

Elsa Fornero
(Università di Torino e CeRP) ♦

Il trasferimento del TFR alla previdenza complementare: rischi e possibili garanzie*

Sintesi dell'intervento al seminario organizzato dalle Generali

Roma, 11 ottobre 2002

1. *Il sistema misto e la formula contributiva.* Il nuovo sistema misto disegnato dalla riforma del 1995 prevede una componente pubblica basata sul metodo contributivo di calcolo delle pensioni e una componente privata basata sulla capitalizzazione di mercato. Nel primo caso, il risparmio previdenziale – coincidente con i contributi versati dal lavoratore e dal datore di lavoro - è remunerato al tasso di crescita dell'economia reale; nel secondo, al tasso di rendimento dei mercati finanziari. La duplicità delle forme di finanziamento, ossia la combinazione di ripartizione pubblica e di capitalizzazione privata in un unico portafoglio previdenziale, consente di ottenere i vantaggi della diversificazione, ma la particolare configurazione che il sistema assumerà a regime, con l'assoluta prevalenza delle formule a contribuzione definita nell'una e nell'altra componente, impone un prezzo in termini di una pressoché totale assenza di garanzie sulle prestazioni.

La mancanza di garanzie, ossia di formule che contemplino benefici definiti, potrà così rappresentare un serio problema per le famiglie, mitigato soltanto dalla presenza, nel sistema pubblico, di un minimo garantito, nella forma dell'integrazione all'assegno sociale previsto nel caso in cui il lavoratore, a 65 anni, non sia riuscito ad accumulare, con i contributi versati durante la vita lavorativa, una pensione almeno pari a tale assegno¹.

Limitando, in questa sede, l'attenzione alla componente privata, il legislatore ha bensì previsto la formula del beneficio definito, ma l'ha circoscritta ai soli lavoratori

♦ elsa.fornero@unito.it; CeRP (Centre for Research on Pensions and Welfare Policies, <http://cerp.unito.it>)

* Le considerazioni svolte in queste pagine sono tratte da un lavoro congiunto con Carolina Fugazza (CeRP) sulla segmentazione del mercato previdenziale, in corso di elaborazione. Ringraziamo Mirko Cardinale (Watson Wyatt) per gli utili commenti.

¹ In realtà, il sistema pubblico contempla anche altri canali di redistribuzione configurabili come forme di garanzia. Per un esame di tali forme, cfr. Elsa Fornero e Onorato Castellino, *La riforma del sistema previdenziale italiano*, il Mulino, Studi e Ricerche, Bologna, 2001.

autonomi, per i quali, peraltro, essa configura in realtà un percorso di contribuzione variabile piuttosto che una vera e propria garanzia esterna. Al di là di tale disposizione, il legislatore si è limitato a un generico riferimento a possibili “garanzie finanziarie”, offribili dagli operatori di mercato in tutte le forme della previdenza complementare.

Ne discende l'esclusione sia delle garanzie pubbliche, ossia a carico della fiscalità generale, sia di quelle a carico del datore di lavoro, come avviene nei fondi a beneficio definito nati nell'ambito della contrattazione di lavoro e ancora molto diffusi (ancorché in fase di diminuzione) soprattutto nei Paesi anglosassoni². La mancata considerazione di questa tipologia per il mercato previdenziale italiano risponde verosimilmente alla tendenza, diffusa in molti Paesi, di ridurre il contenuto “lavoristico” della previdenza integrativa per accentuarne il carattere di risparmio previdenziale, per renderla meno dipendente da una specifica occupazione e più flessibile e “portabile”. Come in ogni *trade off*, peraltro, anche questa scelta comporta qualche rinuncia; nel caso specifico, si tratta della perdita dei possibili benefici derivanti alle imprese dall'utilizzo dello strumento previdenziale per arricchire il pacchetto retributivo dell'impresa, per influenzare la produttività del lavoratore e la *tenure* del rapporto di lavoro.

2. Sostituibilità tra il TFR presso l'impresa e il TFR devoluto a fondo pensione.

Il problema dell'assenza di garanzie appare particolarmente rilevante per la categoria dei lavoratori dipendenti la cui partecipazione al sistema previdenziale privato è di fatto condizionata dalla devoluzione del TFR a forme collettive (fondi pensione negoziali e adesioni collettive ai fondi aperti). La sostituibilità tra l'accantonamento a TFR e a fondo pensione si è però finora dimostrata assai scarsa.

