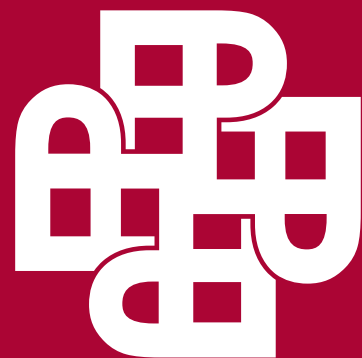


Working paper



MEFOP

Sviluppo Mercato Fondi Pensione

FRANCESCA SPIGARELLI

**Miti e paradossi del secondo pilastro
della previdenza:
alcune riflessioni sul caso italiano**

WORKING PAPER MEFOP N. 11 / 2005

MITI E PARADOSSI DEL SECONDO PILASTRO DELLA PREVIDENZA: ALCUNE RIFLESSIONI SUL CASO ITALIANO

di

Francesca Spigarelli

Università Politecnica delle Marche; e.mail spigarelli@econ.univpm.it

Abstract

Il ruolo svolto nei sistemi pensionistici dal II pilastro si è notevolmente ampliato, a partire dagli anni '90, interessando sempre più anche Paesi caratterizzati, tradizionalmente, da una vocazione pubblicistica nella gestione dei servizi di interesse sociale. Tuttavia, spesso, le riforme intraprese per l'introduzione di un pilastro complementare a quello pubblico è avvenuta in modo non corretto. L'euforia, in parte generata dall'interpretazione errata dei suggerimenti della Banca Mondiale, ha indotto molti governi a considerare la privatizzazione *tout court* una condizione necessaria e sufficiente a garantire il riequilibrio dei sistemi previdenziali. Si è spesso sottovalutato il ruolo di riforme ulteriori da intraprendere, a sostegno di quelle previdenziali. Sovente, si sono introdotte formule di privatizzazione molto spinte della previdenza, sostenute da alcune convinzioni forti sui benefici collegati alle stesse che si sono, a detta di autorevoli economisti, rivelate dei veri e propri *miti* della previdenza privatizzata. L'analisi di tali *miti* ha stimolato la stesura di questo paper, in cui si propongono alcune prime riflessioni sui concreti effetti che, al momento, l'introduzione della previdenza complementare sta producendo in Italia. Si analizzano, dunque, alcuni dei potenziali benefici attribuibili alla riforma del sistema pensionistico e, attraverso i dati disponibili, si cerca di verificare se nel nostro Paese tali benefici si sono manifestati oppure si è in presenza di una loro negazione.

Si è ovviamente consapevoli delle peculiarità del caso italiano, rispetto ai casi analizzati da coloro che hanno studiato la tematica dei *miti* del II pilastro. Tuttavia, si ritiene utile soffermarsi sugli aspetti più provocatori di tali accuse: si tratta di spunti interessanti per riflettere su alcuni elementi critici o aspettative che si riversano sui fondi pensione italiani e che potrebbero non trovare piena corrispondenza rispetto a quanto i fondi stessi possono e potranno concretamente fare o dare a supporto del soddisfacimento dei bisogni previdenziali di una popolazione in progressivo invecchiamento.

Indice

1. Considerazioni introduttive	1
2. La struttura dei sistemi previdenziali	3
2.1. Il sistema di protezione previdenziale dell'individuo	3
2.2. L'architettura dei sistemi di protezione del reddito pensionistico	5
2.3. Il ruolo differenziato dei pilastri previdenziali	10
3. Miti e realtà del secondo pilastro	13
3.1. Mito n. 1: un sistema privatistico permette maggiore libertà di scelta	14
3.2. Mito n. 2: incoraggiando l'adesione al sistema privatistico, si assicura una maggiore copertura pensionistica della popolazione.....	16
3.3. Mito n. 3: le distorsioni del mercato del lavoro sono eliminate o ridotte	18
3.4. Mito n. 4: un sistema privatistico promuove la competizione	21
3.5. Mito n. 5: la competizione del sistema privatistico assicura più efficienza e costi amministrativi ridotti.....	22
3.6. Mito n. 6: un sistema privatistico aumenta i rendimenti dei capitali investiti, il che implica maggiori flussi pensionistici rispetto ad un sistema pubblico	27
3.7. Mito n. 7: un sistema privatistico aiuta a sviluppare il mercato finanziario e la diversificazione di portafoglio	31
3.8. Mito n. 8: un sistema pensionistico privato aumenta la propensione nazionale al risparmio.....	33
3.9. Mito n. 9: la gestione privata del sistema pensionistico e la proprietà individuale dei montanti contributivi aumentano la protezione del sistema contro interferenze politiche	35
4. Considerazioni conclusive.....	37
Bibliografia	39
Appendice 1: Le possibili configurazioni del II pilastro della previdenza	46
Appendice 2: I rischi e la vigilanza nel settore della previdenza complementare.....	52

1. Considerazioni introduttive

Dopo anni di dibattito sulla necessità di una revisione dei sistemi pensionistici nei Paesi OECD, a seguito del progressivo invecchiamento della popolazione, della globalizzazione e della riduzione dei budget pubblici (Disney, 2000), nella prima metà degli anni '90 la Banca Mondiale si fece promotrice di un modello di riforma basato su un approccio a tre pilastri della previdenza¹. In particolare, veniva caldeggiata la presenza di un primo pilastro, pubblico, obbligatorio a ripartizione, cui si affiancavano un secondo pilastro obbligatorio, preferibilmente a gestione privata e a capitalizzazione, e un terzo pilastro volontario, privato e a capitalizzazione.

Alle indicazioni della Banca Mondiale seguirono numerose ulteriori discussioni sulla dimensione del primo pilastro (minima, sostanziale, nulla) e sull'organizzazione del secondo (a contribuzione definita o a benefici garantiti, a gestione esclusivamente privata o anche pubblica)², ma quello evidenziato dall'Organizzazione rimase il modello di principale ispirazione per numerosi governi.

Successivamente, nel 1999, uno degli economisti più prestigiosi della Banca Mondiale, il premio Nobel Joseph E. Stiglitz, pubblicò assieme a Peter Orszag (2001) un paper dai toni critici sulle conseguenze della proposta di riforma caldeggiata dall'Organizzazione o, meglio, sulle modalità di applicazione della stessa seguite nella prassi. I due autori focalizzarono l'attenzione sull'ipotesi di adozione di un pilastro pensionistico privato a contributi definiti e a capitalizzazione (Orszag, Stiglitz, 2001, pp. 18-21), ossia sullo schema maggiormente seguito nei vari progetti di riforma. Essi posero in evidenza come molti dei benefici attribuiti a tale schema non potessero essere considerati universali, non trovando conferma piena né attraverso le evidenze empiriche, né sul piano degli approfondimenti teorici. I fondi privati possono sicuramente portare ad uno sviluppo del mercato domestico dei capitali, ma a detta dei due economisti, potrebbero anche esporre gli iscritti a rischi elevati e alla erosione delle risorse contributive, a causa principalmente degli alti costi amministrativi.

L'autore intende ringraziare il prof. Attilio Mucelli per i suggerimenti preziosi offerti nella stesura del lavoro. La responsabilità di quanto riportato nel working paper rimane, ovviamente, dell'autore.

¹ Per un approfondimento sulle possibili configurazioni dei sistemi previdenziali si veda la chiara ed esauriente illustrazione proposta da Barr, 2000, pp. 4-7.

A fronte dei *miti* discussi e sottoposti a verifica, relativamente agli effetti macroeconomici, all'efficienza microeconomica e alla economia politica, i due economisti vollero smorzare gli entusiasmi dei governi e dell'opinione pubblica sui benefici collegati a un secondo pilastro di tipo privatistico. Parte degli stessi benefici potrebbero, infatti, non manifestarsi o potrebbero essere raggiunti solo attraverso ulteriori interventi pubblici di riforma. L'intento di Orszag e Stiglitz era quello di contribuire ad avviare un ulteriore dibattito scientifico e politico sulle possibili configurazioni del sistema previdenziale e del II pilastro in particolare, compatibili con le iniziali indicazioni della Banca Mondiale.

Come era prevedibile, la provocazione innescata dal paper ha suscitato un dibattito molto acceso nella comunità scientifica³ e negli ambienti politici mondiali, relativamente alla fondatezza o meno degli attacchi ai cosiddetti *miti* della privatizzazione dei sistemi pensionistici. E' proprio a tale dibattito che si ispira questo *working paper*.

Il lavoro è diviso in due parti. Nella prima si descrivono le possibili configurazioni del sistema previdenziale, anche secondo il modello a tre pilastri della Banca Mondiale. L'attenzione si focalizza sul II pilastro, in modo da comprenderne le possibili accezioni. Si ricorda, infatti, che in Italia lo stesso assume una conformazione completamente diversa rispetto ai tipici Paesi richiamati nei principali studi internazionali (quali USA, Cile, Bolivia, etc...). Nel nostro Paese, il secondo pilastro, alimentato dai fondi pensione, è volontario e assolutamente complementare rispetto al primo, che mantiene il ruolo di elemento portante del sistema. Nel lavoro ci si sofferma in ogni caso sulla descrizione delle peculiarità del mercato previdenziale italiano, oggetto di un ampio e articolato working paper Mefop, cui si rinvia (Fornero, Fugazza, 2002)⁴.

Nella seconda parte, seguendo l'iter metodologico e la struttura utilizzati da C. Mesa-Lago (2002) per testare la fondatezza di alcuni dei *miti* di Orszag e Stiglitz alle riforme intraprese dai Paesi dell'America Latina, si propongono alcune prime

² Si vedano, ad esempio, le posizioni contrastanti di James, 1998, p. 275; Eatwell et al., 2000, pp. 140-141; Weaver, 1998.

³ Si veda, in particolare, il lavoro di Barr, 2000.

⁴ Si prescinde in questa sede da considerazioni legate ai piani individuali di previdenza, che vanno assumendo un ruolo importante nel mercato previdenziale italiano. Per tali strumenti non sono disponibili ancora dati di medio-lungo periodo. Peraltro, non vi è riferimento ad essi o a strumenti simili nella maggior parte dei contributi dottrinali, nazionali ed esteri, utilizzabili ai fini dell'analisi

riflessioni sui concreti effetti che, al momento, l'introduzione della previdenza complementare in Italia sta producendo. Si considerano, dunque, alcuni dei potenziali benefici iscrivibili alla riforma del sistema pensionistico e, attraverso i dati disponibili, si cerca di verificare, ove possibile, se nel nostro Paese tali benefici si sono manifestati oppure si è in presenza di una loro negazione.

2. La struttura dei sistemi previdenziali

L'invecchiamento progressivo della popolazione ha messo in crisi, nell'area OECD, la struttura e il finanziamento della rete di protezione dell'individuo, basata sul sostegno pensionistico e sociosanitario⁵. Nei principali Paesi industrializzati si è resa necessaria, oltre che urgente, una ridefinizione del *welfare state*, tale da individuare un quadro nuovo di soluzioni assistenziali, pubbliche e private, coerenti con le esigenze della *ageing society*. L'insostenibilità finanziaria degli schemi di previdenza "tradizionali" non solo ha fortemente stimolato una loro revisione, ma soprattutto ha spinto ad una responsabilizzazione via via più estesa dell'individuo nella pianificazione e nel finanziamento, nel corso della vita lavorativa, del reddito previdenziale futuro, anche mediante il ricorso a strumenti pensionistici di natura privata, correlati o meno con l'attività lavorativa (World Bank, 1994).

2.1. Il sistema di protezione previdenziale dell'individuo

La struttura e le caratteristiche del sistema pensionistico dipendono dall'interazione di vari fattori macroeconomici, sociali, politici e demografici⁶, tra cui si rilevano:

- il livello di sviluppo economico del Paese e l'efficienza dei mercati reali e finanziari;
- la struttura per età attuale ed attesa della popolazione;

dei *miti*. Per approfondimenti sul mercato dei piani individuali di previdenza, si rinvia al lavoro Fornero, Fugazza, Ponzetto (2004).

⁵ "Le risorse occorrenti per mantenere, assistere e curare gli anziani inattivi provengono da tre fonti principali, che concorrono in proporzioni diverse a seconda dei tempi e dei Paesi. Esse possono a) provenire dai risparmi che lo stesso anziano ha accumulato nella precedente età produttiva; b) essere fornite dai familiari che sono ancora in età produttiva; c) essere fornite dalla collettività (cioè in definitiva dalla popolazione produttiva in quanto contribuente) sotto forma di servizi pubblici e di trasferimenti, come le pensioni finanziate con il sistema a ripartizione". Cfr. Fuà, 1986, p. 42.

⁶ Per approfondimenti su questi aspetti si veda Turner, 1998.

- l'ideologia politica prevalente, in relazione al ruolo del *welfare* e delle soluzioni “di mercato”.

Con riferimento al primo aspetto, è verosimile che a livelli elevati di sviluppo economico siano associate aspettative, da parte della popolazione, di crescita qualitativa dell'assistenza, anche pensionistica, offerta dallo Stato all'individuo e, in particolare, all'anziano. Il raggiungimento di un benessere economico nazionale medio-alto è sintomatico anche del potenziamento delle capacità produttive del Paese, della qualità delle infrastrutture e dei sistemi giuridici. Il miglioramento di questi fattori induce (o dovrebbe indurre ad) una crescita dell'efficienza, dello spessore e della trasparenza dei mercati, tra cui anche quelli finanziari. Sul piano pensionistico, la ricchezza economica si traduce in un accesso diffuso al mercato del lavoro da parte della popolazione, con un innalzamento dei redditi individuali. Si accresce, quindi, il volume delle contribuzioni versate e si alimenta il sistema previdenziale pubblico. Contestualmente, l'efficienza dei mercati finanziari offre la possibilità di ottimizzare la gestione di strumenti privatistici di sostegno ai redditi nell'età pensionabile. In questo senso, è reso finanziariamente più attraente il ricorso dei cittadini a schemi gestiti da enti privati sul mercato (fondi pensione, assicurazioni, intermediari creditizi, società di gestione del risparmio...).

