

## UN MERCATO TROPPO SEGMENTATO?

### *UNIFORMITÀ E DIFFERENZE NEL MERCATO PREVIDENZIALE ITALIANO*

di

Elsa Fornero\*

Carolina Fugazza•

#### *Abstract*

Le riforme previdenziali degli anni '90 hanno avviato il processo di risanamento della componente pubblica e perseguito l'obiettivo di una efficiente diversificazione del portafoglio pensionistico, con l'avvio della componente integrativa a capitalizzazione. Quest'ultima è basata sulla volontarietà dell'adesione e sulla formula del contributo definito, che pone il rischio finanziario in capo ai partecipanti.

L'offerta di trattamenti integrativi è stata affidata a schemi previdenziali a partecipazione sia collettiva sia individuale. Entrambi condividono il medesimo sistema di incentivi fiscali (ETT) e il vincolo sull'utilizzo in forma di rendita della ricchezza finale accumulata. L'assenza di elementi espliciti di solidarietà nelle forme collettive induce però a parlare di un unico pilastro complementare, in cui tali forme si differenziano da quelle individuali essenzialmente per la presenza di rilevanti economie di scala, cui fanno però da contrappeso maggiori vincoli sulle scelte individuali.

Nonostante la sostanziale uniformità di funzionamento, il mercato si presenta però alquanto segmentato per effetto delle differenti modalità con le quali il legislatore interferisce con le scelte delle diverse categorie di lavoratori. Mentre i lavoratori autonomi, infatti, sono sostanzialmente liberi di scegliere a quali forme indirizzarsi, i lavoratori dipendenti non soltanto sono spinti a partecipare alle forme collettive (i fondi negoziali, soprattutto), ma sono anche fortemente condizionati rispetto alle risorse da utilizzare, con una forte leva esercitata sul TFR. Il differente profilo di rischiosità tra il TFR presso l'impresa e il TFR devoluto ai fondi pensione rende però cruciale l'accesso, plausibilmente tramite le forme collettive, a garanzie che ne permettano una piena equiparazione (come già è avvenuto per le caratteristiche di liquidità). Ciò contribuirebbe a favorire l'adesione volontaria alla previdenza complementare, senza i potenziali effetti negativi sull'efficienza del mercato che deriverebbero da una devoluzione obbligatoria del TFR.

---

\* Università di Torino e CeRP (<http://cerp.unito.it>); e.m. [elsa.fornero@unito.it](mailto:elsa.fornero@unito.it)

• CeRP; e.m.: [fugazza@cerp.unito.it](mailto:fugazza@cerp.unito.it)

Questo lavoro è stato pubblicato da MEFOP come Working Paper nr. 4/2002. Ringraziamo Mirko Cardinale (Watson Wyatt) per le utili discussioni e, soprattutto, Giacomo Ponzetto (CeRP) per la preziosa assistenza fornita.

## 1. Introduzione

Le riforme del sistema previdenziale italiano degli anni '90 hanno perseguito il duplice obiettivo:

- i) di correggere, entro il sistema pubblico a ripartizione, gli squilibri finanziari, le iniquità distributive e le distorsioni dei comportamenti di lavoro e di risparmio indotte da formule pensionistiche nelle quali era blando il collegamento tra contributi e prestazioni;
- ii) di realizzare, accanto al sistema pubblico, una componente integrativa di mercato affidata alla capitalizzazione.

Anche se importanti passi sono stati compiuti in entrambe le direzioni, ambedue i traguardi appaiono ancora assai lontani ed è lecito ritenere che la strada delle riforme previdenziali sarà ancora lunga, sia sotto il profilo del riequilibrio del sistema pubblico, sia sotto quello della costruzione della componente integrativa di mercato.

Rispetto a quest'ultimo obiettivo, il percorso finora compiuto è stato complessivamente piuttosto accidentato, ostacolato da diffidenze e pregiudizi sfavorevoli, a partire da una diffusa ritrosia ad affidare le pensioni a operatori di mercato motivati dalla ricerca del profitto<sup>1</sup>; da false speranze, concentrate in particolare sull'illusione che il TFR costituisca una risorsa liberamente e immediatamente destinabile alla previdenza complementare, secondo una concezione che ne ignora il ruolo di ammortizzatore sociale e i costi del dirottamento che da esso derivano; da norme contraddittorie, specie sul piano fiscale, o troppo complesse per trovare applicazione pratica, quale il decreto di "cartolarizzazione" del TFR. Combinato con la persistente generosità complessiva del sistema pubblico, tutto ciò ha comportato un avvio lento della previdenza complementare, sostanzialmente concepita dalle famiglie come elemento residuale del loro, pur consistente, risparmio, il quale si indirizza ancora prevalentemente al mercato finanziario e assicurativo tradizionale nonché al mercato immobiliare.

Gli stessi operatori del settore, dal canto loro, sono apparsi talvolta più desiderosi di cogliere rapidamente un'opportunità nascente, che non di porre le basi per una crescita duratura e costante—fatta di professionalità, trasparenza, competizione e libertà di scelta—di quello che viene talvolta definito il *Mercato Finanziario Previdenziale* (MFP), un segmento del mercato finanziario-assicurativo dotato di proprie finalità e specificità.

In questa situazione, il quadro normativo, benché complessivamente ispirato all'intento di creare un simile mercato, si è però definito attraverso una successione di interventi non sempre coerenti tra di loro e spesso inefficaci a causa dell'inadeguata considerazione da parte del legislatore dei costi impliciti di determinate scelte, e ha talvolta creato discriminazioni tra forme di risparmio aventi analoghe finalità previdenziali. In particolare, nell'intento di riservare alle forme a partecipazione collettiva un ruolo privilegiato nella previdenza integrativa dei lavoratori dipendenti, si sono inizialmente favoriti i fondi negoziali, riservando uno spazio modesto di complementarità ai fondi aperti e, più ancora, alle forme previdenziali individuali. Anche se le limitazioni sono state attenuate con

---

<sup>1</sup> Anche se tecnicamente i fondi negoziali sono *no profit*, è ovvio che tutti gli operatori che concorrono al prodotto pensionistico (gestori, assicuratori....) sono operatori di mercato orientati al profitto.

provvedimenti successivi, la piena equiparazione non è stata realizzata<sup>2</sup>, e costituisce anzi uno dei punti centrali del disegno di legge delega presentato in Parlamento. Se essa sia desiderabile o piuttosto controproducente è, per l'appunto, uno degli interrogativi cruciali affrontati nel presente lavoro.

Per comprendere la logica dell'intervento del legislatore è opportuno anzitutto domandarsi quali *specificità* rendano il risparmio previdenziale più meritevole al tempo stesso di incentivi e di tutela pubblica rispetto ad altre forme di risparmio che si indirizzano a veicoli di investimento tradizionali, quali ad esempio i fondi comuni. Pur condividendo con questi ultimi e con svariati prodotti assicurativi del ramo vita il ricorso a un gestore professionale, le forme previdenziali private sono destinate ad accogliere un risparmio contraddistinto da importanti peculiarità; si tratta infatti dell'accumulazione di ricchezza finalizzata al finanziamento dei bisogni o più generalmente dei consumi nell'età anziana: dunque, da un lato, destinata di norma alla fruizione sotto forma di rendita, ossia con connotazioni di tipo assicurativo, e dall'altro vincolata generalmente a un orizzonte di lungo termine, misurabile nell'arco dei decenni che costituiscono la vita lavorativa.

Queste caratteristiche—unite al fatto che al risparmio di lungo termine si attribuiscono importanti ricadute positive sull'efficienza dei mercati finanziari, sulla diffusione della proprietà del capitale, sul governo delle imprese—fanno sì che in quasi tutti i Paesi il risparmio previdenziale goda di un trattamento fiscale di maggior favore rispetto ad altre forme e sia anche sottoposto a regole e controlli più severi.

A partire da queste considerazioni è possibile delineare i caratteri di un “buon” mercato finanziario previdenziale<sup>3</sup>, che sia in grado di affiancare il sistema pubblico nel perseguimento di una efficiente diversificazione dei rischi finanziari e demografici che gravano sull'accumulazione di ricchezza pensionistica. E' infatti dal complesso delle diverse componenti—e pertanto dalla realizzazione di un buon sistema misto—che si possono ottenere adeguati tassi di sostituzione del reddito da lavoro<sup>4</sup>, senza l'imposizione di un livello contributivo eccessivamente elevato; il che dovrebbe rappresentare, in ultima analisi, l'interesse principale delle famiglie<sup>5</sup>.

Entro un *framework* molto generale, i requisiti di un buon MFP possono essere indicati nei seguenti:

- i. *Accessibilità a tutti.* La previdenza complementare a capitalizzazione non può essere concepita come uno strumento riservato alle categorie di lavoratori più fortunate, ossia alla parte alta della distribuzione dei redditi. Se è vero che la redistribuzione a favore dei soggetti più deboli in termini di carriera lavorativa deve realizzarsi essenzialmente entro le politiche di *welfare* ed essere finanziata con tassazione progressiva, l'accesso a una efficiente diversificazione del risparmio previdenziale

<sup>2</sup> Con la L. 335/95 è stata ampliata l'operatività dei fondi aperti e superata l'identificazione tra questi e le forme individuali, riconoscendo la possibilità di aderirvi sulla base di accordi collettivi. Con il D. Lgs. 47/2000 si è ampliato il numero di strumenti utilizzabili per la formazione individuale del risparmio previdenziale: ai fondi aperti sono state aggiunte le polizze emesse dalle compagnie di assicurazione. La base dei potenziali aderenti è stata estesa consentendo la partecipazione anche ai non lavoratori ed eliminando gli impedimenti prima esistenti.

<sup>3</sup> L'aggettivo intende richiamare il filone positivo della ricerca, non quello normativo teso a indicare condizioni di ottimalità.

<sup>4</sup> Eventualmente con le prestazioni accessorie richieste dalla variazione delle condizioni di salute nell'età anziana, come l'assicurazione per la non autosufficienza.

<sup>5</sup> In tale senso si può interpretare l'auspicio della Commissione Europea a un sistema di pensioni *moderne, adeguate e sostenibili*.

deve rappresentare un'opportunità offerta a tutti. Altrimenti, essa finirebbe per configurarsi come un veicolo per aumentare le disuguaglianze, anche in considerazione dei rilevanti benefici fiscali di cui gode. L'universalità non preclude, però, la possibilità di trattamenti differenziati per alcune categorie, quale allo stato attuale quella dei lavoratori dipendenti, nei confronti dei quali lo stato da sempre ha assunto un maggiore grado di paternalismo.

- ii. *Non distorsione delle scelte individuali.* Ciò richiede anzitutto formule che rispettino l'equivalenza attuariale, ossia formule di tipo contributivo, e in secondo luogo una certa flessibilità sia durante la fase di accumulazione, sia in quella del godimento, per assecondare le mutevoli esigenze che contraddistinguono entrambe. Ne dovrebbero conseguire contribuzioni variabili nel corso della vita lavorativa, e presumibilmente inferiori nell'età giovane in cui è maggiore la probabilità di essere soggetti a vincoli di liquidità, nonché una almeno parziale libertà di scelta nell'allocazione del portafoglio, nella suddivisione tra capitale e rendita del montante accumulato al pensionamento, e nella definizione di differenti profili temporali di evoluzione della pensione in termini nominali o reali. Naturalmente, l'ampliamento delle opportunità di scelta comporta un costo, e il *trade off* sottostante deve essere presentato in modo esplicito ai partecipanti. In generale, i costi sono minori e la libertà di scelta maggiore, nel caso di formule pensionistiche compatibili con la "portabilità" della ricchezza maturata, ossia con la possibilità per il partecipante di trasferirsi liberamente da una forma previdenziale a un'altra.
- iii. *Solvibilità.* L'equilibrio finanziario della previdenza privata dipende anzitutto dalla scelta della formula pensionistica, in quanto il sistema del contributo definito appare, se non altro sulla carta e a parità di altre condizioni, intrinsecamente più solvibile di quello delle prestazioni definite; esso è inoltre funzione delle garanzie offerte sia dal punto di vista finanziario sia da quello attuariale, nonché dalla qualità ed efficacia del controllo e della supervisione.
- iv. *Efficienza.* Il contenimento dei costi discende dal livello di competizione tra gli operatori, dalla bontà della regolamentazione, dal margine di scelta concesso ai partecipanti, dalle strutture gestionali e dalla loro possibile duplicazione. Naturalmente, gli incentivi alla competizione possono essere talvolta in contrasto con l'obiettivo di riduzione dell'onerosità attraverso lo sfruttamento delle economie di scala associate alla raccolta e all'investimento di lungo termine di risorse ingenti. L'esistenza del *trade off* può così giustificare interventi normativi che incidano negativamente sulle condizioni di parità competitiva, attraverso la creazione di barriere all'entrata di tipo amministrativo o istituzionale.

