliore diversificazione della ricchezza previdenziale. Anche i sistemi che si affidano soprattutto al primo pilastro non sono infatti esenti da rischi. Vi può essere in particolare un “rischio politico”: un sistema pubblico che accumuli squilibri crescenti non sarà in grado di mantenere le promesse fatte ai lavoratori in periodi precedenti e dovrà inevitabilmente rivederle; anche nel caso in cui il sistema previdenziale pubblico sia in equilibrio, un elettorato che invecchia può variare i parametri chiave del sistema previdenziale pubblico, quali l'età di pensionamento, le aliquote contributive o le prestazioni<sup>11</sup>.

Il contemporaneo ricorso ai due pilastri previdenziali – quello pubblico e quello complementare – comporta per il lavoratore anche vantaggi di natura finanziaria, in un'ottica di ottimizzazione del rapporto rischio-rendimento. Una semplice analisi di portafoglio sul periodo 1999-2006 indica che nella frontiera efficiente in termini di media-varianza il peso dell'investimento nel primo pilastro va da un minimo di zero a un massimo del 95 per cento: risulterebbero quindi sub-ottimali sia un portafoglio costituito solo da ricchezza pensionistica di primo pilastro, sia (per gli usuali livelli di avversione al rischio) un portafoglio costituito solo da investimenti finanziari<sup>12</sup>.

Insieme ai suoi numerosi vantaggi, l'adesione ai fondi pensione a contribuzione definita comporta un inevitabile margine di rischio sul valore finale del montante previdenziale

---

<sup>9</sup> Rispetto a un fondo aziendale *final salary*, il Tfr, parzialmente indicizzato all'inflazione ha consentito in passato una prestazione mediamente più elevata. Il suo passaggio nei fondi pensione a contribuzione definita è in linea col trend riscontrato di recente nei paesi anglosassoni.

<sup>10</sup> Si veda, ad esempio, Visco (2005) e i riferimenti bibliografici ivi contenuti.

<sup>11</sup> Si veda, ad esempio, l'analisi di equilibrio generale sviluppata da Galasso (2006).

<sup>12</sup> Nella simulazione la contribuzione alla pensione pubblica è stata considerata un investimento obbligatorio nel primo pilastro; il fondo pensione a capitalizzazione è invece equiparato a un investimento in attività finanziarie. Ipotizzando che il sistema pubblico sia in equilibrio (ossia che i contributi eguagliano le pensioni), il rendimento della pensione pubblica è pari alla somma del tasso di crescita dei salari pro-capite e di quello del numero degli occupati. La volatilità di tale rendimento, esposto agli andamenti dell'inflazione, della produttività e della domanda e offerta di lavoro, rappresenta il rischio per un lavoratore con una posizione di primo pilastro. Sul significato dell'approccio finanziario ai sistemi pensionistici si vedano Baxter (2002), Lindbeck e Persson (2003) e Cardinale (2004). Sui vantaggi dei sistemi previdenziali misti si veda Fornero e Castellino (2001).

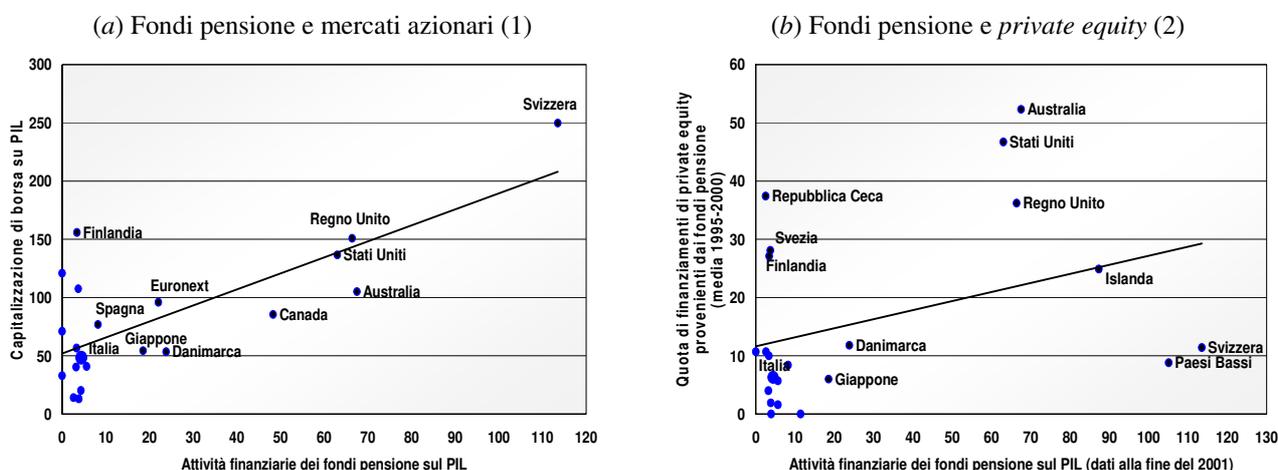
accumulato da ciascun lavoratore, esposto alla variabilità dei prezzi delle attività finanziarie, così come sulla adeguatezza degli accantonamenti effettuati nel corso della vita lavorativa.

### 3.2. Fondi pensione e sviluppo del sistema finanziario

I paesi in cui i fondi pensione sono particolarmente sviluppati hanno anche mercati dei capitali anch'essi più sviluppati<sup>13</sup> sia nel comparto azionario (Catalan *et al.*, 2000), sia in quello obbligazionario (si vedano Hu, 2005 e Impavido *et al.*, 2003). Particolarmente stretto risulta il legame tra fondi pensione e borsa: i paesi con una maggiore incidenza delle attività di questi intermediari in rapporto al PIL – in generale i paesi anglosassoni come Stati Uniti, Regno Unito, Australia e Canada e, in Europa continentale, Svizzera e Paesi Bassi – mostrano un più elevato peso della capitalizzazione del listino azionario in rapporto al prodotto (fig. 1a).

Figura 1

#### Fondi pensione, mercati azionari e private equity



Fonte: OCSE (2004) e Fédération Internationale des Bourses de Valeurs. (1) Dati in percentuale del PIL relativi al 2001. Per il mercato “Euronext” il dato relativo ai fondi pensione è la media ponderata dei dati relativi a Paesi Bassi, Portogallo, Belgio e Francia. Il grafico riporta la retta di regressione tra le due variabili.

Fonte: OCSE (2004) e Thompson e Choi (2002). (2) In percentuale del PIL e valori percentuali. Il grafico riporta la retta di regressione tra le due variabili.

Numerosi fattori contribuiscono a rafforzare il legame tra fondi pensione e mercati finanziari. In primo luogo, poiché le loro passività sono di lunga durata e definite in termini reali<sup>14</sup>, i fondi pensione tendono a investire una quota significativa dell'attivo in azioni e obbligazioni a lungo termine, oltre che in attività meno liquide quali gli immobili e i titoli non quotati<sup>15</sup>. L'attività dei fondi si associa quindi a una maggiore disponibilità di finanziamenti alle imprese sotto forma sia di capitale di rischio sia di obbligazioni.

<sup>13</sup> Si vedano, ad esempio, Davis e Steil (2001) e Blake (2003).

<sup>14</sup> La natura a lungo termine delle passività dei fondi pensione riflette il fatto che le attività vengono liquidate quando gli iscritti raggiungono l'età del pensionamento. Inoltre, l'obiettivo della gestione finanziaria è spesso espresso (come nel caso di fondi a prestazione definita) in termini di tasso di sostituzione: poiché quest'ultimo dipende dalla crescita di lungo periodo dei salari nominali, anche le prestazioni tenderanno a essere funzione del tasso di inflazione e del saggio di crescita della produttività.

<sup>15</sup> La composizione delle attività di un fondo pensione possiede un “ciclo di vita”, analogamente alle scelte di portafoglio di un investitore individuale: empiricamente, l'incidenza delle azioni tende a ridursi nel tempo al diminuire della “durata” del fondo (rapporto tra iscritti in età lavorativa e pensionati). Nei fondi a prestazione definita la gestione del portafoglio è soggetta a maggiori vincoli e può comportare cospicui investimenti in

In secondo luogo, analisi empiriche indicano che una maggiore presenza di investitori istituzionali favorisce la quotazione in borsa di imprese di dimensione piccola e media. Il vaglio delle aziende da parte di operatori professionali dotati di apposite conoscenze – quali i fondi pensione – attenua le asimmetrie informative da parte dei risparmiatori e ne accresce la propensione ad investire in azioni di aziende neo-quotate, riducendo il costo del capitale e l'onere connesso con l'ingresso in borsa (cfr. Del Prete, Generale e Panetta, 2006)<sup>16</sup>. La crescita dei fondi pensione si associa anche a un minor rapporto dividendo/prezzo, a un più elevato rapporto prezzo/utigli e a una più bassa volatilità delle quotazioni (si vedano Walker e Lefort, 2003 e Panetta *et al.*, 2006), riducendo anche per queste vie il costo del finanziamento azionario.

Inoltre, come investitori professionali di grandi dimensioni i fondi pensione stimolano la concorrenza tra operatori in campi essenziali per il funzionamento dei mercati mobiliari, quali la raccolta di ordini, la negoziazione e il collocamento di titoli, l'attività di ricerca.

I fondi pensione, infine, svolgono un ruolo di rilievo nell'incoraggiare l'apertura del sistema finanziario alle innovazioni. Negli anni più recenti, in particolare, essi hanno rappresentato una essenziale forma di finanziamento degli investimenti di *private equity* (Financial Services Authority, 2006), che in importanti paesi (quali il Regno Unito e gli Stati Uniti; fig. 1b) hanno consentito il rinnovamento e la ristrutturazione del sistema produttivo, anche attraverso il trasferimento della proprietà di aziende inefficienti<sup>17</sup>. Va peraltro osservato che i fondi pensione vengono a volte criticati perché destinerebbero risorse insufficienti verso il finanziamento di società piccole e medie<sup>18</sup>.

Nei sistemi finanziari avanzati i fondi pensione contribuiscono in maniera determinante a innalzare la qualità del governo societario. Il loro contributo di azionisti qualificati è essenziale sia nella normale attività d'impresa – allorché essi esercitano in modo attivo e sistematico i loro diritti di soci di minoranza valutando le strategie aziendali, i criteri di nomina dei membri del consiglio di amministrazione, le modalità di remunerazione degli amministratori – sia in passaggi delicati della vita aziendale quali le scalate ostili (*takeover*), in cui i fondi pensione sono in grado di esaminare le opportunità dischiuse da ciascuna operazione e di vagliare le difese adottate dagli amministratori delle società interessate<sup>19</sup>.

---

strumenti a reddito fisso al fine di ottenere uno stretto accostamento tra il profilo temporale delle prestazioni assicurate e il flusso di reddito generato dalla gestione finanziaria (Bank of England, 2005).

<sup>16</sup> I risultati empirici di Del Prete, Generale e Panetta (2006) indicano che laddove gli investitori istituzionali hanno un peso più elevato in rapporto al PIL la relazione tra la probabilità che un'azienda faccia ingresso in borsa e la dimensione dell'azienda stessa (documentata da Pagano, Panetta e Zingales, 1998) è più debole.

<sup>17</sup> Il basso contributo al *private equity* da parte dei fondi pensione nei Paesi Bassi e in Svizzera risente di vincoli regolamentari. In Italia i finanziamenti dei fondi pensione al *private equity*, pur in crescita, rimangono contenuti nel confronto internazionale (in media l'11 per cento del totale nel triennio 2003-05).

<sup>18</sup> In assenza di specifici accorgimenti, i fondi pensione tendono a effettuare operazioni di grande importo, e trovano quindi preferibile investire in titoli a maggiore capitalizzazione. Gli investimenti in titoli di società di minori dimensioni (*small caps*) presentano maggiori rischi di liquidità e sono soggetti ai vincoli posti dalle autorità di vigilanza sulla partecipazione dei fondi pensione nel capitale di singole società quotate (Blake, 2003).

<sup>19</sup> Le esperienze più significative sono quelle di due grandi fondi pensione pubblici statunitensi – Calpers (*California Public Employees Retirement Schemes*) e Nyepf (*New York Employees Pension Funds*) – che negli anni novanta intrapresero iniziative volte a contrastare misure anti-scalata, a rimuovere amministratori con risultati insoddisfacenti (tra i quali quelli di IBM e General Motors), a separare il ruolo di amministratore delegato da quello di presidente del consiglio d'amministrazione (Davis e Steil, 2001).

Non sono peraltro mancate critiche all'operato dei fondi pensione, sia in ambito accademico, sia all'interno della comunità finanziaria. È stato rilevato che l'attività dei fondi pensione potrebbe risentire di potenziali conflitti di interesse qualora gli amministratori non perseguissero esclusivamente la massimizzazione del valore degli investimenti, ma fossero invece influenzati da fattori di natura politica o sindacale o di altro genere (Boeri, Bovenberg, Coeuré e Roberts, 2006). Ad esempio, studi recenti indicano che negli Stati Uniti le scelte degli amministratori dei fondi pensione di dipendenti pubblici sembrano tener conto di fattori di carattere socio-politico e risultano meno idonee, rispetto a quelle dei fondi pensione privati, a valorizzare appieno le partecipazioni azionarie detenute per conto dei lavoratori (si vedano Woitke, 2002, e Cremers e Nair, 2005). Peraltro, i conflitti d'interesse da parte degli amministratori – così come i loro eventuali errori di gestione – possono danneggiare la reputazione dello stesso fondo pensione, oltre che le aziende partecipate e gli aderenti. Ulteriori critiche ai fondi pensione hanno riguardato il rischio che le scelte di investimento siano improntate alla ricerca di profitti di breve periodo (il cosiddetto *short-termism*) piuttosto che a valorizzare le prospettive reddituali di medio e lungo termine delle imprese<sup>20</sup>.

Le analisi empiriche sul ruolo dei fondi pensione in qualità di azionisti non hanno raggiunto risultati univoci. Il tema resta controverso, ma dagli studi più recenti, relativi alle società quotate statunitensi negli anni novanta, emergono due risultati<sup>21</sup>. In primo luogo, le imprese in cui i diritti degli azionisti di minoranza sono garantiti con maggiore efficacia<sup>22</sup> mostrerebbero una maggiore redditività, uno sviluppo più sostenuto del fatturato e rendimenti di borsa più elevati (Gompers, Ishii e Metrick, 2003). Inoltre, le norme che rafforzano i meccanismi di controllo esterno sull'azienda (come, ad esempio, quelle volte a limitare il ricorso a contromisure in caso di scalata ostile) sembrano essere più efficaci – imponendo una disciplina maggiore agli amministratori aziendali – quando risultano più efficaci anche i sistemi di controllo interno, che agevolano la partecipazione attiva di fondi pensione o di altri investitori istituzionali (Cremers e Nair, 2005).

Nei paesi anglosassoni l'attivismo dei fondi pensione nel governo societario è stato talora favorito dalle stesse autorità pubbliche, oppure promosso dal settore privato attraverso iniziative di autoregolamentazione<sup>23</sup>. Il fiorire di normative e codici di autoregolamentazione

---

<sup>20</sup> Ad esempio, nel Regno Unito i timori di un'eccessiva attenzione ai profitti di breve periodo hanno riguardato la possibilità che in occasione di scalate ostili di aziende in difficoltà i fondi possano scegliere di assecondare la scalata anche in assenza di adeguate garanzie per il futuro della società, piuttosto che affiancare gli amministratori nel rilancio dell'impresa (si veda Blake, 2003).

<sup>21</sup> Per una rassegna della letteratura cfr. Shleifer e Vishny (1997) e Davis e Steil (2001). Sulla relazione tra la presenza degli investitori istituzionali nella compagine azionaria e la probabilità che l'azienda sia oggetto di una scalata cfr. Clyde (1997).

<sup>22</sup> Ad esempio, attraverso la previsione di maggioranze qualificate per eventi societari di rilievo, l'adozione di meccanismi di voto che consentano ai soci di minoranza di eleggere rappresentanti nel consiglio di amministrazione, il divieto di limitare la facoltà degli azionisti di vendere le azioni nei giorni che precedono le assemblee societarie. Si veda, tra gli altri, La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer e Vishny (1998).

<sup>23</sup> Negli Stati Uniti nel 1988 il Dipartimento del lavoro ha stabilito che i fondi pensione sono tenuti a esercitare il proprio diritto di voto sulle questioni in grado di influenzare il valore della partecipazione (quali ad esempio lo spostamento della sede legale della società, che può alterare le regole di governo societario, oppure le misure volte a ostacolare scalate ostili). Negli anni novanta l'autorità di controllo dei mercati finanziari (SEC, *Securities and Exchange Commission*) adottò provvedimenti che facilitavano la formazione di coalizioni di investitori istituzionali e miglioravano le informazioni rese agli azionisti. Nel Regno Unito l'autoregolamentazione del governo societario delle imprese quotate ha registrato una rapida evoluzione a partire dai primi anni novanta (Blake, 2003). Dagli investitori istituzionali ci si aspetta, tra le altre cose, un'attenta valutazione delle motivazioni con cui le società quotate giustificano la mancata osservanza del codice di regolamentazione.

attinenti al governo d'impresa nei paesi sia avanzati sia emergenti o in via di sviluppo<sup>24</sup> dalla metà degli anni novanta ha riflesso, oltre che il significativo incremento del numero di famiglie che investono in azioni quotate e la reazione a scandali societari, la pressante richiesta da parte degli investitori istituzionali di adeguati modelli di governo d'impresa.

Nel complesso, tra operatori, ricercatori e autorità pubbliche sembra nettamente prevalere l'opinione secondo cui l'effetto complessivo dei fondi pensione per lo sviluppo e l'efficienza del sistema finanziario è di gran lunga positivo. Ciò riflette la convinzione che nel governo delle società quotate la presenza attiva di grandi investitori, quali i fondi pensione, consenta di allineare maggiormente le scelte degli amministratori con gli interessi degli azionisti. Una tale visione è certamente condivisibile con riferimento al potenziale ruolo di questi intermediari nel sistema finanziario italiano.

Peraltro nel nostro Paese il basso numero di imprese quotate, le dimensioni ancora contenute del mercato obbligazionario privato e, più in generale, la scarsa articolazione del sistema finanziario rischiano di limitare le opportunità di investimento dei fondi pensione, che potrebbero indirizzare i loro capitali prevalentemente verso mercati esteri<sup>25</sup>. Anche se tale argomento va oltre l'oggetto di questa analisi, è necessario sottolineare che i potenziali benefici dello sviluppo dei fondi pensione potranno affluire al nostro sistema finanziario solo se la crescita di questi intermediari sarà accompagnata da una parallela espansione del mercato dei capitali privati.

#### **4. Perché conviene aderire a un fondo pensione? Rendimenti, trattamento fiscale e costi della previdenza complementare**

In questo paragrafo vengono analizzati i principali fattori che determinano la convenienza ad aderire ai diversi schemi di previdenza integrativa. In particolare, il paragrafo 4.1 esamina le caratteristiche di rischio-rendimento dei fondi pensione, confrontandole con quelle di investimenti alternativi. Il paragrafo 4.2 esamina il valore del contributo fornito dal datore di lavoro all'accumulazione nei fondi pensione negoziali. Il paragrafo 4.3 analizza la funzione e il costo delle garanzie di rendimento minimo sugli investimenti del fondo pensione. Il paragrafo 4.4 studia il trattamento fiscale dei fondi pensione, confrontando diversi sistemi di tassazione e valutandone i vantaggi/svantaggi per i lavoratori. All'analisi dei costi annui posti a carico dei lavoratori – un elemento fondamentale per valutare la convenienza ad aderire alla previdenza complementare – è dedicato il paragrafo 4.5.

##### *4.1. I rendimenti dei fondi pensione*

I fondi pensione negoziali investono i contributi dei lavoratori sui mercati finanziari per il tramite di operatori professionali. Il conferimento delle deleghe di gestione avviene in più stadi. In una prima fase il fondo istituisce uno o più comparti di investimento. Per ciascun comparto si stabilisce la cosiddetta allocazione strategica del portafoglio, ossia la ripartizione dell'attivo tra diverse classi di attività finanziarie (essenzialmente, la percentuale di azioni e obbligazioni e l'allocazione geografica degli investimenti) con implicita definizione della rischiosità del comparto stesso. Successivamente il fondo stipula convenzioni di gestione con intermediari specializzati, ciascuno dei quali è incaricato di amministrare parte del

---

<sup>24</sup> Un'analisi comparata dei codici di autoregolamentazione nei paesi UE si trova in Gregory e Simmelkjaer (2002). Un'analoga rassegna relativa ai paesi emergenti e in via di sviluppo è in Gregory (2001).

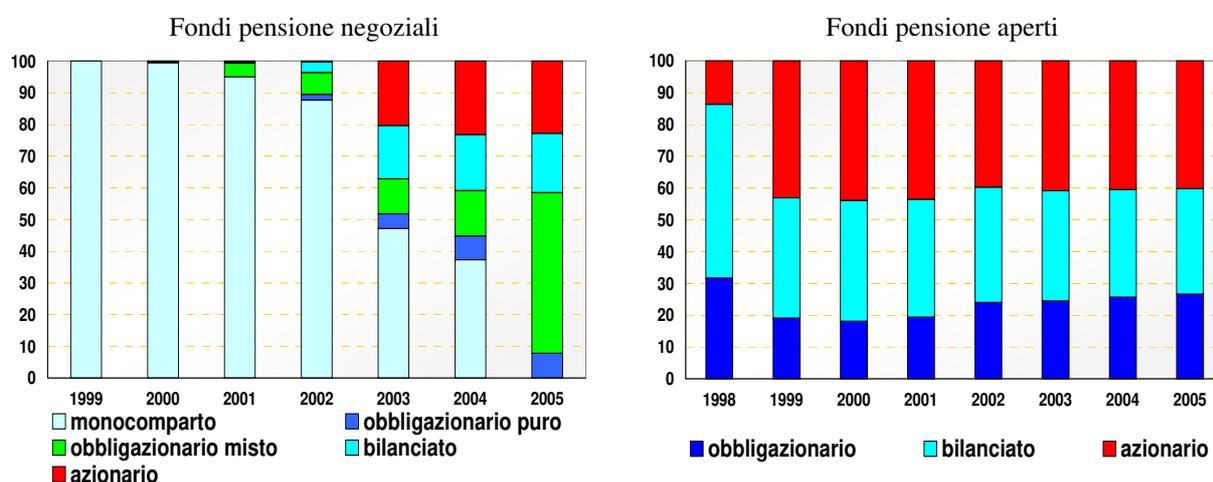
<sup>25</sup> Una tale situazione si riscontra già oggi per i fondi comuni italiani, che investono in azioni estere un ammontare di oltre tre volte superiore a quello che essi investono in azioni italiane.

patrimonio; i mandati di gestione individuano gli indici finanziari da utilizzare come riferimento per verificare i risultati ottenuti da ciascun gestore (i cosiddetti *benchmark*). Nel caso dei fondi pensione aperti e delle polizze previdenziali i portafogli vengono invece di norma gestiti dallo stesso intermediario che ha istituito il fondo o emesso la polizza.

Al loro esordio i fondi negoziali hanno adottato generalmente una configurazione monocomparto e un'allocazione di portafoglio relativamente prudente (fig. 2). È interessante notare che quando alcuni fondi negoziali sono passati a una configurazione multicomparto, gli aderenti – messi in condizione di decidere la strategia di investimento – hanno mostrato una propensione al rischio minore di quella espressa in precedenza dagli amministratori<sup>26</sup>: la quota di azioni in portafoglio è scesa al 25 per cento (tav. 3), dal 30 precedente. I fondi pensione aperti sono stati invece caratterizzati fin dall'inizio dall'alta incidenza di linee d'investimento con maggiore contenuto di azioni.

Figura 2

### Fondi pensione: ripartizione delle attività per comparto di investimento (dati di fine anno; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati Covip.

Nei primi otto anni di attività il rendimento medio annuo dei fondi pensione italiani (valutato al netto di imposte e dei costi di gestione) è stato leggermente inferiore al 4 per cento, non discosto da quello (al netto d'imposta) dei titoli di Stato italiani a medio e a lungo termine (BTP; tav. 4). Ciò ha riflesso l'elevata incidenza di titoli obbligazionari nel portafoglio complessivo<sup>27</sup>.