Attraverso una successione di provvedimenti - che si deve presumere ancora incompleta, e che forse non sarà completata neppure con le misure previste nella legge delega in materia previdenziale del dicembre 2001, la quale presenta diversi aspetti problematici - il legislatore ha sostanzialmente equiparato la liquidità durante la fase di accumulo e realizzato l'uniformità di trattamento fiscale tra le due forme di risparmio. La delega promette ulteriori sgravi fiscali sui rendimenti in capo al fondo pensione, la “compensazione” degli oneri subiti dall'impresa per la rinuncia ai nuovi flussi di TFR e il ricorso alla formula del silenzio-assenso per la devoluzione. A determinare, infine, una maggiore predisposizione verso la conversione in rendita del montante accumulato, dovrebbero essere sufficienti i tagli alle pensioni pubbliche che si realizzeranno con l'applicazione, integrale o *pro rata*, della formula contributiva.

Trascurando l'aspetto della suddivisione del montante accumulato tra capitale e rendita (ossia la preferenza per il capitale in un'unica soluzione anziché per la rendita), è da presumere che il differente profilo rischio/rendimento abbia giocato un ruolo non piccolo nel determinare la bassa disponibilità al trasferimento finora dimostrata dai lavoratori. Il TFR in azienda offre infatti una parziale garanzia di rendimento reale (dato che il tasso legale che matura sulle somme accantonate prevede l'indicizzazione al 75 per cento del tasso di variazione dei prezzi, in aggiunta al rendimento dell'uno e mezzo

² Sul piano pratico, inoltre, l'esame degli statuti dei fondi operativi al 2001 consente anche di escludere garanzie discendenti da elementi di solidarietà interne al gruppo dei partecipanti al fondo, ossia da caratteristiche di mutualità dello stesso.

per cento); per contro, le gestioni patrimoniali dei fondi pensione possono offrire soltanto la garanzia implicita in una politica di investimento conservativa.

Anche con l'equiparazione sopra ricordata, il ricorso alla previdenza complementare a capitalizzazione potrà quindi ancora essere frenato dall'*incertezza che grava sui rendimenti finanziari*, incertezza che, con la formula del contributo definito scelta dal legislatore italiano, finisce per gravare interamente sui lavoratori. E' proprio la preoccupazione nei confronti di tale incertezza che ha motivato, ad esempio, Franco Modigliani a prendere posizione, in diverse occasioni, in favore di una *capitalizzazione pubblica*, anziché privata, o almeno con garanzia pubblica.

La diversa rischiosità causa uno svuotamento di fatto della funzione tipica del TFR, quale serbatoio di liquidità (*buffer stock*) per particolari occorrenze nelle quali il lavoratore si trova soggetto a vincoli stringenti di liquidità, come nel caso dell'acquisto dell'abitazione, per sé o per i figli, del sostenimento di spese mediche o della perdita/cambio del posto di lavoro. Le anticipazioni sulle somme accantonate a titolo di TFR, in virtù del tasso predefinito di rivalutazione, sono relativamente sicure e il lavoratore è pertanto immune da "sorprese negative" circa il livello delle prestazioni. Nel caso dei fondi pensione, viceversa, l'incertezza è molto maggiore e nulla assicura il lavoratore contro l'evenienza di trovarsi, al momento del bisogno, con una somma molto inferiore alle attese ed essere pertanto costretto a rinviare una decisione (l'acquisto della casa) o a subire i costi della illiquidità.

Tale problema si pone in modo particolare per le fasce di età più giovani, le quali, in conseguenza di profili di reddito normalmente crescenti con l'età, possono essere soggette a vincoli di liquidità assai stringenti. Infatti, se la performance di un portafoglio diversificato ha meno probabilità, in un orizzonte di medio lungo periodo, di essere inferiore al tasso di rivalutazione del TFR (supposta valida la proprietà di *mean reversion* dei rendimenti delle attività finanziarie), nel breve periodo i rendimenti presentano una maggiore volatilità, con conseguente maggiore probabilità di non eguagliare neppure la performance del TFR presso l'impresa.