Per quanto riguarda il nostro Paese, mentre il disegno della componente pubblica non costituisce oggetto del presente lavoro<sup>6</sup>, la stilizzazione della componente privata fa emergere una sua netta caratterizzazione come strumento squisitamente previdenziale, ossia di riallocazione delle risorse tra l'età attiva e quella inattiva, con contenuti minimi di solidarietà e redistribuzione. Pur all'interno di questa scelta di base, il quadro regolamentare evidenzia qualche incertezza nella scelta tra una filosofia più ispirata al paternalismo, e forse anche al perseguimento di fini solidaristici almeno entro le singole categorie, e una fondata invece sulla libertà di scelta e sulla responsabilità individuale; tra la ricerca di garanzie e di tutele

<sup>6</sup> Per questa analisi si rinvia a Fornero e Castellino (a cura di), 2001.

attraverso una più stretta regolazione del mercato e l'enfasi sulla flessibilità, sull'autonomia personale e sulla corrispondente assunzione di rischio.

Il resto del lavoro è organizzato come segue. A partire da una difesa della libertà di scelta individuale per la previdenza complementare (par. 2), si considerano la configurazione del mercato finanziario previdenziale (par. 3), la modulazione delle agevolazioni fiscali come strumento di differenziazione (par. 4), la gerarchia tra strumenti che ne deriva, almeno con riferimento ai lavoratori dipendenti (par. 5), e le differenziazioni tra strumenti relative alla flessibilità della contribuzione e alla portabilità pensionistica (par. 6); poiché gran parte delle differenziazioni discendono dall'individuazione del TFR come principale fonte di finanziamento della previdenza dei lavoratori dipendenti, incanalata di preferenza nei fondi occupazionali, il paragrafo 7 considera le opportunità e i vincoli rappresentati proprio dal TFR. Infine si esaminano la ripartizione dei rischi finanziari e demografici (par. 8) tra le parti coinvolte in funzione del regime delle prestazioni, e parallelamente le garanzie accessibili tramite i vari strumenti di previdenza complementare.

L'analisi è condotta con riferimento al quadro istituzionale oggi (2002) in vigore. Poiché il disegno di legge delega presentato dal governo nel dicembre 2001 prospetta cambiamenti di rilievo sia sul fronte del finanziamento della previdenza integrativa sia su quello dell'equiparazione tra le sue diverse forme, nelle conclusioni ne proponiamo una valutazione.

## 2. Il *trade off* tra libertà di scelta e paternalismo

Nell'alternativa tra obbligatorietà e volontarietà della partecipazione alla previdenza integrativa privata, il legislatore italiano ha optato per la seconda per tutti i lavoratori, modulando però in maniera differenziata tra categorie le successive scelte di regolamentazione. La volontarietà sembra motivata essenzialmente da due considerazioni principali: il già elevato livello della contribuzione obbligatoria al sistema pubblico, e l'inopportunità di obbligare i lavoratori a partecipare a schemi previdenziali caratterizzati da una significativa componente di rischio.

- i. L'affermazione del principio della volontarietà appare anzitutto coerente con l'obiettivo di non vincolare al risparmio previdenziale una frazione eccessiva del reddito nel periodo lavorativo. Ovviamente, la definizione di "eccessiva" è largamente soggettiva; tuttavia, sul piano pratico, si può osservare come l'aliquota del 33 per cento applicata al reddito dei lavoratori dipendenti<sup>7</sup> mal si concili con altri obblighi contributivi di tipo previdenziale, una volta riconosciuta l'esistenza di altre finalità di risparmio, non pienamente sostituibili. Né sembra dirimente l'argomentazione relativa ai più bassi livelli di copertura che caratterizzeranno il sistema pubblico, con la progressiva entrata in vigore delle riforme restrittive degli anni '90 e in particolare con l'applicazione del metodo contributivo di calcolo della pensione: tali livelli, infatti, scenderanno in conseguenza non già di una diminuzione delle aliquote, bensì della minore generosità delle formule previdenziali, peraltro imposta da ragioni di sostenibilità finanziaria (Fornero - Castellino, 2001). In linea di principio, l'obbligatorietà sarebbe forse meno priva di giustificazioni per i lavoratori autonomi, per effetto del livello ben più basso

---

<sup>7</sup> E' ben vero che il 33 per cento è la somma dei contributi del lavoratore (circa il 9 per cento) e del datore di lavoro (circa 24 per cento). Questi ultimi peraltro non sono compresi nella definizione usuale di retribuzione lorda. Ne deriva che l'aliquota significativa a fini economici è 33/124, ossia circa il 27 per cento.

dell'aliquota contributiva al sistema pubblico ad essi applicata (19 per cento a regime) e, conseguentemente, del grado di copertura; in linea di fatto, però, la questione non si è mai posta con riferimento a questi lavoratori.

- ii. La seconda motivazione che può avere indotto il legislatore a optare per la volontarietà della partecipazione è il grado di rischio che contraddistingue il risparmio previdenziale privato, superiore a quello di un sistema pubblico a ripartizione, anche se se associato all'aspettativa di un tasso di rendimento anch'esso più elevato del tasso interno caratteristico del sistema pubblico<sup>8</sup>.

In tale contesto, si può parlare di una sequenza di scelte coerenti al loro interno: all'adozione della formula del contributo definito, che implica l'attribuzione ai partecipanti dei rischi finanziari caratteristici dei programmi previdenziali, non poteva infatti che conseguire la volontarietà della partecipazione. Anche se la scelta del contributo definito è stata spesso criticata, la formula alternativa del beneficio definito avrebbe avuto, a nostro avviso, minori giustificazioni nel contesto italiano e generato non poche ambiguità sulla natura stessa della pensione privata. Infatti, un conto sono le garanzie finanziarie e un conto la definizione di un particolare rapporto di sostituzione (rapporto tra la prima pensione e l'ultima retribuzione). L'offerta di garanzie di rendimento trasparenti e poco costose è certamente auspicabile, ma difficilmente essa corrisponde alla fissazione di un tasso di sostituzione, com'è invece tipicamente nei piani occupazionali a beneficio definito, che configurano un vero e proprio *risk sharing* con il datore di lavoro<sup>9</sup>. Nel caso italiano, laddove tale formula è consentita, ossia per i fondi pensione rivolti ai soli lavoratori autonomi, tale suddivisione del rischio non è ipotizzabile; a parte le eventuali garanzie finanziarie, i fondi in questione configurano una contribuzione variabile del lavoratore, in vista del raggiungimento di un determinato *target* pensionistico: non è pertanto sorprendente che l'astratta possibilità di introdurre fondi basati su un simile meccanismo sia rimasta sulla carta e non abbia avuto concreta attuazione.

Inoltre, e forse con maggior evidenza, la volontarietà appare largamente incompatibile con la redistribuzione tipica degli schemi previdenziali a beneficio definito, ossia a favore dei profili di reddito più crescenti nel tempo, che normalmente coincidono con quelli aventi media più elevata (il che implica una forma di solidarietà che difficilmente può definirsi equa). Infatti, se il meccanismo redistributivo è trasparente *ex ante*, ossia al momento della sottoscrizione, soltanto coloro che se ne attendono benefici saranno disposti ad aderire, mentre coloro che si aspettano di subirne gli oneri non vorranno partecipare, secondo il tipico meccanismo della selezione avversa.

Se la libertà di scelta comporta minore paternalismo da parte dello stato, ciò non significa però che il pilastro integrativo sia poco meritevole di attenzione pubblica. Libere scelte individuali, in un contesto di mercati ben funzionanti, migliorano infatti il benessere dei soggetti. Tuttavia, ciò esalta, piuttosto che comprimere, le responsabilità pubbliche nei confronti del mercato previdenziale, poiché il suo buon funzionamento richiede una corretta regolamentazione e un'efficace attività di supervisione e controllo. Pertanto, se la costruzione

<sup>8</sup> Per un'analisi del rapporto tra rischi e rendimenti cfr. Fornero e Castellino, (a cura di), 2001.

<sup>9</sup> La tradizionale formula del beneficio definito applicata agli schemi previdenziali di tipo occupazionale nasceva infatti da *relazioni di lavoro* impostate sul perseguimento di una stabilizzazione di lungo periodo del rapporto di lavoro. I fondi più recenti nascono invece essenzialmente come strumenti finanziari; possono avere le garanzie di rendimento ottenibili sui mercati finanziari, ma ovviamente tali garanzie non sono offerte gratuitamente ai partecipanti.

di un pilastro a ripartizione finanziariamente sostenibile è intrinsecamente responsabilità pubblica, non meno importante è l'architettura della componente privata, posto che la configurazione efficiente del sistema previdenziale le preveda entrambe e che un eventuale fallimento del mercato porrebbe un'implicita obbligazione a carico delle generazioni giovani e future<sup>10</sup>.

La capacità della previdenza privata di integrare efficacemente il pilastro pubblico dipende in modo cruciale dai livelli di partecipazione e di rendimento realizzati: gli uni risentono fortemente dall'incentivazione fiscale, gli altri sono positivamente correlati con il grado di concorrenzialità e di contestabilità del mercato.

Due condizioni appaiono rilevanti sotto questo profilo:

- dal lato della domanda, l'accesso non discriminatorio alle diverse forme della previdenza complementare;
- dal lato dell'offerta, l'operare di condizioni di efficienza.

Il mercato italiano rispetta tali condizioni soltanto in parte, e ciò principalmente in conseguenza del diverso atteggiamento adottato dal legislatore tra lavoratori dipendenti e autonomi<sup>11</sup>.

### **3. La configurazione del mercato previdenziale italiano: un solo “pilastro”?**

Nella figura 1 sintetizziamo l'attuale configurazione del MFP, sia dal lato della domanda, sia da quello dell'offerta. Nella figura, così come nell'analisi, escludiamo peraltro due segmenti di rilievo del mercato: il primo è rappresentato dai fondi preesistenti; il secondo dai fondi territoriali. Oltre che da necessità di delimitazione dell'analisi, l'esclusione è motivata, per i fondi preesistenti, dalla previsione normativa di una loro assimilazione ai nuovi fondi (sia pure con la gradualità imposta dall'applicazione delle regole preesistenti alla platea dei vecchi iscritti); per i fondi territoriali, dal fatto che la modifica costituzionale, che ne ha ampliato potenzialmente le funzioni, rende prematura una loro comparazione rispetto agli altri strumenti previdenziali.

Come il grafico evidenzia, il legislatore ha sostanzialmente individuato tre distinte fattispecie di previdenza integrativa: il fondo pensione negoziale (o chiuso), il fondo pensione aperto e la polizza assicurativa avente finalità previdenziale (PIP). La logica di funzionamento è però sostanzialmente una sola<sup>12</sup>: esiste una fase di accumulazione in cui il prodotto ha caratteristiche eminentemente finanziarie, seguita da una fase di erogazione in cui il partecipante ottiene, tramite il fondo, una polizza di rendita vitalizia fornita da una compagnia di assicurazione.