<sup>26</sup> L'elevato grado di avversione al rischio espresso negli anni scorsi dagli aderenti ai fondi può aver risentito delle ripetute tensioni finanziarie connesse con lo scoppio della bolla della "nuova economia", con gli attentati del settembre 2001 e con scandali finanziari quali quelli di Enron, Worldcom, Parmalat e Cirio.

<sup>27</sup> Si rammenti che il rendimento rilevante per il lavoratore è quello *money-weighted* e non quello, di uso comune, *time-weighted* (per la definizione di questi concetti e i riferimenti bibliografici, si veda l'Appendice B). Al riguardo, i fondi pensione consentono investimenti in cifra (più o meno) fissa, come nei piani di accumulazione del capitale (pac), che permettono al risparmiatore di comprare in misura relativamente minore quando i prezzi sono alti e maggiore quando i prezzi sono bassi, attenuando i movimenti ciclici di borsa (effetto media). Si può dimostrare che la differenza tra rendimenti *money-weighted* e *time-weighted* è funzione inversa della correlazione tra questi ultimi e i flussi dei versamenti netti (Appendice B). Flussi correlati con i rendimenti *time-weighted* determinano rendimenti *money-weighted* minori dei rendimenti *time-weighted*. Flussi costanti tendono invece ad annullare tale correlazione.

**Fondi pensione negoziali multicomparto:  
iscritti e patrimonio per tipologia di comparto e relativa quota azionaria**  
(dati alla fine del 2005)

Tipologia di comparto	Iscritti		Patrimonio		Azioni in portafoglio (%)
	numero	quota percentuale	milioni di euro	quota percentuale	
Obbligazionaria	450.406	73,0	3.592	65,5	18,5
Bilanciata	157.160	25,5	1.755	32,0	33,1
Azionaria	9.008	1,5	135	2,5	68,3
Totale	616.574	100,0	5.482	100,0	25,2

Fonte: Covip (2006).

Il confronto con i rendimenti delle polizze individuali pensionistiche è reso arduo dalla carenza di informazioni adeguate. I confronti vengono talora effettuati prendendo a riferimento il rendimento medio lordo delle gestioni separate delle polizze vita, nell'ipotesi che tale valore sia un buon indicatore del rendimento lordo delle polizze PIP. Secondo i dati resi noti dall'Ania (2006), dal 1999 le gestioni separate hanno conseguito un risultato dell'ordine del 5 per cento, dal quale vanno sottratti la componente di rendimento trattenuta dalla compagnia assicuratrice, le ritenute fiscali e i costi di gestione gravanti sui sottoscrittori.

La variabilità dei rendimenti – un indicatore del grado di rischio dei fondi pensione – è stata anch'essa contenuta, di poco superiore a quella dei titoli di Stato italiani a medio e a lungo termine (fig. 3). Essa si è ridotta in particolare dal 2003, riflettendo la fase di bassa volatilità in tutti i principali mercati azionari e obbligazionari (cfr. Panetta *et al.*, 2006). Negli ultimi anni la deviazione standard dei rendimenti dei fondi negoziali è stata di circa 3,4 punti percentuali, inferiore di un punto a quella dei fondi aperti. Una volatilità di 3 punti percentuali implica, nell'ipotesi che i rendimenti siano distribuiti normalmente con valore medio pari al 5 per cento, che il campo di variazione dei risultati del fondo sarà compreso nel 95 per cento dei casi tra -1 per cento e +11 per cento, mentre il rendimento risulterà negativo (ossia inferiore a zero) nel 4,8 per cento dei casi.

Un periodo di analisi di otto anni potrebbe risultare limitato per valutare adeguatamente il profilo di rischio-rendimento dei fondi pensione italiani, il cui orizzonte di investimento è ultra-decennale. È dunque utile analizzare le proprietà di lungo periodo dei rendimenti di alcune attività finanziarie rappresentative<sup>28</sup>.

<sup>28</sup> Per un'analisi dei rendimenti dal 1860 si veda Panetta e Violi (1999).

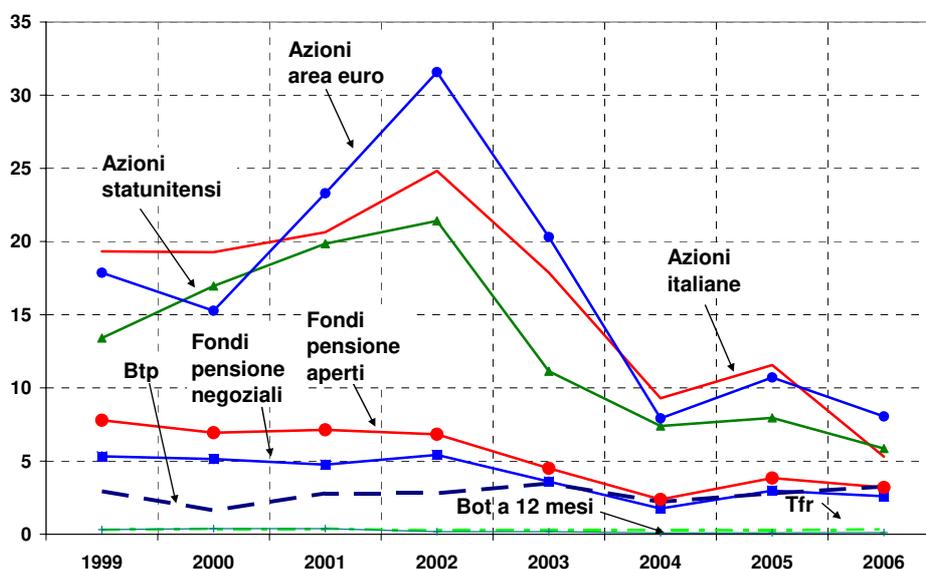
**Rendimenti dei fondi pensione, delle attività finanziarie e del Tfr (1)**  
(dati annuali; valori percentuali)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Media geometrica 1999-2006
Fondi pensione negoziati (2)	11,2	3,6	-0,5	-3,4	5,0	4,5	7,4	3,8	3,9
Fondi pensione aperti (2)	24,0	2,9	-5,6	-13,1	5,7	4,3	11,5	2,4	3,5
Bot a 12 mesi (3)	2,8	3,2	4,1	2,8	2,4	2,0	1,9	2,3	2,7
Btp (3)	-1,3	5,5	5,8	7,6	3,2	6,7	4,7	0,0	4,0
Azioni italiane (3)	15,2	5,2	-19,3	-18,0	13,7	21,3	16,4	17,4	5,3
Tfr (4)	3,1	3,5	2,9	3,1	2,8	2,5	2,6	2,4	2,9

Fonte: elaborazioni su dati di fonte Banca d'Italia, Covip, MTS e MSCI. (1) Rendimenti a dodici mesi di fine anno. Per la definizione dei dati sulle attività finanziarie e sul Tfr si veda l'Appendice A. – (2) Rendimento medio ponderato dei fondi in gestione finanziaria. I rendimenti sono al netto delle ritenute fiscali e di tutti i costi gravanti sul fondo pensione. Per il 1999, il dato relativo ai fondi pensione negoziati si riferisce ai dieci mesi che vanno da marzo a dicembre. – (3) Rendimento al netto di una ritenuta fiscale indicativa del 12,5 per cento. – (4) Dal 2001, tasso di rivalutazione al netto dell'imposta sostitutiva dell'11 per cento.

Figura 3

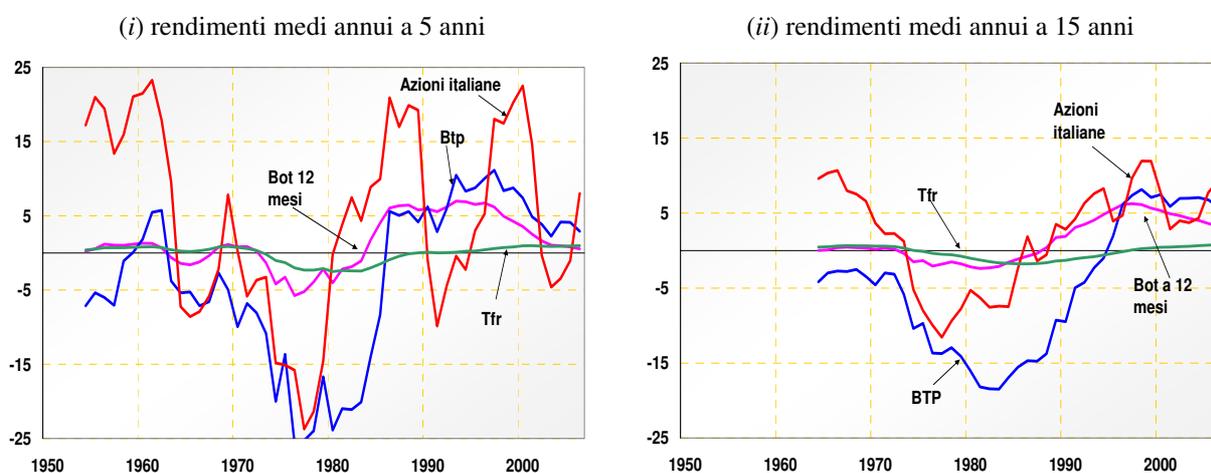
**Variabilità dei rendimenti dei fondi pensione, di altre attività finanziarie e del Tfr (1)**  
(dati annuali; valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati di fonte Banca d'Italia, Covip, MoneyMate, MTS e MSCI. (1) Deviazione standard annualizzata dei rendimenti mensili calcolati nel continuo. I rendimenti delle attività finanziarie e il tasso di rivalutazione del Tfr sono al lordo di ritenute fiscali. Per i fondi pensione, i rendimenti sono al netto delle ritenute fiscali e di tutti i costi gravanti su di essi. Per la definizione dei dati sulle attività finanziarie e sul Tfr si veda l'Appendice A.

La figura 4 mostra per un periodo di oltre cinquanta anni (1950-2006) i rendimenti reali del Tfr e di tre tipologie di attività finanziarie rappresentative delle opportunità di investimento a disposizione delle famiglie italiane: i titoli pubblici sia a breve termine (i Bot a dodici mesi) sia a medio-lungo termine (i Btp), e le azioni italiane quotate. I dati riportati si

**Rendimento reale a medio e a lungo termine  
delle principali attività finanziarie e del Tfr (1)**  
(dati annuali; valori percentuali)



Fonte: Banca d'Italia, MTS e MSCI. (1) Rendimenti per periodi di detenzione, rispettivamente, di 5 e 15 anni terminanti nell'anno di riferimento. I rendimenti sono espressi al lordo della ritenuta fiscale e in termini reali, utilizzando l'indice del costo della vita per le famiglie di operai e impiegati. Per i dati e la metodologia di calcolo si veda l'Appendice A.

riferiscono ai rendimenti che sarebbero stati conseguiti ogni anno su periodi di investimento di 5 e 15 anni e mostrano alcune ben note proprietà dei rendimenti delle attività finanziarie<sup>29</sup>. In primo luogo, emerge come le attività più rischiose (soprattutto le azioni, ma anche le obbligazioni a medio e a lungo termine) mostrino rendimenti più elevati – fatta eccezione per i periodi di inflazione alta e inattesa, come gli anni settanta e la prima metà degli anni ottanta – ma anche più variabili rispetto a quelli dei titoli a breve termine quali i Bot. Si evince inoltre che su periodi di investimento estesi i rendimenti delle azioni divengono meno variabili e risultano spesso superiori a quelli delle altre tipologie di investimento: su orizzonti di 15 anni, negli ultimi cinquantasette anni il rendimento reale delle azioni italiane è stato negativo in 14 casi su 43 e ha superato quello dei Btp e dei Bot, rispettivamente, 38 e 24 volte.

La tavola 5 riporta, per ciascuna delle attività finanziarie considerate, la media e la variabilità dei rendimenti nominali, il rendimento in eccesso rispetto ai Bot (presi a riferimento come investimenti privi di rischio) e l'indice di Sharpe<sup>30</sup>. Dal secondo dopoguerra a oggi il rendimento medio più elevato è stato registrato dalle azioni (14,0 per cento su base annua e in termini nominali), a fronte però di una variabilità anch'essa elevata (28,1 punti percentuali). Soprattutto a causa dello shock inflazionistico che ne ha depresso i corsi negli anni settanta, i Btp hanno invece reso meno del 3 per cento, quasi 5 punti percentuali al di sotto dei Bot e circa 3 punti in meno del Tfr<sup>31</sup>. L'indice di Sharpe è risultato positivo per le

<sup>29</sup> Cinque anni sono il periodo minimo di partecipazione a una forma previdenziale complementare per maturare il diritto alla prestazione pensionistica. L'altra condizione necessaria è che siano maturati i requisiti di accesso alla pensione pubblica obbligatoria (D.lgs. 252/05, art. 11, comma 2).

<sup>30</sup> L'indice di Sharpe è dato dal rapporto tra il rendimento in eccesso sul Bot e la deviazione standard, e rappresenta una misura della remunerazione percepita dall'investitore per una unità addizionale di rischio.

<sup>31</sup> In passato, fino agli anni ottanta, la formula di rivalutazione del Tfr risultava più generosa di quella attuale. I dati della tavola 5 sono stati tuttavia calcolati in base al meccanismo ora vigente, al fine di esaminare la convenienza tra le diverse modalità di investimento del Tfr per i lavoratori oggi attivi.

azioni e negativo sia per i Btp, sia per il Tfr. Data la eccezionalità del periodo fino alla metà degli anni ottanta – caratterizzato da due shock petroliferi e da un livello assai elevato dell’inflazione (fig. 5a) – l’analisi è stata ripetuta per il periodo 1985-2006, in cui la dinamica inflazionistica è progressivamente tornata sotto il controllo delle autorità monetarie. In questa seconda fase l’ordinamento delle diverse categorie di investimento in base ai rendimenti risulta in linea con le attese: i risultati più elevati si sono infatti registrati per le azioni, seguite dai Btp, dai Bot e dal Tfr; simile e altrettanto “normale” risulta anche l’ordinamento in base alla variabilità. L’indice di Sharpe risulta, infine, positivo per le azioni e i Btp e negativo per il Tfr. Questi profili di rischio-rendimento emergono ancor più chiaramente nel periodo recente, in cui l’inflazione si è stabilizzata a livelli prossimi al 2 per cento (sezione (c) della tavola 5).

Questa semplice analisi descrittiva sembra conformarsi all’idea secondo cui i lavoratori giovani, con molti anni di accumulazione prima della pensione, possono trovare conveniente scegliere comparti di investimento con una quota più elevata di azioni in portafoglio, in quanto su orizzonti temporali estesi eventuali andamenti anomali dei prezzi dei titoli – sempre possibili – vengono più facilmente riassorbiti<sup>32</sup>. Per i lavoratori più anziani, prossimi alla pensione, sembra invece ragionevole accrescere, all’interno della ricchezza pensionistica, il peso degli strumenti a più basso rischio quali i titoli a breve termine e le obbligazioni, per contenere il rischio che il montante accumulato perda di valore proprio nel momento del pensionamento.

Queste considerazioni trovano riscontro nei dati appena esposti: sulla base dell’esperienza a partire dall’anno 1950, la probabilità che un portafoglio azionario abbia un rendimento negativo, pari al 20 per cento nel caso di investimenti quinquennali, scende al 6 per cento per investimenti a quindici anni e al di sotto dell’1 per cento per investimenti su periodi più lunghi di 23 anni<sup>33</sup>. Data la sua importanza per lo sviluppo della previdenza integrativa e per i lavoratori, l’analisi dei rischi finanziari connessi con l’adesione ai fondi pensione e dell’allocazione di portafoglio (*asset allocation*) della ricchezza pensionistica sarà oggetto di approfondimenti futuri.

*Il confronto con il Tfr.* – Il tasso di rivalutazione lorda del Tfr è pari per legge al 75 per cento del tasso di inflazione più 1,5 punti percentuali. Si tratta di una redditività garantita in termini nominali, ma con un rendimento reale che decresce al crescere dell’inflazione (tav. 6), divenendo nullo (al netto della ritenuta fiscale dell’11 per cento introdotta nel 2001) quando la crescita dei prezzi raggiunge il 4 per cento e negativo oltre questa soglia. Dal 1950 a oggi, il tasso reale netto del Tfr non ha mai superato l’1 per cento ed è risultato negativo in 32 anni su 57 (fig. 5b). Un tale andamento spiega la convenienza che hanno avuto le imprese, quando l’inflazione era elevata, a trattenere in bilancio il Tfr: quest’ultimo ha di fatto rappresentato un prestito dei lavoratori alle aziende a tassi reali bassi o persino negativi.

---

<sup>32</sup> Una tale visione è in linea con le simulazioni di Bertaut e Haliassos (1997). Si veda anche Campbell e Viceira (2002). Rendimenti non deterministici e utilità non logaritmica rendono l’allocazione di portafoglio dipendente dall’orizzonte d’investimento. Per una discussione della letteratura recente, si veda Veronesi (2006).

<sup>33</sup> I dati sono calcolati assumendo che i rendimenti azionari siano distribuiti normalmente.

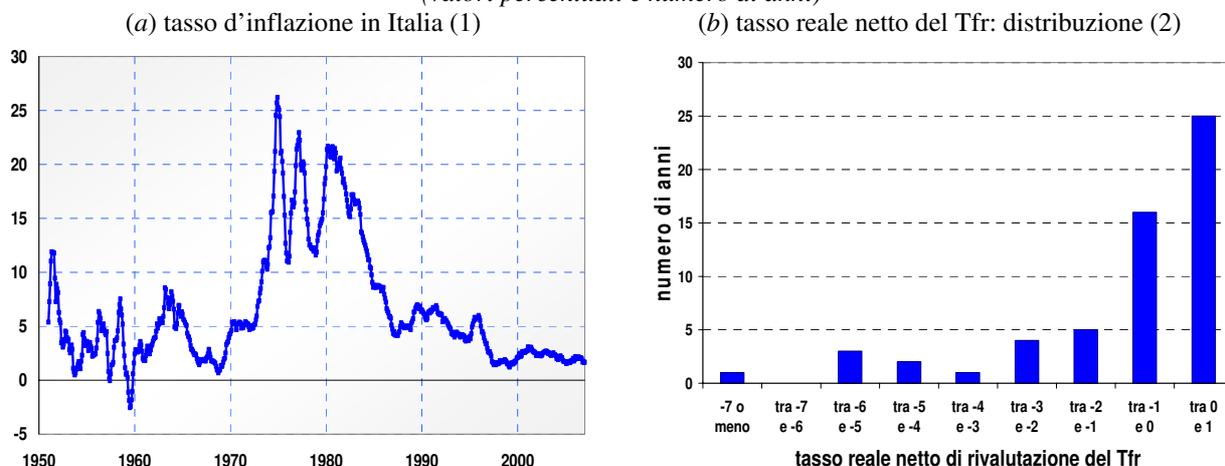
**Rendimento e volatilità delle principali attività finanziarie e del Tfr (1)**  
(dati annuali)

	Bot a 12 mesi	Btp	Azioni italiane	Tfr (2)
<i>(a) intero periodo: 1950-2006 (57 anni)</i>				
media (3)	7,76	2,90	14,03	6,35
deviazione standard (4)	5,03	14,09	28,14	4,35
rendimento in eccesso sul Bot (4)		-4,85	6,27	-1,41
Sharpe Ratio (5)		-0,34	0,22	-0,32
correlazioni:				
Bot a 12 mesi	1	0,26	0,09	0,59
Btp		1	0,18	-0,46
Azioni italiane			1	-0,05
Tfr (2)				1
<i>(b) inflazione inferiore al 10 per cento: 1985-2006 (22 anni)</i>				
media (3)	8,15	10,23	16,58	4,36
deviazione standard (4)	4,53	9,73	31,05	1,52
rendimento in eccesso sul Bot (4)		2,08	8,43	-3,78
Sharpe Ratio (5)		0,21	0,27	-2,49
correlazioni:				
Bot a 12 mesi	1	0,54	0,20	0,83
Btp		1	0,32	0,17
Azioni italiane			1	0,09
Tfr				1
<i>(c) inflazione inferiore al 3 per cento: 1996-2006 (11 anni)</i>				
media (3)	4,23	7,41	15,41	3,07
deviazione standard (4)	2,43	6,12	23,59	0,34
rendimento in eccesso sul Bot (4)		3,19	11,18	-1,16
Sharpe Ratio (5)		0,52	0,47	-3,43

Fonte: elaborazioni su dati di fonte Banca d'Italia, MTS e MSCI. (1) Rendimenti a dodici mesi di fine anno, al lordo di ritenute fiscali. Per i dati e la metodologia di calcolo si veda l'Appendice A. – (2) La formula di rivalutazione del Tfr in vigore dal 1982 è stata applicata anche agli anni precedenti. – (3) Valori percentuali. – (4) Punti percentuali. – (5) Rapporto tra l'eccesso di rendimento sul Bot e la deviazione standard. Rappresenta una misura del compenso richiesto dall'investitore per detenere una unità di rischio aggiuntiva.

### Tasso d'inflazione e tasso di rivalutazione reale netto del Tfr

(valori percentuali e numero di anni)



(1) Dati mensili. Variazione percentuale a dodici mesi dell'indice del costo della vita per le famiglie di operai e impiegati. – (2) Dati annuali. Distribuzione di frequenza del tasso di rivalutazione reale netto del Tfr dal 1950 a oggi. Il tasso di rivalutazione reale netto del Tfr è la differenza tra il tasso di rivalutazione nominale netto e l'inflazione. Il tasso di rivalutazione nominale netto del Tfr è ottenuto applicando al tasso lordo una ritenuta fiscale dell'11 per cento (introdotta nel 2001). Il tasso di rivalutazione lordo del Tfr è pari ai tre quarti dell'inflazione registrata nell'anno, maggiorati di 1,5 punti percentuali.

Il Tfr rappresenta quindi una forma di investimento a basso rischio ma con un rendimento anch'esso in media basso, spesso inferiore a quello dei Bot<sup>34</sup>: di circa 1,5 punti percentuali all'anno se si considera l'intero secondo dopoguerra, e di oltre 3,5 punti, se si limita il confronto agli ultimi vent'anni (tav. 5). Nel passato, sarebbe stato dunque preferibile per i lavoratori investire i propri risparmi previdenziali in Bot, piuttosto che nel Tfr. Nell'attuale fase di bassa inflazione il tasso reale netto del Tfr è positivo ma assai contenuto, dell'ordine dello 0,7 per cento, sostanzialmente in linea con quello dei Bot.

Dal punto di vista finanziario il Tfr ha offerto un rendimento superiore a quello delle altre categorie di attività finanziarie negli anni settanta e nei primi anni ottanta, quando però la sua stessa remunerazione risultò negativa. Ciò fu dovuto alla natura inattesa del fenomeno inflazionistico e alle peculiari condizioni allora prevalenti sul nostro mercato finanziario, sottoposto a vincoli sui movimenti dei capitali – che consentirono di mantenere rendimenti reali a lungo negativi – e pressoché privo di titoli in grado di offrire ai risparmiatori protezione dall'inflazione (quali i titoli indicizzati alla crescita dei prezzi o anche ai tassi a breve termine). Com'è evidente, si tratta di condizioni oggi difficilmente ripetibili. Coerentemente con questa visione, il rendimento reale a lungo termine del Tfr è stato stabilmente inferiore a quello dei Bot e delle azioni dalla metà degli anni ottanta, e a quello dei Btp dalla metà degli anni novanta<sup>35</sup>.

<sup>34</sup> Il Tfr ha rappresentato una sorta di via italiana al fondo pensione aziendale *final salary* di tipo anglosassone. Anche se meno conveniente rispetto ai Bot, per i lavoratori l'indicizzazione all'inflazione invece che al tasso di crescita dei salari è risultata più vantaggiosa, soprattutto negli ultimi 10 anni.

<sup>35</sup> Si veda anche Cesari (2006).

**Tasso di rivalutazione reale netto del Tfr (1)***(dati annuali; valori percentuali)*

Tasso di inflazione	Tasso di rivalutazione del Tfr		
	nominale lordo	nominale netto	reale netto
0	1,5	1,3	1,3
1	2,3	2,0	1,0
2	3,0	2,7	0,7
3	3,8	3,3	0,3
4	4,5	4,0	0,0
5	5,3	4,7	-0,3
6	6,0	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
11	9,8	8,7	-2,3
12	10,5	9,3	-2,7
12 o più	10,5 o più	9,3 o più	-2,7 o meno

(1) Il tasso di rivalutazione nominale lordo del Tfr è pari ai tre quarti dell'inflazione registrata nell'anno, maggiorati di 1,5 punti percentuali (l'inflazione è calcolata sulla base dell'indice del costo della vita per le famiglie di operai e impiegati). Il tasso di rivalutazione nominale netto è ottenuto applicando al tasso lordo una ritenuta fiscale dell'11 per cento (introdotta nel 2001). Il tasso reale netto è la differenza tra il tasso nominale netto e l'inflazione.