In relazione alla struttura per età della popolazione, va rilevato che la presenza di composizioni demografiche giovani consente di definire sistemi previdenziali basati su trasferimenti finanziari intergenerazionali, dalla classe di popolazione attiva a quella non attiva. In questo caso, risultano sostenibili sistemi pensionistici a ripartizione, ove le risorse contributive versate dai lavoratori sono utilizzate per erogare le rendite spettanti ai soggetti pensionati. In ipotesi di popolazione con tassi di dipendenza⁷ elevati, invece, lo squilibrio esistente tra numero dei contribuenti e numero dei beneficiari rende opportuno introdurre sistemi a capitalizzazione, ove i contributi pensionistici versati sono investiti sui mercati finanziari, per una gestione della posizione previdenziale individuale del lavoratore. Questa soluzione organizzativa del sistema pensionistico comporta risultati tanto più positivi quanto più elevata è l'efficienza dei mercati finanziari stessi e quanto più ampie sono le opportunità di investimento accessibili al gestore.

⁷ Il tasso di dipendenza è dato dal rapporto tra la popolazione non in età da lavoro (tipicamente *over* 65) e la popolazione in età lavorativa, con età compresa tra i 15 ed i 64 anni.

In ultima analisi, il livello e la struttura della protezione offerta alla popolazione dallo Stato, in termini pensionistici, dipende dalle ideologie prevalenti a livello nazionale e dalle scelte istituzionali intraprese dalla classe politica. Alcuni Paesi, per cultura, tradizione ed evoluzione sociale si dimostrano più propensi ad affidare al mercato ed all'iniziativa privata la gestione di servizi di interesse collettivo, tra cui quelli pensionistici. In altri contesti, storicamente, si favorisce l'intervento pubblico per soddisfare, in modo uniforme, alcuni bisogni primari della popolazione. La scelta di privilegiare strutture pubbliche o private può essere influenzata e determinata anche dalle capacità di organizzazione e di gestione delle attività previdenziali da parte degli enti pubblici stessi.

2.2. L'architettura dei sistemi di protezione del reddito pensionistico

L'ampiezza di intervento dello Stato ed il livello di delega riconosciuta al mercato consentono di identificare tre configurazioni alternative del sistema pensionistico⁸:

1. opzione “intervento nullo” (*laissez faire*). Lo Stato non interviene nella formazione del reddito a sostegno dell'età pensionabile, né offre soluzioni per la protezione sociale. Non sussistono obblighi di contribuzione, né forme previdenziali imposte a lavoratori e imprese. A questa prima opzione di intervento pubblico potrebbero appartenere nazioni sia poco sviluppate, sul piano economico e politico, sia molto evolute, con mercati altamente efficienti. Nella prima ipotesi non esistono schemi pensionistici e assumono rilevanza i sistemi primari informali di supporto dell'individuo, ossia la famiglia e le associazioni di volontariato. Nel caso di Paesi evoluti, invece, il mercato finanziario è caratterizzato da trasparenza ed efficienza elevate e dalla presenza di operatori professionali in grado di generare rendimenti adeguati agli investimenti pensionistici. L'assenza dell'ente pubblico elimina ogni "ammortizzatore sociale" del rischio di una gestione insoddisfacente delle risorse pensionistiche, considerando che la collettività confida sull'efficienza del mercato;

2. opzione “intervento debole”. Lo Stato organizza una rete minima di protezione sociale, definisce un livello base di contribuzione obbligatoria al sistema pensionistico e regola le soluzioni privatistiche di gestione del risparmio. L'assistenza finanziaria alle classi anziane è assicurata dal supporto congiunto di soluzioni pubbliche e private, con una condivisione del rischio degli investimenti relativi. Il mercato

è disciplinato da norme che tendono a definire un quadro complessivo di regole del gioco, nell'ambito del quale i soggetti privati possono operare;

3. opzione “intervento forte”. Lo Stato costituisce una rete di protezione sociale molto evoluta, accollandosi tutti i rischi connessi con l'inadeguatezza degli investimenti del risparmio previdenziale. Il sistema di protezione sociale persegue, in primo luogo, obiettivi legati all'equità sociale. Si sostengono i redditi della popolazione in modo differenziato, nell'ottica della solidarietà sociale ed intergenerazionale. Si tende, inoltre, a ridurre il *gap* esistente tra reddito fruito prima del pensionamento e rendita pensionistica, nei casi di *pension replacement rate*⁹ bassi. Si tutela, inoltre, il valore delle risorse pensionistiche contro il deprezzamento del potere di acquisto della moneta.

A livello nazionale, oltre ad una prevalenza delle opzioni con intervento pubblico (debole o forte), si riscontra un'eterogeneità elevata delle iniziative intraprese. L'intensità e l'ampiezza della tutela offerta dallo Stato variano, infatti, in relazione alle tipologie di schemi gestionali attivati, ai vincoli normativi posti ad imprese e lavoratori, agli incentivi fiscali previsti per l'adesione a soluzioni previdenziali private¹⁰.

In via generale, considerando congiuntamente il tipo di coinvolgimento dello Stato (secondo la logica descritta) e delle istituzioni private nel mercato, si possono identificare quattro livelli di sviluppo del sistema di protezione del reddito pensionistico (SPRP). Si veda, al riguardo, la tavola 1.

⁸ Lo schema logico di classificazione dei sistemi pensionistici è proposto da Turner, 1998, pp. 4-5.

⁹ Il *pension replacement rate* (PRR) fa riferimento al rapporto esistente tra il livello del reddito pensionistico e l'ammontare delle retribuzioni medie lorde percepite dall'individuo in età lavorativa. Tale quoziente è considerato un indicatore significativo della tutela “pubblica” della capacità di spesa dei lavoratori. Di fatti, percentuali alte del PRR indicano che la rendita cui l'individuo accede al momento del pensionamento è in grado di preservare il suo tenore di vita, costituendo una quota elevata del reddito lavorativo precedente. Si vedano, per approfondimenti, Scarpetta, Blondal, 1998, pp. 4-5.

¹⁰ I risultati presentati da Turner mostrano come su 166 Paesi analizzati, nel 1995 solo 6 non adottano alcun sistema di protezione sociale, seguendo la logica del *laissez faire*. Si tratta di 4 Paesi del continente africano e di 2 di quello asiatico. In 5 Paesi, appartenenti all'America centrale e latina, sono sviluppati modelli privatistici, con schemi obbligatori di risparmio previdenziale. In 133 nazioni si utilizza, invece, un sistema incentrato sulla capacità di reddito dell'individuo, a contribuzione definita, ossia con livello predeterminato del finanziamento a carico del lavoratore e dell'impresa. Negli altri Paesi analizzati si riscontrano sistemi di risparmio pubblico obbligatorio (19 casi), sistemi di risparmio privato obbligatorio (5 casi), sistemi contributivi correlati alla ricchezza individuale - *means tested* (25 casi), sistemi contributivi con benefici minimi fissi - *flat benefit* (18 casi). Cfr. Turner, 1998, p. 6.

Tavola 1. I livelli possibili di sviluppo del Sistema di Protezione del Reddito Pensionistico (SPRP)

Livelli di sviluppo		Scopo		Gestione Risorse		Adesione		Gestore		Destinatari	
		Po- vertà	Ge- nera- le	Capita- lizza- zione	Riparti- zione	Obbli- gatoria	Volon- taria	Pub- blico	Pri- vato	Lavora- tori	Tutti
Livello 1	Pensione sociale	<i>x</i>			<i>x</i>	<i>x</i>		<i>x</i>			<i>x</i>
	Sussidi di sostegno al reddito	<i>x</i>			<i>x</i>	<i>x</i>		<i>x</i>			<i>x</i>
Livello 2	Schema pensionistico lavorativo di base		<i>x</i>		<i>x</i>	<i>x</i>		<i>x</i>		<i>x</i>	
	Assicurazione sociale contro infortuni, malattia, disoccupaz.		<i>x</i>		<i>x</i>	<i>x</i>		<i>x</i>			<i>x</i>
Livello 3	Schema pensionistico lavorativo di base o complementare		<i>x</i>	<i>x</i>		<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	
Livello 4	Fondi pensione integrativi con adesione collettiva o individuale		<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>		<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>	<i>x</i>
	Gestione del risparmio		<i>x</i>	<i>x</i>			<i>x</i>	<i>x</i>			<i>x</i>

A ogni livello aggiuntivo del sistema in esame, rispetto al livello 1, corrispondono una protezione via via maggiore dell'individuo ed opportunità di investimento in strumenti previdenziali sempre più sofisticati, in grado di migliorare le attese pensionistiche dell'individuo. Il peso diverso dei vari livelli e la loro presenza, o meno, in ambito nazionale, dipendono dai fattori analizzati in precedenza, ossia dall'ideologia politica prevalente nello Stato, dallo sviluppo economico del Paese, dall'efficienza del mercato finanziario, dai *trend* demografici attesi.

Il primo livello previsto comprende i sistemi di protezione di base, in cui si offre un sostegno a persone anziane o a soggetti "socialmente deboli" con redditi nulli o ridotti. Il finanziamento di questo tipo di assistenza avviene attraverso l'imposizione diretta e indiretta della popolazione, senza prelievi o contribuzioni richiesti ai beneficiari degli schemi diversi. Si tratta di misure definibili "anti-povertà", diffuse in quasi tutti i Paesi industrializzati e in via di sviluppo. In alcune nazioni, la protezione offerta da questi programmi risulta molto estesa, soprattutto con riferimento agli aiuti in caso di disoccupazione¹¹.

¹¹ Si veda, al riguardo, Turner, 1998, p. 10. Si rinvia, inoltre, al sito www.ssa.gov, in relazione alla struttura dei sistemi di protezione sociale di alcuni Paesi industrializzati.

La natura dei sussidi in esame rende necessario analizzarne attentamente la dimensione e le condizioni di fruibilità. Spesso, infatti, le misure "anti povertà" stimolano comportamenti opportunistici

Il secondo livello del sistema previdenziale in esame fa riferimento agli schemi pensionistici dedicati esclusivamente ai soggetti impiegati in un'attività lavorativa. Si tratta della fonte pensionistica principale della popolazione attiva, gestita secondo la logica a ripartizione. Il valore delle rendite erogate varia in relazione o al volume dei contributi versati (sistema contributivo) o al valore del reddito medio percepito durante la carriera lavorativa o negli ultimi anni (sistema retributivo)¹².

Il finanziamento delle coperture relative avviene mediante prelievo dal reddito del lavoratore, versamenti del datore di lavoro e, talvolta, integrazioni dello Stato.

L'ampiezza della protezione offerta dai primi due livelli analizzati, soprattutto in relazione alla capacità del sistema di garantire redditi pensionistici adeguati agli standard di vita dell'individuo, va verificata anche in relazione alla tipologia di copertura pubblica offerta per servizi di interesse collettivo, tra cui quelli sanitari. Uno dei bisogni principali della popolazione pensionata è legato proprio alla cura di patologie croniche e disabilitanti, che assorbono volumi elevati di risorse. In questo senso, se lo Stato è in grado di finanziare coperture sanitarie destinate specificamente agli anziani, nelle fattispecie dell'assistenza sia domiciliare sia residenziale, il flusso reddituale prodotto dai primi due livelli del sistema previdenziale

sul mercato o portano a distorsioni pericolose. Si consideri, in primo luogo, il fatto che gli individui in età avanzata possono essere indotti a trasferire redditi o proprietà a figli ed eredi per accedere ai programmi di assistenza. Nel caso in cui i benefici acquisibili siano correlati al livello di ricchezza posseduta o al protrarsi dello stato di disoccupazione, si possono creare disincentivi a permanere nel mercato del lavoro e ad accumulare risparmio. Talvolta, viene favorito anche il lavoro sommerso, considerando che il soggetto preferisce percepire redditi "in nero" e fruire, al contempo, dei benefici pubblici. Le condizioni di accesso a queste misure minime di protezione sociale potrebbero, in maniera opposta, creare barriere psicologiche all'adesione da parte di individui che avrebbero comunque il diritto e l'esigenza di percepire i sussidi o le rendite pensionistiche. La necessità di produrre informazioni personali e finanziarie delicate, così come l'acquisizione dello status di soggetto economicamente "debole" scoraggiano, spesso, la richiesta di accesso a tali schemi.

¹² In questo livello rientrano anche le assicurazioni stipulate con enti pubblici o privati in relazione al rischio del dipendente di contrarre malattie o invalidità durante lo svolgimento dell'attività lavorativa. Le pensioni di invalidità assicurano, spesso, un sostegno finanziario elevato ai lavoratori. Peraltro, la crescita del numero di beneficiari di tali sussidi, registrata negli ultimi anni nei Paesi OECD, unitamente alla riduzione dell'incidenza delle disabilità ed al miglioramento delle condizioni di salute della popolazione anziana, rivelano come frequentemente queste rendite siano attribuite, in modo non appropriato, ad integrazione dei redditi dei pensionati, piuttosto che come supporto a soggetti fisicamente disagiati. Cfr. The Group of Ten, 1998, p. 22. "In European countries especially, eased access to disability pensions and long term unemployment benefits permit old workers - especially the low-skilled, to withdraw from the labor force some years before they qualify for state pension".

Questo fenomeno è percepibile anche in relazione all'applicazione blanda dei criteri di assegnazione dei sostegni alla disoccupazione, che tendono spesso a produrre effetti distorsivi sul mercato del lavoro, tanto più forti quanto maggiore è il *replacement rate* riconosciuto dagli stessi. Si veda, in questo senso, Martin, 1996, pp. 100-110.

può anche essere minimo, con *replacement rate* bassi. Viceversa, quanto più contenuta appare la copertura sanitaria pubblica, tanto più elevato è il finanziamento delle spese mediche a carico dei privati e tanto più esteso dovrebbe risultare il contributo finanziario erogato dallo Stato attraverso i primi due livelli pensionistici.