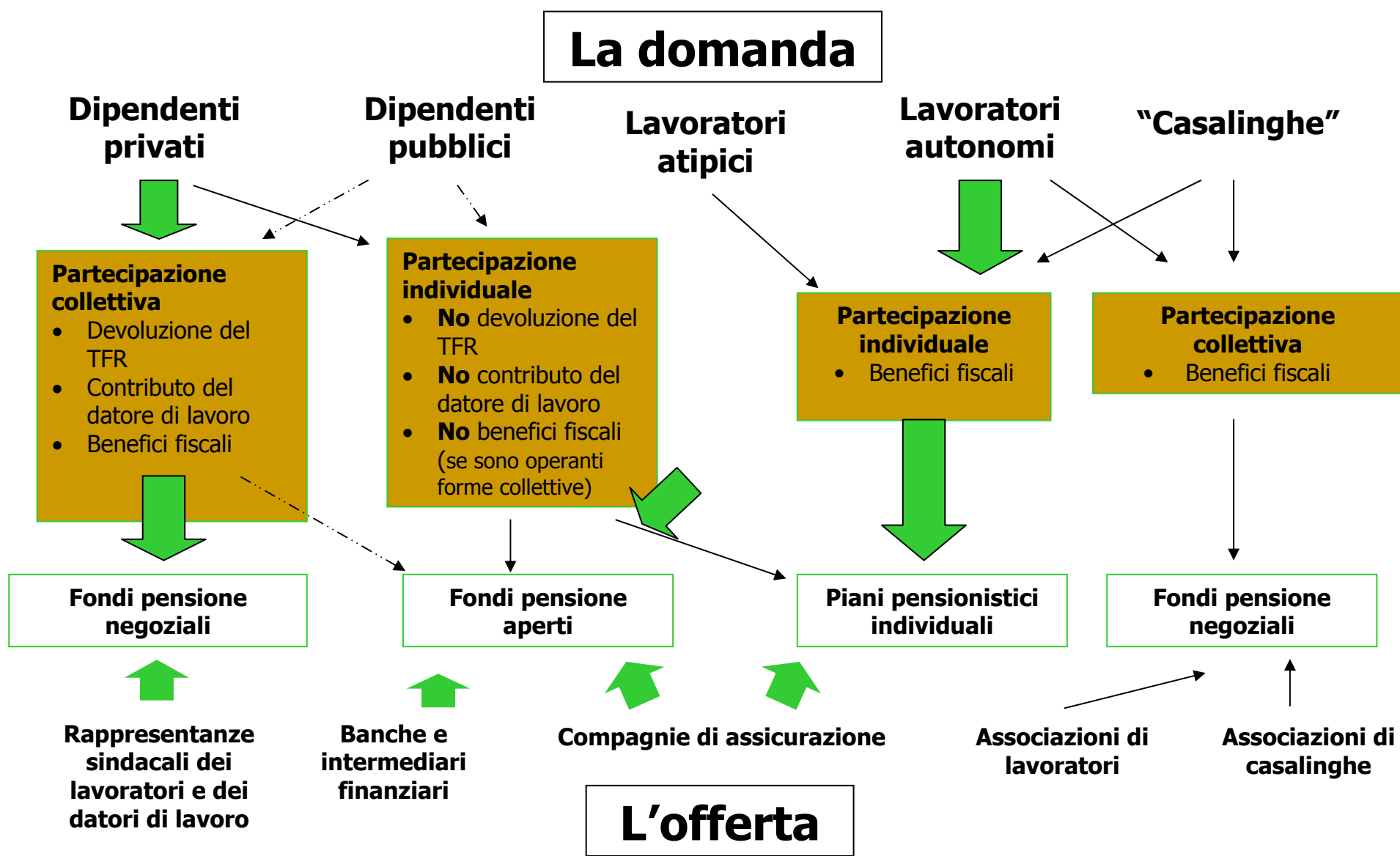
---

<sup>10</sup> Anche in conseguenza del dettato costituzionale che stabilisce (art. 38) il diritto a un reddito “adeguato” nell'età anziana.

<sup>11</sup> E ancora diverso nei confronti dei lavoratori atipici, in particolare dei collaboratori coordinati e continuativi, come si dirà più avanti.

<sup>12</sup> Con la parziale eccezione della PIP, la quale può avere la struttura di una tradizionale rendita differita con meccanismo di rivalutazione e pertanto con una struttura di garanzie demografiche e finanziarie che ai fondi pensione sono precluse.

Fig. 1 – Una rappresentazione del mercato previdenziale italiano





La differenziazione, per conseguenza, non riguarda le modalità basilari di funzionamento degli schemi previdenziali, né il trattamento fiscale in sé, ma piuttosto l'incentivazione a scegliere tra le diverse forme, indirizzata alle diverse categorie di soggetti interessati. Ai lavoratori autonomi, il legislatore offre infatti incentivi fiscali e piena libertà di scelta tra le diverse forme presenti sul mercato. Nei confronti dei lavoratori dipendenti, per contro, il grado di ingerenza è assai maggiore, nel senso sia della individuazione della fonte di finanziamento principale (TFR) e del condizionamento dei benefici fiscali all'utilizzo della medesima, sia della destinazione delle risorse in via preferenziale ai fondi negoziali, cioè istituiti dalle rappresentanze sindacali, il cui ruolo il legislatore ha variamente incoraggiato.

La partecipazione al sistema integrativo avviene mediante l'adesione:

- a forme pensionistiche di tipo collettivo, ad ambito definito<sup>13</sup>: fondi negoziali e adesioni collettive ai fondi aperti;
- a forme individuali di previdenza<sup>14</sup>, attuate mediante l'adesione individuale ai fondi aperti o la sottoscrizione di polizze assicurative di tipo previdenziale.

La distinzione tra forme collettive — ovvero occupazionali — e forme individuali dovrebbe riflettere quella tra i cosiddetti *secondo* e *terzo* pilastro. Per quanto poco scientifica sia quest'ultima distinzione, la realtà italiana se ne discosta sotto diversi e rilevanti profili. La distinzione è infatti assai significativa nei paesi di più antica tradizione di previdenza complementare, dove i fondi occupazionali—destinati a integrare pensioni pubbliche di livello relativamente basso—sono spesso a partecipazione obbligatoria, a beneficio definito e congegnati, attraverso formule di *backloading*<sup>15</sup>, in modo da premiare la stabilità del rapporto di lavoro e da includere importanti aspetti di solidarietà entro la categoria. Negli stessi paesi, ai piani individuali è invece affidata una funzione meramente supplementare rispetto ai trattamenti del secondo pilastro, e di fatto essi finiscono per costituire un veicolo di risparmio fiscalmente agevolato (*tax shelter*) per i percettori redditi medio-alti. La partecipazione non è legata alla situazione occupazionale, il che significa assenza di elementi di solidarietà, ma, al tempo stesso, una ben maggiore neutralità rispetto alle scelte di lavoro e in particolare alla mobilità; com'è naturale, alla maggiore flessibilità si accompagnano generalmente maggiori costi di gestione.

La distinzione è richiamata dalle istituzioni europee, dove non soltanto è pronta una direttiva specificamente indirizzata ai fondi occupazionali<sup>16</sup>, come strumenti del secondo pilastro, ma il Parlamento (Commissione per gli affari occupazionali e previdenziali<sup>17</sup>) ha di recente affermato il principio della netta separazione tra forme occupazionali e piani

---

<sup>13</sup>Il presupposto per l'adesione alle forme occupazionali, da parte di lavoratori dipendenti e autonomi, è la prestazione di una attività lavorativa, subordinata o autonoma, nell'ambito di categorie, comparti o raggruppamenti per i quali le rappresentanze sindacali abbiano concordato l'istituzione di un fondo negoziale o la partecipazione collettiva a un fondo aperto. La fonte istitutiva è la contrattazione collettiva – di vario livello – oppure l'iniziativa collettiva unilaterale, strumenti che permettono alle parti di formalizzare il consenso raggiunto per rendere operativo lo schema previdenziale.

<sup>14</sup>Alle forme di previdenza individuale possono accedere tutti gli individui indipendentemente dal fatto che svolgano una attività lavorativa.

<sup>15</sup> Il termine indica generalmente aliquote di rendimento dei contributi crescenti con l'età e con incrementi molto più rapidi in prossimità dell'età di pensionamento.

<sup>16</sup> Bozza di direttiva dell'ottobre 2002.

<sup>17</sup> Documento di seduta A5-0071/2002.

individuali, basandolo sulla presenza nei primi, e sull'assenza nei secondi, di espliciti elementi di solidarietà<sup>18</sup>.

Nella normativa italiana, la distinzione è viceversa ben più labile, data la scelta del legislatore di configurare i fondi occupazionali essenzialmente come una forma collettiva di risparmio previdenziale individuale, che le economie di scala dovrebbero rendere particolarmente vantaggiosa e quindi appropriata a tutti i lavoratori e non soltanto alle fasce di reddito elevato.

La logica del contributo definito permea infatti il funzionamento di tutte le forme previdenziali di nuova istituzione, sia quelle collettive sia quelle individuali: in entrambi i casi, le prestazioni finali dipendono direttamente dai contributi o premi accumulati, dal rendimento finanziario ottenuto durante la fase di accumulazione, e dall'età al pensionamento. Inoltre, le regole di fruizione della pensione quanto a requisiti e modalità sono omogenee, con l'imposizione dei medesimi vincoli alla disponibilità e all'utilizzo delle risorse accumulate, indipendentemente dal tipo di strumento, al fine di evitare l'elusione della finalità previdenziale a favore della quale sono accordati i benefici fiscali.

A fronte dell'assenza di una reale differenziazione tra strumenti previdenziali quanto alla finalità perseguita, emergono disparità con riferimento alla funzionalità delle singole forme, alle modalità di tutela dei diritti dei partecipanti, al grado di libertà di scelta individuale e di onerosità: i fondi negoziali appaiono meno flessibili, ma anche meno onerosi e con qualche "blindatura" in più per quanto concerne la tutela dei partecipanti<sup>19</sup>.

La tutela dei partecipanti si sostanzia nella definizione di regole che permettano di superare il *gap* informativo e i rischi di agenzia che sono tipicamente presenti nelle situazioni di delega di gestione del risparmio<sup>20</sup>. Tali disposizioni sono sintetizzate e commentate in appendice (A.1.).

#### 4. La modulazione delle agevolazioni fiscali

Sul piano fiscale, il D. Lgs. 47/2000 (successivamente modificato dal D. Lgs. 168/2001) ha introdotto una disciplina uniforme delle diverse tipologie di risparmio previdenziale e una più chiara delimitazione dei prodotti a cui si applica, con l'esclusione ad esempio delle polizze di puro risparmio.

La tabella 1 riassume gli elementi principali della situazione odierna (fine 2002), senza peraltro considerare le innovazioni promesse nella delega giacente in Parlamento, tra cui l'ampliamento dei margini di deducibilità fiscale e la riduzione dell'aliquota di tassazione dei rendimenti.

<sup>18</sup>In Italia, la Corte Costituzionale (393/2000) rileva la netta differenza tra le forme occupazionali e quelle individuali fondandola sul legame di stretta funzionalità tra le prime e la previdenza obbligatoria, e interpretando le seconde come meri piani di risparmio.

<sup>19</sup>Si ricorda che i fondi pensione (negoziali e aperti) sono soggetti alla disciplina specifica sulla previdenza complementare, che tocca invece soltanto in parte le polizze previdenziali, alle quali si applicano le norme previste dall'ISVAP per le compagnie di assicurazione

<sup>20</sup>A evitare che si verifichino anche in Italia casi analoghi agli scandali Maxwell o Enron.