#### 4.2. *Il beneficio del contributo del datore di lavoro*

Attraverso l'adesione al proprio fondo contrattuale, i lavoratori dipendenti hanno l'indubbio vantaggio di appropriarsi del contributo del datore di lavoro<sup>36</sup>. Al fine di valutare tale beneficio, si consideri il caso di due lavoratori che decidono di versare il Tfr maturando nel fondo pensione. Per il primo lavoratore – che definiremo di tipo “A” – la quota di Tfr versata è pari al 35 per cento (che corrisponde alla percentuale media versata nel 2005 dai lavoratori assunti fino al 28 aprile 1993; tav. 7)<sup>37</sup>. Il secondo lavoratore – di tipo “B” – versa invece l'intero Tfr<sup>38</sup>.

Come mostra la tavola, la quota della contribuzione totale versata dal datore di lavoro sul conto previdenziale dei due lavoratori presso il fondo pensione è pari, rispettivamente, al 25,5 ( $= \frac{1,22\%}{4,78\%}$ ) e al 13,1 ( $= \frac{1,22\%}{9,30\%}$ ) per cento; si tratta di versamenti che i lavoratori perderebbero se

<sup>36</sup> L'analisi dei vantaggi derivanti dal contributo del datore assume che la partecipazione al fondo pensione non influenzi la retribuzione del lavoratore. È tuttavia possibile che in taluni casi, soprattutto presso le piccole imprese, il salario del dipendente sia implicitamente influenzato dalle sue scelte previdenziali (cfr il par. 5.4).

<sup>37</sup> Anche nel nuovo regime degli accantonamenti al Tfr, entrato in vigore nel 2007, per questi lavoratori sarà possibile destinare ai fondi pensione solo parte degli accantonamenti al Tfr (cfr. oltre il paragrafo 5.7).

<sup>38</sup> In questo caso l'aliquota del 6,91 per cento della retribuzione lorda relativa all'intero flusso di Tfr si ricava dal fatto che, per legge, l'accantonamento annuo al Tfr è costituito dal 7,41 per cento (pari al rapporto 1/13,5) della retribuzione lorda (art. 2120 c.c.), a cui va sottratto un contributo dello 0,5 per cento all'Inps.

**Aliquote contrattuali medie di contribuzione al fondo pensione***(dati alla fine del 2005; valori percentuali)*

	A carico del lavoratore	A carico del datore	Dal Tfr	Contribuzione totale	Redditività da contributo del datore
	$C_L$	$C_D$	$C_{TFR}$	$C_{TOT}$	$R_A$
Lavoratore A: versa il 35% del Tfr	1,17	1,22	2,39	4,78	+34,3
Lavoratore B: versa il 100% del Tfr	1,17	1,22	6,91	9,30	+15,1

Fonte: i dati sulle aliquote contrattuali medie di contribuzione sono tratti da Covip (2006), tav. a.8.

non aderissero al fondo pensione contrattuale. Per effetto del contributo del datore, il lavoratore A versa al fondo il 3,56 per cento della retribuzione (la somma di  $C_L$  e  $C_{TFR}$ ) e si ritrova un capitale pari al 4,78 per cento della retribuzione, con una redditività immediata e “automatica” del 34,3 per cento<sup>39</sup>. Analogamente, il lavoratore B investe l’8,08 per cento della retribuzione e si ritrova il 9,30 per cento, con una redditività immediata derivante dalla semplice adesione pari al 15,1 per cento.

Sulla base di tali valori è possibile calcolare il vantaggio del contributo del datore in funzione dell’andamento del mercato finanziario. A tal fine l’investimento nel fondo pensione è stato confrontato con una ipotesi di investimento alternativa, ipotizzando che qualora non aderisca il lavoratore investa sul mercato finanziario una quota di retribuzione pari a quella a suo carico se avesse aderito ( $C_L$ ), ottenendo la stessa redditività del fondo pensione; si è inoltre calcolata la redditività garantita dal Tfr, ipotizzando un tasso d’inflazione del 2 per cento. Per rendimenti del mercato finanziario compresi tra -10 e +10 per cento, si ottengono i dati riportati nelle tavole 8 e 9.

Aderendo al fondo pensione, il lavoratore A ottiene un rendimento superiore al 20 per cento anche in presenza di una flessione del 10 per cento dei prezzi di borsa; al contrario, in una tale situazione il lavoratore che non aderisce subirebbe una perdita dell’1,3 per cento. Il guadagno da adesione sale progressivamente con la redditività del mercato, dando luogo a un differenziale di oltre 40 punti percentuali in presenza di un aumento delle quotazioni di mercato superiore all’8 per cento.

Per il lavoratore che versa al fondo pensione il 100 per cento del Tfr maturando, la convenienza è più contenuta. In caso di rendimenti di mercato negativi il guadagno per il lavoratore che aderisce partirebbe dal 3,6 per cento, contro l’1,1 per cento per il lavoratore che non aderisce. Al crescere dei rendimenti di mercato il suo rendimento immediato salirebbe fino al 26,6 per cento, a fronte del 4 per cento per i lavoratori che non aderiscono.

<sup>39</sup> La redditività è data da  $R_A = \frac{C_{TOT}}{C_L + C_{TFR}} - 1$ , dove  $R_A$  indica la redditività dovuta al contributo del datore in rapporto all’investimento annuo del lavoratore e le altre componenti sono quelle indicate nella tavola 7.

**Beneficio derivante dal contributo del datore, misurato nel primo anno di adesione al fondo pensione per un lavoratore che destina al fondo il 35 per cento del Tfr (1)**

*(valori percentuali)*

Rendimento finanziario	Lavoratore che aderisce ai fondi pensione (35 per cento del Tfr) (2)			Lavoratore che non aderisce ai fondi pensione (2)		
	rendimento da contributo del datore di lavoro	rendimento da gestione	rendimento totale	rendimento da investimento	rendimento da Tfr	rendimento totale
10	34,3	13,4	47,7	10,0	3,0	5,3
8	34,3	10,7	45,0	8,0	3,0	4,6
6	34,3	8,1	42,3	6,0	3,0	4,0
4	34,3	5,4	39,6	4,0	3,0	3,3
2	34,3	2,7	37,0	2,0	3,0	2,7
0	34,3	0,0	34,3	0,0	3,0	2,0
-2	34,3	-2,7	31,6	-2,0	3,0	1,4
-4	34,3	-5,4	28,9	-4,0	3,0	0,7
-6	34,3	-8,1	26,2	-6,0	3,0	0,0
-8	34,3	-10,7	23,5	-8,0	3,0	-0,6
-10	34,3	-13,4	20,8	-10,0	3,0	-1,3

(1) La tavola confronta due ipotesi di investimento alternative. Nella prima il lavoratore investe nel fondo pensione un ammontare annuo pari alla somma di  $C_L$  e del 35 per cento del flusso totale di Tfr ( $C_{TFR}$ ), cui si aggiunge il contributo del datore  $C_D$  (si veda nella tavola 7 il caso del lavoratore A). Quest'ultima componente affluisce al momento dell'adesione; il rendimento conseguito dal fondo pensione alla fine del primo anno è pari alla somma del rendimento del contributo del datore e di quello degli investimenti finanziari. Il lavoratore che non aderisce al fondo pensione investe invece un ammontare  $C_L$  in attività finanziarie (con rendimento pari a quello del fondo pensione) e un ammontare  $C_{TFR}$  (pari al 35 per cento del flusso totale di Tfr) nel Tfr, con rendimento pari al 3 per cento (corrispondente a un'inflazione del 2 per cento). – (2) Sia per il lavoratore che aderisce sia per quello che non aderisce non si considera il 65% del flusso di Tfr mantenuto in tale strumento.

Una analisi più realistica deve considerare anche l'effetto delle commissioni applicate dai fondi pensione. Una tale analisi (riportata nella tavola 10) indica che in un orizzonte pluriennale il vantaggio immediato costituito dal contributo del datore viene progressivamente eroso dalle commissioni di gestione, ma senza annullarsi. Ipotizzando un rendimento di mercato finanziario del 5 per cento all'anno, a parità di commissioni di gestione<sup>40</sup> il lavoratore A ottiene, rispetto al lavoratore non iscritto, un rendimento più elevato di 5,8 punti percentuali all'anno in 10 anni, di 3,4 punti in 20 anni e di 2,6 in 30 anni. Il

<sup>40</sup> Nella tavola 10 le commissioni sono pari allo 0,47 per cento, che è la media ponderata degli oneri totali annui relativi ai singoli fondi negoziali nel 2005 (Covip, 2006).

**Beneficio derivante dal contributo del datore, misurato nel primo anno di adesione al fondo pensione per un lavoratore che destina al fondo il 100 per cento del Tfr (1)**  
(valori percentuali)

Rendimento finanziario	Lavoratore che aderisce ai fondi pensione (100 per cento del Tfr)			Lavoratore che non aderisce ai fondi pensione		
	rendimento da contributo del datore di lavoro	rendimento da gestione	rendimento totale	rendimento da investimento	rendimento da Tfr	rendimento totale
10	15,1	11,5	26,6	10,0	3,0	4,0
8	15,1	9,2	24,3	8,0	3,0	3,7
6	15,1	6,9	22,0	6,0	3,0	3,4
4	15,1	4,6	19,7	4,0	3,0	3,1
2	15,1	2,3	17,4	2,0	3,0	2,9
0	15,1	0,0	15,1	0,0	3,0	2,6
-2	15,1	-2,3	12,8	-2,0	3,0	2,3
-4	15,1	-4,6	10,5	-4,0	3,0	2,0
-6	15,1	-6,9	8,2	-6,0	3,0	1,7
-8	15,1	-9,2	5,9	-8,0	3,0	1,4
-10	15,1	-11,5	3,6	-10,0	3,0	1,1

(1) I dettagli del confronto sono quelli riportati nella nota (1) della tavola 8, con la sola differenza che si ipotizza che l'intero flusso di Tfr venga destinato al fondo pensione (come per il lavoratore B della tavola 7).

vantaggio dei fondi pensione persiste anche ipotizzando che gli investimenti non previdenziali (ad es. fondi passivi, ETF) siano – irrealisticamente – privi di commissioni di gestione, come evidenziato dalla tavola<sup>41</sup>.

Per il lavoratore B il vantaggio è più contenuto in termini percentuali (3,5 punti percentuali a 10 anni, 2,4 a 20 anni e 2,1 a 30 anni nel caso di commissioni pari allo 0,47 per cento) a causa della minore incidenza del contributo datoriale sull'investimento totale. Ciò non vale in termini assoluti, ossia di montante finale accumulato, poiché il lavoratore B investe nel fondo pensione non il 35 ma il 100 per cento del Tfr (tav. 11). In caso di rendimenti di mercato pari al 3 per cento (quindi relativamente bassi nel medio-lungo termine) e pari a quelli del Tfr, la scelta di aderire al fondo pensione rimane più conveniente sia per il lavoratore A che per il lavoratore B. Ciò è dovuto al fatto che l'effetto immediato dell'adesione (34,3 e 15,1 per cento rispettivamente) decresce al crescere del patrimonio ma dopo 30 anni ha un valore ancora apprezzabile (1,4 punti percentuali per il lavoratore di tipo A e 0,7 punti per il lavoratore B).

<sup>41</sup> Le commissioni applicate sui prodotti finanziari non previdenziali sono tipicamente più alte dello 0,47 per cento; ad esempio, quelle sui fondi comuni obbligazionari nel 2005 erano pari in media all'1,2 per cento. Pertanto i confronti riportati nella tavola 10 rappresentano un limite inferiore dei vantaggi dei fondi pensione.

**Rendimento a 10, 20 e 30 anni per un lavoratore iscritto e uno non iscritto ai fondi pensione (1)**  
(valori e punti percentuali)

Durata (anni)	Lavoratore A (versa il 35% del TFR) (2)					Lavoratore B (versa il 100% del TFR)				
	Commissioni: Fondo pensione =0,47% Investim. finanziari = 0,47%			Commissioni: Fondo pens. =0,47% Inv. finanz. = 0%		Commissioni: Fondo pensione =0,47% Investim. finanziari = 0,47%			Commissioni: Fondo pens.=0,47% Inv. finanz. = 0%	
	Iscritto	Non iscritto		Non iscritto		Iscritto	Non iscritto		Non iscritto	
	(a)	(b)	(a-b)	(c)	(a-c)	(d)	(e)	(d-e)	(f)	(d-f)
<i>Pannello A: rendimento di mercato = 5 per cento</i>										
10	10,7	4,9	5,8	5,1	5,6	8,2	4,7	3,5	4,7	3,4
20	7,2	3,8	3,4	4,0	3,2	6,0	3,5	2,4	3,6	2,3
30	6,2	3,6	2,6	3,8	2,4	5,4	3,3	2,1	3,4	2,0
<i>Pannello B: rendimento di mercato = 3 per cento</i>										
10	8,9	4,3	4,6	4,5	4,4	6,3	4,4	1,9	4,5	1,9
20	5,4	3,2	2,2	3,3	2,1	4,1	3,3	0,8	3,3	0,8
30	4,3	2,9	1,4	3,1	1,2	3,7	3,0	0,7	3,1	0,6

(1) La tavola riporta il rendimento a 10, 20 e 30 anni di due investimenti alternativi, il primo in fondi pensione e il secondo in attività finanziarie (si veda la tavola 8 per una descrizione dei due investimenti). Il confronto viene effettuato sulla base di due diverse ipotesi sulle commissioni complessive a carico del risparmiatore. Nel primo caso (riportato nelle colonne (a) e (b) per il lavoratore A e in quelle (d) ed (e) per il lavoratore B) le commissioni sono pari allo 0,47 per cento del patrimonio complessivo sia per i fondi pensione, sia per l'investimento alternativo che si ipotizza per il lavoratore che non aderisce al fondo pensione (0,47 per cento è la media ponderata degli oneri totali annui relativi ai singoli fondi negoziali nel 2005; cfr. Covip, 2006). Il secondo caso differisce dal primo in quanto le commissioni sugli investimenti finanziari alternativi ai fondi pensione sono poste pari a zero (colonne (c) e (f)). I calcoli escludono il vantaggio fiscale dei fondi. (2) Nel caso del lavoratore A (iscritto o meno al fondo pensione), i calcoli non considerano il 65% del flusso di Tfr mantenuto in tale strumento.

#### 4.3. La possibilità di garantire un rendimento minimo

La legislazione vigente ha, sin qui, attribuito agli investimenti dei fondi pensione la natura di gestioni a rendimento relativo, ossia basate su un parametro finanziario di riferimento (cd. *benchmark*)<sup>42</sup>. Il grado di rischio del portafoglio viene indicato in termini di volatilità del parametro di riferimento, mentre l'attivismo del gestore finanziario è misurato dalla volatilità del differenziale di rendimento tra il portafoglio gestito e il parametro di riferimento (*tracking error volatility*, TEV). Una tale scelta è risultata agevole negli anni positivi dei mercati ma problematica negli anni di discesa degli indici finanziari, quando l'esigenza di sviluppo a breve termine della base associativa è entrata in conflitto con un'allocatione di portafoglio ispirata al medio-lungo periodo e non finalizzata alla stabilizzazione dei risultati a breve.

Il decreto 252/05 ha interpretato la prudenza dei lavoratori e la preferenza per la sicurezza stabilendo che i fondi pensione investano il Tfr conferito tacitamente "nella linea a contenuto più prudenziale tale da garantire la restituzione del capitale e rendimenti comparabili, nei

<sup>42</sup> Le gestioni a rendimento relativo, finalizzate a un obiettivo di rischio in linea col parametro di riferimento e, se attive, a realizzare un extra-rendimento aggiuntivo, si differenziano dalle gestioni finanziarie a rendimento assoluto, volte a ottenere un obiettivo di rendimento prestabilito (ad esempio, il 5 per cento all'anno o Euribor + 200 punti base). Queste ultime tuttavia tipicamente utilizzano strumenti (*hedge funds* e derivati a leva) che la legislazione vigente, risalente al decreto del Ministero del Tesoro, n. 703, del novembre 1996, nelle more di un necessario adeguamento (cfr. art. 6, comma 11, del decreto 252/05), vieta ai fondi pensione.

**Montanti finali a 10, 20 e 30 anni per un lavoratore iscritto e uno non iscritto ai fondi pensione (1)**  
(valori assoluti e differenze percentuali)

Durata (anni)	Lavoratore A (versa il 35% del TFR) (2)					Lavoratore B (versa il 100% del TFR)				
	Commissioni: Fondo pensione =0,47% Investim. finanziari = 0,47%			Commissioni: Fondo pens. =0,47% Inv. finanz. = 0%		Commissioni: Fondo pensione =0,47% Investim. finanziari = 0,47%			Commissioni: Fondo pens.=0,47% Inv. finanz. = 0%	
	Iscritto	Non iscritto	$\frac{a-b}{b}$	Non iscritto	$\frac{a-c}{c}$	Iscritto	Non iscritto	$\frac{d-e}{e}$	Non iscritto	$\frac{d-f}{f}$
	(a)	(b)	$\frac{a-b}{b}$	(c)	$\frac{a-c}{c}$	(d)	(e)	$\frac{d-e}{e}$	(f)	$\frac{d-f}{f}$
<i>Pannello A: rendimento di mercato = 5 per cento</i>										
10	65,0	46,8	38,9	47,2	37,7	127,7	104,7	21,9	105,1	21,5
20	160,8	108,2	48,6	110,3	45,7	314,0	237,8	32,0	239,9	30,9
30	309,9	195,7	58,4	202,3	53,2	604,2	421,7	43,3	428,3	41,1
<i>Pannello B: rendimento di mercato = 3 per cento</i>										
10	58,5	45,2	29,4	45,6	28,4	115,1	103,1	11,6	103,5	11,2
20	129,1	100,4	28,6	102,1	26,5	252,4	230,1	9,7	231,7	8,9
30	219,8	173,6	26,6	178,0	23,5	428,7	399,6	7,3	404,0	6,1

(1) I dati sono quelli della tavola 10, espressi in termini di montante finale. Le caratteristiche delle diverse tipologie di investimento analizzate sono descritte nella tavola 10. – (2) Nel caso del lavoratore A (iscritto o meno al fondo pensione), i calcoli non considerano il 65% del flusso di Tfr mantenuto in quello strumento.

limiti previsti dalla normativa statale e comunitaria, al tasso di rivalutazione del Tfr” (art. 8, comma 9). Specificamente, i fondi pensione potranno ricevere conferimenti taciti dai lavoratori solo se provvisti di una linea con garanzia di restituzione del capitale (vale a dire con garanzia di rendimento minimo pari a 0), al fine di agevolare il passaggio da un capitale di debito con rendimento garantito (ossia, il Tfr in azienda) a un capitale di rischio con prospettive di crescita di lungo termine. Per quanto attiene alla linea a contenuto più prudentiale in cui investire il Tfr conferito tacitamente, nel giugno 2006 la Covip ha stabilito che, fermo restando l’impegno contrattuale ad assicurare la restituzione integrale del capitale, la politica di investimento dovrà essere idonea a realizzare con elevata probabilità rendimenti pari o superiori a quelli del Tfr, quantomeno in un orizzonte temporale pluriennale.

La tecnologia finanziaria offre tecniche in grado di raggiungere tale obiettivo, finalizzate a evitare perdite o a limitarle entro un certo ammontare. Un esempio è rappresentato dalla cosiddetta assicurazione di portafoglio (*portfolio insurance*; cfr. Black e Jones, 1987), una strategia di trading che replica nel portafoglio gli effetti di una opzione *put* protettiva grazie a continui mutamenti della composizione tra attività rischiose e attività a basso rischio. In sostanza, si tratta di effettuare tempestivi investimenti e disinvestimenti di mercato (cd. *market timing*, nello specifico svolto su un orizzonte molto breve e con un elevato grado di automatismo), in modo da spingere il portafoglio a non seguire il *benchmark* nelle traiettorie al ribasso e a ottenere rendimenti inferiori al *benchmark* nelle fasi di rialzo. Strategie di questa natura hanno però il problema che il rischio della gestione non è facile da individuare *ex ante* ed è difficile da comunicare ai lavoratori. Inoltre, con tali tecniche il *benchmark* perde

larga parte del suo significato come obiettivo gestionale. Infine, il costo della garanzia implicita graverebbe in modo non trasparente sul portafoglio attraverso gli effetti delle operazioni di ribilanciamento.

La scelta fatta dall'Autorità di Vigilanza per i comparti destinati ad accogliere il Tfr è stata quindi quella di imporre ai fondi pensione di acquistare sul mercato, in modo trasparente, le garanzie di rendimento minimo. Ciò ha costituito uno stimolo allo sviluppo di prodotti innovativi e intermediari specializzati in un settore finanziario relativamente arretrato del mercato italiano. Ma quanto costa una garanzia di rendimento minimo?

Il costo di una gestione garantita contrattualmente dipende da numerosi elementi: il livello della garanzia, la durata del contratto, la volatilità del portafoglio sottostante, il livello dei tassi d'interesse, l'evento che fa scattare la garanzia. Poiché ogni garanzia finanziaria è riconducibile alla struttura di una opzione *put*, la tecnica di valutazione delle opzioni può essere utilizzata per una stima del costo implicito della garanzia offerta, sotto le ipotesi standard di efficienza dei mercati finanziari e di neutralità al rischio (*risk-neutral pricing*). A fini esemplificativi, una garanzia sul capitale (tasso nominale minimo garantito pari a 0) su un orizzonte di 5 anni su un portafoglio con volatilità del 4 per cento, immaginando versamenti annui che crescono del 2 per cento all'anno comporta, agli attuali tassi d'interesse, un costo annuo, in percentuale del patrimonio, pari a circa lo 0,03 per cento (tav. 12), che salirebbe allo 0,19 per cento se il rendimento minimo garantito salisse dallo 0 al 2 per cento<sup>43</sup>. Si noti che il costo della garanzia cresce con la volatilità del portafoglio ma si riduce al crescere della durata (fig. 6). Una garanzia al 2 per cento ma con durata di 10 anni ha un costo puro intorno allo 0,08 per cento. Una garanzia di rendimento minimo pari alla rivalutazione del Tfr ha costi sensibilmente superiori, tra l'1 e l'1,2 per cento.

Il costo può essere ridotto limitando la garanzia a determinati eventi. Ad esempio, se la garanzia viene limitata all'uscita dal fondo per pensionamento, morte, invalidità permanente o disoccupazione diviene importante la struttura per età della popolazione e il settore di appartenenza. Per il complesso degli aderenti ai fondi negoziali il costo di una garanzia di un rendimento minimo pari al 2 per cento in caso di uscita per pensionamento, morte, invalidità permanente e disoccupazione involontaria per più di 48 mesi nell'arco di un quinquennio scende dallo 0,19 allo 0,07 per cento; il costo di una garanzia di Tfr scende dall'1,2 allo 0,3 per cento. Si tratta un premio assicurativo pagato dalla collettività degli aderenti contro il rischio di uscita in momenti di mercato sotto la redditività minima.