3. Garanzie formali e garanzie informali per il TFR nella previdenza integrativa. Le soluzioni possono essere ricercate nell'ambito delle garanzie informali, come ha finora richiesto il legislatore, oppure formali. Tra le prime, una soluzione (adottata in pratica da alcuni fondi negoziali) consiste nell'adozione del TFR come *benchmark* della gestione del portafoglio del fondo pensione. Considerata l'indisponibilità in Italia di titoli indicizzati all'inflazione, questo tipo di gestione non permette, tuttavia, di neutralizzare completamente il rischio non essendo possibile replicare in modo perfetto il *benchmark* medesimo. Nel breve periodo – e supposta valida la relazione di Fisher, che non è però supportata da una robusta evidenza empirica - l'approssimazione al *benchmark* può essere ottenuta con riferimento a un portafoglio di titoli a breve, caratterizzati da una buona probabilità di copertura del rischio di inflazione. La debolezza del Tip (tasso di inflazione programmato) come *target* inflazionistico vincolante (come anche mostrato dal recente andamento dell'indice dei prezzi) e la perdita di autonomia della politica monetaria italiana attenuano le possibilità di successo di questa strategia, considerando che la Banca Centrale Europea formula la propria politica di tasso di interesse con riferimento

all'inflazione nell'area euro, la quale si attesta, sempre nel breve periodo, su livelli più bassi rispetto a quella italiana.

Sul piano delle garanzie formali (che richiederebbero peraltro un cambiamento della normativa vigente) possibili soluzioni possono essere individuate nell'ambito pubblico, con distribuzione dei costi sulla fiscalità generale, oppure nell'ambito delle soluzioni di mercato.

Posto che la migliore garanzia pubblica è comunque da ravvisarsi nell'adozione di politiche compatibili con la stabilità monetaria, l'intervento dello Stato come garante delle prestazioni del TFR non è esente da problemi. In una "privatizzazione" *à la* Modigliani (2002), in cui i fondi pensione sono pubblici, la gestione è affidata ai privati, ma la garanzia è offerta dallo Stato, sono infatti prevedibili seri problemi di *moral hazard* e di *subottimalità* delle scelte causati dalla sostanziale deresponsabilizzazione dei gestori, i quali saprebbero di poter contare sulla garanzia di ultima istanza fornita dallo Stato.

Inoltre, la configurazione di garanzie pubbliche per la previdenza complementare comporterebbe problemi di coerenza del disegno pensionistico complessivo. Infatti, mentre il pilastro pubblico (di cui le riforme degli Anni '90 hanno riaffermato, anche per il futuro, la centralità) offrirebbe, con la formula contributiva, pensioni con garanzie assai ridotte, la componente privata beneficerebbe di garanzie poste a carico della collettività. Ne deriverebbe un onere sulla fiscalità generale di ammontare non predeterminato e caratterizzato per di più da un possibile andamento ciclico, e quindi contrario alla stabilizzazione, e un surrettizio ritorno a un almeno parziale finanziamento a ripartizione.

4. Il ruolo delle compagnie di assicurazione. Per quanto concerne le soluzioni di mercato, al di là delle forme "blande" delle gestioni con rendimento garantito (che ovviamente non offrono garanzia in termini reali), una possibile soluzione potrebbe ravvisarsi nella predisposizione di un intervento tipicamente assicurativo da parte delle compagnie di assicurazione e, più nello specifico, di una garanzia offerta da operatori del ramo I e V. E' opportuno precisare che non si tratterebbe di una modifica di poco conto, giacché tale intervento è stato escluso dal legislatore per i fondi pensione durante la fase di accumulazione e richiederebbe pertanto una modifica normativa.

L'offerta di garanzia potrebbe riguardare non soltanto il momento finale dell'accumulazione, ossia il momento della conversione, almeno parziale, in rendita, ma anche le erogazioni durante la fase di accumulazione, vale a dire quelle che fanno del TFR una forma di risparmio di tipo più precauzionale che previdenziale: erogazione per cessazione del rapporto di lavoro e anticipazioni per le ragioni sopra ricordate, ma anche per i casi pre-morienza e possibilmente di trasferimento della posizione.

L'assicurazione degli importi erogati in tali circostanze aumenterebbe la sostituibilità tra l'attuale TFR (scarsamente remunerato, ma sicuro e disponibile in forma liquida in circostanze di carenza di liquidità) e il TFR devoluto alla previdenza integrativa, favorendone il trasferimento. Essa richiede tuttavia una buona conoscenza, in termini probabilistici, degli stessi esborsi. Le basi empiriche di tale conoscenza appaiono peraltro assai scarse, e ciò rende problematico il *timing* dell'attività di assicurazione quanto a politiche di investimento.