**Tabella 1 – Il quadro del trattamento fiscale della previdenza integrativa**

<b>I. CONTRIBUZIONE</b>	
Tipo di reddito	Contributi deducibili fino al minore tra:
Redditi da lavoro dipendente, con devoluzione del TFR	<ul style="list-style-type: none"> <li>- il doppio della quota del TFR</li> <li>- 12% del reddito complessivo</li> <li>- € 5.165</li> </ul>
Tutti gli altri redditi	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 12% del reddito complessivo</li> <li>- € 5.165</li> </ul>
Per i famigliari a carico: (reddito del capofamiglia indipendentemente dalla fonte)	<ul style="list-style-type: none"> <li>- 12% del reddito complessivo</li> <li>- € 5.165</li> </ul>
<b>II. ACCUMULAZIONE</b>	
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Tassazione ridotta sui rendimenti finanziari: 11% anziché il 12,5%</li> <li>• Risultati negativi deducibili dai guadagni futuri senza limite temporale</li> </ul>	
<b>III. EROGAZIONE</b>	
Rendita vitalizia al pensionamento	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Esenzione per i rendimenti finanziari già tassati all'11% durante la fase di accumulazione;</li> <li>• tassazione ad aliquota del 12,5% dei rendimenti finanziari durante la fase di erogazione;</li> <li>• tassazione progressiva del reddito sulla rendita risultante dalla conversione dei contributi accumulati (sui quali non è stata anticipata l'imposta)</li> </ul>
Riscatti del capitale a tassazione completamente agevolata	<p>Nei casi di:</p> <ol style="list-style-type: none"> <li>1. riscatto totale a causa di involontaria cessazione dell'attività lavorativa;</li> <li>2. riscatto totale da parte degli eredi per decesso del partecipante;</li> <li>3. riscatti parziali o anticipazioni durante la vita lavorativa e riscatto parziale (in forma <i>lump-sum</i>) al pensionamento purché globalmente inferiori a 1/3 del montante accumulato;</li> <li>4. riscatto totale al pensionamento se la rendita annua è inferiore ai 50% dell'assegno sociale (attualmente € 4438);</li> </ol> <ul style="list-style-type: none"> <li>• tutti i rendimenti finanziari, già tassati all'11% durante la fase di accumulazione, sono esenti da imposta;</li> <li>• la somma dei contributi originali è tassata a un'aliquota media favorevole.</li> </ul>
Altre opzioni di riscatto o anticipazione	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Per riscatto totale a causa di volontaria cessazione dell'attività lavorativa: <ul style="list-style-type: none"> <li>• l'ammontare al netto dei rendimenti finanziari, già tassati all'11% durante la fase di accumulazione, è tassato all'aliquota marginale IRPeF.</li> </ul> </li> <li>2. Per riscatti parziali o anticipazioni e riscatti in forma <i>lump-sum</i> al pensionamento, globalmente superiori a 1/3 del totale accumulato: <ul style="list-style-type: none"> <li>• l'ammontare complessivo riscattato è tassato separatamente con aliquota media favorevole.</li> </ul> </li> </ol>

Una valutazione degli effetti della nuova normativa sulla convenienza del risparmio previdenziale è al di fuori degli scopi di questo lavoro. In generale, essa ha aumentato il favore complessivamente accordato (sebbene in misura giudicata dai più insufficiente)<sup>21</sup>; accentuato l'incentivo al godimento del montante in forma di rendita rispetto alla liquidazione in capitale e, soprattutto, equiparato la tassazione delle diverse forme di previdenza complementare, correggendo le precedenti distorsioni a favore dei fondi pensione occupazionali.

Senza entrare nel merito di queste innovazioni, non è infondato sostenere che il sistema è eccessivamente complesso e non esente da ambiguità, tale da indurre una forte differenziazione di trattamento tra le prestazioni favorite e quelle sfavorite. In particolare, il sistema offre un incentivo assai generoso all'acquisizione della rendita: se si opta per il vitalizio, si usufruisce dell'aliquota ridotta tipica della tassazione separata<sup>22</sup> su somme che non sono state oggetto di imposizione, senza che il rendimento rientri poi nell'imponibile IRPeF al momento della fruizione; ciò determina un'aliquota effettiva non soltanto notevolmente inferiore a quella dell'ordinario schema TTE, ma potenzialmente anche minore di quella che si avrebbe in un puro EET. Inoltre, tra le opzioni di fruizione del capitale come *lump-sum* viene creata una gerarchia di sgravi, modulando il grado delle agevolazioni che curiosamente, anche al di là dei casi di equiparazione al trattamento della rendita, non sono mai negate nella loro interezza.

Che il beneficio fondamentale sia la mancata tassazione dei rendimenti come reddito ordinario può altresì avere indesiderati effetti distorsivi sotto due punti di vista. Da un lato, l'aliquota effettiva è funzione del rendimento finanziario, il che può generare una distorsione delle scelte di investimento. Dall'altro, l'incentivo fiscale risulta fortemente regressivo, poiché sostituisce alla tassazione progressiva dei redditi un'imposta sostitutiva in aliquota fissa: addirittura, esso risulta vantaggioso rispetto allo schema EET per soggetti la cui aliquota marginale è elevata, ma non per coloro che rientrano negli scaglioni inferiori; l'effetto, non necessariamente desiderato, di contenimento della progressività complessiva del sistema fiscale italiano assumerà rilievo crescente con l'aumento del peso della ricchezza previdenziale privata.

A prescindere dall'impostazione complessiva, la devoluzione del TFR rappresenta l'elemento che consente di tracciare una linea di demarcazione tra aree di convenienza e aree di non convenienza per la partecipazione alla previdenza integrativa. Come si vedrà, questo sembra essere il *leit motiv* attorno al quale, pure in un quadro di uniformità, il legislatore ha cercato di introdurre differenziazioni nell'ambito del mercato previdenziale italiano.

<sup>21</sup> Per una simulazione del grado di convenienza indotto dagli elementi fiscali, cfr. Fornero e Castellino (a cura di), 2001, cap. V. L'esercizio di simulazione giunge ai seguenti risultati:

- i. quando il finanziamento da TFR è prevalente sulle altre due quote, le agevolazioni fiscali non sono tali da rendere conveniente la partecipazione per durate fino ai vent'anni; il beneficio netto diviene positivo, ma appena percettibile, soltanto per durate superiori ai trent'anni;
- ii. quando il finanziamento da TFR è pari a quello delle altre due quote, il beneficio è positivo e, per effetto delle correlazioni con la durata e con la tassazione, diviene rilevante per durate e aliquote fiscali medio-alte;
- iii. per i lavoratori autonomi, il beneficio è sempre positivo e sensibile, soprattutto per durate e aliquote fiscali medio-alte.

<sup>22</sup> Stabilita nell'11% per la fase di accumulazione e al 12,5% in quella di godimento della rendita.

## 5. Differenze nell'incentivazione a selezionare tra forme integrative

Per quanto concerne i lavoratori dipendenti, infatti, l'esistenza del TFR ha indotto il legislatore non soltanto a individuare nei flussi annuali che lo alimentano la fonte di finanziamento prioritaria, ma anche a definire una graduatoria tra forme di previdenza complementare. Le agevolazioni fiscali, infatti, sono congegnate in modo da poter essere fruibili soltanto condizionatamente all'utilizzo del TFR, il quale a sua volta è vincolato all'adesione alle forme collettive<sup>23</sup>. Ne consegue una limitazione della libertà di scelta tra strumenti di differente origine, un'impossibilità di fatto ad utilizzare le forme individuali, che non si gioverebbero di alcun beneficio fiscale (cfr. tab. 1), a meno che non siano alimentate da redditi diversi da quelli da lavoro dipendente<sup>24</sup>. Ne deriva un ruolo meramente residuale della previdenza individuale, sia rispetto ai trattamenti pubblici sia a quelli privati di natura occupazionale. Il vincolo di destinazione appare anche più stringente per i dipendenti pubblici, in virtù del carattere virtuale degli accantonamenti da TFR (la vecchia "indennità di buonuscita") per questi lavoratori<sup>25</sup>.

Per di più, il legislatore ha altresì creato una gerarchia tra strumenti collettivi, in conseguenza della mancata equiparazione tra fonti istitutive<sup>26</sup>: infatti, nel momento in cui le parti sociali si pronunciano a favore dell'istituzione di un fondo pensione negoziale, viene di fatto preclusa ai lavoratori rappresentati, potenziali destinatari della forma pensionistica, la possibilità di stipulare accordi diversi, e di attuazione più immediata, per l'adesione collettiva a fondi pensione aperti.

La mancata equiparazione discende dalla preferenza accordata dal legislatore alla contrattazione collettiva rispetto alle altre fonti—segnatamente i regolamenti aziendali—che sono legittimate soltanto allorché la prima non è operante. Tale preferenza riflette una visione della concertazione come strumento imprescindibile di definizione degli elementi essenziali del rapporto di lavoro, inclusi gli aspetti previdenziali, nonché di garanzia del rispetto degli impegni a carico delle parti coinvolte, inclusi, nuovamente, gli impegni assunti con l'adesione al fondo occupazionale.

Ne discende che la possibilità di costruire una pensione integrativa tramite la partecipazione ai fondi negoziali è piena ed effettiva—salvo il periodo che intercorre tra la previsione del fondo nel contratto collettivo e la sua operatività—per i lavoratori sindacalizzati, ossia per i lavoratori che prestano la loro attività presso imprese che hanno

<sup>23</sup> La circolare 29/E del Ministero delle Finanze offre un ulteriore chiarimento in materia, specificando come coloro che percepiscono unicamente redditi da lavoro dipendente subiscano limitazioni derivanti dall'impossibilità di dedurre dal reddito da lavoro le somme che verserebbero alle forme pensionistiche individuali [Newsletter Mefop 5/2001].

<sup>24</sup> Una volta esaurito il *plafond* di deducibilità rappresentato dal doppio della quota del TFR destinato alla forma collettiva, l'eventuale ulteriore contribuzione alla previdenza individuale può essere fiscalmente deducibile – entro i limiti previsti - dagli altri redditi eventualmente percepiti.

<sup>25</sup> Non pienamente chiarita è la posizione dei dipendenti pubblici i quali non abbiano optato per la conversione dell'indennità in TFR.

<sup>26</sup> Tra i fondi negoziali, un'eccezione è rappresentata dal fondo Famiglia destinato a coloro che "svolgono, senza vincolo di subordinazione, lavori non retribuiti in relazione a responsabilità familiari e che non prestano attività lavorativa autonoma o alle dipendenze di terzi e non sono titolari di pensione diretta. Possono altresì iscriversi i soggetti che svolgono un'attività lavorativa ad orario ridotto, anche se prestata con carattere di continuità, tale da determinare la contrazione del corrispondente periodo assicurativo ai fini della determinazione del diritto alla pensione nel regime generale obbligatorio." Il finanziamento del fondo, che può avvenire attraverso versamenti anche saltuari e superiori al livello minimo prestabilito, avviene tramite contributi versati dai soci ed eventualmente dai non associati nell'interesse dei soci se sono persone fiscalmente a loro carico.

aderito alle associazioni che sottoscrivono i contratti collettivi in cui è prevista la costituzione di fondi pensione, e che effettivamente applicano tali contratti<sup>27</sup>.

Si è dunque venuto delineando, per i lavoratori dipendenti, un quadro di incentivi che privilegia i fondi pensione chiusi di origine contrattuale rispetto alle adesioni collettive ai fondi aperti, e più ancora rispetto alle forme individuali; per i lavoratori autonomi, viceversa, nessun tipo di incentivo è condizionato all'adesione a una forma piuttosto che all'altra. Questo diverso trattamento riflette solo in parte le disomogeneità esistenti a livello di vincoli di bilancio, ossia di redditi e aliquote contributive al sistema pubblico: mentre può considerarsi superato lo stereotipo del lavoratore dipendente come più povero del lavoratore autonomo, permane purtuttavia una differente concezione delle due categorie, con la prima considerata più meritevole di protezione della seconda, che si assume più abituata alle asprezze e ai rischi del mercato, e in particolare del mercato finanziario. Ne discende un diverso grado di paternalismo, con un esplicito riconoscimento del ruolo delle rappresentanze sindacali per i primi, e un maggiore affidamento sulla responsabilità individuale per i secondi.

Se ciò può essere considerato come una mera eredità del passato, sull'altro piatto della bilancia occorre però osservare come le economie di scala e l'abbattimento delle spese di acquisizione e di *marketing* possano consentire alle forme collettive un notevole contenimento dei costi<sup>28</sup>. La definizione di aree di domanda riservate a determinati operatori risulterebbe così funzionale al conseguimento di tale obiettivo, e sarebbe ritenuta auspicabile nonostante l'indubbia limitazione della concorrenzialità del mercato. In tale prospettiva, il vincolo riguarderebbe i soli lavoratori dipendenti non tanto perché essi siano più bisognosi o meritevoli di tutela, quanto perché nel loro caso è possibile con particolare facilità far leva sulla presenza sindacale al duplice fine di delimitare il bacino di domanda preconstituito e di vigilare sulla gestione del fondo.