---

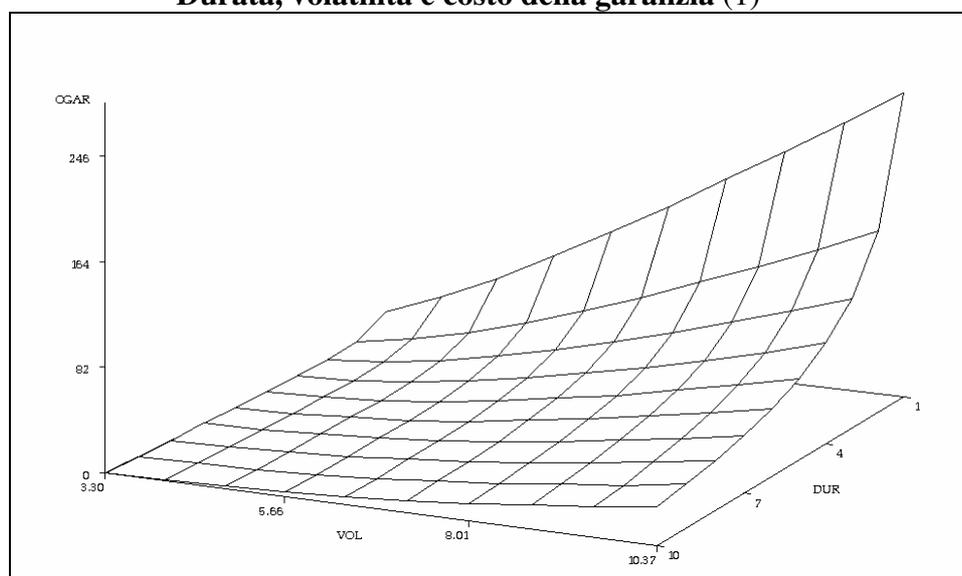
<sup>43</sup> Le quotazioni indicate sono assimilabili a premi puri assicurativi, cui il garante, in funzione del grado di concorrenza, applicherà presumibilmente un margine di profitto. Esse sono ricavabili, sotto le usuali ipotesi di efficienza dei mercati e normalità dei rendimenti, come rateazione annua del prezzo di opzioni *put forward start* valutate col modello di Black e Scholes (1973) in caso di garanzie deterministiche e col modello di Margrabe (1978) nel caso di garanzie stocastiche.

**Costo annuo della garanzia di rendimento minimo  
su un portafoglio con volatilità del 4 per cento**  
(in percentuale del patrimonio garantito)

Tipo di garanzia	Durata della garanzia	
	5 anni	10 anni
Restituzione del capitale (rendimento minimo pari a 0)	0,03	0,01
Rendimento minimo pari al 2 per cento	0,19	0,08
Rendimento minimo pari al tasso di inflazione area euro	0,90	0,70
Rendimento minimo pari al tasso di rivalutazione del Tfr	1,20	1,03

Figura 6

**Durata, volatilità e costo della garanzia (1)**



(1) L'asse verticale riporta il costo (in centesimi di punto percentuale del patrimonio) della garanzia di restituzione del capitale in funzione della durata della garanzia e della volatilità del portafoglio (riportate su base annuale sul piano orizzontale).

#### 4.4. I benefici fiscali

Quando nel 2000 fu modificato il regime tributario dei fondi pensione da molte parti si auspicava l'adozione del modello di tassazione esente, esente, tassato (EET), con riferimento alle tre fasi fondamentali della partecipazione del lavoratore al fondo pensione: 1) la contribuzione; 2) la gestione finanziaria da parte del fondo e il conseguente accumulo dei frutti derivanti dall'investimento; 3) l'erogazione del trattamento pensionistico. In realtà, il modello adottato, in vigore fino alla fine del 2006, fu del tipo ETT (esente, tassato, tassato), con deducibilità dei contributi nel limite del 12 per cento del reddito dichiarato (ovvero, se

minore, nel limite di 5.164,57 euro e del doppio del TFR versato al fondo<sup>44</sup>), con tassazione dei rendimenti finanziari pari all'11 per cento (contro l'aliquota normale del 12,5 per cento) e con tassazione all'aliquota ordinaria Irpef della rendita pensionistica, per la sola parte eccedente i rendimenti finanziari, già tassati nella fase di accumulazione<sup>45</sup>.

Il decreto 252/05 ha reso, a partire dal gennaio del 2007, più favorevole la tassazione della previdenza complementare. In particolare esso ha ribadito che al momento della corrispondenza della pensione le erogazioni vengano tassate al netto della parte corrispondente a redditi già tassati; l'aliquota fiscale è stata però ridotta al 15 per cento – contro un'aliquota minima sui redditi delle persone fisiche del 23 per cento – con la possibilità di una ulteriore riduzione di 0,30 punti percentuali per ogni anno tra il quindicesimo e il trentacinquesimo di partecipazione alla previdenza complementare (fino quindi a un minimo del 9 per cento). Per quanto attiene ai contributi, la soglia di esenzione è stata fissata solo in valore assoluto, nel limite di 5.164,57 euro. La nuova normativa ha di fatto introdotto un sistema che potremmo chiamare ETt, con una tassazione pressoché totale (11 contro 12,5 per cento) in fase di accumulazione e una tassazione fortemente agevolata in fase di erogazione.

Il trattamento fiscale attribuito alla previdenza complementare non è stato finora percepito dai lavoratori come particolarmente favorevole, come sembra emergere dai sondaggi d'opinione, che mettono all'ultimo posto le agevolazioni fiscali tra le motivazioni a favore dei fondi pensione (si veda, oltre, la tav. 24). Secondo alcuni, il regime fiscale dei fondi pensione sarebbe legato alle difficili condizioni della finanza pubblica, che non hanno consentito un trattamento (deducibilità e tassazione dei proventi) più favorevole. Tuttavia, la convenienza fiscale è mutata significativamente in seguito alla riforma del 2005; data la natura atipica del modello ETt adottato recentemente in Italia, una sua valutazione richiede un'attenta analisi, poiché esso introduce, rispetto al modello EET, un *trade-off* tra la tassazione (pur contenuta) dei rendimenti finanziari nella fase di accumulo e la bassa aliquota applicata nella fase di erogazione.

Per esaminare questo aspetto, si consideri il caso di tre lavoratori (chiamiamoli l'anziano, il medio e il giovane) con, rispettivamente, 10, 20 e 30 anni di lavoro prima della pensione (tav. 13). Ciascuno di essi versa alla previdenza complementare un ammontare di 1.000 euro all'anno, fiscalmente deducibile e crescente a un ritmo annuo del 3 per cento. Il vantaggio/svantaggio delle diverse modalità di tassazione si ottiene confrontando (in termini di scarto percentuale) da un lato il montante che ciascun lavoratore otterrebbe investendo nel fondo pensione e dall'altro il montante che egli otterrebbe con una strategia di investimento alternativa sul mercato finanziario avente il medesimo rendimento (5 per cento), lordo da tasse e netto da commissioni<sup>46</sup>.

Oltre ai due sistemi di tassazione appena descritti (quello vigente fino al dicembre 2006 e quello attuale, introdotto dal decreto 252/05) nelle pagine seguenti vengono analizzate due ulteriori ipotesi di imposizione. La prima è una delle ipotesi di riforma della tassazione delle

---

<sup>44</sup> In precedenza, la deducibilità era del 19 per cento dei contributi, fino a un massimo del 2 per cento o di 2,5 milioni di lire (1.291 euro).

<sup>45</sup> Allora come adesso, non erano tassati neanche i contributi che eccedevano l'importo deducibile dal reddito imponibile, già tassati nella fase di contribuzione.

<sup>46</sup> I risultati si riferiscono a versamenti annui compresi entro i limiti di deducibilità fiscale previsti per l'adesione ai fondi pensione. Per versamenti al di sopra di tale soglia il vantaggio fiscale è assai contenuto (si veda oltre nel paragrafo) e il divario tra il montante ottenuto col fondo pensione e quello ottenuto con la strategia alternativa continua ad ampliarsi in valore assoluto, ma tende a ridursi in termini percentuali.

**Benefici fiscali dell'adesione ai fondi pensione (1)***(scarto percentuale tra il montante finale con un fondo pensione e con un investimento in attività finanziarie)*

	Caso A: Regime 2006	Caso B: Regime attuale	Caso C: Ipotesi di riforma fiscale	Caso D: Regime prevalente all'estero EET
	<i>ETT</i>	<i>ETt</i>	<i>Ett</i>	<i>EET</i>
Aliquote per i fondi pensione (2)	0; 11; min 23	0; 11; max 15	0; 11; max 15	0; 0; min 23
Aliquote per l'investimento in attività finanziarie (2)	min 23; 12,5; 0	min 23; 12,5; 0	min 23; 20; 0	min 23; 12,5; 0
Lavoratore anziano (10 anni di contribuzione)	5,6	14,2	16,1	2,8
Lavoratore medio (20 anni di contribuzione)	10,7	19,0	23,3	6,2
Lavoratore giovane (30 anni di contribuzione)	14,8	23,8	30,8	9,8

(1) La tavola riporta lo scarto percentuale tra il montante finale accumulato da un lavoratore che aderisce a un fondo pensione e quello di un lavoratore che investe direttamente in attività finanziarie sotto diverse modalità di tassazione. Ciascun sistema di tassazione viene individuato in base al trattamento fiscale – esente (*E*), tassato (*T*) o tassato a un'aliquota relativamente bassa (*t*) – cui è soggetto l'aderente al fondo nelle tre fasi di: contribuzione, accumulazione ed erogazione. Ad esempio, nel sistema ETT l'aderente al fondo può dedurre i contributi ma viene tassato nelle fasi di accumulo e di erogazione. Sia il lavoratore che aderisce al fondo pensione sia quello che acquista direttamente attività finanziarie investono un capitale al lordo dell'Irpef che è inizialmente pari a 1.000 euro e cresce a un ritmo annuo del 3 per cento senza mai superare l'importo massimo deducibile fiscalmente (5.164,57 euro). Al fine di isolare l'effetto fiscale, si escludono i contributi al fondo pensione da parte del datore e gli accantonamenti al Tfr da parte del lavoratore. Sia il fondo pensione sia le attività di mercato hanno rendimenti annui lordi del 5 per cento; valori più bassi (più elevati) ridurrebbero (aumenterebbero) il divario tra i montanti finali. L'analisi si riferisce ai montanti dopo 10, 20 e 30 anni; i risultati qualitativi non muterebbero se i due lavoratori trasformassero il montante o parte di esso in rendita. – (2) Aliquote fiscali riferite, nell'ordine, alla fase di contribuzione, di accumulazione e di fruizione del montante o della rendita. L'aliquota Irpef è posta al valore minimo del 23 per cento; aliquote maggiori incrementerebbero il vantaggio fiscale dei fondi pensione. Nei casi B e C l'imposta sulle prestazioni del fondo pensione è posta al 15 per cento per il lavoratore con 10 anni di contribuzione; seguendo la normativa fiscale, viene ridotta al 13,5 per cento dopo 20 anni di contribuzione e al 10,5 per cento dopo 30 anni.

attività finanziarie emerse in seguito alla pubblicazione del rapporto della commissione di studio istituita dal Ministero dell'economia e delle finanze (Commissione Guerra, 2006). Secondo questa ipotesi, le attività finanziarie potrebbero essere assoggettate a un'aliquota uniforme, intermedia rispetto a quelle ora esistenti (12,5 per cento per i titoli e 27 per cento per gli interessi sui depositi bancari), ma comunque non superiore al 20 per cento. Assumendo che i rendimenti conseguiti dal fondo pensione restino tassati all'11 per cento e ipotizzando che l'aliquota unica venga fissata al 20 per cento, si realizzerebbe un sistema ETT di tassazione agevolata sia in fase di accumulazione sia in fase di erogazione. L'ultimo schema di tassazione analizzato è il sistema anglosassone EET di esenzione, esenzione e tassazione all'aliquota ordinaria sui redditi personali.

I risultati forniscono numerose utili indicazioni. In primo luogo, il trattamento fiscale della previdenza integrativa introdotto dalla recente riforma previdenziale, entrato in vigore nel gennaio 2007, ha migliorato significativamente il vantaggio fiscale dei fondi pensione rispetto all'investimento finanziario. Per le tre tipologie di lavoratori l'adesione ai fondi pensione fino al 2006 consentiva di aumentare il montante del 5,6 per cento per il lavoratore anziano, del 10,7 per il medio e del 14,8 per cento per il giovane (cfr. la prima colonna della tavola 13); con la normativa oggi in vigore il vantaggio per i tre lavoratori è salito al 14,2, al 19,0 e al 23,8 per cento rispettivamente (cfr. la seconda colonna).

Si noti che in tutti i casi considerati l'aliquota Irpef è posta al suo valore minimo, il 23 per cento. Si tratta dell'ipotesi più sfavorevole ai fondi pensione: aliquote Irpef più elevate incrementerebbero il vantaggio fiscale dei fondi pensione<sup>47</sup>.

L'analisi indica inoltre che l'ipotesi di riforma fiscale ad aliquota uniforme pari al 20 per cento, con mantenimento dell'attuale fiscalità sulla previdenza complementare (terza colonna della tavola), porterebbe il vantaggio che le generazioni più giovani possono ottenere con 30 anni di contribuzioni al 30,8 per cento. Il vantaggio crescerebbe anche per i lavoratori con 10 e 20 anni di contribuzioni, rispettivamente al 16,1 e al 23,3 per cento. Se tuttavia nell'ambito della riforma l'aliquota sui rendimenti finanziari della previdenza complementare fosse aumentata al di sopra del 18 per cento, dall'attuale 11 per cento, il vantaggio fiscale risulterebbe inferiore a quello già oggi ottenibile con la normativa vigente.

Infine, i dati mostrano come il sistema anglosassone EET (con esenzione fiscale estesa alle prime due fasi della partecipazione al fondo pensione e tassazione piena della rendita finale) implichi anch'esso un vantaggio fiscale rispetto all'investimento finanziario, ma inferiore rispetto a tutti gli altri casi; tale risultato è in larga parte dovuto al fatto che al momento del pensionamento esso sottopone a tassazione ordinaria tutta la rendita pensionistica, inclusi i rendimenti accumulati nel tempo (come si è già detto, ciò differisce dalla normativa attuale, che esclude dalla tassazione le componenti del montante già sottoposte a prelievo fiscale).

Nel sistema oggi vigente, i vantaggi fiscali dei fondi pensione sono dovuti a tre diversi effetti: 1) la possibilità di dedurre i contributi dal reddito personale; 2) la bassa aliquota prevista per i rendimenti ottenuti nel tempo dai fondi; 3) la favorevole tassazione stabilita per le prestazioni, nel periodo di pensionamento. L'analisi di queste tre componenti, riportate separatamente nella tavola 14, mostra alcuni interessanti risultati. In primo luogo, la deducibilità fiscale dei contributi (che include il rinvio della tassazione sui redditi e il conseguente investimento dei contributi lordi<sup>48</sup>) genera vantaggi significativi, soprattutto al crescere del periodo di adesione al fondo (si veda la colonna [a] della tavola). Al contrario, il beneficio derivante dalla tassazione agevolata dei rendimenti è relativamente basso (si veda la colonna [b] della tavola); pertanto versamenti al fondo pensione superiori alla soglia di deducibilità offrono vantaggi fiscali contenuti. Infine, la tassazione agevolata delle prestazioni, in vigore dal 1° gennaio 2007, comporta un incremento rilevante della prestazione finale.

La figura 7 analizza in maniera approfondita i benefici fiscali che derivano dal pieno utilizzo del margine di deducibilità (ossia da versamenti pari a 5.164,57 euro). In ciascun anno di contribuzione il risparmio d'imposta è tanto più alto quanto più elevata è l'aliquota marginale Irpef e varia tra 1.200 euro per i redditi più bassi e 2.200 euro per quelli più elevati (fig. 7a). Al crescere del reddito cresce significativamente anche il differenziale di rendimento tra l'adesione al fondo e l'investimento diretto in attività finanziarie (fig. 7b): su orizzonti di 10 anni, il divario tra il montante nei due casi è del 15 per cento circa per i redditi più bassi (intorno a 20.000 euro), del 40 per cento per i redditi medi e del 44 per cento per i redditi tra i 35.000 e i 75.000 euro, fino a toccare un massimo del 55 per cento per i redditi da

---

<sup>47</sup> Ad esempio, nel regime attuale (caso B) se si incrementa l'aliquota Irpef dal 23 al 33 per cento il vantaggio fiscale sale considerevolmente (dal 14,2 al 31,2 per cento per il lavoratore con 10 anni di contribuzione, dal 19,0 al 36,8 per il lavoratore con 20 anni e dal 23,8 al 42,3 per cento per quello con 30 anni).

<sup>48</sup> Un ulteriore vantaggio della deducibilità dei contributi versati alla previdenza complementare è che essa consente di posporre (e in taluni casi di evitare) l'incremento dell'aliquota marginale Irpef.

**Scomposizione dei vantaggi fiscali dei fondi pensione (regime attuale) (1)***(scarti percentuali tra prestazioni finali)*

	Fonte dei vantaggi:			Totale (6)
	Deducibilità dei contributi (3)	Tassazione agevolata dei rendimenti (4)	Tassazione agevolata delle prestazioni (5)	
	[a]	[b]	[c]	
Aliquote: simulazione I (2)	0; 12,5; 23	0; 11; 23	0; 11; max 15	0; 11; max 15
Aliquote: simulazione II (2)	23; 12,5; 0	0; 12,5; 23	0; 11; 23	23; 12,5; 0
Lavoratore anziano (10 anni di contribuzione)	5,2	0,4	8,1	14,2
Lavoratore medio (20 anni di contribuzione)	9,8	0,8	7,5	19,0
Lavoratore giovane (30 anni di contribuzione)	13,4	1,3	7,8	23,8

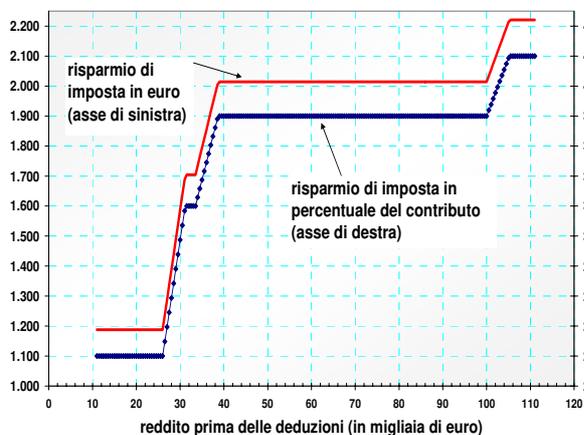
(1) La scomposizione si riferisce al regime introdotto con il D.lgs 252/2005 e in vigore dal gennaio del 2007 (caso B della tavola 13). Per ciascuna delle tre diverse componenti del trattamento fiscale e per il totale, la tavola riporta lo scarto percentuale tra il montante finale ottenuto nella simulazione I e quello ottenuto nella simulazione II. Le ipotesi adottate sui contributi versati e sui rendimenti di mercato sono quelle riportate nella tavola 13. – (2) Aliquote fiscali riferite, nell'ordine, alla fase di contribuzione, di accumulazione e di fruizione della pensione. L'aliquota Irpef è posta al valore minimo del 23 per cento; l'imposta sulle prestazioni del fondo pensione è posta al 15 per cento per il lavoratore con 10 anni di contribuzione e, seguendo la normativa fiscale, viene ridotta al 13,5 per cento dopo 20 anni di contribuzione e al 10,5 per cento dopo 30 anni. – (3) Per misurare il solo effetto del posponimento della tassazione dei contributi, nella simulazione I il prelievo dell'Irpef non avviene all'atto del versamento (aliquota dello 0 per cento), ma al momento della erogazione delle prestazioni (aliquota del 23 per cento); l'opposto si verifica nella simulazione II. Per neutralizzare l'effetto della tassazione dei rendimenti, in entrambi i casi la relativa aliquota è posta al 12,5 per cento. – (4) Per calcolare l'effetto della ridotta tassazione dei rendimenti, la relativa aliquota è posta all'11 per cento nella simulazione I e al 12,5 nella II; per le fasi di contribuzione e di erogazione le due simulazioni hanno le stesse aliquote (pari, rispettivamente, allo 0 e al 23 per cento). – (5) Per calcolare l'effetto della tassazione agevolata delle prestazioni, la relativa aliquota è posta al 15 per cento o a un valore inferiore (vedi la nota 2 a questa tavola) nella simulazione I e al 23 per cento nella simulazione II; per le fasi di contribuzione e di accumulazione le due simulazioni hanno le stesse aliquote (pari, rispettivamente, allo 0 e all'11 per cento). – (6) Il totale include anche l'effetto di composizione delle tre fonti.

105.000 euro in su. Il divario di capitale finale a favore dei fondi pensione aumenta al crescere del periodo di accumulazione: dopo trent'anni di versamenti dell'importo massimo deducibile, per i redditi più elevati lo scarto percentuale tra i montanti finali sfiora il 70 per cento.

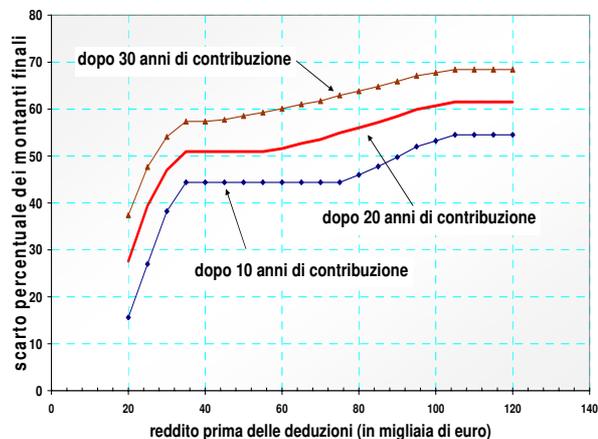
A fronte dei vantaggi per i lavoratori, occorre però osservare che l'attuale trattamento fiscale dei fondi pensione previsto dalla normativa ETt potrebbe generare timori circa un possibile "rischio politico", legato alla eventualità che la tassazione di questi intermediari, assai favorevole, possa essere rivista in futuro. Inoltre, in vista dell'ingresso sul nostro mercato di fondi pensione esteri (per lo più tassati secondo il principio EET), l'attuale sistema ETt potrebbe determinare per i fondi pensione italiani uno svantaggio competitivo nella fase di accumulazione del tutto simile a quello che affligge oggi i fondi comuni italiani (tassati sul maturato) rispetto a quelli esteri (tassati sul realizzato). Infine, rispetto al sistema EET, la tassazione dei rendimenti della gestione aumenta gli oneri informativi a carico dei fondi pensione, soprattutto con riferimento al trasferimento delle posizioni individuali presso un altro schema previdenziale.

### Vantaggi fiscali del versamento ai fondi pensione dell'importo massimo deducibile

(a) Risparmio d'imposta nell'anno di contribuzione, in funzione del livello di reddito (1)



(b) Vantaggi fiscali in funzione del periodo di contribuzione e del livello di reddito (2)



(1) Riduzione dell'Irpef in seguito al versamento di contributi alla previdenza complementare per un importo pari al massimo deducibile (5.164,57 euro). – (2) Scarto percentuale tra il montante finale accumulato da un lavoratore che aderisce a un fondo pensione e quello di un lavoratore che investe direttamente in attività finanziarie. Il regime fiscale considerato è quello introdotto con il D.lgs 252/2005 ed entrato in vigore nel 2007 (caso B della tavola 13). Sia il lavoratore che aderisce al fondo pensione sia quello che acquista direttamente attività finanziarie investono annualmente, per l'intero periodo di accumulazione, un capitale al lordo dell'Irpef che è pari a 5.164,57 euro, l'importo massimo deducibile fiscalmente. Al fine di isolare l'effetto fiscale, si escludono i contributi al fondo pensione da parte del datore e gli accantonamenti al Tfr da parte del lavoratore. Sia il fondo pensione sia le attività di mercato hanno rendimenti annui lordi del 5 per cento. L'analisi si riferisce ai montanti dopo 10, 20 e 30 anni, ma i risultati non muterebbero sostanzialmente se i due lavoratori trasformassero il montante o parte di esso in rendita.

Un'analisi esaustiva della tassazione della previdenza complementare va oltre gli obiettivi del presente lavoro. Come considerazione conclusiva, ci si limita a osservare che i robusti incentivi fiscali alla previdenza complementare sono giustificati da un lato dalla necessità di aiutare "l'ultima generazione" a pagare "due volte" – la pensione a ripartizione ai padri e la pensione a capitalizzazione per sé – dall'altro dalla funzione sociale di questo istituto in un'economia che invecchia e in un paese, come l'Italia, in cui gli strumenti della previdenza integrativa stentano a decollare. Il fatto che, nonostante la forte convenienza fiscale, le contribuzioni dei lavoratori siano finora state in media ben inferiori alla soglia di deducibilità dal reddito imponibile è coerente con l'esistenza di serie lacune di conoscenza e informazione in materia pensionistica da parte dei consumatori<sup>49</sup>.