Il terzo livello del sistema di protezione del reddito pensionistico comprende gli strumenti di gestione delle risorse contributive fondati sul meccanismo a capitalizzazione¹³. La gestione diretta, sui mercati finanziari, delle risorse dovrebbe offrire opportunità di diversificazione dei rischi, legati ad una rendita insufficiente prodotta dai primi due livelli descritti. Gli schemi a capitalizzazione possono essere obbligatori, integrando in questo modo la gestione pensionistica pubblica, o volontari. Al contempo, essi possono costituire una quota della pensione di base o un'integrazione rispetto a quest'ultima. La contribuzione è usualmente a carico sia dei lavoratori, sia delle imprese, mentre la gestione delle risorse contributive è curata da enti pubblici o delegata ai privati, in relazione alle loro capacità professionali¹⁴. In quest'ultimo caso gli operatori debbono sottostare a vincoli gestionali considerevoli, giustificati dal fatto che le risorse prodotte da questo livello del SPRP possono costituire anche una quota elevata del reddito pensionistico individuale complessivo.

Il quarto livello del SPRP comprende le soluzioni volontarie, collettive o individuali, di protezione della ricchezza pensionistica. In prevalenza, accedono a tali strumenti soggetti con redditi medi elevati, che intendono costituire rendite tali da consentire il mantenimento di un tenore di vita coerente con quello goduto durante il periodo lavorativo. Fanno parte di questa categoria, in primo luogo, gli schemi pensionistici individuali, in cui emergono i fondi pensione, con contribuzione volontaria da parte di lavoratori e imprese, e le polizze assicurative¹⁵.

¹³ L'espansione del terzo livello pensionistico può risultare necessaria in relazione all'andamento demografico della popolazione e all'aggravamento degli indicatori di dipendenza. La riduzione dei salari reali e lo squilibrio tra popolazione attiva e non attiva pongono in crisi, infatti, l'equilibrio finanziario dei sistemi a ripartizione.

¹⁴ Sul piano tecnico, gli schemi appartenenti a questo livello, come quelli relativi al secondo, possono essere strutturati come piani previdenziali a prestazioni definite o a contribuzione definita. Si tratta di configurazioni caratterizzate sia da livelli di rischio diversi, a carico degli iscritti, sia da logiche e scelte di investimento dei gestori differenti.

¹⁵ Lo sviluppo di questi prodotti è strettamente correlato con l'estensione della copertura pubblica e con l'efficienza delle soluzioni pensionistiche obbligatorie, come si è già detto. Al contempo, la regolamentazione in vigore può rendere più o meno conveniente l'adesione a soluzioni previdenziali complementari. Si pensi alla presenza di incentivi fiscali, che stimolano sia i lavoratori, sia le imprese, sia i privati, ad aderire a schemi di questo tipo, devolvendo volumi crescenti di risorse.

2.3. Il ruolo differenziato dei pilastri previdenziali

Nell'analisi del sistema di protezione del reddito pensionistico si sono identificati quattro livelli ipotetici di copertura delle esigenze finanziarie dell'individuo anziano, di cui i primi tre gestiti esclusivamente o prevalentemente dal settore pubblico e il quarto caratterizzato da soluzioni privatistiche. Questa ripartizione logica si differenzia da quella più diffusa nel settore e tra gli operatori, che tende a focalizzare l'attenzione sul sistema pensionistico e a descriverlo come sorretto da tre pilastri (secondo il noto schema della Banca Mondiale) che possono assumere un ruolo complementare o sostitutivo, gli uni rispetto agli altri, anche se la prima interpretazione tende a prevalere.

Come noto, il primo pilastro fa riferimento alla copertura previdenziale offerta a tutti i lavoratori da schemi pubblici, nell'ambito del sistema di sicurezza sociale. Scopo principale di questo pilastro è garantire una copertura reddituale base minima alla popolazione, tanto che il legame tra il valore dei contributi versati e le risorse percepite è debole¹⁶.

Il secondo pilastro è costituito, invece, da strumenti complementari della rendita pensionistica di base, correlati all'appartenenza del lavoratore ad una categoria, ad un comparto, ad un'azienda che promuovono la costituzione di schemi pensionistici specifici. In sostanza, accedono a questo livello prevalentemente, ma non in maniera esclusiva, coloro che hanno un rapporto di lavoro attivo. Tra le soluzioni comprese nel II pilastro si rilevano gli schemi pensionistici lavorativi (*occupational pension scheme*), gestiti secondo la logica "a capitalizzazione", la stipula di polizze assicurative collettive, l'erogazione di rendite da parte dei datori di lavoro mediante la costituzione di riserve interne e l'acquisto di quote di un organismo di investimento collettivo in valori mobiliari. Il valore dei contributi versati condiziona in modo considerevole la rendita fruibile al momento del pensionamento. Spesso sono previste anche garanzie collaterali per il lavoratore, contro il rischio di morte, invalidità e longevità.

Pur nascendo dall'iniziativa non pubblica, questi schemi sono oggetto di attenzione considerevole da parte delle autorità di vigilanza e degli organi di controllo,

¹⁶ Le prestazioni erogate sono usualmente indicizzate all'inflazione o alla crescita dei salari ed è garantita la massima trasferibilità (*portability*) dei diritti maturati, da parte dell'iscritto, in caso di cambiamento dell'attività lavorativa. I benefici sono correlati al numero di anni di servizio e, talvolta, ai redditi percepiti dal soggetto. Si tratta di sistemi *pay-as-you-go*, gestiti a ripartizione in un'ottica solidaristica tra generazioni. Cfr. Commissione Europea, 1999, p. 8.

considerando il ruolo crescente di questo pilastro nella formazione del reddito previdenziale dell'individuo. Quanto maggiore è il contributo finanziario atteso dal II pilastro, tanto più rigide e vincolanti tendono ad essere le normative che regolano la costituzione e la gestione degli schemi stessi.

Per approfondimenti sulle peculiarità del II pilastro si rinvia all'Appendice 1.

Tra il II e il III pilastro si inseriscono le soluzioni previdenziali proposte da istituzioni finanziarie indipendenti e finalizzate a gestire i contributi versati dall'individuo, generalmente, in via obbligatoria.

Confluiscono, infine, nel terzo pilastro i piani pensionistici privati¹⁷, la cui sottoscrizione avviene in modo volontario e comunque a prescindere dallo svolgimento di un'attività lavorativa o dalla fruizione attesa di rendite pensionistiche connesse con il I o il II pilastro. Si tratta di strumenti che possono completare il reddito pensionistico o costituire l'unica fonte di ricchezza per il soggetto al momento del raggiungimento dell'età anziana¹⁸. Il legame tra contributi versati e rendite percepibili è diretto, così che questi strumenti risultano non perfettamente accessibili o convenienti a fasce di popolazione con redditi medio-bassi. Peraltro, il sottoscrittore si accolla un rischio finanziario elevato, connesso con la possibilità di inadeguatezza delle risorse generate dall'investimento al momento del pensionamento dell'individuo o della sua vecchiaia. In questa logica, si comprende come la finalità sociale degli investimenti appartenenti al III pilastro renda necessaria una regolamentazione attenta, da parte dello Stato, delle modalità di gestione ed erogazione dei benefici previdenziali.

¹⁷ Occorre precisare alcuni aspetti sulla natura delle soluzioni previdenziali "private". Il termine privato fa riferimento alla presenza di schemi non statali che operano in un contesto regolamentato, secondo modalità e filosofie gestionali tipiche di mercato. Lo Stato, in questo caso, definisce esclusivamente il quadro normativo entro cui i vari enti possono operare, nell'ottica della tutela dell'iscritto. Questa puntualizzazione consente di affermare che sia nel II sia nel III pilastro sono operative soluzioni "private". Le analogie e le affinità presenti tra queste due categorie fanno emergere, talvolta, difficoltà nel comprendere l'appartenenza di un singolo prodotto all'uno o all'altro pilastro. Si considerino, ad esempio, i piani 401 K diffusi negli USA. Si tratta di piani previdenziali individuali volontari, offerti tuttavia nel contesto di un rapporto di lavoro. Su questo aspetto si veda Laboul, 1997, p. 15.

¹⁸ Essi sono offerti da compagnie di assicurazione, banche, società di gestione del risparmio e assumono configurazioni molto più simili, spesso, a prodotti di investimento del risparmio piuttosto che a strumenti previdenziali puri.

La presenza del I pilastro è prevalente nei sistemi pensionistici mondiali, con un ruolo crescente del II nei Paesi di recente industrializzazione¹⁹. Si veda, al riguardo, la tavola 2.

Tavola 2. L'architettura dei sistemi previdenziali nazionali (1994 e 1999)

Anno	Solo I pilastro		Solo II pilastro		Misto
	Benefici definiti	Contributi definiti	Fondo di previdenz	Conti individuali	
1994	Paesi OECD America Latina Paesi dell'Europa centrale e dell'est e dell'ex USSR Medio oriente e nord Africa, Africa (maggioranza) Cambogia, Cina, Corea, Laos, Filippine, Vietnam, Malesia, Indonesia India Sri Lanka		Gambia, Kenya, Tanzania, Uganda, Zambia Isole asiatiche, Papua Nuova Guinea, Singapore, Malesia, Indonesia Brunei, Thailandia, India, Nepal Sri Lanka	Cile	Australia, Svizzera, Regno Unito
1999	Paesi OECD America Latina Paesi dell'Europa centrale e dell'est e dell'ex USSR Africa (maggioranza) Cambogia, Corea, Laos, Filippine, Vietnam Indonesia, Malesia Sri Lanka	Italia Gambia, Kenia, Tanzania, Uganda, Zambia Cina, Mongolia	Kazakistan Isole asiatiche, Brunei, Papua Nuova Guinea, Singapore Indonesia, Malesia Nepal, Sri Lanka	Bolivia, Cile, El Salvador, Messico	Australia, Svezia, Svizzera, Gran Bretagna Argentina, Colombia, Perù, Uruguay, Croazia, Ungheria, Lituania, Polonia

Fonte: dati World Bank (Fox, Palmer, 2001, p. 93)

Per un'analisi sintetica dei punti di forza e di debolezza dei vari livelli di copertura previdenziale si rinvia alla tavola 3, in cui si propongono alcuni spunti di riflessione.

¹⁹ Cfr. Turner, 1998, p. 6. A livello Europeo, mediamente, il I pilastro copre l'88% dei redditi pensionistici, il II pilastro il 7%, i prodotti previdenziali individuali lo 0,9%. Il 3,3% è assorbito da altri schemi pubblici, a sostegno della disoccupazione o commisurati al patrimonio individuale (*means tested benefit*). Cfr. Commissione Europea, 1999, p. 2. Talvolta, il confine tra i vari pilastri appare molto labile. Si consideri, ad esempio, che in Giappone e in Gran Bretagna è riconosciuto ai lavoratori il diritto di privatizzare la gestione delle rendite optando per la cessione dei contributi dal primo al secondo pilastro, secondo la clausola dell'*opting out*. Nel mercato britannico è prevista anche la facoltà di trasferire risorse dal fondo pensione aziendale o di categoria al III pilastro, aderendo a schemi previdenziali individuali (Laboul, 1998, p. 17).

ne sollevati dalla Commissione Europea, nell'ambito dell'analisi dei regimi pensionistici adottabili a livello nazionale.

Tavola 3. I tre pilastri della previdenza: punti di forza e di debolezza

	I pilastro	II pilastro	III pilastro
Vantaggi	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Copertura quasi universale ▪ Solidarietà tra generazioni ▪ Sostegno finanziario delle classi anziane, contro i rischi finanziari della longevità ▪ Assenza di discriminazioni per la mobilità del lavoro a livello nazionale e UE ▪ Tutela contro l'inflazione ▪ Assenza di costi di collocamento 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Presenza di un collegamento diretto tra contribuzione e benefici attesi (certezza) ▪ Non vulnerabile a pressioni demografiche ▪ Negli schemi a contributi definiti i benefici sono correlati alle <i>performance</i> degli investimenti ▪ Negli schemi a benefici garantiti si tutelano gli iscritti da riduzione nel valore degli <i>asset</i> ▪ Accordi tra lavoratori e imprese non distorcono il mercato del lavoro 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Possibilità di incrementare considerevolmente il reddito pensionistico, in caso di investimenti corretti ▪ Flessibilità nel versamento dei contributi. Si rendono possibili sospensioni dovute ad attività part time o a periodi non lavorativi ▪ Non vulnerabile a pressioni demografiche ▪ Non esistono barriere alla mobilità del lavoratore ▪ Libertà di scelta del fornitore
Svantaggi	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Vulnerabilità a cambiamenti demografici, con rischio di insufficienza dei benefici erogabili ▪ Nei sistemi a ripartizione, vi è il rischio di cambiamento delle regole per la definizione dei benefici, con incertezza sul loro ammontare, nel lungo periodo ▪ Distorsioni create nel mercato del lavoro se le contribuzioni sociali a carico dell'impresa sono elevate ▪ Assenza di flessibilità per le esigenze individuali 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Copertura non universale ▪ Periodi per l'acquisizione dei diritti previdenziali talvolta lunghi ▪ Differenze di trattamento tra sessi, per la longevità maggiore della donna ▪ Nei piani a benefici definiti possono sorgere ostacoli alla mobilità dei lavoratori, date le modalità di calcolo dei benefici maturati. In caso di insolvenza dell'impresa, il rischio di investimento è a carico dei lavoratori ▪ Nei piani a contributi definiti, il rischio di rendimento è accollato dai lavoratori ▪ Gli schemi obbligatori possono creare distorsioni nel mercato del lavoro ▪ Assenza di garanzie contro l'inflazione ▪ I benefici percepiti possono non essere coerenti con quelli attesi 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Assenza di garanzie contro l'inflazione ▪ I benefici percepiti possono essere non coerenti con quelli attesi ▪ Assenza di solidarietà tra generazioni ▪ Alti costi di collocamento ▪ I benefici dell'investimento dipendono, spesso, dalla normativa fiscale ▪ Acquisto di prodotto non appropriato alle esigenze pensionistiche del singolo

Fonte: Commissione Europea, 1999, pp. 1-4, capitolo I (rielaborazione propria)

3. Miti e realtà del secondo pilastro

Il ruolo svolto nei sistemi pensionistici nazionali dal II pilastro si è notevolmente ampliato, a partire dagli anni '90, interessando sempre più anche Paesi caratterizzati, tradizionalmente, da una vocazione pubblicistica nella gestione di servizi di interesse sociale. Le tensioni finanziarie affrontate dagli schemi previdenziali di base hanno accresciuto, infatti, le aspettative di lavoratori ed imprese in relazione all'apporto che gli schemi di previdenza complementare, tipicamente i fondi pensione, potrebbero offrire nel tutelare la capacità di consumo dei pensionati. La riduzione progressiva dei *replacement rate* e l'inasprirsi delle condizioni di accesso

alle rendite pubbliche hanno mutato l'atteggiamento della popolazione, consapevole della necessità di affidare la produzione di parte del proprio reddito previdenziale al circuito privato.