A presentarsi come problematico non è allora il privilegio iniziale accordato ai fondi pensione negoziali, che appare invece finalizzato al perseguimento dell'efficienza della previdenza complementare, bensì la presenza di barriere che restringono durevolmente la mobilità degli aderenti da e verso le forme collettive. Sul primo fronte occorre infatti osservare che la scelta, pienamente condivisibile, di consentire il libero trasferimento dai fondi occupazionali dopo un periodo minimo di permanenza, è solo astrattamente prevista dalla normativa vigente, ma nella sostanza viene vanificata dalle disposizioni che penalizzano tale decisione con la perdita della contribuzione datoriale, della possibilità di devolvere il TFR, e pertanto di ogni beneficio fiscale. Quanto al secondo aspetto, può apparire incongruo che proprio le forme previdenziali che dovrebbero essere maggiormente efficienti siano altresì chiuse, in contraddizione con il principio di universalità della previdenza complementare.

Con particolare preoccupazione va in tal senso evidenziata la posizione dei lavoratori atipici, i quali hanno come unico veicolo per la costituzione di una pensione integrativa la sottoscrizione di piani previdenziali individuali. Mentre l'insufficienza della copertura previdenziale pubblica (pur considerando il previsto graduale aumento dell'aliquota dall'attuale 13 al 19 per cento) rende cruciale, per questi lavoratori, il ricorso a forme

<sup>27</sup> Più incerta è la posizione dei lavoratori delle aziende medio-piccole che applicano i contratti nazionali, pur non avendoli sottoscritti. Da un lato, se il contratto prevede l'istituzione di un fondo, non è chiaro se essi possano aderire; dall'altro, per quanto detto sopra, sembra anche preclusa la possibilità di stabilire l'adesione collettiva ai fondi aperti. Il problema potrebbe essere ovviato con il ricorso a fondi territoriali, istituiti dalle associazioni rappresentative di rilievo locale. In questo modo, si potrebbe coprire la domanda proveniente dai lavoratori di piccole e piccolissime imprese, più facilmente rappresentabili in ambito locale.

<sup>28</sup> Sulla diversa onerosità delle forme collettive rispetto a quelle individuali cfr. la relazione Covip, 2002.

integrative, la discontinuità dell'attività e il livello comparativamente basso dei redditi ne rendono particolarmente arduo il finanziamento. Nell'alternativa tra l'ambizione dei sindacati di fornire ai parasubordinati le stesse forme di tutela valide per i lavoratori dipendenti e l'accesso pressoché esclusivo a forme individuali, qualche maggiore incentivo alla formazione di piani previdenziali collettivi anche per questi lavoratori dovrebbe, a nostro avviso, essere perseguito: le difficoltà operative non vanno certo trascurate, ma neppure esagerate; il fondo pensione per le casalinghe potrebbe rappresentare un esempio da seguire.

## 6. Flessibilità vs. rigidità della contribuzione e portabilità dei diritti pensionistici

Le condizioni di partecipazione alle diverse forme previdenziali variano, in quanto, se in ogni caso l'onere della contribuzione grava di fatto sui partecipanti, nel caso delle forme collettive istituite su base negoziale sono previste per i lavoratori dipendenti la contribuzione del datore di lavoro e la devoluzione del flusso di TFR<sup>29</sup>, oltre al contributo individuale proveniente dalla retribuzione netta.

Sul piano statutario, l'iscrizione alle forme collettive comporta inoltre per i lavoratori dipendenti l'impegno, per tutta la durata della vita lavorativa, a versamenti periodici, con caratteristiche temporali e di minimi contributivi largamente fissate a priori e modificabili soltanto in parte<sup>30,31</sup>.

La partecipazione dei lavoratori autonomi presenta, viceversa, caratteristiche di maggiore flessibilità anche nelle forme occupazionali. E' infatti prevista la facoltà di variare l'aliquota contributiva, senza la necessità di rispettare vincoli stabiliti a priori. La maggiore flessibilità è indubbiamente un elemento positivo, anche in considerazione del fatto che i redditi di questi lavoratori sono caratterizzati da una maggiore variabilità rispetto ai redditi dei lavoratori dipendenti. Essa può così favorire la formazione di ricchezza previdenziale secondo modalità più coerenti con le preferenze individuali e i vincoli di bilancio propri di ogni età, secondo quanto implicato dal modello *life cycle*. Tale flessibilità può ad esempio consentire aliquote contributive mediamente crescenti con l'età, in considerazione del fatto che, a fronte di un profilo di reddito crescente, un'aliquota costante può aggravare i vincoli di liquidità dell'età giovane e sottrarre l'opportunità di impieghi fiscalmente vantaggiosi in corrispondenza con età, e redditi, più elevati<sup>32</sup>. Alla luce di queste considerazioni, non si vede perché una maggiore flessibilità di contribuzione non possa essere offerta anche ai lavoratori dipendenti: è infatti difficile pensare che il contenimento dei costi realizzato attraverso la semplificazione amministrativa sia sufficiente a giustificare la notevole rigidità della contribuzione.

Quanto alla portabilità dei diritti—che riveste un ruolo importante nel determinare sia la competitività del settore sia la mobilità dei lavoratori—essa è facilitata nel mercato italiano dal fatto che tutte le forme integrative sono a contribuzione definita, formula per definizione priva di quei meccanismi di *backloading* che caratterizzano le prestazioni definite e che

<sup>29</sup> Il legislatore ha previsto l'integrale devoluzione dei flussi annuali di TFR per i lavoratori di prima occupazione alla entrata in vigore del D.Lgs. 124/1993, lascia alle fonti istitutive la facoltà di prevedere se e quanto TFR destinarvi per gli altri.

<sup>30</sup> Un problema aperto concerne l'impegno del datore di lavoro, in quanto non sembrano esservi strumenti atti a garantirne il mantenimento, né il promotore del fondo è responsabile dei mancati versamenti.

<sup>31</sup> Viene lasciato un margine di scelta relativo alla possibilità di effettuare contribuzioni aggiuntive, che in generale sono ammesse nei limiti previsti dalla legge per la deducibilità fiscale dei contributi.

<sup>32</sup> Gokhale J., L.J. Kotlikoff, M. J. Warshawsky, 2001.

limitano fortemente la trasferibilità dei diritti. La portabilità è però altresì direttamente legata ai costi dello smobilizzo della posizione individuale nel trasferimento da una forma ad un'altra, oltre che da potenziali perdite in termini di opportunità.

Le penalizzazioni per riduzione dell'ammontare trasferito possono derivare sia da costi espliciti previsti per i casi di trasferimento a riduzione del montante accumulato, sia dalla struttura complessiva degli oneri applicati dalle forme pensionistiche. L'analisi dei prodotti attualmente presenti sul mercato mette in luce una limitata onerosità del trasferimento nel caso dei fondi pensione, mentre costi più elevati esistono nelle polizze previdenziali. In queste ultime è talvolta presente un elevato *front loading*, che rischia di introdurre iniquità di trattamento, favorendo la partecipazione nelle età più giovani e la maggiore permanenza nel piano, e disincentivando per contro l'abbandono prematuro. Il disincentivo al trasferimento della posizione individuale di fatto pone vincoli alla portabilità dei diritti pensionistici, riducendo il margine di libertà individuale di scelta tra strumenti<sup>33</sup>.

A prescindere dagli oneri diretti e indiretti che riducono la posizione individuale in caso di trasferimento, si è già accennato alla limitazione della portabilità dei diritti pensionistici per i lavoratori dipendenti: il trasferimento è difatti consentito senza penalizzazioni solamente qualora avvenga tra forme collettive negoziali cui rispettivamente si perde e si acquista il diritto a partecipare in ragione del cambiamento dell'attività lavorativa. In assenza di perdita dei requisiti di partecipazione, l'abbandono volontario del fondo negoziale in favore di una forma pensionistica individuale è soggetto alla duplice penalizzazione derivante dalla perdita dei contributi del datore di lavoro e, attraverso l'impossibilità di devoluzione del TFR, delle agevolazioni fiscali<sup>34</sup>. Nel caso in cui il lavoratore si trasferisse da un impiego coperto da una forma occupazionale ad uno che ne è sprovvisto, l'adesione a piani individuali avverrebbe invece con gli incentivi fiscali previsti per i redditi diversi da quelli da lavoro dipendente, ma resterebbero preclusi la contribuzione datoriale e l'utilizzo del TFR.

## 7. Opportunità e vincoli derivanti dal TFR

Come già osservato, la formula del contributo definito comporta l'assunzione del rischio in capo al singolo aderente alla forma previdenziale privata. 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: non a caso la sostituibilità tra l'accantonamento a TFR e la contribuzione al fondo pensione si è finora dimostrata assai scarsa.

Attraverso una successione di provvedimenti, che si deve presumere ancora incompleta, e che forse non sarà portata a compimento 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 dei due impieghi durante la fase di accumulo, e uniformato il trattamento fiscale delle 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

<sup>33</sup> L'ISVAP in una circolare richiede che le conseguenze economiche del trasferimento dei diritti pensionistici siano non eccessivamente penalizzanti, ma il margine consentito è ancora ampio.

<sup>34</sup> Salva la deducibilità del 12% della parte di reddito non derivante da lavoro dipendente.



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 al momento del pensionamento, che pure potrebbe essere assai influente nella misura in cui i lavoratori preferiscano una liquidazione in forma di capitale anziché una rendita che incrementi regolarmente la pensione, è da presumere che il differente profilo rischio/rendimento abbia giocato un non piccolo ruolo nel determinare la scarsa 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 per cento; per contro, le gestioni patrimoniali dei fondi pensione negoziali hanno sinora offerto soltanto la sicurezza implicita in una politica di investimento conservativa, ed anche ammettendo che in futuro esse ricorrano, come già avviene per i fondi aperti, a forme esplicite di garanzia finanziaria, la possibilità di definire il rendimento garantito in termini anche solo parzialmente agganciati all'indice dei prezzi sembra essere condizionata all'esistenza sui mercati di titoli indicizzati di emissione pubblica.

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 colpire interamente sui lavoratori. È 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.

## **8. La distribuzione dei rischi finanziari e demografici**

Come già più volte si è osservato, la configurazione che il sistema previdenziale assumerà a regime, con l'assoluta prevalenza delle formule a contribuzione definita sia nella

componente pubblica sia in quella privata, assicura un tendenziale equilibrio finanziario delle gestioni, ma impone un prezzo in termini di assenza di garanzie sulle prestazioni. Tale assenza potrà 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 prevista 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 assegno<sup>35</sup>.

Per quanto riguarda la previdenza integrativa, se da un lato sono definiti gli obblighi in capo ai partecipanti, dall'altro grava su di essi l'aleatorietà del livello della prestazione previdenziale, dipendente sia dal rischio finanziario sia da quello demografico: sotto questo profilo non vi sono differenze significative tra le diverse forme previdenziali.

**I rischi finanziari.** La limitazione del rischio finanziario è naturalmente possibile se si opta per l'investimento in comparti che offrono una garanzia di rendimento<sup>36</sup>. La garanzia è fissata in termini nominali, ad un livello modesto (attualmente il rendimento garantito non supera il 2,5 per cento), e viene offerta in linee di investimento assai prudentziali, le quali contengono ovviamente anche scarse potenzialità di conseguire risultati superiori al minimo garantito.

La garanzia opera in corrispondenza del verificarsi di determinate circostanze, quali il pensionamento, il riscatto da parte degli aventi diritto in seguito al decesso dell'aderente, o una sopravvenuta inabilità che comporti la cessazione, anche solo parziale, ma permanente, dell'attività lavorativa. In altri casi, quali ad esempio il riscatto o il trasferimento volontario e l'anticipazione, la garanzia solitamente non opera.