#### 4.5. Le commissioni a carico dei lavoratori

Affinché l'adesione ai fondi pensione offra effettivamente benefici ai lavoratori italiani, è essenziale che i costi di gestione sopportati dai risparmiatori siano contenuti. In caso contrario, i vantaggi dei fondi pensione analizzati in questo lavoro – la possibilità di destinare il risparmio previdenziale verso attività di mercato, il beneficio del contributo a carico delle imprese e i robusti incentivi fiscali – rischierebbero di riflettersi unicamente in un aumento

<sup>49</sup> Alternativamente, lo scarso utilizzo dei vantaggi fiscali della previdenza integrativa può essere legato alla presenza di vincoli di liquidità.

dei ricavi per gli intermediari che prestano servizi ai fondi, invece che in un miglioramento delle condizioni di vita dei futuri pensionati<sup>50</sup>.

Differenze anche limitate negli oneri di gestione del fondo pensione, cumulate su un lungo arco temporale, determinano infatti divari considerevoli nel capitale finale che sarà riconosciuto dal fondo pensione al lavoratore al momento del pensionamento. Ad esempio, per effetto delle commissioni di gestione il montante accumulato dal lavoratore in 30 anni risulterebbe inferiore – rispetto a quello che si otterrebbe in assenza di commissioni – del 14 per cento se la commissione fosse pari allo 0,5 per cento annuo e del 36 per cento se invece la commissione salisse all'1,5 per cento. E ciò senza considerare le eventuali commissioni *una tantum* pagate direttamente dal lavoratore (in cifra fissa o in percentuale dei versamenti), ad esempio all'atto dell'adesione o del trasferimento della posizione da una forma previdenziale all'altra.

Le tre diverse forme della previdenza complementare (fondo negoziale, fondo aperto e PIP) hanno caratteristiche diverse tra loro, e ciò influenza i costi che esse applicano ai lavoratori. I fondi pensione negoziali sono organizzazioni senza scopo di lucro, e per poter operare hanno bisogno di una propria struttura amministrativa e contabile. I fondi pensione aperti e i PIP sono invece promossi da intermediari finanziari (società di gestione del risparmio, banche, SIM o assicurazioni) che nel prestare al fondo il servizio di gestione svolgono attività d'impresa. Inoltre, mentre i fondi pensione aperti hanno una struttura dei costi per molti versi simile a quella di un fondo comune, le polizze previdenziali mutuano numerose caratteristiche dalle polizze vita, la cui struttura dei costi è molto articolata ed eterogenea.

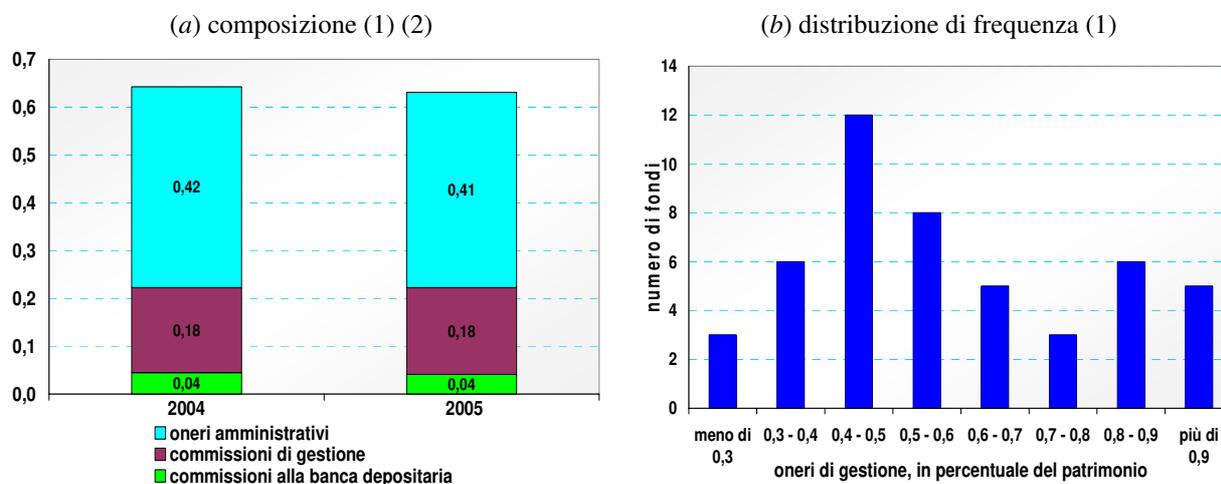
Per i fondi negoziali, i costi complessivi possono essere suddivisi in tre principali componenti. La prima è quella dei costi amministrativi, che includono le spese necessarie per il funzionamento del fondo. La seconda componente è quella dei costi di gestione, che il fondo paga all'intermediario incaricato delle politiche di investimento delle attività del fondo. Infine, le commissioni alla banca depositaria remunerano gli intermediari che svolgono compiti collegati con la gestione del portafoglio (custodia e valutazione titoli, incasso delle cedole, ecc.). Nel 2005 la media semplice degli oneri complessivi dei fondi negoziali in rapporto al patrimonio netto medio annuo era pari allo 0,63 per cento (fig. 8a); tale valore era costituito per due terzi (0,41 per cento) dagli oneri amministrativi e per un terzo da costi di gestione (0,18 per cento) e commissioni alla banca depositaria (0,04 per cento). Per la gran parte dei singoli fondi gli oneri totali variavano tra lo 0,3 e lo 0,9 per cento (fig. 8b); per tre fondi i costi totali erano inferiori e per cinque erano superiori ai valori estremi di tale intervallo. Le linee di investimento monocomparto erano le meno costose (0,3 per cento; tav. 15), essenzialmente grazie alle economie di scala derivanti dalle maggiori dimensioni di questi fondi. I comparti obbligazionario e bilanciato erano mediamente più costosi di quelli azionari (0,7 contro 0,5 per cento); la differenza era interamente ascrivibile agli oneri amministrativi.

I costi complessivi dei fondi pensione aperti sono pari all'1,4 per cento, mentre quelli per le polizze previdenziali raggiungono il 2,6 per cento (considerando un periodo di permanenza

---

<sup>50</sup>Analisi empiriche relative ai fondi comuni azionari italiani indicano che gli extra-rendimenti di gestione sono annullati dall'onere delle commissioni a carico dei risparmiatori (Cesari e Panetta, 2002).

### Oneri di gestione dei fondi negoziali: composizione e distribuzione di frequenza



Fonte: elaborazioni su dati di bilancio. (1) Gli oneri di gestione sono espressi in percentuale del patrimonio netto medio annuo. (2) Media semplice dei dati relativi ai singoli fondi.

di 10 anni)<sup>51</sup>; peraltro questi valori medi nascondono ampie differenze all'interno di entrambe le categorie di intermediari.<sup>52</sup> A titolo di confronto, nella tavola sono riportati gli oneri di gestione degli *exchange-traded funds* (ETF) quotati alla borsa italiana<sup>53</sup>, e quelli dei fondi comuni di investimento mobiliari di diritto italiano.

L'analisi dei dati appena descritti fornisce alcune interessanti indicazioni. Emergono in primo luogo le forti differenze che tuttora esistono tra le commissioni delle diverse forme pensionistiche complementari. I divari sono in parte riconducibili al diverso tipo di attività svolto da ciascuna categoria di fondi. Ad esempio, il livello più elevato delle commissioni praticate dai fondi aperti e dai PIP rispetto ai fondi negoziali è in parte dovuto – oltre che ai margini di profitto degli intermediari – al fatto che le prime due categorie di intermediari raccolgono per lo più adesioni su base individuale (per i fondi aperti, quasi il 90 per cento degli aderenti complessivi) e da parte di lavoratori autonomi e liberi professionisti (per i fondi aperti, quasi l'85 per cento del totale), con un conseguente aggravio delle spese amministrative e di collocamento.

Significativi divari si rilevano anche all'interno di ciascuna delle diverse forme di previdenza complementare. Ciò riflette sia la frammentazione di questo comparto dell'industria finanziaria italiana, sia la limitata pressione concorrenziale sin qui esercitata dalla mobilità dei lavoratori da uno schema a un altro.

In prospettiva una riduzione dei costi potrebbe essere favorita da due fattori. In primo luogo dalla crescita delle masse gestite, che dovrebbe consentire di realizzare economie di

<sup>51</sup> Nel caso dei fondi pensione aperti e dei PIP, la presenza di commissioni *una tantum* pagate direttamente dagli aderenti richiede un'ipotesi sulla durata dello schema pensionistico (l'incidenza dei pagamenti *una tantum* tende infatti a diminuire al crescere della durata del periodo di accumulo).

<sup>52</sup> Per un confronto tra i costi dei fondi pensione aperti e quelli dei PIP, cfr. Fornero, Fugazza e Ponzetto (2004).

<sup>53</sup> Gli ETF sono portafogli gestiti con l'obiettivo di replicare un indice azionario o obbligazionario. Le loro commissioni forniscono una indicazione del costo di una strategia di investimento "passiva", che imiti l'andamento dei mercati.

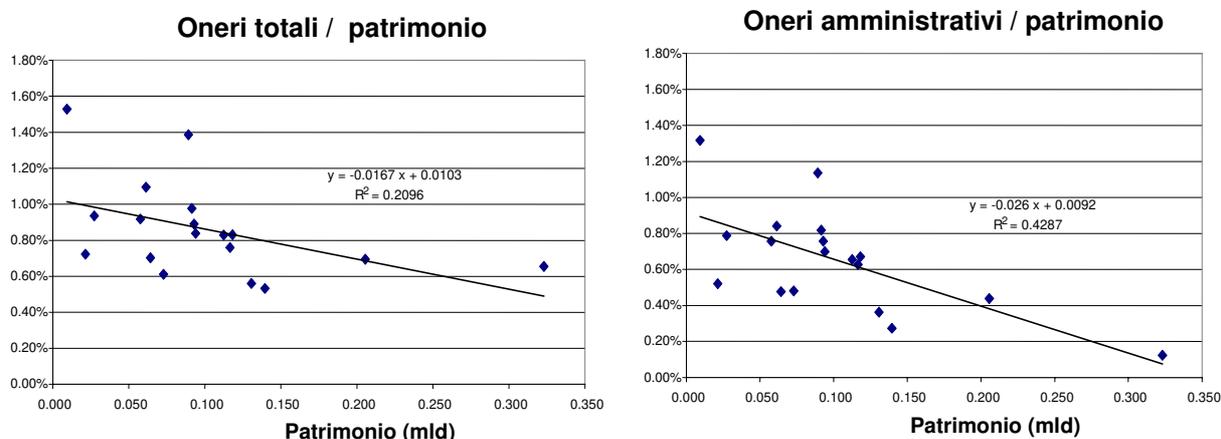
**Costo medio annuo delle diverse forme pensionistiche complementari (1)**  
(dati riferiti al 2005; valori in percentuale del patrimonio)

Fondi pensione negoziali (2)	0,6
monocomparto (2)	0,3
obbligazionario (2)	0,7
bilanciato (2)	0,7
azionario (2)	0,5
Fondi pensione aperti (3)	1,4
obbligazionario (3)	1,2
bilanciato (3)	1,4
azionario (3)	1,7
Piani individuali pensionistici (PIP) (4)	2,6
<i>Per memoria:</i>	
Fondi comuni obbligazionari (5)	1,2
Fondi comuni bilanciati (5)	1,8
Fondi comuni azionari (5)	2,3
ETF obbligazionari (6)	0,2
ETF azionari (6)	0,4

(1) Media semplice di dati relativi ai singoli fondi pensione, polizze o fondi comuni. – (2) Totale degli oneri di gestione gravanti sul fondo, che riflettono anche tutti i pagamenti effettuati direttamente dagli aderenti. Fonte: elaborazioni su dati di bilancio. – (3) Totale delle commissioni di gestione, di iscrizione e di trasferimento ad altro fondo; non sono incluse le commissioni di incentivo. Dati riferiti a un periodo di permanenza nel fondo di 10 anni. Fonte: Covip (2006). – (4) Costo percentuale medio annuo, che include, tra l'altro, gli oneri gravanti sui premi versati e ogni ulteriore prelievo a qualsiasi titolo effettuato, le eventuali percentuali di rendimento trattenute dalla compagnia assicuratrice, le commissioni di gestione e quelle di trasferimento. Dati riferiti a un periodo di detenzione della polizza di 10 anni. Fonte: elaborazioni Covip (2006) su dati riportati nelle schede sintetiche delle polizze PIP. – (5) Non si tiene conto di eventuali commissioni di sottoscrizione o di rimborso, né delle provvigioni di incentivo. Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia. – (6) Commissioni totali annue medie degli ETF quotati sul listino italiano. Fonte: Banca d'Italia (2006).

scala e di ridurre i costi di gestione e di amministrazione. L'evidenza, pur preliminare, sin qui disponibile sembra avvalorare l'ipotesi che un aumento della dimensione operativa dei singoli fondi pensione determinerebbe un calo degli oneri a carico dei lavoratori: alla fine del 2005 l'incidenza media degli oneri totali sul patrimonio netto dei singoli fondi negoziali risultava discendente al crescere del patrimonio complessivo, soprattutto nella componente dei costi amministrativi (fig. 9); in particolare, le commissioni sia amministrative sia totali risultavano massime per il fondo più piccolo e minime per il fondo di maggiore dimensione. A titolo esemplificativo, una semplice regressione cross-sezionale indica, in prima approssimazione, una riduzione di 0,17 punti percentuali degli oneri totali per ogni 100 milioni di patrimonio aggiuntivo in gestione; il calo è essenzialmente ascrivibile agli oneri amministrativi. Finora, tuttavia, i vantaggi legati a economie di scala tra i fondi negoziali

**Fondi pensione negoziali:  
oneri totali e patrimonio medio annuo (1)**  
(dati alla fine del 2005, valori percentuali)



Fonte: elaborazioni su dati tratti dai bilanci. (1) Nell'asse verticale vengono riportati gli oneri totali in rapporto al patrimonio (pannello a) e gli oneri amministrativi in rapporto al patrimonio (pannello b). Fondi monocomparto con esclusione di Cometa.

sono stati controbilanciati dal passaggio alla gestione multicomparto, caratterizzata da maggiore onerosità (a causa della gestione amministrativa di più linee di investimento).

In secondo luogo, il contenimento dei costi richiede un'elevata trasparenza e la piena confrontabilità delle commissioni sulle diverse forme previdenziali. Si tratta di elementi essenziali per consentire la mobilità dei lavoratori dagli schemi pensionistici più onerosi a quelli con costi più contenuti, a sua volta necessaria per stimolare la concorrenza tra intermediari.

Sotto questo aspetto, come si è già osservato, il vincolo al trasferimento del contributo del datore costituisce un disincentivo alla mobilità dei lavoratori tra diverse forme pensionistiche. Nella fase di avvio della previdenza complementare, questo vincolo ha favorito la ricerca da parte dei fondi negoziali di dimensioni adeguate, necessarie per beneficiare di riduzioni dei costi derivanti da economie di scala e per acquisire potere contrattuale nei confronti di altri operatori (ad esempio nei confronti dei gestori finanziari e delle compagnie di assicurazione nel momento della trasformazione del montante previdenziale in rendita vitalizia)<sup>54</sup>.

Con lo sviluppo del mercato della previdenza integrativa, questo vincolo potrà essere rivisto al fine di lasciare maggiore libertà di scelta ai lavoratori. I fondi pensione negoziali offrono, a fronte dei loro bassi costi, una gamma di schemi di accumulazione meno ampia rispetto alle altre forme di previdenza integrativa, cosicché alcuni lavoratori potrebbero trovare conveniente trasferire i propri contributi dall'una all'altra forma di risparmio pensionistico<sup>55</sup>.

<sup>54</sup> Un altro motivo addotto in favore del vincolo al trasferimento del contributo del datore di lavoro è quello di non accrescere il carico amministrativo gravante sulle imprese, qualora queste dovessero gestire versamenti previdenziali dispersi in molte forme pensionistiche complementari.

<sup>55</sup> Ad esempio, diversi fondi negoziali mettono a disposizione dei lavoratori un'unica linea di investimento (Boeri e Brugiavini, 2006).

Affinché questo mutamento normativo si risolva in un effettivo vantaggio per i lavoratori, la rimozione del vincolo al trasferimento della contribuzione del datore dovrebbe associarsi a una riduzione del divario, oggi significativo, tra i costi di gestione dei diversi tipi di fondi pensione. Sulla base di simulazioni analoghe a quelle descritte nel paragrafo 4.2 è infatti possibile calcolare che, su orizzonti di trent'anni, il vantaggio di poter disporre del contributo del datore di lavoro sarebbe interamente annullato se il lavoratore, nel trasferimento da un fondo negoziale a un altro schema pensionistico, subisse una maggiorazione delle commissioni annue dell'ordine di 1,5-1,8 punti percentuali del patrimonio gestito<sup>56</sup>.

## 5. Come favorire lo sviluppo dei fondi pensione in Italia?

Il ritardo nello sviluppo della previdenza complementare italiana emerge chiaramente dal confronto con gli altri principali paesi. Il rapporto tra patrimonio dei fondi pensione e PIL è tra i più bassi tra i paesi avanzati (fig. 10). L'attivo dei fondi pensione rappresenta il 3 per cento del prodotto, contro valori di oltre il 110 per cento in Svizzera, del 100 per cento negli Stati Uniti e del 66 per cento nel Regno Unito. L'arretratezza riguarda tutta l'Europa continentale, anche a causa dell'ampiezza dello stato sociale in generale e della previdenza pubblica in particolare, ma in Italia resta accentuata a dieci anni dalla nascita dei fondi pensione.

Cosa spiega il ritardo accumulato dall'Italia non solo nei confronti dei paesi anglosassoni, ma anche rispetto ad altri a noi simili quanto a caratteristiche istituzionali e struttura del sistema finanziario, come Germania, Francia, Spagna? Quali misure possono favorire lo sviluppo dei fondi pensione nei prossimi anni? Al fine di analizzare questi temi, nei paragrafi successivi si effettua una analisi delle ragioni del lento decollo della previdenza complementare in Italia.

### 5.1. *Previdenza pubblica e previdenza privata*

Nel confronto internazionale, il volume di risorse destinate alla previdenza complementare è minore laddove il sistema di previdenza pubblica è più esteso (si veda Boeri, Bovenberg, Coeuré e Roberts, 2006). Gli studi empirici indicano un grado di sostituibilità tra pensione pubblica e pensione privata dell'ordine del 50 per cento: una riduzione di 100 euro della ricchezza previdenziale pubblica si traduce in un aumento di circa 50 euro del risparmio previdenziale privato<sup>57</sup>.

In Italia l'ampia dimensione del sistema pubblico può determinare una sorta di spiazzamento (*crowding out*) della previdenza integrativa. Per i lavoratori dipendenti l'aliquota dei contributi sociali destinati al sistema pubblico è pari al 33 per cento, un livello elevato rispetto agli altri maggiori paesi industriali. Includendo anche il contributo destinato al Tfr (pari al 7,41 per cento), oltre il 40 per cento della retribuzione lorda prima delle imposte va ad alimentare, in modo forzoso, la ricchezza pensionistica. In prospettiva,

---

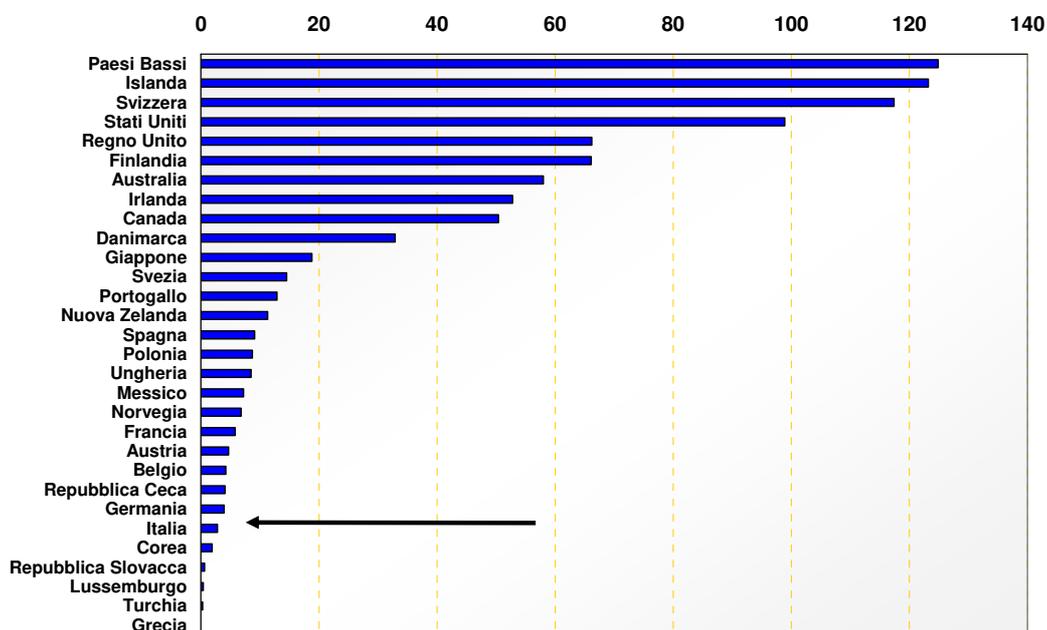
<sup>56</sup> A tanto ammonta l'aggravio della commissione totale media annua che dopo trent'anni azzerà il valore della contribuzione del datore di lavoro, sotto l'ipotesi di un'aliquota pari all'1,22 per cento per il datore di lavoro e all'1,17 per il lavoratore, di una quota del flusso di Tfr pari al 2,39 per cento, di un rendimento medio di mercato compreso tra il 3 e il 7 per cento e di un livello base della commissione annua dello 0,6 per cento.

<sup>57</sup> Si vedano, ad esempio, Attanasio e Brugiavini (2003) e Bottazzi, Jappelli e Padula (2006). Per una recente rassegna della letteratura si veda Broadbent, Grande, Thompson e Zollino (2006).

Figura 10

### Dimensione dei fondi pensione nel 2005

(in percentuale del PIL)



Fonte: OCSE (2006).

andranno valutate le modalità con cui liberare risorse da destinare ai fondi pensione<sup>58</sup>. Peraltro, la lentezza del processo di transizione del sistema pensionistico pubblico dal sistema retributivo a quello contributivo può aver generato incertezza sulla irreversibilità di questa trasformazione, indebolendo l'impegno dei lavoratori a costruirsi una pensione privata che integri quella pubblica.

#### 5.2. Costruirsi la pensione: conoscere per scegliere

In Italia la strada intrapresa dalla riforma della previdenza integrativa è quella dell'adesione volontaria ai fondi pensione. Altri paesi – fra cui Francia, Olanda, Svezia e Svizzera – hanno invece seguito la via dell'adesione obbligatoria. La decisione del legislatore di lasciare libertà di scelta in campo previdenziale è certamente condivisibile. Essa tuttavia presuppone che i lavoratori italiani conoscano appieno il funzionamento del sistema previdenziale e siano in grado di operare scelte consapevoli. Ciò richiede necessariamente uno sforzo considerevole di promozione delle conoscenze in campo pensionistico e finanziario: le indagini campionarie indicano infatti che le famiglie italiane sono scarsamente informate e comprendono in maniera parziale alcuni aspetti fondamentali del nuovo sistema. Si rilevano numerose incertezze riguardo alla previdenza sia pubblica, sia complementare.

*Il grado di informazione sulla pensione pubblica.* – L'indagine condotta dalla Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane indica che i risparmiatori hanno una scarsa conoscenza del tasso di sostituzione fornito dal sistema pubblico (ossia il rapporto tra pensione e salario al

<sup>58</sup> Per il dibattito recente e i riferimenti bibliografici, si vedano Franco (2006) e Gronchi e Gismondi (2006). A mero titolo esemplificativo, nel Regno Unito è stata recentemente introdotta la facoltà di passare dal sistema pubblico (*State Second Pension*) a quello integrativo (il cosiddetto *opting out*).

momento del pensionamento). Nel 2002 un terzo degli occupati era incapace di valutare l'adeguatezza del trattamento previdenziale pubblico; peraltro, il 70 per cento di coloro che erano in grado di farlo riteneva la copertura insufficiente. Inoltre, le indagini condotte dopo le riforme avviate alla metà degli anni novanta mostrano che i lavoratori tendono a sovrastimare il tasso di sostituzione (tav. 16), quasi ignorando i tagli alle pensioni pubbliche scaturiti dalle riforme. Il grado di conoscenza del sistema previdenziale è basso soprattutto tra i lavoratori autonomi, i dipendenti pubblici e i giovani; ad esempio, i lavoratori autonomi più giovani si attendono un tasso di sostituzione del 66 per cento, superiore di ben 29 punti percentuali a quello effettivo in base alla legislazione vigente. Si tratta di un dato preoccupante, in quanto alcune di queste categorie di lavoratori sono tra le più colpite dai tagli alla previdenza. Una migliore conoscenza emerge tra i lavoratori più anziani (quelli con oltre 18 anni di anzianità contributiva nel 1995), meno colpiti dalle riforme delle pensioni pubbliche<sup>59</sup>. Queste carenze informative presumibilmente riflettono anche l'incertezza generata dal lungo e articolato processo di riforma, che ha reso più ardua e onerosa per i risparmiatori la raccolta di informazioni sul meccanismo di funzionamento del nuovo sistema previdenziale, per sua natura particolarmente complesso.