Come si è accennato nella premessa, tuttavia, spesso l'introduzione del II pilastro è avvenuta in modo non corretto a livello nazionale. L'euforia, in parte generata dall'interpretazione errata dei suggerimenti della Banca Mondiale, ha indotto molti governi a considerare la privatizzazione *tout court* una condizione necessaria e sufficiente a garantire il riequilibrio dei sistemi previdenziali.

Si è spesso sottovalutato il ruolo di riforme ulteriori da intraprendere, a sostegno di quelle previdenziali. Sovente, si sono introdotte formule di privatizzazione molto spinte della previdenza, sostenute da alcune convinzioni forti sui benefici collegati alle stesse, che si sono, a detta di autorevoli economisti, rivelate dei veri e propri *miti* della previdenza privatizzata.

Di seguito, si propongono alcune riflessioni sulla previdenza complementare italiana, sollecitate dalle considerazioni di Orzag e Stiglitz e di altri autori che hanno approfondito la tematica dei *miti* (Barr, 2000; Mesa-Lago, 2002). Si è ovviamente consapevoli delle peculiarità del caso italiano, rispetto a quello oggetto di analisi da parte di tali studiosi. La privatizzazione di una parte del sistema previdenziale, mediante l'introduzione di un II pilastro complementare, è cosa ben diversa dalla scelta di una privatizzazione integrale della previdenza, che costituisce il riferimento per molti degli studi incentrati sui *miti*. Tuttavia, si ritiene utile soffermarsi sugli aspetti più provocatori delle accuse poste al II pilastro: si tratta di spunti interessanti per riflettere su fattori critici o su aspettative che si riversano sui fondi pensione italiani e che potrebbero non trovare piena corrispondenza rispetto a quanto i fondi stessi possono e potranno concretamente fare o dare a supporto del soddisfacimento dei bisogni previdenziali degli individui. Sollevare un dibattito attorno ai *miti* della previdenza potrebbe risultare utile per indirizzare anche le discussioni, attualmente in corso, sulle riforme del settore previdenziale.

3.1. Mito n. 1: un sistema privatistico permette maggiore libertà di scelta

L'introduzione di un sistema previdenziale basato sulla presenza di un pilastro privatistico dovrebbe aumentare la libertà di scelta dell'individuo, rispetto agli ob-

blighi di far confluire la massa contributiva in un unico sistema pubblico²⁰. Ne discenderebbero una migliore democrazia sociale e benefici considerevoli sul piano dell'efficienza delle scelte del lavoratore, oltre che della frammentazione del rischio di fallimento del sistema di protezione del reddito pensionistico, soprattutto qualora vi sia assoluta possibilità di individuare, da parte dell'individuo, il proprio portafoglio ottimale di prodotti previdenziali.

Rispetto a queste considerazioni, occorre considerare come i vantaggi collegati alla sovranità del consumatore nella scelta pensionistica siano fortemente ancorati all'ipotesi di un individuo perfettamente informato o, comunque, meglio informato del pianificatore centrale, oltre che all'ipotesi di assenza di vincoli nelle sue scelte.

La prima assunzione si rivela infondata, considerando innanzitutto che l'individuo non ha una percezione corretta del rischio finanziario e demografico, nell'accezione più ampia analizzata, più avanti, nel lavoro. Anche la seconda assunzione potrebbe essere negata, considerando che la regolamentazione del II pilastro potrebbe limitare e indirizzare, forzatamente, le scelte dell'individuo anche in considerazione della sua ridotta informazione sui rischi.

Si consideri, in questo senso, il caso italiano, in cui il Legislatore ha previsto un sistema previdenziale che garantisce una libertà di scelta vincolata sotto diversi profili, in considerazione della stessa natura complementare del II pilastro e dei numerosi elementi di solidarietà insiti nello stesso. In primo luogo, l'individuo può scegliere se aderire o meno ai fondi pensione, che si configurano come destinatari di flussi contributivi aggiuntivi e di supporto a quelli comunque obbligatoriamente devoluti al sistema pubblico (Fornero, Fugazza, 2002, p. 5). Il sistema previdenziale mantiene, dunque, una forte e prevalente natura pubblica.

Per i fondi pensione negoziali, l'adesione è veicolata verso i fondi di categoria disponibili. Inoltre, la portabilità della massa contributiva investita è anch'essa subordinata al rispetto di termini temporali previsti dalla legge. Altrettanto limitata è la possibilità di scegliere l'*asset allocation* strategica delle risorse investite nel fondo pensione, considerando che il tipo di gestione finanziaria in cui far confluire la contribuzione va comunque individuato tra le diverse alternative offerte dal proprio fondo pensione. Scarsa è la possibilità di incidere sulle dinamiche di investimento

²⁰ “L'articolazione del sistema pensionistico su due componenti, una di base pubblica, gestita con criteri di ripartizione, l'altra integrativa, privata, gestita in regime di capitalizzazione, può consentire ai lavoratori di diversificare maggiormente i rischi e di adattare il grado di copertura previdenziale alle effettive esigenze”. Cfr. Fazio, 2002.

del fondo da parte degli iscritti, per barriere sia culturali, legate alla complessità del mercato finanziario, sia di accesso ed influenza sugli organi del fondo²¹.

A fronte della ridotta offerta di profili di investimento, va riconosciuto come molti fondi italiani si stiano muovendo verso modalità di gestione multicomparto, che danno sicuramente maggiori opportunità di ottimizzazione dell'investimento rispetto alle individuali propensioni al rischio²² (tavola 4).

Tavola 4. Fondi pensione negoziali. La ripartizione degli aderenti e dell'ANDP per comparto¹

Comparti	Aderenti 30.9.04	ANDP 30.09.04	Tipologia struttura gestionale	Aderenti			ANDP		
				31.12. 2002	31.12. 2003	30.09. 2004	31.12. 2002	31.12. 2003	30.09. 04
Di default	85%	86%	Monocomparto	87%	80%	74%	98%	69%	62%
Non di default	15%	14%	Multicomparto	13%	20%	26%	2%	31%	38%

¹ L'incremento del peso dei fondi pensione negoziali multicomparto in termini di aderenti e ANDP è dovuto alle scelte dei FP (e non degli aderenti) che, nel corso degli ultimi anni, hanno deciso di passare a un assetto di tipo multicomparto.

Fonte: nostre elaborazioni su dati Mefop, 2004, p. 4

Limitazioni sono previste anche al momento del pensionamento, visto che la legge vincola la possibilità di fruizione di un capitale, ponendo sia vincoli quantitativi, sia disincentivi fiscali a tale opzione.

Una reale libertà di scelta concerne, invece, il quantum periodico destinabile ai fondi pensione, considerando la possibilità di devoluzione del trattamento di fine rapporto.

Nel complesso, il primo mito risulta solo parzialmente verificato nel caso italiano, come accade nella maggioranza dei Paesi OECD, avendo il Legislatore optato per una privatizzazione vincolata del sistema previdenziale, in cui i fondi pensione svolgono un ruolo di esclusivo supporto al primo pilastro.

3.2. Mito n. 2: incoraggiando l'adesione al sistema privatistico, si assicura una maggiore copertura pensionistica della popolazione

Il sistema privatistico dovrebbe indurre a una copertura previdenziale più estesa della popolazione, in termini sia di maggiori flussi reddituali fruibili al momento del pensionamento sia di estensione del numero di soggetti che possono cogliere tali benefici.

²¹ Al riguardo, in uno studio del Dipartimento della sicurezza sociale della Gran Bretagna si afferma che "individuals have limited power in the pension market. Personal pensions are complex. Individual consumers have no real power to negotiate with pension providers. Shopping around effectively is difficult. When they join, they have no influence on the terms of their contract and no power to press for improvements after the have joined". Cfr. UK Department of Social Security, 1998, p. 51.

²² Per approfondimenti sul fenomeno delle gestioni multicomparto dei fondi pensione italiani, si rinvia a Covip, 2004, pp. 114-120.

La maggior appetibilità di un sistema privatistico riguarderebbe, innanzitutto, la presenza di un rapporto univoco tra posizione previdenziale e singolo iscritto (sistema a capitalizzazione). Inoltre, l'ammontare dei flussi previdenziali erogabili dopo il pensionamento risulta direttamente correlato al flusso contributivo (sistema contributivo). Questi aspetti dovrebbero incidere positivamente sulle scelte dell'individuo.

Il monitoraggio, per l'Italia, del tasso di adesione alle nuove forme pensionistiche (Mesa-Lago, 2002, p. 1313) mostra che il numero degli aderenti risulta ad oggi assolutamente insoddisfacente, quasi a rivelare uno scarso apprezzamento dei potenziali aderenti verso i citati aspetti positivi (tavola 5)²³. Il tasso di adesione dei lavoratori dipendenti non raggiunge il 15%.

Ciò potrebbe essere giustificato, in parte, dal fatto che la correlazione tra contributi e reddito pensionistico è indebolita in Italia, data la mancata attivazione di fondi a prestazioni definite, con garanzia di un flusso pensionistico minimo. Di fatto, l'incertezza dell'ammontare dei redditi pensionistici, a fronte di flussi contributivi certi ma sottoposti all'alea dei mercati finanziari, si sta rivelando un limite ed un disincentivo forte all'adesione di nuovi lavoratori.

Tavola 5. Fondi pensione negoziali. Iscritti, bacino dei potenziali iscritti e tassi di adesione

<i>dati al 30.9.2004</i>	Fondi		Iscritti	Tasso di adesione (%) ²	Bacino iscritti potenziali ³
	Autorizzati all'esercizio	Altri ¹			
Totale fondi pensione negoziali	40	2	1.060.558		13.354.300
- Rivolti ai lavoratori dipendenti	35	2	1.047.354	14,1	9.482.300
▪ <i>Fondi aziendali e di gruppo</i>	10	-	203.309	41,8	486.800
▪ <i>Fondi di categoria</i>	25	2	844.045	12,2	8.995.500
- Rivolti ai lavoratori autonomi ⁴	5	-	13.204		3.872.000
Fondi pensione negoziali ad ambito territoriale⁵	3	-	85.175		575.000

¹ Si tratta dei fondi pensione Marco Polo e Artifond autorizzati alla sola raccolta delle adesioni. Nel corso del mese di ottobre 2004 il fondo Marco Polo è stato autorizzato all'esercizio dell'attività.

² Il tasso di adesione qui riportato fa riferimento ai fondi pensione rivolti a lavoratori dipendenti autorizzati all'esercizio dell'attività da almeno un anno dalla data di riferimento della tavola; infatti tale indice risulta scarsamente significativo per i fondi rivolti a lavoratori autonomi e per i fondi che hanno completato da poco l'iter autorizzativo.

³ Per evitare duplicazioni, dal bacino dei potenziali iscritti delle diverse categorie di fondi sono esclusi i dati relativi ai fondi ad ambito territoriale: si tiene, inoltre, conto del fatto che alcuni fondi si rivolgono a un bacino di potenziali iscritti almeno in parte comune.

⁴ Il dato relativo agli iscritti comprende anche Fondo Famiglia.

⁵ Si tratta di fondi rivolti a lavoratori dipendenti.

Fonte: Covip, 2004, p. 4

²³ "Allo stato attuale, quindi, è indubbio che la previdenza complementare non ha ancora raggiunto dimensioni tali, in termini di copertura della popolazione attiva e di masse complessivamente gestite, da poter assolvere in modo adeguato all'obiettivo di assicurare più elevati livelli di copertura previdenziale". Cfr. Scimìa, 2004, p. 6.

La bassa diffusione dei fondi potrebbe, inoltre, imputarsi a un problema di non corretta informazione dei potenziali iscritti: la scarsa consapevolezza e informazione circa le opportunità offerte dai fondi pensione e circa le innovazioni collegate alle riforme normative in atto potrebbero spiegare la ridotta adesione da parte dei lavoratori e dei giovani in particolare. Altrettanto interessante appare l'ipotesi di un atteggiamento voluto, una scelta deliberata, dei lavoratori che tenderebbero a preferire forme alternative di risparmio che ottimizzino l'allocazione del proprio portafoglio d'investimento "previdenziale" (Fornero, 1994). La mancata adesione al fondo pensione potrebbe essere letta, infine, come un comportamento opportunistico degli individui. Questi ultimi non destinerebbero quote di reddito al risparmio previdenziale, contando su una copertura pubblica dei loro futuri bisogni assistenziali e sanitari in età avanzata.