Un'assicurazione di tipo finanziario è offerta dalle rendite rivalutabili attraverso la retrocessione di una frazione del rendimento del portafoglio della gestione separata, con un minimo annuale garantito e soggetto a consolidamento di anno in anno. Questa struttura è adottata da alcune polizze previdenziali individuali fin dalla fase di accumulazione, ed è per di più l'unica forma attualmente prospettata per le pensioni private in erogazione. Ciò non manca di destare qualche perplessità, poiché anche in questo caso la garanzia è di tipo nominale, contenuta per legge entro un tasso massimo di rendimento garantibile<sup>37</sup>, e accompagnata da un profilo di redditività dalla volatilità ridotta, ma anche severamente limitato verso l'alto<sup>38</sup>. Prescindendo dal rischio di insolvenza del debitore, la fonte di incertezza prevalente è rappresentata dall'andamento del tasso di interesse, che si può però considerare attenuabile attraverso una buona attività di *duration matching* e di previsione dei flussi in uscita legati alle erogazioni.

Infine, una soluzione adottata in pratica da alcuni fondi negoziali consiste nella scelta del tasso di rivalutazione del TFR come *benchmark* della gestione del portafoglio. Nel breve

<sup>35</sup> In realtà, il sistema pubblico contempla anche altri canali di redistribuzione configurabili come forme di garanzia. Né si devono trascurare gli effetti positivi che la stessa riforma del sistema previdenziale, in particolare con l'attenuazione della tassazione propria e impropria sul lavoro, può esercitare sull'occupazione. Per un esame di tali aspetti, cfr. Fornero e Castellino (a cura di), 2001.

<sup>36</sup> Tale possibilità è offerta da una buona percentuale dei fondi aperti (circa la metà) mentre non è effettiva nei fondi negoziali che, con l'eccezione del Fondo Dentisti, comprendono un'unica linea di investimento, prudentziale ma priva di esplicite garanzie di risultato.

<sup>37</sup> Il limite, fissato dall'autorità di vigilanza per ragioni di tutela della solvibilità delle compagnie, è pari al minore tra il 4% e il 60% del rendimento medio dei titoli di Stato.

<sup>38</sup> La distribuzione dei portafogli delle gestioni separate al 2001 evidenzia il sostanziale ricorso a strumenti sicuri: il 45% è investito in BTP e il 40% in altri titoli obbligazionari (ISVAP, 2002).

periodo—e supposta valida la relazione di Fisher, che non è però confermata da una evidenza empirica univoca—l'approssimazione a tale *benchmark* può essere ottenuta con l'impiego del portafoglio in titoli a breve, caratterizzati da una buona probabilità di copertura del rischio di inflazione. Tuttavia, la debolezza del Tip (tasso di inflazione programmato) come *target* inflazionistico vincolante, dimostrata anche dal recente andamento dell'indice dei prezzi, nonché 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 è attestata, sempre nel breve periodo, su livelli più bassi rispetto a quella italiana.

Va osservato come il profilo di rischio finanziario rappresenti una problematica presumibilmente più rilevante per i lavoratori dipendenti, ancora una volta a causa del ruolo svolto dal TFR e per effetto della sua differente rischiosità se detenuto presso l'impresa rispetto alla devoluzione a fondo pensione. A oggi – e diversamente da quanto è avvenuto per le caratteristiche di liquidità che sono state rese omogenee – il problema sembra avere soltanto una soluzione parziale e insufficiente nell'ambito delle garanzie, informali e imperfette, ottenibili sul mercato. Dei limiti di una gestione che adotti il tasso di rivalutazione del TFR o di strumenti similmente prudenziali come *benchmark* si è appena detto, così come della sostanziale indisponibilità di comparti a rendimento garantito nei fondi negoziali.

Una possibile soluzione per allineare più precisamente la rischiosità del TFR devoluto a fondo pensione rispetto a quella del TFR detenuto presso l'impresa potrebbe ravvisarsi nella predisposizione di un intervento tipicamente assicurativo da parte delle compagnie di assicurazione e, più nello specifico, di una garanzia offerta mediante contratti del ramo I e V. È opportuno precisare che non si tratterebbe di una modifica di poco conto, giacché occorrerebbe superare gli ostacoli che hanno indotto il legislatore ad escludere tale intervento per fondi pensione durante la fase di accumulazione.

L'offerta di garanzia potrebbe riguardare non soltanto il momento finale di 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 precauzionale più che previdenziale: anticipazioni, erogazione per cessazione del rapporto di lavoro, per premorienza e possibilmente anche per 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, favorendo presumibilmente l'auspicato trasferimento.

Vi sono tuttavia delle controindicazioni, poiché l'assicurazione richiederebbe una buona conoscenza, in termini probabilistici, degli stessi esborsi, mentre le basi empiriche di tale conoscenza appaiono assai scarse, il che rende problematico il *timing* delle 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: proprio questa caratteristica ha già consentito agli assicuratori di offrire, al di fuori delle forme previdenziali, prodotti a rendimento garantito pari alla rivalutazione del TFR, con parallela riassicurazione delle somme raccolte dalle imprese, le quali hanno così potuto esternalizzare il rischio derivante dall'incertezza dei flussi di pagamento legati alle vicende del TFR.

La valutazione al costo storico propria delle gestioni separate si presenta tuttavia ben più problematica nel caso delle risorse dei fondi pensione, cui si applica invece il principio

della valutazione ai prezzi di mercato, poiché ne risulterebbero difficoltà in termini di trasparenza e di immediata conoscibilità del valore della posizione individuale del singolo aderente<sup>39</sup>.

La soluzione è prospettabile in un'ottica di multicomparto in cui a linee di investimento differenziate per 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.

È infine 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.

**Garanzie pubbliche?** Proprio i limiti delle garanzie offerte dal mercato hanno ispirato la ricerca di garanzie da parte dello Stato. Sotto questo profilo, posto che la migliore garanzia pubblica è comunque da ravvisarsi nell'adozione di politiche compatibili con la stabilità monetaria, l'intervento pubblico a garanzia delle prestazioni del TFR non è esente da problemi. In una "privatizzazione" *sui generis*, in cui i fondi pensione e la garanzia siano pubblici, ma la gestione sia affidata ai privati, 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.

Una garanzia pubblica esente quantomeno dai più gravi tra i problemi succitati potrebbe però essere offerta in forma implicita mediante l'emissione di titoli di Stato indicizzati all'inflazione, i quali per definizione garantirebbero un rendimento reale anziché nominale. Questa strategia è stata adottata nel Regno Unito e recentemente anche negli Stati Uniti d'America, con il dichiarato intento di fornire un veicolo di investimento di lungo termine il più possibile sicuro, indirizzato precisamente al risparmio previdenziale ed in particolar modo ai fondi pensione.

Anche nel contesto italiano, l'introduzione di titoli siffatti creerebbe evidentemente la possibilità di definizione di una linea di investimento ad essi dedicata all'interno dei piani

---

<sup>39</sup> Dall'applicazione del criterio di valorizzazione al costo storico derivano una certa mutualità tra gli iscritti, nonché possibili disallineamenti tra il valore delle attività e delle passività, che potrebbero essere interpretate come un indebolimento del legame tra versamenti e prestazioni.

pensionistici privati, e consentirebbe alle gestioni speciali assicurative, attualmente utilizzabili per le polizze previdenziali individuali, di garantire e consolidare progressivamente un rendimento annuo reale anziché nominale. Giova inoltre osservare che, ove ci si accontentasse di una protezione dall'inflazione solamente parziale, quale è oggi offerta dal TFR, sarebbe aperta la strada allo sviluppo di strategie che, mediante l'impiego di opzioni già sfruttate dagli attuali prodotti a capitale garantito, coniughino la garanzia di rendimento offerta dai titoli indicizzati con il potenziale di crescita di mercati ben più dinamici e rischiosi.

**I rischi demografici.** Mentre il rischio finanziario emerge con evidenza nel corso della fase di accumulazione, la componente demografica esplica i propri effetti al momento della fruizione: l'idoneità delle risorse accumulate a finanziare i consumi durante l'età anziana dipende infatti dall'aspettativa di vita del soggetto al momento del pensionamento.

Gli schemi pensionistici a contributo definito prevedono generalmente che ricada sui partecipanti l'onere di provvedere ad accumulare ricchezza pensionistica sufficiente ad acquistare una pensione dell'importo desiderato, ma che, essendo la pensione stessa erogata in forma di rendita vitalizia, gravi poi sulle compagnie di assicurazione il rischio che la mortalità dei pensionati si riveli ex post inferiore a quella originariamente ipotizzata e assunta a base di calcolo dei premi di polizza.

Il legislatore italiano ha adottato tale soluzione, che potremmo in qualche misura definire salomonica, per quanto riguarda i fondi pensione: più precisamente, per i fondi medesimi l'aspetto attuariale del risparmio previdenziale non è mai direttamente rilevante; l'erogazione delle prestazioni non può infatti avvenire che tramite una convenzione con una compagnia di assicurazione, convenzione in cui, nel rispetto dell'equilibrio attuariale e finanziario al fine di evitare rischi di insolvenza, è auspicabile l'adeguamento dei coefficienti di conversione alle variazioni della mortalità,<sup>40</sup> con effetto sulle rendite in corso di costituzione.

Durante la fase di accumulazione, pertanto, l'aderente al fondo pensione dovrà reagire a un incremento della longevità attesa—tutt'altro che improbabile se si considera che la lunghezza della vita lavorativa è normalmente prossima a quattro decenni—con un aumento della contribuzione residua e/o una posticipazione dell'età di pensionamento. Ad evitare il rischio che ciò giunga come una sorpresa per gli aderenti, specie ad età avanzate in cui il costo dell'aggiustamento è verosimilmente maggiore, occorrerebbe prevedere un "monitoraggio" delle variazioni nella longevità accompagnato da una chiara comunicazione ai partecipanti degli effetti che, per ogni dato tasso di rendimento, tali variazioni esercitano sulla rendita ottenibile a scadenza.

Un'opportunità profondamente diversa è concessa alle forme previdenziali individuali attuate mediante polizze di assicurazione: esse possono infatti, del tutto logicamente, adottare l'impianto dei tradizionali contratti di rendita differita, e dunque predefinire al momento di ciascun versamento il tasso di conversione in rendita garantito per il termine della fase di accumulazione.

Tale facoltà, di cui si avvalgono alcune tra le polizze previdenziali più diffuse sul mercato, esacerba con la presenza di un lungo periodo di differimento l'impatto di una

---

<sup>40</sup> Le modalità della revisione non sono tuttavia ancora definite, dato che, a oggi (fine 2002), nessun fondo negoziale ha ancora sottoscritto la richiesta convenzione con la compagnia di assicurazione e i fondi aperti, che debbono adottare basi tecniche fin dalla loro costituzione, contemplano soltanto un generico rinvio a modifiche delle condizioni finanziarie ed attuariali.

problematica comunque insita in ogni vitalizio: giacché dopo la conversione in rendita le basi tecniche non potranno subire modifiche, le compagnie devono impiegare tavole proiettate che incorporino una stima delle variazioni future della mortalità. Tale processo richiede un delicato equilibrio tra due opposti rischi di notevole gravità: da una parte l'adozione di proiezioni non sufficientemente prudenziali potrebbe condurre all'assunzione di impegni insostenibili per le compagnie, che potrebbero non essere in grado di onorare le promesse implicite in tassi di conversione non aderenti alle reali condizioni di mortalità, con ricadute negative sugli assicurati ed anche sulla collettività per gli effetti “domino” che si potrebbero innescare nei mercati finanziari; all'opposto una sovrastima *ex ante* del rischio di sopravvivenza potrebbe determinare un caricamento implicito tale da costituire un prezzo troppo elevato per il beneficio derivante dalla costanza delle basi tecniche, ovvero da rendere indesiderata e inefficiente la conversione in rendita<sup>41</sup>.