Le carenze informative possono essere attenuate fornendo periodicamente ai lavoratori informazioni esaurienti sul montante accumulato nel proprio piano di previdenza pubblica obbligatoria, ad esempio comunicando a cadenze regolari il cosiddetto "estratto conto previdenziale". Una tale misura darebbe tra l'altro piena attuazione alle disposizioni emanate dal legislatore alla metà degli anni novanta<sup>60</sup>. Inoltre le famiglie italiane vanno rese consapevoli del fatto che, per effetto dell'allungamento della vita media, la durata del periodo in cui si fruisce della pensione ormai supera in media i 30 anni (incluso la reversibilità in favore del superstita; tav. 17). Su un orizzonte temporale così esteso è essenziale per i lavoratori integrare le prestazioni del primo pilastro con una pensione privata, al fine di porsi al riparo da un progressivo decadimento del tenore di vita rispetto a quello dei lavoratori attivi.

*Il grado di informazione sulla pensione complementare.* – Ancora più profonde sono le carenze informative circa la previdenza complementare: i lavoratori mostrano scarsa conoscenza degli aspetti fondamentali dei fondi pensione, quali la loro attività e le loro funzioni, i costi di gestione, il trattamento fiscale, la gamma delle opzioni disponibili ai partecipanti.

Come si è già detto le caratteristiche essenziali dei fondi pensione a contribuzione definita e a capitalizzazione sono da un lato la mancanza di una garanzia sul tasso di sostituzione e dall'altro l'assunzione da parte dell'aderente dei rischi derivanti dall'investimento dei suoi contributi sul mercato finanziario. Gli studi sul comportamento dei risparmiatori sembrano indicare una ridotta capacità di conoscere, capire e decidere in modo ottimale in merito alla

---

<sup>59</sup> Il ridotto errore di previsione dei lavoratori più anziani riflette in parte il fatto che il loro tasso di sostituzione è variato in misura contenuta e viene calcolato in modo relativamente semplice (2 per cento di una media delle ultime retribuzioni per il numero di anni di contribuzione).

<sup>60</sup> La funzione essenziale di una completa informazione sul primo pilastro è enfatizzata da Fornero e Teppa (2006). Prendendo spunto dall'esperienza svedese, Boeri e Brugiavini (2006) sostengono che l'operatore pubblico dovrebbe svolgere un ruolo centrale anche nella rendicontazione sulla previdenza complementare.

**Tasso di sostituzione atteso e tasso di sostituzione implicito nella normativa (1)***(rapporto prima pensione/ultimo salario)*

	<i>Prima delle riforme (1989-1991)</i>								
	dipendenti pubblici			dipendenti privati			lavoratori autonomi		
Tasso di sostituzione implicito nella normativa	0,86			0,71			0,68		
Tasso di sostituzione atteso	0,83			0,80			0,69		
<i>Differenza (atteso-implicito)</i>	<i>-0,03</i>			<i>0,09</i>			<i>0,01</i>		
	<i>Dopo le riforme (1998-2004)</i>								
	dipendenti pubblici			dipendenti privati			lavoratori autonomi		
	anziani	intermedi	giovani	anziani	intermedi	giovani	anziani	intermedi	giovani
Tasso di sostituzione implicito nella normativa	0,81	0,67	0,62	0,70	0,64	0,62	0,67	0,45	0,37
Tasso di sostituzione atteso	0,80	0,74	0,73	0,74	0,68	0,68	0,62	0,58	0,66
<i>Differenza (atteso-implicito)</i>	<i>-0,01</i>	<i>0,07</i>	<i>0,11</i>	<i>0,04</i>	<i>0,04</i>	<i>0,06</i>	<i>-0,05</i>	<i>0,13</i>	<i>0,29</i>

Fonte: elaborazioni su dati dell'indagine della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane nel 2002; i tassi impliciti sono tratti da Bottazzi, Jappelli e Padula (2006).

**Durata media della rendita pensionistica: 2005-2045 (1)**  
(anni)

Coorti	Durata del periodo di pensionamento
2005	30,3
2015	31,7
2030	33,2
2045	33,6

Fonte: Gronchi e Gismondi (2006). (1) Comprensiva della durata media della rendita al superstite.

propria posizione previdenziale<sup>61</sup>. Per di più, in campo finanziario l'acquisizione di conoscenze richiede tempi lunghi.

Il sistema finanziario italiano offre da tempo un'ampia gamma di strumenti previdenziali. Tuttavia, se i lavoratori non dispongono di un adeguato bagaglio di conoscenze e informazioni, un incremento delle opzioni disponibili non migliora necessariamente la loro condizione. In una tale situazione potrebbe anzi risultare preferibile restringere il ventaglio delle opportunità di investimento (Bodie, 2003).

L'analisi delle caratteristiche socio-demografiche e patrimoniali di coloro che posseggono pensioni integrative o assicurazioni vita a contenuto finanziario<sup>62</sup> fornisce ulteriori indicazioni circa la relazione tra informazione, conoscenze e propensione a investire in prodotti previdenziali (tav. 18). Nel 2004 si può stimare che circa 1,3 milioni di famiglie italiane<sup>63</sup> possedevano un fondo pensione, una polizza previdenziale o una polizza vita a contenuto finanziario, a fronte di quasi 10 milioni che ne erano sprovviste. Alla scarsa diffusione di questi strumenti si aggiunge il fatto che, dopo oltre un decennio dai primi tagli alle pensioni pubbliche, la percentuale di famiglie che dispongono di un fondo pensione o di una polizza è salita in misura limitata, dal 9 al 12 per cento.

Le famiglie in possesso di fondi pensione o polizze risultano simili alle restanti famiglie per composizione (età media del capofamiglia, numero di componenti e di percettori di reddito), ma differiscono da esse quanto a grado di istruzione e condizioni reddituali e patrimoniali. In particolare, i fondi pensione e le polizze risultano assai più diffusi tra i lavoratori con un titolo di studio universitario (17 per cento, a fronte del 6 per cento tra i lavoratori con titolo di studio inferiore al diploma), tra le famiglie più agiate (la quota di nuclei familiari in possesso di fondi o polizze sale dal 4 per cento tra le famiglie nel quartile più basso di reddito al 20 per cento nel quartile di reddito più elevato) e tra quelle con maggiore ricchezza sia reale sia finanziaria, soprattutto allorquando quest'ultima è investita in attività rischiose (il 47 per cento delle famiglie che possiedono strumenti finanziari a fini previdenziali detengono anche attività finanziarie rischiose, a fronte del 17 per cento tra le altre famiglie). Una possibile interpretazione di questi risultati è che le famiglie in possesso di fondi pensione o polizze sono quelle con maggiore capacità di assimilare informazioni, in

<sup>61</sup> Secondo Bodie (2003) vi è ampia evidenza sul fatto che gli individui commettano errori sistematici a causa di carenze informative, inadeguata capacità di analisi o distorsioni nei dati statistici disponibili: il passaggio da schemi a prestazione definita ad altri a contribuzione definita potrebbe di fatto costituire un passo indietro per il benessere collettivo, poiché il rischio verrebbe trasferito ai risparmiatori meno adatti a gestirlo.

<sup>62</sup> Polizze vita che, giunte a scadenza, comportano tipicamente la liquidazione di un capitale.

<sup>63</sup> Ci si riferisce ai nuclei familiari con capofamiglia occupato e di età compresa tra i 20 e i 60 anni.

**Le caratteristiche socio-demografiche dei capofamiglia  
con pensioni integrative o polizze vita a contenuto finanziario (1)**  
(unità, valori percentuali ed euro)

	2004		1991	
	con pensioni integrative o polizze	senza pensioni integrative o polizze	con pensioni integrative o polizze	senza pensioni integrative o polizze
<b>Percentuale di famiglie</b>	<b>12</b>	<b>88</b>	<b>9</b>	<b>91</b>
<i>numero di famiglie (stima in milioni)</i>	1,3	9,5	1,0	9,5
<b>Composizione della famiglia</b>				
età media del capofamiglia	43	43	43	43
numero medio di componenti	2,9	2,9	3,1	3,5
numero medio di percettori di reddito	1,8	1,7	1,9	1,7
<b>Titolo di studio del capofamiglia</b>				
quota tra i capofamiglia con laurea e più	17	83	16	84
quota tra i capofamiglia con diploma	13	87	12	88
quota tra i capofamiglia con altro titolo	6	94	6	94
<b>Area geografica</b>				
quota tra i residenti al nord	14	86	14	86
quota tra i residenti al centro	11	89	8	92
quota tra i residenti al sud e isole	5	95	3	97
<b>Condizione professionale</b>				
quota tra i lavoratori dipendenti privati	11	89	8	92
quota tra i lavoratori dipendenti pubblici	12	88	7	93
quota tra i lavoratori autonomi	10	90	16	84
<b>Reddito, ricchezza e indebitamento familiare</b>				
reddito familiare (valore medio in migliaia di euro)	47	33	44	32
<i>quota con reddito inferiore al 1° quartile</i>	4	96	4	96
<i>quota con reddito tra il 1° e il 2° quartile</i>	8	92	7	93
<i>quota con reddito tra il 2° e il 3° quartile</i>	12	88	9	91
<i>quota con reddito superiore al 3° quartile</i>	20	80	15	85
attività finanziarie familiari (valore medio in migliaia di euro)	42	20	34	17
attività reali familiari (valore medio in migliaia di euro)	307	190	218	134
debiti familiari (valore medio in migliaia di euro)	24	14	8	4
possessori della casa di residenza	71	61	66	61
detentori di depositi bancari	97	87	94	85
detentori di titoli di Stato	13	6	4	21
detentori di attività finanziarie rischiose (2)	47	17	26	7
rapporto altre attività finanziarie (2) / totale attività finanziarie	29	11	11	3
<i>Per memoria: numero di osservazioni nel campione</i>	412	2.957	355	4.286

Fonte: elaborazioni su dati dell'indagine della Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane. (1) Si considerano i capofamiglia occupati di età compresa tra i 20 e i 60 anni. Per pensione integrativa si intende il possesso di fondi pensione o polizze previdenziali; le polizze a contenuto finanziario sono assicurazioni vita che, giunte a scadenza, comportano la liquidazione di un capitale (o di un vitalizio). – (2) Azioni, obbligazioni emesse da imprese, fondi comuni, gestioni patrimoniali e titoli esteri.

quanto più istruite, con una maggiore dimestichezza con gli strumenti finanziari e con forti incentivi a raccogliere informazioni poiché in possesso di consistenti risorse investite in attività rischiose. Il confronto con l'indagine del 1991, precedente alle riforme pensionistiche, segnala che questi divari sembrano essersi leggermente accentuati (la quota di lavoratori con forme pensionistiche complementari è cresciuta maggiormente per i lavoratori diplomati o laureati e per quelli con reddito familiare più elevato).

Questi dati, pur preliminari, segnalano l'importanza di rafforzare l'impegno pubblico volto a fornire ai lavoratori informazioni e conoscenze adeguate, al fine di accrescere la cosiddetta "*financial education*" o "*financial literacy*". Sotto questo aspetto la situazione italiana non costituisce un'anomalia nel confronto con gli altri paesi avanzati. In un recente rapporto l'OCSE (2005) rileva che nelle economie avanzate i risparmiatori – soprattutto quelli meno istruiti e con minor reddito – sono accomunati da un basso grado di alfabetizzazione finanziaria e da un'eccessiva fiducia nella propria capacità di comprendere i problemi della finanza. È anche diffusa la convinzione che le informazioni di natura finanziaria siano difficili da acquisire quando si riferiscono alle forme pensionistiche integrative. Emerge inoltre che i lavoratori non risparmiano abbastanza da assicurarsi un adeguato tenore di vita per la vecchiaia. Si rileva, infine, una scarsa capacità dei consumatori di fare scelte di investimento appropriate in materia previdenziale.

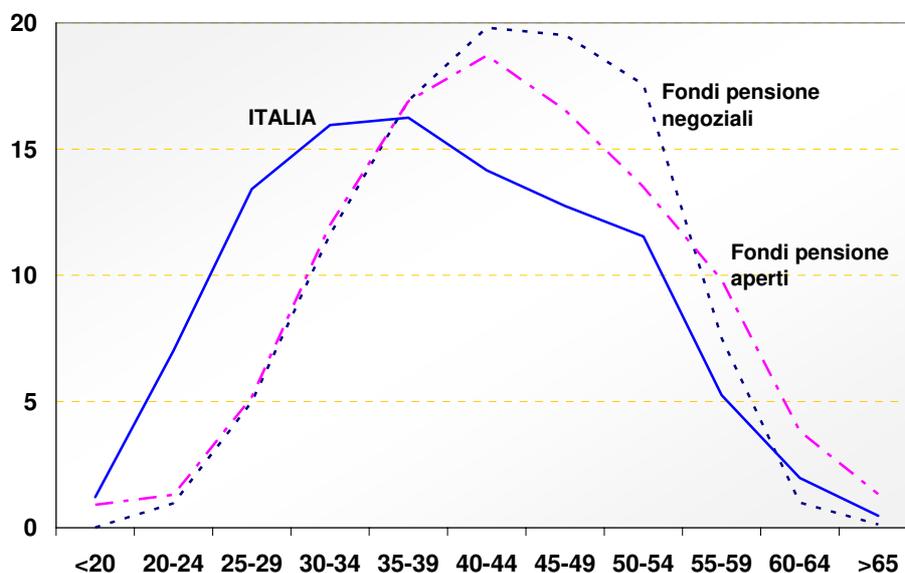
In più paesi l'innalzamento delle conoscenze finanziarie è oggetto di iniziative da parte del governo e delle autorità di supervisione finanziaria, con interventi che vanno dalla diffusione di informazioni a campagne pubbliche di sensibilizzazione, mediante i diversi mezzi di comunicazione (pubblicazioni cartacee, siti internet, messaggi televisivi e radiofonici). In alcuni paesi, come ad esempio gli Stati Uniti e i Paesi Bassi, iniziative di informazione sulle tematiche pensionistiche sono organizzate con il concorso delle parti sociali. Sebbene queste misure rappresentino solo una prima risposta al problema della conoscenza finanziaria e sia ancora molto difficile valutarne l'efficacia, esse confermano l'importanza di elevare il grado di consapevolezza, conoscenza e informazione dei consumatori in ambito previdenziale.

### 5.3. *La questione giovanile e quella femminile*

I più bassi tassi di adesione ai fondi pensione si riscontrano tra donne e giovani. L'età media del complesso dei lavoratori dipendenti è inferiore a quella dei partecipanti ai fondi pensione sia negoziali sia aperti (39 contro 43 anni, rispettivamente; fig. 11). La componente di giovani (con età tra 14 e 34 anni) rappresenta il 37,6 per cento degli occupati dipendenti ma meno del 20 per cento degli aderenti ai fondi pensione; in quest'ultimo caso la percentuale è peraltro, in modo preoccupante, in calo. La scarsa partecipazione dei giovani alla previdenza complementare emerge ancor più nettamente se valutata in base al tasso di adesione giovanile (aderenti giovani su dipendenti giovani), attualmente inferiore all'8 per cento nella fascia di età tra 14 e 34 anni, a fronte di un valore quasi triplo nella fascia di età più elevata (tav. 19).

La diffusione della previdenza integrativa è particolarmente bassa tra le donne. Queste ultime rappresentano infatti circa il 40 per cento degli occupati dipendenti, ma non raggiungono il 27 per cento degli aderenti ai fondi negoziali; il tasso di adesione femminile (aderenti donne su dipendenti donne) è inferiore all'11 per cento, contro il 21 per i maschi.

**Distribuzione per età degli occupati dipendenti e degli aderenti ai fondi pensione nel 2005 (1)**  
(valori percentuali)



Fonte: Covip (2006) e Istat.

Tavola 19

**Tasso di adesione ai fondi pensione per fasce d'età e sesso dei lavoratori nel 2005**  
(valori percentuali)

Fasce d'età (anni)		Sesso	
14-34	7,8	Femmine	10,7
35-65	21,9	Maschi	20,7
Totale	16,6	Totale	16,6

Fonte: Covip (2006) e Istat.

Tra i diversi fattori che contribuiscono a spiegare la scarsa diffusione della previdenza complementare tra le donne e i giovani<sup>64</sup>, di particolare rilievo è l'alta presenza di queste due categorie di lavoratori tra le forme di occupazione precaria, a tempo determinato e parasubordinata<sup>65</sup>: è in questi comparti del mercato del lavoro che si osservano, infatti, le più alte percentuali di lavoratori al di sotto dei 35 anni e di donne (tav. 20). I lavoratori parasubordinati sono particolarmente svantaggiati sotto il profilo previdenziale: pur se

<sup>64</sup> Il lento e incerto processo di transizione del sistema previdenziale italiano può avere spinto i giovani lavoratori, che dispongono di un lungo periodo di accumulazione, a procrastinare l'adesione ai fondi pensione più di quanto non sia avvenuto per i lavoratori meno giovani. Inoltre, nel regime in vigore fino al 2006, i lavoratori giovani che decidevano di versare il Tfr nel proprio fondo pensione dovevano destinare verso tale utilizzo l'intero Tfr (un obbligo che è ora stato esteso a quasi tutti i lavoratori; cfr. il paragrafo 5.7); ciò costituiva un serio disincentivo all'adesione dei più giovani ai fondi pensione, dato il forte radicamento dell'istituto del Tfr nel tessuto sociale italiano.

<sup>65</sup> Per lavori parasubordinati si intendono, essenzialmente, i contratti di collaborazione coordinata e continuativa e, dal 2003, i contratti a progetto.

**Distribuzione nel 2005 degli occupati per tipologia contrattuale e  
per età, sesso, titolo di studio e reddito**  
(valori percentuali ed euro)

	Dipendente a tempo indeterminato	Dipendente a tempo determinato (1)	Autonomo (2)	Parasubordinato (3)	Totale
Livelli occupazionali:					
migliaia di persone	14.508	2.026	5.151	878	22.563
<i>quota percentuale</i>	<i>64,3</i>	<i>9,0</i>	<i>22,8</i>	<i>3,9</i>	<i>100,0</i>
Età:					
15-24	5,9	24,6	3,0	11,1	7,0
25-34	24,8	31,4	20,1	37,6	24,8
35-44	35,6	28,1	35,9	29,0	34,8
45-54	25,2	11,3	25,1	16,0	23,6
55-64	8,5	4,5	15,8	6,2	9,8
Sesso:					
maschio	58,9	48,0	71,8	47,9	60,5
femmina	41,1	52,0	28,2	52,1	39,5
Titolo di studio:					
Licenza elementare	7,7	12,3	10,9	7,1	8,8
Licenza media	34,2	34,7	34,2	18,1	33,6
Diploma	46,2	38,2	38,2	44,5	43,6
Laurea	11,9	14,8	16,6	30,4	13,9
Distribuzione dei redditi lordi annui:					
media	20.167	16.236	33.221	13.645	
mediana	18.571	15.195	22.000	9.600	
rapporto 9°/1° decile	2,3	2,6	12,5	7,7	
deviazione standard	9.736	8.124	38.355	14.422	

Fonte: Banca d'Italia (2006) e, per le distribuzioni delle caratteristiche individuali, elaborazioni ISAE (2006) su dati Isfol. (1) Compresi i lavoratori interinali, quelli in formazione/lavoro e gli stagisti e gli apprendisti quando retribuiti. – (2) Imprenditori, liberi professionisti e lavoratori in proprio; include anche i soci di cooperative. – (3) Collaboratori coordinati e continuativi, collaboratori a progetto, prestatori d'opera occasionali e coadiuvanti in imprese familiari.

contribuiscono in misura inferiore alla pensione pubblica (con un'aliquota del 23 invece che del 33 per cento), guadagnano meno, hanno redditi con elevata variabilità e sono particolarmente esposti al rischio di disoccupazione. Dati i bassi tassi di sostituzione che possono raggiungere con la pensione pubblica a contribuzione<sup>66</sup>, per i lavoratori parasubordinati risulta essenziale integrare quest'ultima con altre forme di risparmio previdenziale.

Sebbene per i giovani più istruiti il lavoro a tempo determinato e parasubordinato possa talvolta essere una scelta deliberata, volta a prolungare la fase di formazione al fine di accedere in un secondo tempo a itinerari professionali più consoni alle aspirazioni (come forse segnalato dall'elevata incidenza di laureati in questi comparti dell'occupazione), le forme di lavoro a tempo determinato sono in genere caratterizzate da un elevato grado di persistenza e da una quota significativa di fuoriuscite dal mercato del lavoro (Banca d'Italia, 2006).

È dunque particolarmente rilevante che ai giovani e alle donne, costretti a fare i conti con redditi da lavoro molto variabili e discontinui, siano offerti schemi pensionistici a costi contenuti, con ampia libertà di scelta quanto a numero e importo delle contribuzioni, in grado di facilitare la cumulabilità e la trasferibilità da una forma previdenziale a un'altra dei versamenti effettuati in diverse fasi lavorative. È inoltre essenziale comunicare ai lavoratori più giovani e alle donne, con redditi da lavoro generalmente contenuti, che la possibilità di raggiungere pensioni adeguate richiede un'accumulazione su un lungo arco temporale e che può essere preferibile, in termini di montante finale, risparmiare meno su un orizzonte esteso piuttosto che risparmiare di più a partire dal giorno in cui vi fosse una maggiore disponibilità di risorse (cfr. il paragrafo 4).

#### 5.4. *Previdenza complementare e piccole e medie imprese (PMI)*

Presso i lavoratori delle PMI la previdenza complementare è poco diffusa. Le imprese fino a 49 dipendenti, pur avendo oltre il 61 per cento degli occupati dipendenti, hanno appena il 20 per cento degli aderenti ai fondi pensione (tav. 21). Il tasso di adesione (lavoratori che aderiscono su addetti complessivi) è di poco superiore al 5 per cento per le imprese minori, contro il 34,4 per cento per quelle più grandi (tav. 22).

Una tale situazione rispecchia presumibilmente diversi fattori, come ad esempio il minor tasso di sindacalizzazione che si registra nelle PMI rispetto alle aziende di maggiori dimensioni. Ma essa può riflettere anche l'interesse dei datori di lavoro a mantenere il Tfr all'interno dell'impresa, come fonte di finanziamento a basso costo. Ogni adesione a un fondo pensione obbliga infatti l'azienda a versare il flusso di Tfr al fondo stesso; per dato livello di attività produttiva, ciò richiede il ricorso a fonti di finanziamento alternative, di regola più costose (cfr. anche il paragrafo 4.1). L'onere di questa sostituzione può risultare elevato per le PMI, per via del maggior costo dei finanziamenti e della ridotta disponibilità di fonti alternative al credito bancario. Pertanto le imprese minori, che rappresentano la struttura portante del sistema industriale italiano, incontrano maggiori difficoltà nel sostituire il Tfr con finanziamenti alternativi.

La riforma introdotta dal decreto 252/2005 (art. 10) compensa le imprese che devono cedere il Tfr (vale a dire tutte quelle con almeno 50 addetti e quelle con meno di 50 addetti

---

<sup>66</sup> Secondo le simulazioni condotte dall'ISAE (2006), persino a 65 anni e con 40 anni di contribuzione i lavoratori parasubordinati raggiungerebbero tassi di sostituzione assai limitati.