Nelle gestioni di ramo I e V la difficoltà è contenibile, perché i montanti assicurati sono impiegati nelle cosiddette “gestioni separate”, le cui attività sono valutate al costo storico. E’ proprio questa caratteristica che ha consentito agli assicuratori di offrire prodotti a rendimento garantito pari alla rivalutazione del TFR, con parallela riassicurazione delle somme raccolte dalle aziende che in questo modo hanno esternalizzato il rischio derivante dall’incertezza dei flussi di pagamento legati alle vicende del TFR.

La valutazione al costo storico propria delle gestioni separate sarebbe ben più problematica se applicata alle risorse dei fondi pensione. Anzitutto il criterio del costo storico contrasta con il principio di valutazione delle quote ai prezzi di mercato, con conseguenti difficoltà in termini di trasparenza e immediata conoscibilità del valore delle posizioni previdenziali individuali.

La soluzione è prospettabile in un’ottica di multicomparto in cui ai comparti diversificati in termini di profilo di rischio si affiancherebbe la possibilità di investire il TFR in un contratto assicurativo che proponga la scelta tra differenti livelli di garanzia. A partire da una garanzia offerta in modo continuo nella fase di accumulazione, si potrebbe arrivare all’estremo opposto in cui la garanzia sarebbe valida soltanto per le prestazioni al pensionamento, con conseguente maggiore flessibilità delle politiche di investimento. Il *trade off* per l’aderente si esprimerebbe in termini di prestazioni garantite e possibilità di ottenere performance significativamente migliori rispetto al minimo garantito.

E’ da tenere in considerazione che anche la garanzia assicurativa non può essere considerata in assoluto priva di rischi. La possibilità di offrire una garanzia di rendimento è comunque condizionata alla disponibilità di attività finanziarie con remunerazione almeno pari al minimo garantito. In uno scenario in cui i tassi di interesse scendessero sotto tale livello anche gli assicuratori sarebbero costretti a rivedere il livello della garanzia o incorrerebbero in probabili crisi di solvibilità.

In sintesi, e schematizzando, si possono formulare le seguenti ipotesi:

- a) la compagnia di assicurazione investe prevalentemente in titoli di Stato (come avviene nelle tradizionali polizze rivalutabili). In tal caso, il fondo pensione percepirà al massimo un rendimento pari (e forse minore, per la maggiore incidenza di commissioni e spese) a quello ch’esso stesso otterrebbe dall’impiego diretto in titoli di Stato. Con la valutazione al costo storico, la compagnia non ha rischi legati all’aumento dei tassi, con conseguente diminuzione del valore dei titoli nel suo portafoglio, perché se ha individuato correttamente i flussi di pagamenti agli assicurati può tenere i titoli fino a scadenza senza essere mai costretta a vendere in perdita. In sostanza può comportarsi come un “cassettista” (ancorché sofisticato, perché può fare discorsi di *duration* che l’investitore medio non fa). L’unico vero rischio che è che, non esistendo titoli di stato a lunghissima *duration*, i tassi di interesse potrebbero scendere talmente da non consentire alla società di reinvestire i titoli in scadenza in nuovi titoli aventi rendimento pari al minimo garantito; sembrerebbe trattarsi però di un rischio contenuto.

b) la compagnia investe prevalentemente in azioni. In tal caso, per il contratto assicurativo, bisogna ancora distinguere tra due possibilità:

i) la Società copre il rischio, a spese della Gestione speciale, riversandolo sul mercato con contratti derivati (cioè si premunisce per l'eventualità di dover integrare il rendimento per garantire il minimo), nel qual caso diminuisce (per il costo della copertura) l'eccedenza del rendimento atteso rispetto ai titoli di Stato;

ii) la Società corre essa stessa il rischio, ricorrendo a tecniche di gestione del tipo ALM.

La valutazione dei casi i) e ii) dipende fondamentalmente dall'opinione sullo *spread* atteso tra azioni e obbligazioni. Una "scuola" diffusa nella letteratura economica (Feldstein, Modigliani) ritiene che, su un arco di tempo non breve, tale *spread* sia positivo e rilevante. In tal caso, la copertura sul mercato non costerebbe molto, e il rischio potrebbe anche essere in tutto o in parte assunto (se la normativa e i controlli di solvibilità lo permettono) dalla Società. Se però il mercato non condivide questa opinione, il costo della copertura è rilevante; e se la Società non la condivide, l'assunzione del rischio può apparire inappropriata.

In una parola: la convenienza (per il fondo pensione e per la compagnia) del contratto di assicurazione delle somme erogabili durante la fase di accumulazione dipende in modo cruciale dalla fiducia che si può riporre in rendimenti azionari tendenzialmente superiore a quelli dei titoli a reddito fisso.