Oltre a richiedere un'attenta supervisione da parte dell'autorità di vigilanza, questo complesso problema ha talora indotto ad auspicare l'introduzione di garanzie pubbliche, ossia l'assunzione del rischio demografico aggregato da parte dello Stato, mediante l'emissione di titoli indicizzati alla mortalità della popolazione complessiva<sup>42</sup>.

## 9. Conclusioni

Il mercato previdenziale italiano presenta:

- una netta distinzione tra *forme collettive e forme individuali*, la quale, tuttavia, riproduce soltanto in minima parte la più tradizionale distinzione tra secondo e terzo pilastro giacché in ambedue i casi si tratta di risparmio previdenziale investito secondo le regole del mercato finanziario, fortemente connotato in senso attuariale e, anche per le forme collettive, con un contenuto minimo o del tutto assente di solidarietà interna alla categoria e tra le generazioni e di *risk sharing* con l'impresa;
- una netta distinzione tra *lavoratori dipendenti e altri lavoratori*, con un più marcato “paternalismo” che traspare dall'insieme delle regole per i primi e una sorta di *benign neglect* per i secondi.

La segmentazione che ne deriva - i cui vari aspetti sono stati discussi nelle pagine precedenti - non è priva di giustificazioni, ma comporta chiaramente dei costi in termini di riduzione dell'efficienza complessiva del mercato. Nel pesare le une e gli altri, è opportuno separare il breve dal lungo periodo. Le giustificazioni di breve periodo ruotano intorno all'argomentazione *dell'industria nascente*, all'opportunità di contenere i costi e di permettere l'accesso a forme previdenziali integrative poco costose, e perciò anche meno flessibili, a tutti i lavoratori. Sotto questo profilo, considerazioni di più lungo periodo impongono però di sfatare lo “stereotipo” del lavoratore dipendente come più debole e, conseguentemente, più meritevole di protezione di altri lavoratori. Per quali ragioni il lavoratore dipendente deve essere considerato più sprovveduto di altri nel selezionare la forma previdenziale a cui aderire? Perché deve essere incapace di scegliere anno per anno la sua contribuzione? Perché

<sup>41</sup> Alcuni problemi aperti, e dalla cui soluzione potrebbero discendere importanti differenze tra i fondi negoziali e le restanti forme pensionistiche, sono trattati in appendice (A.2.).

<sup>42</sup> D. Blake, W. Burrows, e Orszag, 2001.

deve per forza rinunciare al TFR, o meglio a una forma di ricchezza che ha caratteristiche di risparmio precauzionale più che non previdenziale?

Con l'attuale impostazione, che sembra basata più sul recepimento dello stereotipo che non su una approfondita analisi dei degli interrogativi appena posti, si corre il rischio, da un lato, di protrarre nel tempo quella che non può che apparire una "ingessatura" eccessiva dei fondi negoziali; dall'altro, di riservare ai lavoratori autonomi e atipici (che peraltro sono numericamente prevalenti e lo saranno anche di più in futuro), ma anche ai lavoratori meno sindacalizzati, le forme individuali al cui funzionamento (in termini di *governance* e di trasparenza) il legislatore sembra dedicare minore interesse e cura.

Come si è visto, la differenziazione tra forme è basata in modo cruciale sul TFR, concepito dal legislatore come la principale fonte di finanziamento della previdenza integrativa, nella forma dei fondi negoziali. Pragmaticamente, ciò ha un senso, considerate le difficoltà di reperire altre forme di finanziamento "quasi" immediatamente disponibili e "quasi" perfettamente assimilabili al risparmio previdenziale a capitalizzazione, nonché l'inefficienza complessiva del TFR come fonte di finanziamento per le imprese. Il ruolo di ammortizzatore sociale del TFR è stato però trascurato dal legislatore, sotto il duplice profilo della liquidità e della rischiosità. Mentre la prima è ora equiparata tra il TFR presso l'impresa e il TFR devoluto a fondo pensione, la seconda rimane un problema. Non è inutile ricordare che mentre il rendimento – basso, ma relativamente sicuro – del TFR è stato a lungo ridicolizzato, esso è stato in questi anni adottato come *benchmark* dalla maggior parte dei fondi negoziali, laddove il mercato fatica a trovare garanzie equivalenti.

In queste circostanze, l'obbligatorietà di devoluzione del TFR – prevista nella delega presentata in Parlamento nel dicembre 2001 - non può che essere considerata una scorciatoia, magari favorevole allo sviluppo quantitativo del mercato, ma sicuramente meno alla sua crescita qualitativa in termini di efficienza, trasparenza e professionalità. In particolare, risulta difficile conciliare tale obbligatorietà con l'intenzione espressa nella delega di procedere a una maggiore equiparazione tra le diverse forme previdenziali, attraverso una revisione delle norme che restringono la libera circolazione degli iscritti tra le medesime, al fine di assicurare una maggiore competizione e quindi una maggiore efficienza del mercato.

Da ultimo, non si deve però dimenticare come, se si dovesse indicare la principale causa dello scarso sviluppo della previdenza complementare nel nostro Paese a dieci anni dalla prima regolamentazione, questa dovrebbe sicuramente individuarsi nell'eccessiva generosità che ancora permea la componente pubblica. Anche dopo le riforme degli Anni '90, una vita lavorativa soddisfacentemente lunga e continua genera una pensione adeguata alla pregressa retribuzione, e quindi non suscita incentivi alla costituzione di un supplemento di pensione a capitalizzazione. La maniera più sicura di suscitare questi incentivi non può che essere pertanto una riduzione della copertura obbligatoria, come previsto nella proposta CeRP di *opting out*<sup>43</sup>. Il disegno di legge non recepisce invece questo principio, e continua purtroppo a mantenere sostanzialmente immutato il quadro di insieme della previdenza pubblica.

---

<sup>43</sup> Cfr. Fornero e Castellino (a cura di), 2001.

## Bibliografia

Amato, G. – Marè, M.

2001 *Le Pensioni. Il pilastro mancante*, Bologna, Il Mulino.

Blake, D. – Burrows, W. – Orszag, J.M.

1998 *Stakeholder Annuities: Reducing the Costs of Pension Provision*, in “Discussion Paper PI”, London, January.

Blake, D.

2001 *Portfolio Regulation of Life Insurance Companies and Pension Funds*, WP n. PI-0101, The Pension Institute, Birkbeck College, London

Castellino, O. – Fornero, E.

2000 *Il TFR: una coperta troppo stretta*, in “Rivista di politica economica”, anno XC, serie III.

Castellino, O. – Fornero, E.

2001 *La riforma del sistema previdenziale italiano*, Bologna, Il Mulino.

Covip, *Relazione Anno 2001*, Roma

Fornero, E.

1999 *L'economia dei fondi pensione. Potenzialità e limiti della previdenza privata in Italia*, Bologna, Il Mulino.

Fornero, E.

2001 *I sistemi pensionistici europei: caratteristiche e prospettive, EURO 2002 Previdenza e Libere Professioni*, Il Sole24Ore.

Francario, L.

2000 *Il ruolo dei fondi pensione nel riassetto del sistema previdenziale*, Economia Italiana (Anno 2001, Numero 3 – Settembre-Dicembre), Roma, Banca di Roma.

Gokhale, Jagadeesh, Laurence J. Kotlikoff, and Mark Warshawsky,

2001 *Life-Cycle Saving, Limitson Contributions to DC Pension Plans, and Lifetime Tax Subsidies*, forthcoming in *Public Policies and Private Pensions*, Bill Gale, ed., TheBrookings Institution,.

James, E. – Ferrier, G. – Smalhout, J. – Vittas, D.

1999 *Mutual Funds and Institutional Investments: What is the Most Way to Set Up Individual Accounts in a Social Security System?*, NBER, WP7049.

Mefop

2002 *Fondi pensione europei: un confronto tra differenti mercati domestici*, Anno 2002, n. 4, Roma, Quaderni.

Mefop

2000-2002 Newsletters



Menzio G.

2000 *Opting Out from the Social Security System*, Working Paper CeRP, n. 1, Anno 2000.

## APPENDICE

A.1. *Governance* e tutela dei partecipanti

I meccanismi di armonizzazione degli interessi degli agenti con quelli dei partecipanti sono insiti nelle disposizioni relative alle procedure di autorizzazione, regole di *governance*, garanzie della *non distraibilità* del patrimonio, di investimento delle risorse e di soddisfacimento degli *standard* di trasparenza.

Tabella A.1. – Disposizioni per la tutela dei partecipanti

	Fondi Negoziali	Fondi Aperti	Polizze previdenziali
<b>governance</b>	organi di amministrazione e di controllo e assemblea (organo volitivo) scelti con il metodo elettivo;  nel caso della contribuzione bilaterale, partecipazione paritetica di rappresentanti dei lavoratori e di datori di lavoro;	responsabile del fondo scelto dalla società promotrice	nessuna variazione rispetto ai meccanismi ordinari dell'assicurazione
<b>titolarità delle risorse</b>	in capo al fondo, con potere di indirizzo e conservazione dei diritti di voto, esercitati nell'interesse dei partecipanti	in capo al fondo, con diritti di voto esercitati dalla società promotrice nell'interesse dei partecipanti	in capo alla compagnia di assicurazione, che esercita i diritti di voto
<b>modalità di gestione</b>	delega a un gestore esterno	gestione da parte della società promotrice	gestione da parte dell'assicurazione
<b>custodia</b>	banca depositaria	banca depositaria	
<b>regole sugli investimenti</b>		<i>Prudent person rule</i> Regole di diversificazione: <ul style="list-style-type: none"> <li>• titoli di un unico emittente ≤ 15%</li> <li>• liquidità ≤ 20%</li> <li>• quote fondi chiusi ≤ 20%</li> <li>• attività promotori (≤ 20%, ≤ 30% se gruppo)</li> </ul>	Regole di diversificazione: <ul style="list-style-type: none"> <li>• vietato investire nella compagnia</li> <li>• limite massimo di concentrazione 10%</li> </ul>
<b>valutazione del patrimonio</b>	ai prezzi di mercato	ai prezzi di mercato	nel caso delle polizze rivalutabili: al costo storico
<b>trasparenza</b>	informativa pre- e post-contrattuale prevista dalla COVIP	informativa pre- e post-contrattuale prevista dalla COVIP, oltre al rispetto della normativa sulla sollecitazione al pubblico risparmio (maggiore dettaglio)	informativa pre e post contrattuale prevista dall'ISVAP, che però non è soggetta ad alcuna procedura di approvazione e controllo
<b>informativa post-contrattuale</b>	bilancio annuale	pubblicità valore quote	pubblicità valore quote

Contro i rischi di appropriazioni indebite e frodi, nel caso dei fondi pensione (negoziali ed aperti) si configurano una netta separazione del patrimonio del fondo rispetto a quello dei promotori<sup>44</sup>, e la delega esterna per la gestione delle risorse dei fondi negoziali. In entrambi i casi la titolarità delle risorse è in capo al fondo conferendogli, per conseguenza, un potenziale ruolo nel *corporate governance*<sup>45</sup>.

A presidio del principio di *non distraibilità* del patrimonio rispetto al fine previdenziale vi è anche la disposizione di custodia delle risorse del fondo presso una banca depositaria. Essa provvede, oltre alla custodia, alla mobilitazione dei valori in esecuzione dell'attività di investimento delle risorse, verificando anche per questa via che la gestione avvenga nel rispetto delle norme e delle disposizioni contenute nei mandati<sup>46</sup>. Ne discende la necessità di una puntuale regolamentazione circa l'ambito delle attività<sup>47</sup> e i compiti da essa svolti, con la predisposizione di opportuni schemi di convenzione.

Nel caso delle gestioni assicurative, l'assunzione dei rischi (finanziari e demografici) da parte della compagnie<sup>48</sup> impone l'utilizzo dei premi raccolti per la costituzione di riserve matematiche a fronte degli impegni assunti, riserve che rimangono in proprietà della compagnia medesima.

Poiché dalle condizioni di trasparenza del mercato discende la possibilità di effettuare scelte consapevoli tra strumenti, assumono rilevanza le modalità e la frequenza della valutazione del patrimonio e quindi delle posizioni individuali dei partecipanti, nonché delle disposizioni relative alla diffusione delle informazioni.