**Distribuzione dei lavoratori dipendenti e degli aderenti ai fondi  
negoziali per classi dimensionali delle imprese di appartenenza**  
(dati 2005, valori percentuali)

Classi di addetti	Fondi negoziati	Italia	Differenza
tra 2 e 19	10,2	49,7	-39,5
tra 20 e 49	9,8	11,7	-1,9
tra 50 e 99	9,5	7,0	+2,5
tra 100 e 249	14,7	7,8	+6,9
tra 250 e 499	9,6	5,0	+4,6
tra 500 e 999	9,9	4,0	+5,9
1000 e oltre	36,3	14,8	+21,5
Totale	100,0	100,0	

Fonte: Covip (2006) e Istat.

**Tasso di adesione ai fondi pensione per dimensione dell'impresa nel 2005**  
(valori percentuali)

Dimensione d'impresa (numero di addetti)	Tasso di adesione ai fondi pensione
PMI (aziende con meno di 50 addetti)	5,4
Grandi (aziende con almeno 50 addetti)	34,4
Totale	16,6

Fonte: Covip (2006) e Istat.

nella misura in cui i lavoratori non scelgono esplicitamente di lasciare il Tfr in azienda) con riduzioni di oneri e maggiori deducibilità fiscali. Al riguardo è stato osservato (Boeri e Brugiavini, 2006) che la presenza nella stessa piccola impresa di lavoratori che aderiscono e altri che non aderiscono alla previdenza complementare rende conveniente per l'impresa, in caso di compensazione parziale, sostituire i dipendenti che aderiscono con gli altri. Ciò può determinare un'indebita pressione implicita (se non esplicita) affinché gli addetti alle PMI non aderiscano ai fondi pensione.

Le misure compensative, considerato anche l'onere per il bilancio pubblico, potrebbero risultare insufficienti per correggere queste distorsioni. In linea con quanto già osservato nei paragrafi precedenti, andrebbero predisposti specifici interventi volti a sviluppare strumenti finanziari alternativi al credito bancario<sup>67</sup>, in particolare il *venture capital* e i fondi chiusi, che avrebbero effetti duraturi sul funzionamento del sistema finanziario italiano e agevolerebbero

<sup>67</sup> Il tentativo di "cartolarizzazione del Tfr" contenuto nel decreto n. 299 del 17 agosto 1999 consentiva alle imprese, in alternativa al versamento in contanti del Tfr, l'emissione per il fondo pensione di un pari ammontare di azioni o obbligazioni quotate o quotande. La complessità del provvedimento e dei meccanismi decisionali previsti, che richiedevano il consenso di tutti i soggetti coinvolti, dall'impresa al lavoratore, al fondo pensione, al gestore finanziario, hanno contribuito al suo fallimento.

nel contempo l'accesso delle PMI al mercato dei capitali, senza determinare rischi di incompatibilità con le norme comunitarie.

#### 5.5. *La previdenza complementare per gli autonomi e i liberi professionisti*

In Italia oltre cinque milioni di persone lavorano in proprio o come liberi professionisti (tav. 20); gli “autonomi” rappresentano dunque quasi un lavoratore su quattro. Per diverse figure professionali rientranti in queste categorie la pensione integrativa costituisce una necessità inderogabile, essendosi drasticamente ridotto il grado di copertura del loro sistema previdenziale pubblico. Ciò nonostante, alla fine del 2005 risultavano iscritti ai fondi pensione solo il 7 per cento dei lavoratori autonomi (poco più di 350 mila persone)<sup>68</sup>. A questa percentuale va aggiunta la quota di lavoratori autonomi che hanno scelto di accumulare risparmio previdenziale mediante il ricorso a PIP. In mancanza di informazioni dettagliate al riguardo, una stima per eccesso del tasso di adesione dei lavoratori autonomi può essere ottenuta assumendo che ciascuna delle oltre 811 mila polizze individuali in circolazione alla fine del 2005 facciano capo a un diverso risparmiatore e attribuendo tutte le polizze a lavoratori autonomi. Il valore così ottenuto, dell'ordine del 23 per cento, rimane ancora contenuto in considerazione del fatto che questi lavoratori hanno redditi e ricchezza relativamente elevati e un tasso di sostituzione legale basso.

La bassa diffusione degli strumenti della previdenza complementare presso gli autonomi e i liberi professionisti non sembra riconducibile alla carenza di forme di risparmio appropriate<sup>69</sup>. L'insuccesso delle forme collettive persino tra i liberi professionisti<sup>70</sup> se da un lato riflette la loro attitudine a gestire in autonomia anche le scelte di risparmio, dall'altro evidenzia la scarsa consapevolezza delle tematiche previdenziali e dei possibili vantaggi, ad esempio fiscali, anche tra i lavoratori più istruiti. Anche per gli autonomi dunque il decollo della previdenza complementare risulta legato a una crescita del grado di consapevolezza e di conoscenza delle problematiche previdenziali.

#### 5.6. *La previdenza complementare per i lavoratori del settore pubblico*

Sebbene per i dipendenti pubblici il trattamento previdenziale di primo pilastro sia stato ridotto significativamente, non è ancora seguito il varo di un programma di previdenza complementare che consenta di integrare la pensione pubblica con una complementare<sup>71</sup>. In questo caso il ritardo della previdenza complementare riflette anche la difficoltà di reperire le risorse finanziarie necessarie da parte dei datori di lavoro – le Amministrazioni pubbliche.

#### 5.7. *La destinazione del Tfr*

*Il nuovo regime degli accantonamenti al Tfr.* – Il principale intervento in favore della previdenza complementare contenuto nella riforma del 2004 è quello volto a favorire la

---

<sup>68</sup> Covip (2006). Oltre il 96 per cento dei lavoratori autonomi iscritti ai fondi pensione aveva scelto fondi aperti. I fondi pensione operativi riservati ai lavoratori autonomi erano due (uno per i medici odontoiatri, l'altro per i lavoratori del commercio e del turismo), entrambi con tassi di adesione molto bassi.

<sup>69</sup> Le forme di previdenza integrativa disponibili in genere consentono agli autonomi di variare la contribuzione annua, così come di sospendere e riattivare i versamenti mantenendo la posizione acquisita.

<sup>70</sup> Diversi fondi negoziali riservati a lavoratori autonomi o a liberi professionisti non sono riusciti a raggiungere una dimensione sufficiente per avviare la gestione e sono stati dunque liquidati. Tra questi indicativa è la presenza di Previclav (consulenti del lavoro).

<sup>71</sup> L'unico esempio di secondo pilastro per i dipendenti pubblici è il fondo negoziale Espero, riservato ai docenti delle scuole. Avviato nel 2004, nel 2006 contava 53 mila adesioni, pari al 4,4 per cento dei potenziali aderenti.

destinazione del flusso di Tfr ai fondi pensione. Un tale provvedimento accrescerà il numero degli aderenti ai fondi e il volume di risparmio gestito da questi intermediari (per il settore privato gli accantonamenti al Tfr ammontano a circa 1,5 punti percentuali di PIL all'anno). Come si è già sottolineato, il decollo della riforma richiede campagne informative capillari, volte a promuovere la conoscenza della previdenza complementare, per le quali la legge finanziaria per il 2007 ha previsto un apposito stanziamento.

Il legislatore ha privilegiato la libera scelta del lavoratore, che dal 1° gennaio 2007 ha sei mesi di tempo per decidere, esplicitamente, di trasferire il Tfr maturando a una forma pensionistica complementare o, in alternativa, mantenere il precedente regime, con alcune modifiche rilevanti. In quest'ultimo caso il Tfr sarà trasferito a un apposito fondo INPS<sup>72</sup> per i lavoratori di imprese con 50 o più addetti, mentre per le altre aziende il Tfr verrà invece mantenuto presso l'azienda stessa<sup>73</sup>.

Se invece il lavoratore non effettua alcuna scelta esplicita, la riforma prevede l'adesione tacita alla previdenza complementare: il nuovo flusso di Tfr viene quindi trasferito alla forma pensionistica collettiva di riferimento, sia essa il fondo pensione aziendale, contrattuale o di altro tipo (si veda l'art. 8, comma 7, lettera b). Per le categorie di lavoratori sprovviste di fondo di riferimento, il flusso di Tfr viene destinato a un fondo previdenziale di nuova istituzione gestito dall'INPS (FondInps).

Il lavoratore che scegliesse esplicitamente di non aderire alla previdenza complementare e di mantenere il flusso di Tfr in azienda potrà comunque modificare la sua decisione in futuro. Al contrario, la scelta di conferire il flusso di Tfr a una forma pensionistica complementare è irreversibile (salvo circostanze specifiche illustrate più avanti).

Tali norme modificano il decreto legislativo 124/93, che prevedeva l'integrale destinazione del Tfr maturando alle forme pensionistiche complementari ad adesione collettiva solo per i lavoratori con data di prima occupazione (prima iscrizione alla previdenza obbligatoria) successiva al 28 aprile 1993 ("lavoratori post '93"), mentre per gli altri lavoratori ("lavoratori pre '93") la quota di destinazione veniva stabilita dalla contrattazione collettiva. Tenuto conto della precedente normativa, la situazione vigente dal 1° gennaio 2007 è riassunta nella tavola 23.

*L'atteggiamento dei lavoratori italiani nei confronti del Tfr.* – Una recente indagine dell'ISAE (cfr. Cozzolino, Di Nicola e Raitano, 2006) analizza i fattori che guidano i lavoratori nella scelta relativa alla destinazione del Tfr (tav. 24). Le interviste sono state condotte prima che fosse emanato il decreto legislativo del 5 dicembre 2005 (con cui si dava attuazione alla riforma del 2004), e potrebbero pertanto non tenere conto di alcune misure contenute in quel decreto. Ciò nonostante, emerge con chiarezza che nella scelta tra Tfr e fondi pensione i lavoratori sono influenzati soprattutto dalla diversa rischiosità e liquidità di queste due forme di impiego del risparmio previdenziale. Come ci si poteva attendere, propendono per il Tfr quei lavoratori che attribuiscono particolare importanza alla stabilità dei rendimenti, mentre coloro che ricercano una redditività più elevata – e che devono essere quindi pronti a sopportare maggiori rischi – sono inclini a destinare il Tfr ai fondi pensione. L'altro principale fattore che spinge a preferire il Tfr è la possibilità di ottenere tutto il

---

<sup>72</sup> Si tratta del "Fondo per l'erogazione ai lavoratori dipendenti del settore privato dei trattamenti di fine rapporto di cui all'art. 2120 c.c.", o FondoTfr, di cui all'art.1, comma 755, della legge finanziaria per il 2007.

<sup>73</sup> In tale scelta, la neutralità del datore di lavoro è assicurata dalla previsione di misure compensative in proporzione al flusso di Tfr uscito dall'impresa (deducibilità dal reddito d'impresa del 4-6 per cento del flusso di Tfr conferito e riduzione degli oneri impropri sul costo del lavoro: cfr. art. 10 del D.lgs. 252/2005).

### Modalità di utilizzo del flusso di Tfr per diversi gruppi di lavoratori

Tipo di Lavoratore	Possibili scelte di destinazione	Quota percentuale di Tfr	Destinazione
Lavoratore pre '93 non iscritto a un fondo pensione	Azienda	100	Azienda/INPS (1)
	Fondo pensione a sua scelta senza contribuzione	Tra aliquota contrattuale (o in assenza 50) e 100	Fondo pensione scelto
	Fondo pensione contrattuale con contribuzione	Tra aliquota contrattuale e 100	Fondo pensione contrattuale
	Tace (2)	100	Fondo pensione di riferimento (3)
Lavoratore pre '93 iscritto a un fondo pensione	Azienda	Residua	Azienda/INPS (1)
	Suo fondo pensione (4)	Residua	Suo fondo pensione
	Tace (2)	Residua	Suo fondo pensione
Lavoratore post '93 non iscritto a un fondo pensione	Azienda	100	Azienda/INPS (1)
	Fondo pensione a sua scelta senza contribuzione	100	Fondo pensione scelto
	Fondo pensione contrattuale con contribuzione	100	Fondo pensione contrattuale
	Tace (2)	100	Fondo pensione di riferimento (3)
Lavoratore post '93 iscritto a un fondo pensione	Suo fondo pensione	100	Suo fondo pensione

(1) Azienda o INPS a seconda che, rispettivamente, la prima abbia meno di o almeno 50 dipendenti. - (2) Il trasferimento del Tfr parte dal 1° luglio 2007 o 6 mesi dopo l'assunzione. - (3) Fondo pensione aziendale, contrattuale, territoriale, ecc. ecc., ovvero Fondo residuale presso l'INPS (FondInps) - (4) Il lavoratore pre '93 iscritto è vincolato al Fondo pensione scelto in precedenza. Dopo 2 anni di partecipazione (decreto 252/2005 art. 14 comma 6) può trasferirsi ad altro Fondo ma con l'intera posizione maturata e con vincoli contrattuali di portabilità del contributo a carico del datore di lavoro.

montante accumulato in un'unica soluzione, mentre, salvo casi particolari, i fondi pensione all'atto del pensionamento erogano parte della prestazione sotto forma di rendita vitalizia. I lavoratori disposti a optare per i fondi pensione non sembrano invece attribuire particolare importanza alle agevolazioni fiscali, ignorando i significativi vantaggi attribuiti dal fisco alla previdenza complementare (cfr. il paragrafo 4.4).

**Motivazioni principali sottostanti alla decisione di  
destinare o meno il flusso di Tfr ai fondi pensione (1)**  
(valori percentuali)

Se intende <u>lasciare il Tfr presso l'azienda (2)</u> , qual è il motivo principale che la induce a tale scelta?	
Rendimento più sicuro di quello ottenibile da un fondo pensione	37,4
Preferenza per l'erogazione come capitale anziché come rendita vitalizia	45,6
Erogazione di una somma più elevata in caso di riscatto anticipato	4,4
Fedeltà all'azienda in cui si lavora (2)	8,3
Altro/non risponde	4,3
Totale risposte	100,0
	<i>numero di intervistati</i> 1.093
Se intende <u>destinare il Tfr a un fondo pensione</u> , qual è il motivo principale che la induce a tale scelta?	
Aspettativa di un rendimento più elevato	75,2
Maggiore libertà di scelta del tipo di investimento	14,0
Senso di appartenenza alla categoria che gestisce il fondo	4,0
Agevolazioni fiscali	2,5
Altro/non risponde	4,3
Totale risposte	100,0
	<i>numero di intervistati</i> 322

Fonte: elaborazioni di Cozzolino, Di Nicola e Raitano (2006) su dati ISAE. (1) Le indagini sono state condotte dall'ISAE tra settembre e dicembre del 2004 e tra settembre e ottobre del 2005, e quindi prima dell'emanazione del D.lgs. 5.12.2005, n. 252. – (2) Al momento delle interviste non si sapeva che il flusso di Tfr non sarebbe stato trattenuto dall'azienda ma sarebbe stato invece destinato a uno specifico fondo INPS (art.1, comma 755, della legge n. 296/2006) con l'eccezione delle aziende con meno di 50 addetti.

I due principali fattori alla base della scelta tra Tfr e fondi pensione sembrano dunque essere la redditività e la liquidità. Il paragrafo 4 ha confrontato i rendimenti effettivi e potenziali dei fondi pensione (e la loro rischiosità) con quelli del Tfr. Nel resto di questo paragrafo, invece, si esaminano le norme relative ai riscatti, alle anticipazioni, alle erogazioni e alla portabilità del risparmio accumulato nei fondi pensione. Come si vedrà, dopo le ultime modifiche normative non vi è ragione di ritenere che i fondi pensione siano meno liquidi del Tfr.

*Riscatti, anticipazioni, portabilità ed erogazioni.* – In caso di licenziamento o dimissioni (seguite da inoccupazione) il capitale maturato presso i fondi pensione può essere restituito al lavoratore dopo dodici mesi, nella misura del 50 per cento dal secondo al quarto anno di inoccupazione (riscatto parziale) e del 100 per cento successivamente (riscatto totale). Il riscatto del 50 per cento è previsto anche qualora l'azienda faccia ricorso a procedure di mobilità o alla cassa integrazione guadagni. In caso di grave invalidità permanente è previsto il riscatto totale, mentre in caso di morte dell'aderente prima della maturazione del diritto alla prestazione pensionistica il capitale maturato è riscattato dagli eredi. Si noti infine che è

sempre possibile il riscatto totale per la perdita dei requisiti di partecipazione al fondo pensione.

Il lavoratore può inoltre chiedere in qualsiasi momento un'anticipazione (fino al 75 per cento del capitale maturato) per coprire spese sanitarie dovute a gravissime situazioni relative a sé stesso, al coniuge e ai figli. Decorsi otto anni di iscrizione al fondo pensione, un'anticipazione per un importo fino al 75 per cento del capitale maturato può essere richiesta per l'acquisto o la ristrutturazione della prima casa di abitazione propria o dei figli, mentre per ulteriori esigenze degli aderenti si può utilizzare un importo fino al 30 per cento del capitale. Le somme percepite a titolo di anticipazione non possono mai eccedere, complessivamente, il 75 per cento del capitale maturato e possono essere reintegrate, a scelta dell'aderente, in qualsiasi momento<sup>74</sup>.

Questi criteri di concessione dei riscatti e delle anticipazioni da parte dei fondi pensione sono simili a quelli in vigore per il Tfr (cfr. art. 2120 c.c.); sono, anzi, lievemente più generosi in caso di emergenze sanitarie o di acquisto della prima casa, in quanto con il Tfr l'anticipazione non può superare il 70 per cento del capitale maturato e sono necessari almeno otto anni di servizio per richiedere un anticipo per spese sanitarie. Inoltre, l'anticipazione sul Tfr può essere ottenuta una sola volta nel corso del rapporto di lavoro mentre nel caso dei fondi pensione non c'è limite al numero di richieste (fermo restando il massimale totale di anticipazione) ed è l'intero montante a poter essere anticipato, inclusi i contributi del datore di lavoro.

Si è già detto che i fondi pensione possono erogare le prestazioni pensionistiche in un'unica soluzione solo fino al 50 per cento del montante accumulato, mentre la parte restante deve essere erogata in rendita<sup>75</sup>. In generale, questo vincolo, volto ad assicurare che il risparmio previdenziale accumulato nel corso dell'attività lavorativa frutti al lavoratore anziano – con ridotta capacità lavorativa – una rendita vitalizia, è ampiamente condivisibile. Esso protegge infatti il lavoratore dal rischio connesso con la “longevità”, ossia il rischio che il pensionato, beneficiando di una vita media più lunga del previsto, si ritrovi ad affrontare i suoi ultimi anni con risorse finanziarie insufficienti (cfr. Visco, 2006 e Mitchell *et al.*, 2006). Da questo punto di vista, la conversione in rendita del montante accumulato dovrebbe essere maggiormente incentivata.

Dopo due anni di adesione a una forma pensionistica, il lavoratore può inoltre trasferire la sua posizione previdenziale da un fondo pensione a un altro. È nulla qualsiasi clausola che applichi costi, comunque definiti, in grado di ostacolare la portabilità. Il trasferimento del contributo del datore di lavoro a un altro fondo pensione è invece condizionato alle “modalità stabilite dai contratti o accordi collettivi, anche aziendali”. Di fatto, quest'ultima disposizione costituisce un serio disincentivo alla portabilità della ricchezza previdenziale, su cui varrà la pena di riflettere: la perdita del contributo del datore di lavoro limita fortemente la mobilità tra diversi fondi, e andrà valutato in che misura i possibili vantaggi di tale norma siano effettivamente in grado di compensare gli effetti della minore concorrenza e della limitata libertà di scelta che essa comporta (cfr. i paragrafi 4.2 e 4.5).

---

<sup>74</sup> Sulle somme versate annualmente in eccesso del limite di 5.164,57 euro, corrispondenti alle anticipazioni reintegrate, è riconosciuto al lavoratore un credito d'imposta pari all'imposta pagata al momento della fruizione dell'anticipazione, proporzionalmente riferibile all'importo reintegrato.

<sup>75</sup> Fa eccezione il caso in cui la rendita ottenibile col 70% del montante non supera il 50% dell'assegno sociale (circa 2.500 euro all'anno). In tal caso il lavoratore può chiedere la prestazione solo in capitale.

Per gli aderenti al fondo pensione le operazioni di riscatto, anticipazione ed erogazione di prestazione previdenziale sono assoggettate a un regime fiscale più favorevole rispetto al Tfr: si applica infatti una tassazione separata (al netto della parte corrispondente ai redditi già assoggettati a imposta) con una ritenuta fiscale del 15 per cento, che può essere peraltro ridotta fino al 9 per cento (si veda il paragrafo 4.4). Fanno eccezione gli anticipi per la prima casa e per ulteriori esigenze, così come i riscatti totali per perdita dei requisiti di partecipazione, che sono soggetti a una tassazione separata con un'aliquota del 23 per cento; anche in questi tre casi specifici, tuttavia, la tassazione all'aliquota (minima Irpef) del 23 per cento è certamente più favorevole di quella del Tfr, che prevede l'aliquota media Irpef dell'ultimo quinquennio<sup>76</sup>.

In conclusione, i recenti interventi legislativi hanno innalzato la liquidità del risparmio destinato ai fondi pensione, rendendola del tutto simile a quella del Tfr e per certi aspetti superiore<sup>77</sup>. La principale differenza tuttora esistente (ossia l'obbligo a convertire in rendita almeno il 50 per cento del montante finale accumulato nei fondi pensione, quando questo ha raggiunto dimensioni significative) riflette una comprensibile esigenza di tutela del lavoratore alle soglie del pensionamento – riconducibile all'art. 38 della Costituzione – e protegge il lavoratore da rischi di cui egli stesso è a volte inconsapevole. Ulteriori progressi in favore della portabilità del risparmio previdenziale potrebbero essere compiuti consentendo al lavoratore di trasferire tra fondi diversi tutte le forme di contribuzione, inclusa quella a carico del datore. Infine, il regime fiscale delle erogazioni è nel complesso divenuto anch'esso più favorevole per il fondo pensione rispetto al Tfr.

---

<sup>76</sup> Il regime fiscale del Tfr prevede infatti che tutte le erogazioni siano soggette a tassazione separata (al netto della parte corrispondente ai redditi già assoggettati a imposta) con un'aliquota pari all'aliquota media Irpef a cui è stato assoggettato il lavoratore nel quinquennio precedente l'erogazione.

<sup>77</sup> Secondo alcuni la flessibilità di utilizzo della ricchezza accumulata nei fondi pensione sarebbe addirittura eccessiva. Ad esempio, la libertà di utilizzare il 30 per cento del capitale accumulato viene talora ritenuta incompatibile con la natura previdenziale di questa forma di risparmio, destinata a garantire il reddito dei futuri pensionati.

## Appendice A: I rendimenti dei mercati finanziari italiani nel lungo periodo

*Dati annuali.* - Le serie storiche annuali utilizzate sono le seguenti:

1. tasso sui Bot a 12 mesi: tasso medio di aggiudicazione dei Bot alle aste del mese di dicembre (dal 1976) o dell'ultimo mese dell'anno in cui vi sono state emissioni (dal 1971 al 1975); prima del 1971, tasso medio annuo sui Bot a 10-12 mesi. Il tasso di aggiudicazione è al lordo di ritenute fiscali. Il rendimento di detenzione è ottenuto traslando la serie storica in avanti di un anno.
2. tasso di rivalutazione del Tfr ( $R_{Tfr}$ ): è pari ai tre quarti dell'inflazione registrata nell'anno, maggiorati di 1,5 punti percentuali:

$$R_{Tfr} = \frac{3}{4} \pi + 1,5 ,$$

dove  $\pi \equiv \left( \frac{C_{dicembre\ anno\ n}}{C_{dicembre\ anno\ n-1}} - 1 \right) * 100$  è la variazione percentuale sui dodici mesi alla fine dell'anno  $n$  dell'indice  $C_t$  del costo della vita per le famiglie di operai e impiegati nel mese  $t$ .