3.3. Mito n. 3: le distorsioni del mercato del lavoro sono eliminate o ridotte

In generale, i fondi pensione "sono visti come un importante strumento d'incentivo nei contratti di lavoro, che ha effetti sulla mobilità dei lavoratori, sulla loro produttività, sullo sforzo lavorativo e sulla scelta del momento in cui ritirarsi dalla vita lavorativa" (Ferrara, 2000, p. 118).

In modo specifico, alcuni autori sottolineano come i sistemi a contribuzione definita di tipo privatistico migliorino l'efficienza del mercato del lavoro, eliminando alcune distorsioni tipiche delle altre forme previdenziali (Ferrara, 2000). Tali schemi fornirebbero degli incentivi positivi al mercato del lavoro, soprattutto in relazione all'età pensionabile, stimolando un allungamento della vita lavorativa (Gruber, Wise, 1999; James, 2001, p. 64).

L'eliminazione delle distorsioni del mercato del lavoro in corrispondenza con l'introduzione di un II pilastro, a contributi definiti, rappresenta per alcuni autori una certezza per il semplice fatto che l'individuo sarebbe automaticamente incentivato a prolungare la permanenza nel mercato del lavoro, in un contesto in cui l'ammontare dei contributi accumulati condiziona la rendita vitalizia fruibile al momento del pensionamento (Holtzmann, 2001). Tale aggiustamento automatico delle scelte degli individui assumerebbe un significato particolare nei Paesi industrializzati che si trovano ad affrontare il problema dell'invecchiamento progressivo della popolazione (James, 2001, p. 64).

Su questo aspetto Orszag e Stiglitz risultano particolarmente critici. Essi sottolineano come la struttura del sistema pensionistico produca un incentivo al pensiona-

mento in relazione all'interazione di tre variabili (il tasso di crescita marginale dei benefici per lavoro addizionale; l'aggiustamento attuariale per il differimento della fruizione dei benefici; le regole che definiscono come e se i benefici sono decurtati a fronte dei redditi percepiti). Per ciascuna di queste tre grandezze, non vi sono evidenze che dimostrino come un piano a contributi definiti risulti migliore di uno a benefici garantiti (Orszag, Stiglitz, 2001, p. 34).

Sempre in riferimento a questo *mito*, un'attenzione particolare è posta alla relazione tra sistema previdenziale e mobilità. In primo luogo, alcuni autori affermano che la presenza di vincoli alla portabilità²⁴ della massa investita, scoraggiando la mobilità, incentiverebbe le imprese a incrementare i costi di addestramento e di formazione (Ferrara, 2000, p. 119)²⁵.

Taluni tendono a sottolineare come solo in caso di piani a prestazioni garantite si possa frenare la mobilità dei lavoratori, assicurando una maggiore fedeltà all'impresa. In tali schemi, essendo prevista una determinazione delle rendite pensionistiche in funzione dei salari finali e degli anni di servizio maturati, i lavoratori tenderebbero a garantire una maggiore permanenza nell'impresa, a fronte dell'aspettativa di salari crescenti con il passare del tempo. L'abbandono anticipato dell'attività lavorativa risulterebbe, in presenza di tali schemi, estremamente penalizzante²⁶.

Rispetto a queste posizioni alcuni studi recenti tendono, invece, a dimostrare come la ridotta mobilità dei lavoratori, riscontrabile in alcuni mercati, non sia collegata alla configurazione del II pilastro previdenziale²⁷.

²⁴ Per approfondimenti sul concetto di portabilità della posizione previdenziale si rinvia a Andrietti, Hildebrand, 2001, pp. 4-10.

²⁵ Questa riflessione deriva dall'applicazione, al comportamento dell'impresa, della teoria dei contratti impliciti. Si suppone, infatti, che al momento dell'assunzione del lavoratore, l'impresa debba pagare una sorta di tassa. Le imprese tenderebbero a far pagare questa tassa ai lavoratori "ma non possono chiedere ai nuovi assunti di pagare subito tutto la tassa [...] perché la durata del contratto di lavoro è incerta e i nuovi assunti avrebbero il timore di essere licenziati appena pagata la tassa. Un possibile rimedio è dato dalla introduzione di una forma di penalizzazione degli abbandoni (*severance tax*), quale la perdita pensionistica legata alla non trasferibilità dei benefici". Cfr. Ferrara, 2000, p. 119.

²⁶ Cfr. Allen, Clark, McDermed (1988; 1993); Ippolito (1985; 1987; 1997); Gustman, Steinmeier (1987, 1993, 1995).

²⁷ Con riferimento al mercato statunitense, Andrietti e Hildebrand (2001) affermano: "Defined benefit plans are found to have a significant negative effect on mobility. However, we find no significant evidence that the potential pension portability losses deter job mobility among workers covered by these plans. We also find that the portability policy change implemented by the Tax Reform Act of 1986 had only minor effects on mobility. Puzzlingly, defined contribution plans, although fully portable, are found to have an impact similar to defined benefit plans. Evidence of compensation premiums accruing to workers in pension, union and health insurance covered jobs supports the view that workers are less likely to leave good jobs". Con riferimento al mercato UK, da alcuni studi recenti

Altro aspetto da considerare, in riferimento al *mito* in esame, riguarda il fatto che il miglioramento dell'efficienza del mercato del lavoro sarebbe imputabile al trasferimento della responsabilità, dal datore di lavoro al lavoratore, del versamento della contribuzione e della sua destinazione a forme diverse di risparmio dovrebbe incrementare. Si ritiene, infatti, che se la contribuzione è completamente a carico dell'impresa, quest'ultima è indotta a sostituire lavoro con capitale, nel tentativo di ridurre i costi di produzione.

Inoltre, si discute se l'impresa, nel caso in cui non riesca ad attuare tale trasformazione nei fattori della produzione, tenda a internalizzare il maggior costo del lavoro o lo riversi sui consumatori, attraverso un aumento dei prezzi dei propri prodotti, o sui lavoratori stessi. Alcuni autori evidenziano persino come tale trasferimento potrebbe non avere effetti sull'occupazione, bensì sulla distribuzione dei redditi o sulla competitività delle esportazioni (Mesa-Lago, Bertranou, 1998)²⁸.

Con riferimento all'Italia, alcuni interessanti studi hanno dimostrato (Ferrara, 2000) come l'introduzione dei fondi pensione dovrebbe avere effetti rilevanti sul costo del lavoro e sulle modalità di contrattazione tra imprese e sindacati. I dati e le analisi disponibili non sono tuttavia ancora sufficienti per confermare o rigettare il mito in esame, non solo in relazione agli aspetti citati, ma anche in considerazione della durata dell'attività lavorativa ed alla mobilità. Focalizzando, invece, l'attenzione sui benefici del trasferimento della responsabilità del versamento della contribuzione ai lavoratori, le considerazioni esposte in precedenza hanno senso in riferimento al contesto italiano solo in relazione alla libertà di scelta del lavoratore sul mantenimento o meno, presso l'impresa, del flusso contributivo corrispondente al TFR e comunque in termini opposti²⁹. In realtà, l'autofinanziamento sistematico che si viene a generare in relazione alle risorse corrispondenti al TFR maturato e non versato viene a controbilanciare l'autofinanziamento da ammortamenti sulle immobilizzazioni, rendendo difficile e solo indirettamente realizzabile il confronto tra lavoro e capitale.

emerge come ci sia sostanziale indifferenza, in termini di mobilità, tra dipendenti che aderiscono o meno a schemi pensionistici. Cfr. Disney, Emmerson (2002), Andrietti (2003). Sempre sul mercato UK si veda McCormick, Hughes (1984); Henley, Disney, Carruth (1994); Mealli, Pudney (1996).

²⁸ Orszag e Stiglitz risultano critici verso il *mito* in esame, soprattutto considerando che gli studi teorici prodotti relativamente a questa tematica si concentrano in prevalenza sugli effetti indotti sull'offerta di lavoro, in ipotesi di mercato perfettamente concorrenziale. Ora, anche nei Paesi economicamente più evoluti, tale assunzione appare inadeguata, inducendo ad elaborazioni e considerazioni non corrette (Orszag, Orszag, Snower, Stiglitz, 1999).

²⁹ Si consideri al riguardo che la Legge 23.8.2004 (Legge delega previdenziale) prevede al comma 2, lettera e), punto 1, il conferimento tacito del TFR a forme pensionistiche complementari entro 6

3.4. Mito n. 4: un sistema privatistico promuove la competizione

La presenza di più gestori del secondo pilastro dovrebbe garantire, grazie al regime concorrenziale, una riduzione dei costi amministrativi ed un miglioramento dei ritorni finanziari generati. I fondi dovrebbero essere indotti ad un confronto competitivo acceso, considerando che la loro economicità può essere misurata e comparata dagli aderenti sul piano sia dell'efficienza, sia dell'efficacia amministrativa e finanziaria.

Rispetto a questo ipotetico scenario, il mercato previdenziale italiano non si configura come perfettamente concorrenziale, per vincoli posti dal Legislatore sia alla domanda, sia all'offerta³⁰. L'attuale struttura del mercato, in termini di enti che vi operano, di iscritti e di risorse gestite, è sintetizzata nella tavola 6. A fronte di un numero elevato di enti, non vi è, per la maggioranza di essi, la capacità di raggiungere una massa contributiva minima, tale da poter operare da vero competitor sul mercato. A livello quantitativo, l'offerta è ampia, ma molto frammentata e dispersa. L'alto numero di operatori non costituisce di per sé condizione sufficiente a garantire la piena concorrenzialità del mercato.

Tavola 6. La previdenza complementare. Dati di sintesi (importi in milioni di €)

	Numero fondi		Numero iscritti		Risorse D.P. ¹	
	Sett. 2004	Dic. 2003	Sett. 2004	Var. % sett04 / dic03	Sett. 2004	Var. % sett04 / dic03
Fondi negoziali	42	42	1.060.558	1,7	5.491	20,9
Fondi aperti	94	96	374.110	2,6	2.002	15,7
Totale nuovi fondi	136	138	1.434.668	2,0	7.493	19,4
Fondi pensione preesistenti ²		510	673.143		29.858	
Totale fondi pensione		648	2.107.811		37.351	

¹ Risorse complessivamente destinate alle prestazioni. Esse comprendono: l'attivo netto destinato alle prestazioni per i fondi negoziali e aperti di nuova costituzione e per i fondi preesistenti dotati di soggettività giuridica; i patrimoni di destinazione, ovvero le riserve matematiche per i fondi preesistenti privi di soggettività giuridica; le riserve matematiche costituite a favore degli iscritti presso le compagnie di assicurazione per i fondi preesistenti gestiti tramite polizze assicurative.

² Per i fondi preesistenti, i dati relativi agli iscritti, ai contributi e alle risorse destinate alle prestazioni sono riferiti al 31.12.2003 e sono parzialmente stimati; con riferimento ai fondi interni alle banche e alle imprese di assicurazione le stime sono basate sui dati acquisiti dalle rispettive Autorità di vigilanza competenti (Banca d'Italia e ISVAP). I fondi interni alle banche includono anche quelli interni a società facenti parte di gruppi bancari. Gli iscritti ai fondi interni bancari potrebbero essere sovrastimati, a causa della riorganizzazione del settore avviata successivamente all'ultima rilevazione di informazioni.

Fonte: Covip, 2004, p. 2

mesi dall'entrata in vigore del decreto di attuazione ovvero entro 6 mesi dall'assunzione, salvo che il lavoratore non abbia deciso esplicitamente in maniera diversa.

³⁰ Per approfondimenti sui connotati della riforma pensionistica italiana si rinvia, tra i numerosi autori, a Imperatori, 1997, pp. 65-156; Cozzolino, Padoa-Schioppa Kostoris, 1995; Lanzoni, 1995; Lapadula, Patriarca, 1995; Niccoli, 1995; Brambilla, 1996; Fornero, 1999; Amato, Marè, 2001; Castellino, Fornero, 2001; Francario, 2001.

Ad un'offerta così configurata si contrappone una domanda con capacità e possibilità concrete di scelta limitate. Si consideri, ad esempio, come nel caso dei fondi pensione negoziali, l'iscritto non abbia la possibilità di incidere sulla scelta del gestore amministrativo e finanziario, se non debolmente ed indirettamente attraverso i rappresentanti nel consiglio di amministrazione. Inoltre, le informazioni sull'incidenza effettiva degli oneri amministrativi non sono disponibili facilmente o fruibili in modo immediato da soggetti con una cultura economico-aziendale non approfondita³¹, rispetto alle forme di divulgazione e pubblicità adottate dai fondi. Infine, a limitare l'effettiva concorrenzialità del mercato, rimangono valide le considerazioni esposte in precedenza circa i vincoli di trasferibilità della posizione previdenziale maturata. Per i fondi negoziali si tratta di vincoli temporali, mentre per quelli aperti vengono comunque a generarsi delle barriere all'uscita, considerando la struttura dei costi di amministrazione e gestione. Come verrà meglio specificato al punto seguente, infatti, i fondi aperti prevedono oneri di ingresso, in quota fissa o in percentuale alla contribuzione, che incidono pesantemente sulla massa investita, scoraggiando uscite nel breve-medio periodo.

3.5. Mito n. 5: la competizione del sistema privatistico assicura più efficienza e costi amministrativi ridotti

Il livello concorrenziale in cui dovrebbero operare i fondi pensione o, più in generale, la presenza di un sistema privatistico dovrebbero assicurare una progressiva contrazione dei costi amministrativi, vista la ricerca continua di miglioramenti dell'efficienza gestionale. La configurazione del sistema pensionistico a capitalizzazione, piuttosto che a ripartizione, dovrebbe disincentivare le evasioni contributive ed i ritardi nei versamenti, essendo l'individuo direttamente interessato alla corretta e continua alimentazione della propria posizione previdenziale, altrimenti compromessa da flussi mancanti o tardivi.