Nei fondi pensione, negoziali come aperti, e nelle polizze vita del tipo *unit linked*, la valutazione della *performance* avviene sulla base della rilevazione dei valori di mercato delle attività in cui sono investite le riserve. Come per i fondi comuni, il patrimonio valutato ai prezzi di mercato è suddiviso in quote che vengono acquistate dagli aderenti con ogni contribuzione: l'iscritto conosce dunque il rendimento della propria ricchezza previdenziale grazie alla pubblicità del valore della quota, con una procedura che ha il duplice pregio della semplicità e della trasparenza. La valorizzazione delle quote deve avvenire con cadenza almeno mensile, per i fondi pensione, e settimanale per le compagnie di assicurazione<sup>49</sup>. La disciplina in materia previdenziale non prevede vincoli quanto a pubblicazione del valore

<sup>44</sup> I fondi negoziali sono soggetti (associazioni riconosciute e non) giuridicamente separati rispetto ai promotori e ai gestori, rappresentando così una nuova tipologia di investitori istituzionali operanti senza di lucro. I fondi aperti, funzionano secondo la logica di mercato, essendo individuati come patrimonio separato e autonomo rispetto a quello dell'intermediario promotore, senza che si configuri la distinzione soggettiva rispetto a quest'ultimo (Francario, 2001).

<sup>45</sup> Peraltro finora trascurabile in considerazione delle strategie di investimento selezionate.

<sup>46</sup> Si può osservare che, data la struttura dei fondi negoziali, la banca depositaria non sia nella piena condizione di svolgere le proprie funzioni in quanto parte del patrimonio di tali fondi sfugge al suo controllo. Infatti non vi è piena coincidenza tra il patrimonio del fondo e l'ammontare delle risorse conferite in gestione in quanto parte di esso è gestito direttamente o destinato alla gestione amministrativa. Questo problema non sussiste nel caso dei fondi aperti per i quali vi è coincidenza tra promotore e gestore.

<sup>47</sup> Riguarda le risorse affidate in gestione (art. 6 D.Lgs. 124/1993). Nel caso dei fondi aperti si tratta dell'intero patrimonio; Per i fondi negoziali la mancata coincidenza è dovuta al fatto che parte di esso è gestito direttamente ovvero destinato alla copertura delle spese di amministrazione.

<sup>48</sup> Art. 35 D.Lgs. 174/1995.

<sup>49</sup> Con riferimento al patrimonio raccolto tramite polizze *unit linked*, nel caso delle polizze rivalutabili la cadenza può essere superiore.

delle quote, tuttavia in forza della disciplina sulla sollecitazione al pubblico risparmio e sulle compagnie assicurative deve avvenire, per i fondi aperti e le compagnie, con cadenza rispettivamente mensile e giornaliera.

Nel caso delle polizze rivalutabili, le risorse raccolte confluiscono in gestioni speciali che vengono valutate al costo storico; il rendimento non viene determinato con riferimento al valore corrente delle riserve, ma sulla base del confronto tra il costo storico e quello di realizzo degli *assets* negoziati, tenendo conto delle minusvalenze e plusvalenze effettivamente realizzate, nonché degli interessi e dividendi di competenza. Tale metodo può generare *disallineamenti* tra il valore delle attività e quello delle passività, ma genera anche un certo grado di mutualità tra gli iscritti, derivante dal fatto che del rendimento realizzato, una volta consolidato, si avvantaggiano tutti i partecipanti indipendentemente dalla data di iscrizione.

In materia di diffusione delle informazioni, al di là di quanto stabilito nella normativa specifica sulla previdenza complementare, ai soli fondi aperti si applica anche la normativa prevista per la sollecitazione del pubblico risparmio, volta a una più consapevole scelta da parte del singolo. La mancata estensione di tale previsione ai fondi pensione negoziali ed alle polizze previdenziali non sembra derivare da una precisa scelta, quanto dalla pedissequa applicazione di regole già esistenti; per le forme occupazionali una possibile motivazione può ad ogni modo essere individuata nella presenza dell'intermediazione sindacale.

Il regolamento dell'attività di investimento può sostanziarsi nella definizione di norme di condotta (*prudent person rule*) oppure di specifiche regole quantitative volte a garantire la diversificazione e il contenimento dei rischi. Nel nostro Paese, per i fondi pensione si è optato per una soluzione intermedia, mentre alle compagnie di assicurazione si applicano unicamente restrizioni quantitative.

L'attività di investimento dei fondi pensione è infatti regolata in termini di vincoli quantitativi e qualitativi. Da un lato, si contribuisce a favorire l'efficiente allocazione delle risorse attraverso la predisposizione di regole flessibili sulla condotta degli operatori, giudicabile solo *ex post* sulla base dei risultati di mercato; dall'altro, ai fini di propiziare una migliore diversificazione, si è stabilito un limite massimo all'investimento in azioni di una stessa società, pari al 5% ma elevabile al 10% nel caso di società non quotate<sup>50</sup>. Se tale scelta può apparire pienamente condivisibile, può però essere fonte di perplessità che sia concessa ai fondi pensione una deroga a tali limiti proprio nel caso di investimento nei settori di occupazione dei partecipanti, che teoricamente dovrebbe semmai essere ancor più vincolato per garantire la diversificazione rispetto al capitale umano, e per il quale invece il limite è elevato al 20% nel caso di titoli emessi da soggetti tenuti alla contribuzione o addirittura al 30% se si tratta di risorse di fondi di categoria.

La regolamentazione consente infine ai differenti operatori del MFP di offrire agli aderenti un diverso grado di flessibilità nell'allocazione delle risorse secondo le proprie preferenze ed esigenze personali. In teoria, tutti i fondi pensione sarebbero equiparati nella facoltà di consentire l'adesione ad una linea di investimento prescelta tra le molte proposte da ogni fondo, ma nella pratica i fondi occupazionali tardano a effettuare la distinzione in comparti, che è invece presente in tutti i fondi aperti. Le polizze previdenziali occupano invece i due estremi opposti della segmentazione del mercato: da un lato i prodotti del tipo

<sup>50</sup> Sebbene i vincoli quantitativi contrastino con l'orientamento europeo, che propende per la "*prudent man rule*", anche la proposta di direttiva europea sottolinea la necessità di protezione contro i rischi derivanti dall'investimento in attività di imprese partecipanti, fissando un limite del 5%, con eccezioni (cfr. Quaderno Mefop, n.4).

*unit linked* consentono un'estrema elasticità nella scelta dell'investimento, con la partecipazione simultanea ad un numero potenzialmente illimitato di linee; dall'altro le tradizionali polizze rivalutabili prevedono la sola partecipazione alla gestione speciale, che oltre a non consentire differenziazioni individuali offre generalmente una minima se non nulla diversificazione, investendo la quasi totalità dell'attivo in titoli a reddito fisso.

## A.2. La conversione in rendita e l'erogazione

Se il legislatore ha optato per la volontarietà della partecipazione alla previdenza complementare, incoraggiandola con benefici fiscali, dall'altro ha però inteso impedire l'elusione della finalità previdenziale, ossia l'improprio sfruttamento delle agevolazioni che la accompagnano, mediante l'imposizione di vincoli alla disponibilità e all'utilizzo delle risorse accumulate.

In particolare, il pensionamento può avvenire all'età prevista nel regime obbligatorio di appartenenza o al compimento del 57 anno di età; è inoltre previsto un vincolo alla decumulazione graduale, oltre che al trasferimento del rischio di longevità a compagnie di assicurazione, attraverso la acquisizione obbligatoria di una rendita vitalizia per almeno il 50% del montante accumulato<sup>51</sup>.

L'incentivazione al godimento in rendita può sembrare pleonastica, o addirittura paradossale, alla luce di una teoria economica che, in condizioni prossime all'equità attuariale e all'interno di ipotesi plausibili sui comportamenti, postula la netta superiorità della rendita rispetto alle altre forme di ricchezza e che prevede, pertanto, la conversione in rendita dell'intera ricchezza. La realtà è però molto diversa e, per svariati motivi, i risparmiatori non soltanto italiani si mostrano assai riluttanti a scegliere il vitalizio.

La valutazione dell'opportunità di imporre la conversione in rendita del montante accumulato nei piani previdenziali dipende ovviamente dalle precise ragioni che si ritiene inducano gli individui alla preferenza contraria: un desiderio di liquidità dettato da desideri di flessibilità, dal movente precauzionale per il risparmio, dalle imperfezioni dei mercati creditizi e assicurativi, non sembrerebbe dover essere contrastato; più problematico, alla luce degli incentivi fiscali, è il ruolo del movente ereditario, mentre legittimerebbe indubbiamente un intervento paternalistico la diffusione di forme di miopia che conducessero ad un troppo rapido consumo del patrimonio previdenziale.

Un'ultima giustificazione non di rado addotta per l'introduzione di vincoli all'acquisto di un vitalizio è la riduzione del costo della selezione avversa derivante dalla maggior longevità di coloro che scelgono volontariamente di acquistare un vitalizio. A sua volta problematica è però l'adozione di un unico coefficiente di conversione in rendita per persone aventi aspettative di longevità diverse: nella misura in cui la diversità sia nota a priori, ciò implica effetti redistributivi potenzialmente indesiderabili, e nel caso di obbligatorietà involontari e inevitabili.

La discussione è aperta soprattutto per quanto riguarda la dimostrata eterogeneità dei tassi di mortalità di uomini e donne: la maggior longevità attesa di queste ultime implica che l'impiego di basi tecniche indifferenziate determini un trasferimento in loro favore, mitigabile

---

<sup>51</sup> Si noti inoltre che l'incentivo fiscale richiede la conversione dei 2/3 del montante, ma che, per contro, ogni obbligo è assente per prestazioni che risulterebbero inferiori all'assegno sociale. Quest'ultima disposizione è problematica in quanto, soprattutto se applicata ai famigliari a carico, può rappresentare un veicolo di risparmio fiscalmente agevolato, utilizzabile da percettori di redditi medio-alti.

soltanto con contratti di rendita reversibile in capo al coniuge oppure comprendenti un periodo di certezza, e dunque a patto di una riduzione della pensione erogata annualmente.

Oltre a coincidere con uno scostamento non evidentemente desiderabile dall'equità attuariale, l'adozione di un'unica tavola di mortalità appare tendenzialmente incompatibile con la volontarietà dell'accesso al vitalizio, poiché comporterebbe una facile autoselezione degli assicurati, che risulterebbero sproporzionatamente di sesso femminile: non a caso è ovunque pratica degli assicuratori offrire diverse tariffe di rendita a uomini e donne, come pure avviene per le forme previdenziali individuali nel nostro paese.

Meno evidente è la posizione dei fondi pensione negoziali, nessuno dei quali ha ancora stilato la convenzione con una compagnia di assicurazione per l'erogazione della prestazione pensionistica; in assenza di un preciso dettato legislativo, non si potrebbe escludere che prevalga il desiderio di evitare ogni forma di discriminazione, anche se attuarialmente giustificata. Tale è infatti la posizione del sistema pensionistico pubblico, nonché l'indicazione fornita a livello comunitario dalle direttive 378/86 e 96/97/EC con riferimento agli schemi previdenziali occupazionali: la previsione di parità di trattamento di lavoratori e lavoratrici è interpretata in termini di ammontare iniziale della pensione piuttosto che di valore atteso delle prestazioni pensionistiche.

Al di là del dibattito circa le differenti concezioni dell'equità, non pare però in realtà sostenibile l'adozione di un sistema diverso per forme previdenziali collettive ed individuali, mancando allo stato attuale una significativa demarcazione tra secondo e terzo pilastro. Poiché difatti è concessa libertà di trasferimento dall'uno all'altro, e al termine della fase di accumulazione non opera più il disincentivo alla mobilità rappresentato dalla norma fiscale, l'operare della selezione avversa condurrebbe alla concentrazione degli uomini nelle rendite erogate dalle forme individuali e delle donne nelle pensioni di tipo occupazionale, realizzando in pratica quella stessa differenziazione che si vorrebbe escludere in teoria.