3. rendimento dei Btp: variazione percentuale sui dodici mesi a fine anno di un indice mensile di capitalizzazione (indice che tiene conto del reinvestimento delle cedole). Dal luglio 1988 l'indice si basa sulle quotazioni dei Btp al mercato italiano MTS; per il periodo precedente, sulle quotazioni alla borsa italiana. L'indice è calcolato al lordo di ritenute fiscali.
4. rendimento delle azioni italiane: variazione percentuale sui dodici mesi a fine anno di un indice mensile di capitalizzazione delle azioni quotate alla borsa italiana (indice che tiene conto del reinvestimento dei dividendi). Dal gennaio 1993 indice MSCI Italy; per il periodo precedente, dati della Banca d'Italia. L'indice è calcolato al lordo di ritenute fiscali.
5. rendimento dei fondi pensione (negoziali o aperti): variazione percentuale sui dodici mesi a fine anno di un indice mensile di capitalizzazione dei fondi pensione. L'indice è costruito cumulando i rendimenti mensili medi ponderati conseguiti dai singoli comparti di investimento dei fondi pensione; il peso del singolo comparto è pari al valore del patrimonio netto (attivo netto destinato alle prestazioni) alla fine del mese precedente, in rapporto al patrimonio netto complessivo. Il rendimento mensile di un comparto di investimento di un fondo pensione è pari alla variazione percentuale del valore della quota del comparto registrata nell'arco del mese. I rendimenti mensili così calcolati sono al netto delle ritenute fiscali e di tutti i costi gravanti sul singolo comparto di investimento.

*Dati mensili.* - Per i Btp, le azioni italiane e i fondi pensione, si utilizzano gli indici di capitalizzazione sopra indicati; per i Bot, l'indice mensile di capitalizzazione del mercato MTS. I rendimenti mensili sono calcolati nel continuo (ed espressi in valore percentuale) sulla base della seguente formula:

$$\ln\left(\frac{P_t}{P_{t-1}}\right) * 100 \quad ,$$

dove  $P_t$  è l'indice di capitalizzazione nel mese  $t$  e  $\ln(x)$  è il logaritmo naturale di  $x$ . La deviazione standard dei rendimenti mensili è annualizzata moltiplicandola per radice quadrata di 12.

*Rendimenti reali.* – I rendimenti reali si ricavano dagli indici di capitalizzazione  $P_t$  sopra descritti, deflazionati con l'indice  $C_t$  del costo della vita per le famiglie di operai e impiegati:

$$(1 + r_t) = \frac{\frac{P_t}{C_t}}{\frac{P_{t-1}}{C_{t-1}}} = \frac{P_t}{P_{t-1}} \cdot \frac{C_{t-1}}{C_t} = \frac{(1 + i_t)}{(1 + \pi_t)} \quad ,$$

dove  $i_t$  e  $r_t$  sono, rispettivamente, il rendimento nominale e quello reale relativi al periodo  $t$ .

#### **Appendice B: La relazione tra tassi di rendimento *time-weighted*, *money-weighted* e versamenti netti**

Come noto, il tasso di rendimento di un fondo pensione,  $R_{TW,t}$ , tra 0 e  $t$ , si ottiene come tasso di variazione del valore unitario della quota di partecipazione al fondo,  $q_t$  (ma il discorso vale anche per i fondi comuni: v. Cesari e Panetta, (1998 e 2002)):

$$q_t = \frac{Pat_t}{n_t}$$

$$R_{TW,t} = \frac{q_t - q_0}{q_0}$$

ove  $Pat_t$  è il patrimonio a fine del periodo  $t$  e  $n_t$  è il numero di quote emesse (e non ritirate) alla data  $t$ . Questa misura di rendimento, espressa in punti percentuali, è sempre riferita a un investimento di 100 euro effettuato all'inizio del periodo considerato e non tiene dunque conto della sequenza e dell'entità dei flussi netti di investimento effettuati dal risparmiatore nell'arco di tempo considerato. Per questo motivo essa è denominata rendimento "ponderato per il tempo" (*time-weighted*).

Una misura di rendimento alternativa pondera invece i singoli periodi inclusi nell'arco di tempo considerato per gli investimenti netti effettuati in quei periodi. Questa misura è denominata rendimento "ponderato per gli investimenti netti" (*money-weighted*). Sul medesimo arco di tempo considerato (da 0 a  $t$ ), il tasso di rendimento *money-weighted* si ricava con una formula semplice (di Dietz) come:

$$R_{MW,t} = \frac{Pat_t - Pat_0 - \sum_s F_s}{Pat_0 + \sum_s w_s F_s}$$

in cui si sono assunti flussi netti  $F_s$  versati  $w_s$  periodi prima della data  $t$ .

Pertanto:

$$R_{MW,t} = \frac{Pat_t - Pat_0}{Pat_0} \left( \frac{Pat_0}{Pat_0 + \sum_s w_s F_s} \right) - \frac{\sum_s F_s}{Pat_0 + \sum_s w_s F_s}$$

$$R_{TW,t} = \frac{Pat_t - Pat_0}{Pat_0} \left( \frac{n_0}{n_t} \right) - \frac{n_t - n_0}{n_t} = \frac{Pat_t - Pat_0}{Pat_0} \left( \frac{Pat_0}{Pat_0 + \sum_s \frac{q_0}{q_s} F_s} \right) - \frac{\sum_s \frac{q_0}{q_s} F_s}{Pat_0 + \sum_s \frac{q_0}{q_s} F_s}$$

ove si è usata l'eguaglianza  $F_s = q_s \Delta n_s$  essendo  $\Delta n_s$  il numero di quote aggiuntive emesse a fronte del versamento (netto)  $F_s$ .

Assumendo  $w_s \approx \frac{q_0}{q_s}$  si ha:

$$R_{MW,t} - R_{TW,t} = - \frac{\sum_s \left( \sum_j \frac{\Delta q_j}{q_s} \right) F_s}{Pat_0 + \sum_s \frac{q_0}{q_s} F_s}$$

per cui la differenza tra rendimento *time-weighted* e rendimento *money-weighted* è funzione inversa della covarianza tra versamenti netti e rendimenti *time-weighted*: se tale covarianza è positiva (flussi elevati in presenza di rendimenti elevati), come spesso avviene quando i flussi sono guidati da informazioni relative al passato, il rendimento *money-weighted* tende a essere inferiore al rendimento *time-weighted*.

Un piano di versamenti periodici costanti (simile ai cosiddetti piani di accumulo del capitale, o "pac", del mercato dei fondi comuni) annulla tale covarianza e riduce il differenziale atteso tra rendimenti *time-weighted* e rendimenti *money-weighted*.

## Bibliografia

- Ania (2006), "L'assicurazione italiana 2005/2006", Roma: Ania. Disponibile su Internet: [www.ania.it](http://www.ania.it).
- Attanasio O. P., A. Brugiavini (2003), "Social security and households' saving", *Quarterly Journal of Economics*, 118, pp. 1075-1119.
- Banca d'Italia (2006), *Relazione annuale*, Roma: Banca d'Italia.
- Bank of England (2005), *Quarterly Bulletin*, London, UK: Bank of England.
- Baxter M. (2002), "Social security as a financial asset: gender-specific risks and returns", *Journal of Pension Economics & Finance*, 1, pp. 35-52.
- Bertaut C. C., M. Haliassos (1997), "Precautionary Portfolio Behavior from a Life-cycle Perspective", *Journal of Economic Dynamics and Control*, 21, pp. 1511-42.
- Black F., R. Jones (1987), "Simplifying portfolio insurance", *Journal of portfolio management*, 13, pp. 48-51.
- Black F., M. Scholes (1973), The pricing of options and corporate liabilities, *Journal of Political Economy*, 81, pp. 637-659.
- Blake D. (2003), *Pension schemes and pension funds in the United Kingdom*, 2<sup>nd</sup> edition, Oxford, England: Oxford University Press.
- Bodie Z. (2003), "An Analysis of Investment Advice to Retirement Plan Participants", in Mitchell O.S., K. Smetters (a cura di), *The Pension Challenge – Risk Transfers and Retirement Income Security*, Oxford: Oxford University Press.
- Boeri T., L. Bovenberg, B. Coeuré, A. Roberts (2006), *Dealing with the New Giants*, 8<sup>th</sup> Geneva Report on the World Economy, ICMB – CEPR.
- Boeri T., A. Brugiavini (2006), "Previdenza complementare tra scelte individuali e collettive", in M. Messori (a cura di), *La previdenza complementare in Italia*, pp. 295-324.
- Bottazzi R., T. Jappelli, M. Padula (2006), "Retirement expectations, pension reforms, and their impact on private wealth accumulation", *Journal of Public Economics*, forthcoming.
- Broadbent J., G. Grande, C. Thompson, F. Zollino (2006), "Main Structural Drivers of Private Saving: A Review of the Available Evidence", documento di lavoro per un Gruppo di lavoro del CGFS sugli investitori istituzionali. Disponibile su Internet: [www.bis.org](http://www.bis.org).
- Brunner J.K., C. Riess, R. Winter-Ebmer (2005), "Public and Private Pension Claims", in Börsch-Supan A., A. Brugiavini, H. Jürges, J. Mackenbach, J. Siegrist, G. Weber (a cura di), *Health, Ageing and Retirement in Europe – First Results from the Survey of Health, Ageing and Retirement in Europe*, Mannheim Research Institute for the Economics of Aging (MEA), Mörlenbach: Strauss GmbH.
- Bucciarelli R. (2001), *I nuovi fondi pensione: aspetti di gestione, vigilanza e bilancio*, Padova: CEDAM.
- Campbell J. Y., L. M. Viceira (2002), *Strategic asset allocation. Portfolio choice for long-term investors*, Oxford, OUP.

- Cardinale M. (2004), “Optimal portfolio allocations and funded pension systems: the case of Chile”, Watson Wyatt TP 2003-GP02.
- Catalan M., G. Impavido, A. Musalem (2000), “Contractual Savings or Stock Market Development: Which Leads”, *Journal of Applied Social Science Studies*, 120, pp. 445–87.
- Cesari R. (2006), “Il conferimento del Tfr alla previdenza complementare: un commento economico”, in M. Messori (a cura di), *La previdenza complementare in Italia*, Bologna: Il Mulino.
- Cesari R. (2007), *Tfr e fondi pensione*, Bologna: Il Mulino.
- Cesari R., F. Panetta (1998), “Portafogli gestiti e tassi di rendimento: alcune considerazioni”, *Bancaria*, 1, pp. 84-90.
- Cesari R., F. Panetta (2002), “The performance of Italian equity funds”, *Journal of Banking and Finance*, 26, pp. 99-126.
- Clyde P. (1997), “Do institutional shareholders police management?”, *Managerial and Decision Economics*, 18, pp. 1-10.
- Commissione Guerra (2006), *Relazione finale*, Commissione di studio sulla tassazione dei redditi di capitale e dei redditi diversi di natura finanziaria, istituita dal Ministero dell’economia e delle finanze e presieduta da M. C. Guerra.
- Covip (2005), *Relazione per l’anno 2004*, Roma, Covip.
- Covip (2006), *Relazione per l’anno 2005*, Roma, Covip.
- Cozzolino M., F. Di Nicola, M. Raitano (2006), “Il futuro dei fondi pensione: opportunità e scelte sulla destinazione del Tfr”, Documento di lavoro dell’ISAE, n. 64, Marzo.
- Cremers K. J. M., V. B. Nair (2005), “Governance Mechanisms and Equity Prices”, *Journal of Finance*, LX (6), pp. 2859-2894.
- Davis E. P., B. Steil (2001), *Institutional Investors*, Cambridge, MA: The MIT Press.
- Del Prete S., A. Generale, F. Panetta (2006), “The Causes and Consequences of Going Public – Firm-level Evidence from Twelve European Countries”, mimeo, Banca d’Italia.
- Financial Services Authority (2006), “Private Equity: a discussion of risk and regulatory engagement”, Financial Services Authority Discussion Paper, n. 06/6.
- Fornero E. (1999), *L’economia dei fondi pensione: potenzialità e limiti della previdenza privata in Italia*, Bologna: Il Mulino.
- Fornero E., O. Castellino (2001), *La riforma del sistema previdenziale italiano*, Bologna: Il Mulino.
- Fornero E., C. Fugazza, G. Ponzetto (2004), “Un’analisi comparativa dell’onerosità dei prodotti previdenziali individuali”, *Mercato Concorrenza Regole*, VI, pp. 297-328.
- Fornero E., F. Teppa (2006), “Il risparmio previdenziale: scelte consapevoli o comportamenti inerziali?”, in M. Messori (a cura di), *La previdenza complementare in Italia*, Bologna: Il Mulino.
- Franco D. (2006), “Quanto è necessario il secondo pilastro? Un commento”, in M. Messori (a cura di), *La previdenza complementare in Italia*, Bologna: Il Mulino.

- Galasso V. (2006), *The Political Future of Social Security in Aging Societies*, Cambridge, MA: The MIT Press.
- Gompers P. A., J. Ishii, A. Metrick (2003), “Corporate Governance and Equity Prices”, *Quarterly Journal of Economics*, February, pp. 107-155.
- Gregory H. J. (2001), *International Comparison of Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practices – Developing and Emerging Markets*, New York, NY: Weil, Gotshal & Manges Llp.
- Gregory H. J., R. T. Simmelkjaer II (2002), *Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States*, in collaborazione con European Association of Securities Dealers (“EASD”) e European Corporate Governance Network (“ECGN”). New York, NY: Weil, Gotshal & Manges Llp.
- Gronchi S., F. Gismondi (2006), “Quanto è necessario il secondo pilastro?”, in M. Messori (a cura di), *La previdenza complementare in Italia*, Bologna: Il Mulino.
- Hu Y. (2005), “Pension Reform, Economic Growth and Financial Development. An Empirical Study”, Economics and Finance Working Paper, University of Brunel.
- Impavido G., A. Musalem, T. Tressel (2003), The Impact of Contractual Savings Institutions on Securities Markets, World Bank Policy Research Working Paper, n. 2948, Gennaio.
- ISAE (2006), *Rapporto ISAE – Finanza pubblica e redistribuzione*, ottobre, Roma: ISAE.
- Istat (vari anni), *Indagine sulle forze di lavoro*, Roma: Istat.
- La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny (1998), “Law and Finance”, *Journal of Political Economy*, 106, pp. 1113-1155.
- Lindbeck A., M. Persson (2003), “The gains from pension reform”, *Journal of Economic Literature*, 41, pp. 74-112.
- Margrabe W. (1978), The value of an option to exchange one asset for another, *Journal of Finance*, 33, pp. 177-186
- Mitchell O., J. Piggot, M. Sgerris, S. Yow (2006), Financial Innovation for an Ageing World, NBER, Working Paper n. 12444, Agosto.
- OCSE (2004), *Institutional Investors Statistical Yearbook*, Paris, France: OECD.
- OCSE (2005), *Improving Financial Literacy: Analysis of Issues and Policies*, November 2005, Paris: OECD.
- OCSE (2006), *Pension markets in focus*, October, n. 3, Paris: OECD.
- Pagano M., F. Panetta, L. Zingales (1998), “Why Do Companies Go Public? An Empirical Analysis”, *Journal of Finance*, 53, pp. 27-64.
- Panetta F., P. Angelini, G. Grande, A. Levy, R. Perli, P. Yesin, S. Gerlach, S. Ramaswamy, M. Scatigna (2006), “The recent behaviour of financial market volatility”, *BIS Papers*, n. 29.
- Panetta F., R. Violi (1999), “Is There an Equity Premium Puzzle in Italy? A Look at Asset Returns, Consumption and Financial Structure Data over the Last Century”, Banca d’Italia, Temi di discussione, n. 353.
- Shleifer A., R. W. Vishny (1997), “A Survey of Corporate Governance”, *Journal of Finance*, LII, pp. 737-783.

- Thompson J., S. Choi (2002), "Risk Capital in OECD Countries: Recent Developments and Structural Issues", *Financial Market Trends*, Paris, France: OECD.
- Veronesi P. (2006), *Recent Developments in Dynamic Portfolio Allocation, and Dynamic Asset Pricing*, Lezioni di economia finanziaria tenute alla Banca d'Italia. Documento disponibile su Internet: <http://faculty.chicagogsb.edu/pietro.veronesi/research>.
- Visco I. (2005), *Ageing and pension system reform: implications for financial markets and economic policies*, Rapporto del G10 pubblicato su *OECD Financial Market Trends*, 55, n. 2 (supplemento), e disponibile su Internet: <http://www.bis.org/publ/gten09.htm>. Sintesi in italiano disponibile: <http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/altrepub>.
- Visco I. (2006), "Longevity Risk and Financial Markets", discorso al 26th SUERF Colloquium, Lisbona, 12-14 ottobre 2006, disponibile su Internet: [www.bancaditalia.it/interventi\\_comunicati/altri/lisbona](http://www.bancaditalia.it/interventi_comunicati/altri/lisbona).
- Walker E., F. Lefort (2002), Pension Reform and Capital Markets: Are There (any) Hard Links?", World Bank, Social Protection Discussion Paper, n. 21, gennaio.
- Woidtke T. (2002), "Agents watching agents?: evidence from pension fund ownership and firm value", *Journal of Financial Economics*, 63, pp. 99-131.

Our papers can be downloaded at:

<http://cerp.unito.it/publications>

### **CeRP Working Paper Series**

N° 1/00	Guido Menzio	Opting Out of Social Security over the Life Cycle
N° 2/00	Pier Marco Ferraresi Elsa Fornero	Social Security Transition in Italy: Costs, Distorsions and (some) Possible Correction
N° 3/00	Emanuele Baldacci Luca Inglesè	Le caratteristiche socio economiche dei pensionati in Italia. Analisi della distribuzione dei redditi da pensione (only available in the Italian version)
N° 4/01	Peter Diamond	Towards an Optimal Social Security Design
N° 5/01	Vincenzo Andrietti	Occupational Pensions and Interfirm Job Mobility in the European Union. Evidence from the ECHP Survey
N° 6/01	Flavia Coda Moscarola	The Effects of Immigration Inflows on the Sustainability of the Italian Welfare State
N° 7/01	Margherita Borella	The Error Structure of Earnings: an Analysis on Italian Longitudinal Data
N° 8/01	Margherita Borella	Social Security Systems and the Distribution of Income: an Application to the Italian Case
N° 9/01	Hans Blommestein	Ageing, Pension Reform, and Financial Market Implications in the OECD Area
N° 10/01	Vincenzo Andrietti and Vincent Hildebrand	Pension Portability and Labour Mobility in the United States. New Evidence from the SIPP Data
N° 11/01	Mara Faccio and Ameziane Lasfer	Institutional Shareholders and Corporate Governance: The Case of UK Pension Funds
N° 12/01	Roberta Romano	Less is More: Making Shareholder Activism a Valuable Mechanism of Corporate Governance
N° 13/01	Michela Scatigna	Institutional Investors, Corporate Governance and Pension Funds
N° 14/01	Thomas H. Noe	Investor Activism and Financial Market Structure
N° 15/01	Estelle James	How Can China Solve its Old Age Security Problem? The Interaction Between Pension, SOE and Financial Market Reform
N° 16/01	Estelle James and Xue Song	Annuities Markets Around the World: Money's Worth and Risk Intermediation
N° 17/02	Richard Disney and Sarah Smith	The Labour Supply Effect of the Abolition of the Earnings Rule for Older Workers in the United Kingdom
N° 18/02	Francesco Daveri	Labor Taxes and Unemployment: a Survey of the Aggregate Evidence
N° 19/02	Paolo Battocchio Francesco Menoncin	Optimal Portfolio Strategies with Stochastic Wage Income and Inflation: The Case of a Defined Contribution Pension Plan
N° 20/02	Mauro Mastrogiacomo	Dual Retirement in Italy and Expectations
N° 21/02	Olivia S. Mitchell David McCarthy	Annuities for an Ageing World

N° 22/02	Chris Soares Mark Warshawsky	Annuity Risk: Volatility and Inflation Exposure in Payments from Immediate Life Annuities
N° 23/02	Ermanno Pitacco	Longevity Risk in Living Benefits
N° 24/02	Laura Ballotta Steven Haberman	Valuation of Guaranteed Annuity Conversion Options
N° 25/02	Edmund Cannon Ian Tonks	The Behaviour of UK Annuity Prices from 1972 to the Present
N° 26/02	E. Philip Davis	Issues in the Regulation of Annuities Markets
N° 27/02	Reinhold Schnabel	Annuities in Germany before and after the Pension Reform of 2001
N° 28/02	Luca Spataro	New Tools in Micromodeling Retirement Decisions: Overview and Applications to the Italian Case
N° 29/02	Marco Taboga	The Realized Equity Premium has been Higher than Expected: Further Evidence
N° 30/03	Bas Arts Elena Vigna	A Switch Criterion for Defined Contribution Pension Schemes
N° 31/03	Giacomo Ponzetto	Risk Aversion and the Utility of Annuities
N° 32/04	Angelo Marano Paolo Sestito	Older Workers and Pensioners: the Challenge of Ageing on the Italian Public Pension System and Labour Market
N° 33/04	Elsa Fornero Carolina Fugazza Giacomo Ponzetto	A Comparative Analysis of the Costs of Italian Individual Pension Plans
N° 34/04	Chourouk Houssi	Le Vieillissement Démographique : Problématique des Régimes de Pension en Tunisie
N° 35/04	Monika Büttler Olivia Huguenin Federica Teppa	What Triggers Early Retirement. Results from Swiss Pension Funds
N° 36/04	Laurence J. Kotlikoff	Pensions Systems and the Intergenerational Distribution of Resources
N° 37/04	Jay Ginn	Actuarial Fairness or Social Justice? A Gender Perspective on Redistribution in Pension Systems
N° 38/05	Carolina Fugazza Federica Teppa	An Empirical Assessment of the Italian Severance Payment (TFR)
N° 39/05	Anna Rita Bacinello	Modelling the Surrender Conditions in Equity-Linked Life Insurance
N° 40/05	Carolina Fugazza Massimo Guidolin Giovanna Nicodano	Investing for the Long-Run in European Real Estate. Does Predictability Matter?
N° 41/05	Massimo Guidolin Giovanna Nicodano	Small Caps in International Equity Portfolios: The Effects of Variance Risk.
N° 42/05	Margherita Borella Flavia Coda Moscarola	Distributive Properties of Pensions Systems: a Simulation of the Italian Transition from Defined Benefit to Defined Contribution
N° 43/05	John Beshears James J. Choi David Laibson Brigitte C. Madrian	The Importance of Default Options for Retirement Saving Outcomes: Evidence from the United States

N° 44/05	Henrik Cronqvist	Advertising and Portfolio Choice
N° 45/05	Claudio Campanale	Increasing Returns to Savings and Wealth Inequality
N° 46/05	Annamaria Lusardi Olivia S. Mitchell	Financial Literacy and Planning: Implications for Retirement Wellbeing
N° 47/06	Michele Belloni Carlo Maccheroni	Actuarial Neutrality when Longevity Increases: An Application to the Italian Pension System
N° 48/06	Onorato Castellino Elsa Fornero	Public Policy and the Transition to Private Pension Provision in the United States and Europe
N° 49/06	Mariacristina Rossi	Examining the Interaction between Saving and Contributions to Personal Pension Plans. Evidence from the BHPS
N° 50/06	Andrea Buffa Chiara Monticone	Do European Pension Reforms Improve the Adequacy of Saving?
N° 51/06	Giovanni Mastrobuoni	The Social Security Earnings Test Removal. Money Saved or Money Spent by the Trust Fund?
N° 52/06	Luigi Guiso Tullio Jappelli	Information Acquisition and Portfolio Performance
N° 53/06	Giovanni Mastrobuoni	Labor Supply Effects of the Recent Social Security Benefit Cuts: Empirical Estimates Using Cohort Discontinuities
N° 54/06	Annamaria Lusardi Olivia S. Mitchell	Baby Boomer Retirement Security: The Roles of Planning, Financial Literacy, and Housing Wealth
N° 55/06	Antonio Abatemarco	On the Measurement of Intra-Generational Lifetime Redistribution in Pension Systems
N° 56/07	John A. Turner Satyendra Verma	Why Some Workers Don't Take 401(k) Plan Offers: Inertia versus Economics
N° 57/07	Giovanni Mastrobuoni Matthew Weinberg	Heterogeneity in Intra-Monthly Consumption. Patterns, Self-Control, and Savings at Retirement
N° 58/07	Elisa Luciano Jaap Spreeuw Elena Vigna	Modelling Stochastic Mortality for Dependent Lives
N° 59/07	Riccardo Calcagno Roman Kraeussl Chiara Monticone	An Analysis of the Effects of the Severance Pay Reform on Credit to Italian SMEs
N° 60/07	Riccardo Cesari Giuseppe Grande Fabio Panetta	La Previdenza Complementare in Italia: Caratteristiche, Sviluppo e Opportunità per i Lavoratori