Per meglio analizzare questo *mito*, collegato all'efficienza gestionale, è opportuno considerare come i costi collegati ad un pilastro a capitalizzazione, con posizioni

³¹ Numerosi studi mettono in evidenza la non conoscenza, ignoranza, dei cittadini sugli aspetti più tecnici, sia amministrativi, sia finanziari, relativi alla previdenza. Con riferimento al mercato inglese, viene posto in evidenza come "Few people really understand pensions. Few know about their own pension provision and the action they need to take to improve it" (UK Department of Social Security, 1998, p. 27).

individuali per iscritto, sono riconducibili alle tre seguenti categorie logiche (Murthi, Orszag, Orszag, 1999):

- la remunerazione del gestore finanziario e della gestione amministrativa corrisposta dal lavoratore al singolo fondo di previdenza, durante la sua carriera (*accumulation ratio*). A questa classe di oneri appartengono quelli collegati al marketing, all'adeguamento delle disposizioni di legge, alla tenuta della contabilità ed, in generale, agli effetti della selezione avversa;
- il costo addizionale collegato alla non contribuzione ad un singolo fondo di previdenza nel corso dell'intera carriera (*alteration ratio*). Sono compresi in questa fattispecie i costi di *switch* verso un altro "fornitore" previdenziale, oltre che gli oneri collegati all'interruzione dei versamenti contributivi, causata, ad esempio, da una interruzione del rapporto lavorativo;
- il costo di conversione del monte contributivo accumulato in una rendita vitalizia, successivamente al pensionamento (*annuitization ratio*). Tale costo dipende anche dall'eventuale disallineamento tra l'aspettativa di vita dei lavoratori di una certa area geografica, o appartenenti ad un certo settore produttivo, rispetto alla media della popolazione su cui si basano le tavole attuariali.

Con riferimento agli oneri di gestione, va anche rilevato che sino a che i flussi contributivi ed il numero degli iscritti non raggiungono livelli elevati, gli stessi si ripartiscono su un numero ridotto di posizioni e il fondo ha minore potere nel contrattare le condizioni economiche applicate dai vari "interlocutori" esterni (gestore finanziario, *service*, banca depositaria, ecc...). L'impossibilità di raggiungere economie di scala renderebbe, in questo senso, il sistema meno efficiente di uno completamente pubblico³².

La competizione sarebbe, dunque, in grado di eliminare posizioni di rendita, ma non di assicurare una gestione a costi inferiori.

A mettere in dubbio questa convinzione, alcuni studi empirici dimostrano come una razionalizzazione del II pilastro, a capitalizzazione, porterebbe a significativi risparmi di costi. Si potrebbero incrementare le masse previdenziali accumulate e i

³² "Competition alone (if indeed it functions properly) does not censure low administrative cost under individual accounts" (Holzman et al., 2001, p. 59). Con riferimento al mercato dell'America Latina, Valdés-Prieto (in Holzman et al., 2001, p. 84) sottolinea che "The other important issue that emerged in Latin America from the wave of pension reforms of the 1990s is the generally high level of administrative charges". Su questo aspetto si vedano anche NASI, 1991; James, Ferrer, Smalhout, Vittas, 1998; Mitchell, 1998; Diamond, 1999.

flussi pensionistici del 10-20%³³. Per ottenere tali benefici, occorrerebbe procedere, innanzitutto, con una restrizione del numero di comparti offerti agli iscritti, in modo da ridurre la frammentazione delle contribuzioni su diversi portafogli. Generare masse contributive consistenti per singolo comparto o piano finanziario consentirebbe ai fondi pensione o agli enti gestori di avere maggior potere contrattuale verso i gestori. Sul piano della gestione, inoltre, risulterebbe preferibile affidare mandati di tipo passivo³⁴. Analogamente, occorrerebbe accordare il mandato di gestione e di *service* amministrativo attraverso un processo competitivo, ad asta, attivato tra un numero limitato di operatori qualificati.

Queste misure, pur limitando la libertà di scelta dell'iscritto e vincolando le scelte gestionali del fondo, dovrebbero apportare miglioramenti significativi della produttività. Sembrerebbe emergere, dunque, un *trade off* tra efficienza e "qualità" in senso lato dell'offerta previdenziale³⁵.

In relazione alla situazione specifica del mercato italiano, le evidenze empiriche disponibili dimostrano una situazione diversa per i fondi pensione negoziali, rispetto a quelli aperti, entrambi accomunati dal sostenimento di costi di gestione amministrativa³⁶ e finanziaria. Per i primi, usualmente i costi corrispondono a una quota

³³ James E., Smalhout J., Vittas D. (2001), p. 302.

³⁴ Sul piano teorico, il gestore può adottare uno stile attivo o passivo di movimentazione del portafoglio, una volta definita la composizione iniziale dello stesso. In termini logici, l'intermediario definisce la ripartizione strategica degli investimenti in grosse macroclassi. Si tratta del processo di asset allocation, i cui risultati sono sintetizzati e formalizzati attraverso l'individuazione di un *benchmark*. Nel caso di gestione attiva, quest'ultimo funge da parametro indicativo della tipologia di investimenti realizzati mediamente dal gestore, il quale può mutare, nel corso del tempo, sia l'incidenza delle macroclassi di attività finanziarie sul totale del portafoglio (adottando politiche di market timing), sia la tipologia di valori mobiliari prescelti (adottando politiche di *stock picking*). Nella gestione passiva, invece, il gestore tende a replicare mix e composizione del *benchmark*. Cfr. Alemanni, 1997, p. 71. Per approfondimenti sul tema dell'*asset allocation* si rinvia a Gibson, 1996; Lederman, Klein, 1994.

³⁵ "Any system of constraint choice imposes costs in terms of satisfying individual preferences, decreasing market incentives, and increasing the risk of political manipulation, corruption, collusion, and regulatory capture. [...] Trade-offs are therefore involved between administrative costs and other less certain and less tangible costs". Cfr. James E., Smalhout J., Vittas D. (2001), p. 303.

³⁶ Si possono distinguere commissioni legate alle varie fasi del rapporto tra il fondo e l'aderente. Sono previsti oneri per l'ingresso, per la gestione e per il riscatto od il trasferimento della posizione previdenziale, ad altro fondo o ad altre linee (*switch*). Talvolta, le spese di ingresso vengono ridotte od annullate qualora l'adesione sia collettiva, cioè realizzata da parte di lavoratori dipendenti, autonomi o liberi professionisti appartenenti a gruppi, comparti, aziende, categorie con cui sono siglati accordi specifici.

Altre commissioni previste dal fondo sono quelle di gestione, che riducono direttamente il valore o delle contribuzioni o della posizione previdenziale del singolo. Usualmente sono presenti sia oneri prelevati una tantum all'atto del versamento della quota annuale, in importo fisso o percentuale sui

associativa annua fissa, prestabilita dal consiglio di amministrazione e prelevata dal flusso contributivo (Tavola 7).

Tavola 7. Oneri di gestione: fondi pensione negoziali
(valori %; spese complessive in migliaia di €; spese pro-capite in €)

	2001	2002	2003
Spese complessive	10.076	14.496	18.108
Gestione amministrativa	8.395	11.087	13.140
Oneri per servizi amministrativi acquistati da terzi	4.422	5.391	5.964
Spese generali	2.406	3.552	4.476
Spese per il personale	1.190	1.623	2.210
Oneri diversi	107	269	157
Ammortamenti	270	252	333
Gestione finanziaria	1.681	3.409	4.968
Commissioni di gestione	1.389	2.711	4.101
Commissioni per banca depositaria	292	698	867
Spese/Patrimonio di fine esercizio	0,57	0,53	0,47
Gestione amministrativa	0,47	0,40	0,34
Gestione finanziaria	0,10	0,12	0,13
Spese/Contribuzione	1,36	1,54	1,72
Gestione amministrativa	1,13	1,18	1,25
Gestione finanziaria	0,23	0,36	0,47
Spese pro capite	18	21	25
Gestione amministrativa	15	16	18
Gestione finanziaria	3	5	7

Fonte: Scimìa, 2004, p. 27.

Dai dati Covip riferiti alla fine del 2003 risulta che “gli oneri complessivi di gestione in rapporto al patrimonio di fine esercizio erano ormai inferiori allo 0.5 per cento, mostrando negli ultimi anni una tendenza chiaramente decrescente” (Scimìa, 2004, p. 10). La tendenza alla contrazione dei costi dovrebbe essere confermata anche negli anni futuri, soprattutto a fronte della crescita dimensionale attesa dei fondi pensione e del conseguente maggiore peso contrattuale degli stessi verso i gestori amministrativi e finanziari.

Situazione diversa caratterizza il mercato dei fondi aperti, ancora eccessivamente frammentato e disperso, nonostante le crescenti esperienze di fusione (tavola 8).

contributi, sia oneri variabili. Tra le commissioni di gestione si rileva anche la presenza di prelievi che operano qualora la società riesca a maturare una *overperformance* rispetto al *benchmark* di riferimento. Si tratta di una commissione che dovrebbe stimolare il gestore ad una politica di asset management in grado di produrre risultati migliori rapportati all'evoluzione del paniere virtuale di riferimento.

Sono previste, inoltre, commissioni di gestione variabili, calcolate e prelevate periodicamente sul valore del fondo, risultante alla data di valorizzazione. In ultima analisi, vi è il costo delle linee in cui sono presenti garanzie di restituzione del capitale o di rendimento minimo.

Altre commissioni richieste agli aderenti riguardano il riscatto della posizione previdenziale, il trasferimento alla stessa in altro fondo, la richiesta di anticipazioni o di *switch* ad un'altra linea dello stesso fondo.

Tavola 8. Stima della commissione omnicomprensiva: fondi pensione aperti (valori %; anno 2003)

	Tipologia	Numero comparti	3 anni			10 anni			35 anni		
			media	min	max	media	min	max	media	min	max
No garanzia	Azionari	77	2,1	0,8	4,0	1,7	0,8	2,7	1,5	0,8	2,3
	Bilanciato	87	1,8	0,6	3,9	1,4	0,6	2,6	1,3	0,6	2,1
	Obbligazionario	86	1,5	0,6	3,8	1,1	0,5	2,4	1,0	0,5	2,0
	Totale	250	1,8	0,6	4,0	1,4	0,5	2,7	1,2	0,5	2,3
Sì garanzia	Azionari	0
	Bilanciato	4	2,5	1,6	3,5	1,8	1,5	2,2	1,6	1,5	1,7
	Obbligazionario	65	1,9	0,6	3,9	1,4	0,6	2,3	1,2	0,5	1,9
	Totale	69	2,0	0,6	3,9	1,4	0,6	2,3	1,2	0,5	1,9
Totale	Azionari	77	2,1	0,8	4,0	1,7	0,8	2,7	1,5	0,8	2,3
	Bilanciato	91	1,8	0,6	3,9	1,4	0,6	2,6	1,3	0,6	2,1
	Obbligazionario	151	1,7	0,6	3,9	1,2	0,5	2,4	1,1	0,5	2,0
	Totale	319	1,8	0,6	4,0	1,4	0,5	2,7	1,2	0,5	2,3

Fonte: Scimìa, 2004, p. 28.

In questi contesti, i costi a carico degli iscritti sono predefiniti nel regolamento del fondo e commisurati solitamente alla massa contributiva fatta confluire al fondo o ai volumi gestiti. Molto diffuse risultano le spese addebitate *una tantum*, all'atto dell'adesione ad esempio. In questa ipotesi è necessario valutare l'incidenza di tali oneri in rapporto alla durata di permanenza nel fondo da parte dell'iscritto³⁷. Secondo una stima Covip, ipotizzando una permanenza di tre anni, “i costi complessivi medi dei fondi aperti si attestano all'1.8 per cento; questa percentuale scende all'1.2 per cento prendendo in considerazione un periodo di permanenza pari a trentacinque anni, che costituisce l'orizzonte temporale al pensionamento. Diversamente dai fondi negoziali, nel settore dei fondi aperti non è stata finora riscontrata una tendenza alla diminuzione dei costi” (Scimìa, 2004, p. 11).

Nel complesso, dunque, è possibile affermare che l'incapacità di raggiungere economie di scala, da parte di questi operatori, ne sta in parte compromettendo l'economicità. Si veda in questo senso la tavola 9: sono ben 149 i comparti di investimento con un attivo netto destinato alle prestazioni (ANDP) che rischia di non raggiungere una soglia di efficienza, gestendo risorse di valore compreso tra 500 mila e 5 milioni di euro. Taluni autori tendono persino ad individuare nei costi ec-

³⁷ “Additionally, a significant element of administration takes the form of a fixed cost – the cost of maintaining a pension account is related to such variables as the duration of the account and the frequency of deposit, but not to the size of each deposit. Administrative costs thus bear most heavily on small pension accounts, that is, those of low earners”. Cfr. Barr, 2000, p. 26.

cessivi del settore complementare la causa più significativa della sua ridotta espansione (Pizzuti, 1997, p. 441).

Tavola 9. Fondi pensione aperti operativi¹. Struttura del mercato
(dati al 30.9.2004; importi in milioni di €)

	Fondi / com- parti	Iscritti		ANDP	
		n.	%	importo	%
Fondi aperti operativi	79	374.110		2.002	
Comparti					
▪ Azionari	75	146.510	39,2	790	39,5
▪ Bilanciati	91	133.239	35,6	707	35,3
▪ Obbligazionari	150	94.361	25,2	505	25,2
<i>Totale comparti relativi a fondi operativi</i>	<i>316</i>	<i>374.110</i>	<i>100,0</i>	<i>2.002</i>	<i>100,0</i>
Fondi delle maggiori 5 società promotrici per numero di iscritti	21	256.707	68,6	1.217	60,8
Comparti con ANDP superiori a 5 milioni di €	86	313.587	83,8	1.679	83,9
Comparti con ANDP compreso tra 500 mila e 5 milioni di €	149	58.044	15,5	311	15,5
Altri comparti	81	2.479	0,7	12	0,6

¹ In questa tabella per fondi aperti operativi si intendono quelli con almeno un iscritto.

Fonte: Covip, 2004, p. 7 (adattato)

3.6. Mito n. 6: un sistema privatistico aumenta i rendimenti dei capitali investiti, il che implica maggiori flussi pensionistici rispetto ad un sistema pubblico

Un sistema previdenziale privatizzato viene considerato più efficiente sul piano dei rendimenti conseguiti, tanto è che il maggior ritorno atteso delle risorse contributive investite è giudicato un buon motivo per riformare in questa direzione il sistema pensionistico (Palacios, Whitehouse, 1998, p. 5). Inoltre, qualora il sistema privato fosse affiancato a quello pubblico, in un approccio a più pilastri, si dovrebbero avere anche vantaggi collegati alla diversificazione del rischio, essendo il flusso contributivo sottratto dai rischi “politici” e “demografici” tipici del primo pilastro³⁸.

In realtà, si pone in evidenza come i rendimenti generati dal sistema privato siano comunque soggetti alle oscillazioni dei mercati finanziari e, dunque, sottoposti a livelli di rischio elevati³⁹. Il rischio di investimento avrebbe un impatto non positivo sulla presunta diversificazione del rischio. Alcuni studi dimostrano, infatti, co-

³⁸ “The principal advantage of a multipillar pension scheme lies in risk diversification. Not all of the population’s retirement portfolio will be held hostage to political and demographic risk” (Holtzmann, 2000, p. 21).

³⁹ Diamond sottolinea come i benefici fruibili dall’iscritto, in un sistema previdenziale a contribuzione definita, siano estremamente aleatori, dipendendo da diverse variabili stocastiche: “Benefits depend on the returns on assets (which are stochastic and with the right stochastic process in dispute) and on the pricing of annuities (which is also stochastic and also subject to dispute about the mortality trends as well as future rates of return)”. Cfr. Diamond, 2001, p. 76.

me la presenza di un sistema pensionistico privato potrebbe anche non produrre una diversificazione del rischio stesso (Barr, 2000, p. 25), considerando che sistemi privati a capitalizzazione, come quello dei fondi pensione, sono chiamati ad affrontare, oltre alle incertezze collegate agli shock macroeconomici e demografici ed ai rischi politici, anche i rischi relativi (Barr, 2000, p. 5):

- ad una gestione incompetente o fraudolenta delle risorse, che gli iscritti difficilmente riescono a valutare e verificare, se non quando gli effetti della stessa si manifestano palesemente;
- alla fluttuazione degli andamenti del mercato finanziario, già richiamati;
- alle oscillazioni dei flussi reddituali percepiti periodicamente, dopo il pensionamento. Dato l'ammontare della massa contributiva accumulata, il valore della rendita varia, infatti, in relazione alla residua speranza di vita dell'individuo e del rendimento retrocesso dalla compagnia di assicurazione che ne cura la gestione⁴⁰. Questo rischio è aggravato dallo sviluppo insoddisfacente e dall'inefficienza del mercato delle rendite, in tutti i Paesi sviluppati (Alier, Vittas, 2001, p. 392).

Peraltro, la comparazione tra il rendimento reale di un pilastro pubblico maturo a ripartizione e il ritorno generato da un pilastro privato a capitalizzazione risulterebbe non corretta se non si considerasse anche la presenza dei costi di transizione e di quelli amministrativi (Orszag, Stiglitz, 2001, p. 24). I primi fanno riferimento agli oneri da sostenere per il passaggio a un sistema dotato di un pilastro privato, in relazione al mantenimento delle condizioni previste dal precedente schema previdenziale a favore dei soggetti ad esso già iscritti⁴¹. In relazione ai secondi, solo nell'ipotesi di costi amministrativi contenuti e posti sotto controllo costante, si riscontrerebbero *performance* maggiori per il II pilastro a capitalizzazione, con benefici definiti e gestione privata (Homburg, 1990; Holzmann, 1999).

⁴⁰ Con riferimento alle rendite fruibili al momento del pensionamento Walliser (2001) sottolinea come non sia identificabile a priori una dimensione ottimale delle stesse, dipendendo il fabbisogno di rendita dell'individuo anziano anche dalla disponibilità di coperture sanitarie di lungo termine, dal possesso di una abitazione, dalle fonti di reddito alternative oltre che dal flusso pensionistico proveniente dal primo pilastro. In questo senso, l'autore evidenzia l'esigenza innanzitutto di definire a livello governativo delle regole che assicurino una protezione della rendita dal rischio di perdita del potere di acquisto della moneta. Per approfondimenti sui connotati di tale intervento normativo a protezione delle rendite si rinvia al lavoro di Walliser.

⁴¹ "Since individual accounts are financed from revenue currently devoted to the public social security system, computations of the rate of return under individual accounts need to include the cost

Orszag e Stiglitz (2001) sottolineano come la stessa convinzione che la gestione previdenziale affidata ad un pilastro pubblico sia inefficiente e caratterizzata da sprechi rappresenti un mito. I dati offerti da numerosi studi per dimostrare tale inefficienza risulterebbero, infatti, viziati dal non procedere affatto o non correttamente, alla correzione, per il rischio, dei rendimenti generati dalle gestioni pubbliche⁴². Se, infatti, il mercato dei capitali fosse perfetto, non sarebbe possibile riscontrare investimenti sbagliati. Qualora si riuscisse a dimostrare che il pilastro pubblico ha generato un rendimento ridotto, ciò equivarrebbe ad accusare lo Stato o di corruzione o di incapacità, per la scelta di un profilo di investimento non coerente con la propensione al rischio degli iscritti. Rigettando, invece, l'ipotesi di mercati perfetti, allora occorrerebbe considerare e valutare le perdite possibili generate dagli errori in cui potrebbe incorrere l'investitore singolo non informato.

Un'ultima considerazione, collegata a questo *mito*, riguarda il fatto che la tendenziale riduzione dei rendimenti offerti dai sistemi pubblici a ripartizione non deve essere considerata sintomatica di una crisi degli stessi. Essa sarebbe in realtà fisiologica, essendo legata alla fase di maturità (*steady state*) dei medesimi⁴³.

Con riferimento al caso italiano, la tavola 10 offre alcuni spunti di riflessione. Innanzitutto, i dati disponibili alimentano delle serie storiche inadeguate ad estrapolazioni di fenomeni, tanto più se si considera la turbolenza elevata che ha contraddistinto i mercati finanziari dall'avvio concreto dei fondi pensione. Se si verifica il rendimento a 5 anni, lo stesso appare fortemente insoddisfacente per i fondi aperti, ma comunque superiore al benchmark relativo. Il giudizio si inverte completa-

of continuing to pay the benefits promised to retirees and older workers under the extant system". Cfr. Orszag, Stiglitz, 2001, p. 24.

⁴² Con riferimento al mercato USA, Alan Greenspan ha affermato che i fondi pensione pubblici tendono a produrre una *underperformance* rispetto ai rendimenti di mercato, sulla base delle evidenze fornite da alcuni autorevoli studiosi. Tuttavia, altre analisi, riprendendo e rielaborando i dati disponibili, arrivano a conclusioni molto diverse: i fondi pubblici sarebbero in grado di generare le stesse performance dei piani privati (Munnell, Sundén, 1999).

⁴³ Samuelson dimostra come il tasso reale di rendimento di un sistema maturo a ripartizione è pari alla somma del tasso di crescita della forza lavoro e del tasso di crescita della produttività (Samuelson, 1958). In realtà, nei primi anni di introduzione di tale sistema, i beneficiari hanno un ritorno molto elevato, in quanto le rendite fruite non sono assolutamente comparabili ai contributi versati. Si pensi al caso di lavoratori prossimi all'età del pensionamento, che corrispondono flussi contributivi solo per pochi anni. Quando un sistema matura è inevitabile riscontrare, quindi, un declino dei tassi di rendimento. La tendenziale riduzione potrebbe peraltro essere accentuata o attenuata dai cambiamenti dei tassi di crescita della forza lavoro e della produttività. Cfr. Orszag, Stiglitz, 2001, p. 28. Geanakoplos, Mitchell, Zeldes (1998) sottolineano come il valore attuale netto di un sistema a ripartizione a livello intergenerazionale sia pari a zero.

mente per l'orizzonte di un anno. Per i fondi negoziali, i dati mostrano rendimenti elevati, ma inferiori al benchmark su scala quinquennale ed anche annuale. Il confronto con la rivalutazione lorda del TFR, pur se concettualmente non corretto e talvolta fuorviante (quanto abusato), evidenzia buoni rendimenti dei fondi nell'arco del breve termine, a fronte di pessimi risultati nel quinquennio, il che, in un contesto caratterizzato da volatilità dei mercati, non è affatto sorprendente.

Tavola 10. Fondi pensione. Rendimenti pluriennali¹ (valori %)

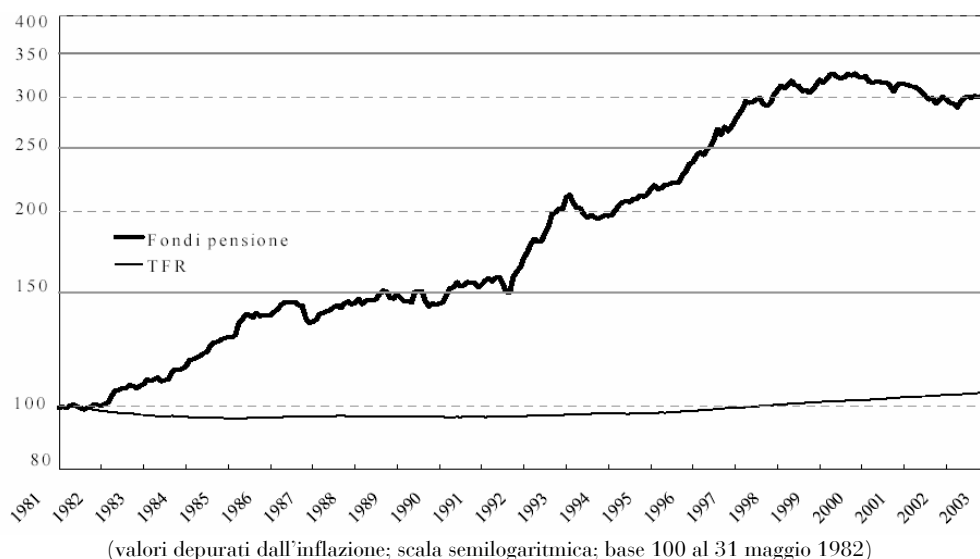
		dal 30.9.1999 al 30.9.2004 (5 anni)	dal 30.9.2003 al 30.9.2004 (1 anno)
Fondi pensione negoziali			
▪	Rendimento generale	15,4	4,7
▪	Benchmark	17,9	5,6
Fondi pensione aperti			
▪	Generale	Comparti	5,7
		<i>Benchmark</i>	-2,7
▪	Azionari	Comparti	2,1
		<i>Benchmark</i>	-15,8
▪	Bilanciati	Comparti	5,8
		<i>Benchmark</i>	3,0
▪	Obbligazionari misti	Comparti	19,3
		<i>Benchmark</i>	21,0
▪	Obbligazionari puri	Comparti	18,7
		<i>Benchmark</i>	25,0
Rivalutazione lorda TFR ²		17,7	2,9
Rivalutazione netta TFR ³		16,2	2,5

¹ Rendimenti calcolati come variazione degli indici di capitalizzazione. I rendimenti relativi ai fondi sono rappresentativi della performance media al netto di tutti gli oneri (di gestione e fiscali) gravanti sui fondi.

² Tasso di rivalutazione al lordo dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 1° gennaio 2001.

³ Tasso di rivalutazione al netto dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 1° gennaio 2001.

Un interessante esperimento di simulazione è stato realizzato dalla Covip per “verificare quale sarebbe stato il rendimento dei fondi pensione negoziali qualora essi fossero nati già alla fine degli anni '60 ed avessero seguito fin da allora l'*asset allocation* oggi adottata, che risulta di tipo prevalentemente obbligazionario, con una componente azionaria dell'ordine del 20-25 per cento” (Covip, 2004, p. 13). Il risultato che emerge rivela la maggiore *performance* dei fondi rispetto al TFR, come si può vedere dalla figura 1. “Tornando indietro al momento dell'istituzione del TFR (maggio 1982), il rendimento nominale medio annuo ottenuto dai fondi pensione resta ampiamente positivo attestandosi al 10,6 per cento, contro una rivalutazione lorda annua del TFR pari al 5,3 per cento” (Covip, 2004, p. 13).

Figura 1. Rivalutazione del TFR e proiezione all'indietro del rendimento dei fondi pensione¹

(1) La proiezione all'indietro dei rendimenti dei fondi pensione è effettuata utilizzando la composizione media del portafoglio dei fondi pensione negoziali rilevata alla fine del 2003 e utilizzando le serie storiche degli indicatori finanziari al riguardo rappresentativi; gli indicatori espressi in valuta estera sono stati convertiti in lire fino al 31 dicembre 1998 e successivamente in euro. I rendimenti dei fondi sono al netto degli oneri di amministrazione e gestione, supposti pari all'incidenza percentuale sul patrimonio di fine 2003, e dell'imposta sostitutiva dell'11 per cento.

Fonte: elaborazioni su dati ISTAT e Datastream, Covip (2004, p. 14).

Il mito in esame non può dirsi rigettato: potrebbe essere l'incertezza del periodo di riferimento disponibile per le analisi a rendere le performance realizzate dai fondi insoddisfacenti. Non vanno tuttavia dimenticate le considerazioni formulate, in relazione ai costi amministrativi elevati sostenuti ed alla soglia minima della massa gestita necessaria, al singolo fondo, per conseguire economie di scala.

3.7. Mito n. 7: un sistema privatistico aiuta a sviluppare il mercato finanziario e la diversificazione di portafoglio

Lo sviluppo di un sistema pensionistico privato è considerato un elemento propulsore per la crescita del mercato finanziario (The World Bank, 1994). L'incremento della domanda di attività finanziarie con una prospettiva di investimento di lungo termine dovrebbe rendere il mercato più stabile⁴⁴, più spesso, liquido ed efficiente,

⁴⁴ "La funzione stabilizzatrice degli investitori istituzionali in genere si verifica, in momenti di turbolenza, almeno su due fronti: da un lato affluiscono al mercato solo le decisioni di segno opposto che non trovano compensazione presso l'intermediario e dall'altro la fiducia verso la capacità dell'intermediario di difendere il risparmio attenua la tendenza a modificare bruscamente le proprie decisioni di investimento come reazione ad andamenti del mercato". Cfr. Arcucci, 1994, p. 699. Sulla funzione stabilizzatrice dei mercati finanziari svolta dagli investitori istituzionali, si veda, Comana, 1993.

generando un effetto benefico sulla stessa offerta di strumenti di investimento⁴⁵. In una spirale virtuosa dovrebbe beneficiarne lo stesso portafoglio dei fondi pensione, grazie ad una maggiore possibilità di diversificazione del rischio. D'altra parte, si sostiene che in caso di ridotte opportunità offerte dai mercati finanziari domestici o di loro elevata imperfezione (alta volatilità), la domanda generata dai fondi pensione tenderebbe a trovare soddisfazione attraverso investimenti in prodotti esteri, con un incremento dei flussi esportativi di capitali (Orszag, Stiglitz, 2001).

Collegato a questo *mito*, occorre considerare anche quello relativo all'idea, speculare, che gli investimenti realizzati da fondi o enti pubblici non abbiano effetti macroeconomici a causa del fatto che l'investimento in attività finanziarie, tipicamente azioni, rappresenta semplicemente un dirottamento, uno *switch*, di flussi finanziari altrimenti destinati a titoli pubblici (Greenspan, 1996). In realtà, diversi studi dimostrano come la diversificazione attuata dai fondi o degli enti pubblici, attraverso l'investimento azionario, abbia comunque effetti positivi, in termini di utilità sociale generata (Diamond, Geanakoplos, 1999; Dutta, Kapur, Orszag, 1999). L'investimento di una massa di risorse significativamente stabile, vista la relativa prevedibilità dei flussi in entrata e in uscita, minimizza il rischio di illiquidità e pone il gestore "nelle condizioni ottimali per realizzare una gestione di portafoglio efficiente" (Arcucci, 1994, p. 700). La gestione in massa delle risorse dovrebbe consentire una migliore capacità di raccogliere ed elaborare informazioni sulle opportunità di investimento rispetto a quelle possedute dal singolo individuo. Tenderebbero a ridursi le asimmetrie informative sul mercato. Inoltre, la capacità di contrattare le condizioni di negoziazione porterebbe ad un abbattimento dei costi di transazione.

Con riferimento al contesto italiano lo sviluppo dei fondi pensione è stato accolto con grandi aspettative da tutti gli operatori, relativamente proprio al *mito* in esame⁴⁶.

⁴⁵ Diamond conferma questo aspetto con riferimento alle evidenze empiriche derivanti dal Cile, in cui la diffusione di schemi previdenziali "privati" ha consentito uno sviluppo notevole del mercato finanziario. Tuttavia, l'Autore sottolinea come la presenza di fondi pensione sia una condizione necessaria ma non sufficiente, considerando che risulta fondamentale una contestuale riforma della regolamentazione del mercato dei capitali. Diamond, 1995, p. 94.

⁴⁶ "Il risparmio finalizzato al bisogno previdenziale favorisce l'allocazione delle risorse in impieghi a lungo termine, finanzia dunque il capitale fisso delle imprese, ha una funzione stabilizzatrice delle fluttuazioni nei mercati finanziari, è propulsore di crescita dell'economia". Cfr. Manghetti, 2001.

Il Legislatore ha definito i criteri cui deve ispirarsi l'attività di investimento dei fondi pensione, sia rendendola funzionale allo sviluppo del mercato finanziario, sia nell'ottica di tutela degli interessi degli iscritti⁴⁷. In particolare, si è previsto che la gestione debba connotarsi come sana e prudente nel perseguimento di obiettivi che potrebbero definirsi funzionali anche a un miglioramento qualitativo del mercato finanziario. Si fa riferimento a:

- diversificazione degli investimenti. La composizione del portafoglio deve essere tale da includere titoli di tipologie, strutture, emittenti, aree geografiche e settori diversi. Ciò soprattutto nella logica della riduzione del rischio complessivo cui si espongono gli aderenti, anche in relazione all'insolvenza possibile della controparte. Nell'individuazione degli investimenti del fondo vanno considerate anche le esigenze di finanziamento delle piccole e medie imprese;
- gestione efficiente del portafoglio, adottando strumenti di *asset allocation* e stili di *asset management* coerenti con il profilo di rischio e rendimento esplicitato nel prospetto informativo del fondo. Questo obiettivo implica anche il contenimento dei costi di transazione, gestione e funzionamento del fondo, tale da consentire la massimizzazione dei rendimenti netti.

Pur in mancanza di dati e studi sull'impatto dei fondi pensione sull'efficienza dei mercati finanziari, è indubbio che la loro introduzione nel contesto italiano sia da collocare in un momento di ampie riforme del sistema finanziario nazionale, inteso in senso lato (mercato, operatori, organi di vigilanza e coordinamento, ecc...) che ha portato a benefici concreti in termini di trasparenza, spessore e liquidità. Sicuramente, i diretti benefici collegati ai fondi pensione potranno essere colti solo avendo a riferimento un orizzonte temporale di lungo termine e saranno tanto maggiori quanto più la massa di aderenti tenderà a crescere e quanto maggiori risulteranno le risorse previdenziali veicolate dai fondi pensione sul mercato.

3.8. Mito n. 8: un sistema pensionistico privato aumenta la propensione nazionale al risparmio

In generale, l'adozione di un sistema pensionistico "individuale", in cui si accumulano *asset* per il futuro pagamento delle pensioni, è considerata una leva per

⁴⁷ Il Decreto Ministero del Tesoro 21 novembre 1996 n. 703 introduce il "Regolamento recante norme sui criteri e sui limiti di investimento delle risorse dei fondi di pensione e sulle regole in materia di conflitto di interessi".

l'incremento del risparmio nazionale (James, 1995; Feldstein, 1997). In realtà, diversi autori hanno evidenziato come i benefici attesi sul tasso di risparmio nazionale potrebbero non manifestarsi (Valdés-Prieto, 2001; Orszag, Stiglitz, 2001)⁴⁸, qualora la configurazione del sistema pensionistico non spinga gli individui ad incrementare concretamente la quota di reddito accantonata e sottratta ai consumi. Il pilastro privato potrebbe, ad esempio, catturare il risparmio destinato a forme di previdenza individuali, con un effetto di cannibalizzazione da parte dei nuovi schemi pensionistici⁴⁹. Il passaggio a un sistema a capitalizzazione di tipo privatistico, o la sua introduzione, potrebbe secondo altri autori portare ad incrementi del tasso di risparmio solo se la riforma previdenziale creasse delle esternalità positive legate allo sviluppo del mercato finanziario ed alla crescita economica (Holtzmann, 1997).

L'effetto sul sistema macroeconomico di una privatizzazione del sistema pensionistico potrebbe, dunque, anche essere nullo. Peraltro, si potrebbe anche perseguire un incremento del risparmio nazionale prescindendo da una privatizzazione della previdenza, attraverso un sistema pubblico a benefici definiti (Heller, 1998; Modigliani, Ceprini, Muralidhar, 1999). Lo Stato potrebbe accumulare *assets* in via anticipata per fronteggiare futuri deflussi finanziari, legati al pagamento di rendite previdenziali (Orszag, Stiglitz, 2001, p. 22).

Date le incertezze appena esposte, Orszag e Stiglitz assumono una posizione “neutra” verso le varie configurazioni dei sistemi previdenziali, ai fini della ricerca di un incremento del risparmio nazionale⁵⁰.

⁴⁸ Gli autori evidenziano come “private defined contribution plans raise national savings... is not correct in general. [...] Moving the pension plan from payg to prefunding (FF) offers a unique opportunity to raise national savings”. Cfr. Valdés-Prieto, 2001, pp. 80-82.

⁴⁹ Un interessante studio di Fornero si è posto come obiettivo quello di esaminare “la possibilità che l'introduzione di fondi pensione, caratterizzati da un forte elemento obbligatorietà, modifichi in senso inefficiente la composizione di portafoglio delle famiglie, obbligandole a (costose) operazioni di neutralizzazione o a scelte sub ottimali”. L'autrice pone in evidenza come “la ricchezza non assicurativa detenuta dalle famiglie, soprattutto in giovane età, non rivelerebbe quindi necessariamente una domanda pensionistica insoddisfatta, potendo anzi rappresentare un riaggiustamento del portafoglio volto a compensare lo “sbilanciamento” a favore delle rendite prodotte, nelle età giovani e intermedie, dalla previdenza sociale obbligatoria”. A fronte di questa situazione, il futuro successo dei fondi pensione sarebbe legato a fattori diversi, tra cui anche la riduzione progressiva della copertura pensionistica pubblica, oltre che l'offerta di prodotti a più spiccata natura assicurativa, anche per il caso di morte. “Senza una sufficiente attenzione a questi aspetti, i fondi pensione, imponendo nuovi e non sempre graditi vincoli alle scelte dei risparmiatori, rischierebbero di rappresentare un fattore di limitazione del benessere e di assumere un ruolo di scarso rilievo nell'ambito dell'intermediazione finanziaria”. Cfr. Fornero, 1994, pp. 4-27.

⁵⁰ “Automatically linking privatization and broad prefunding, rather than examining each choice separately, fails to reflect the full range of policy options”. Cfr. Orszag, Stiglitz, 2001, p. 23.

Una corretta riflessione su questo *mito*, per il caso italiano, richiede un'approfondita analisi di dati macroeconomici fondamentali per orizzonti temporali lunghi, da correlare con la domanda di risparmio previdenziale veicolata dai fondi pensione. La mancata disponibilità di tali dati rende ancora aperta la discussione su questo mito, riferito al contesto italiano.

3.9. Mito n. 9: la gestione privata del sistema pensionistico e la proprietà individuale dei montanti contributivi aumentano la protezione del sistema contro interferenze politiche

Tra gli aspetti positivi collegati allo sviluppo di una gestione privatistica del risparmio previdenziale va considerata la presunta maggiore trasparenza e la possibilità di sottrarre le logiche di gestione da interessi di tipo politico⁵¹. Questi ultimi potrebbero essere collegati, ad esempio, all'utilizzo delle risorse raccolte per soddisfare esigenze finanziarie specifiche dello Stato o all'appesantimento dell'infrastruttura burocratica collegata all'amministrazione delle risorse stesse.

Rispetto a questa considerazione, occorre notare come in realtà il passaggio ad un sistema privato non esima lo Stato da un intervento forte, diretto a regolamentare sotto molteplici aspetti l'attività degli organismi privati cui è delegata la gestione dell'attività previdenziale (si veda l'Appendice 2)⁵². Resta necessario, infatti, definire le regole del gioco entro cui far svolgere la competizione, a tutela degli iscritti e del loro bisogno pensionistico⁵³. Si fa riferimento, in primo luogo, ai meccanismi

⁵¹ Questo mito viene messo in discussione da Orszag e Stiglitz che evidenziano come: "It is difficult to know why a government that is inefficient and corrupt in administering a public system [as claimed by those who are critical of such system] would be efficient and honest administering a private one. [...] The bottom line is that public malfeasance or incompetence can be just as dangerous under individual accounts as under public defined benefit systems". Cfr. Orszag, Stiglitz, 2001, pp. 37 - 38.

⁵² Al riguardo Thompson evidenzia come "the defined contribution model requires sophisticated oversight and regulation to ensure that one set of problems resulting from public sector political dynamics is not ... traded for a different set of problems derived from the dynamics of private sector operations". Cfr. Thompson, 1998, p. 22. Il sistema pensionistico, nella sua versione aperta ad elementi di gestione privatistico, non è altro che un esempio di come il funzionamento del sistema capitalistico sia condizionato alla definizione ed al rispetto di una serie di regole e norme di salvaguardia "that make the outcomes of exchange secure, predictable, and of reasonably widespread benefit. Where such rules and safeguards, such institutions, are absent, what suffers is not just fairness and equità, but firm performance as well". Cfr. Nellis, 1999, p. 16.

⁵³ "Given the high potential cost of mistaken choice, imperfect information creates an efficiency justification for stringent regulation of pensions to protect consumers in an area where they are insufficiently well-informed to protect themselves". Cfr. Barr, 2000, p. 7.

normativi di tutela della trasparenza, concorrenza ed efficienza del mercato pensionistico, oltre che ai vincoli posti all'attività di investimento in strumenti finanziari ed alla presenza di una autorità garante del controllo e della supervisione del mercato stesso.

Infine, taluni autori sottolineano come il rischio di interferenze politiche nella gestione previdenziale sia presente anche in un sistema privatistico, considerando che lo Stato potrebbe comunque influenzarne la gestione, attraverso, ad esempio, l'obbligo di acquistare titoli pubblici nazionali o riducendo qualsiasi beneficio fiscale riconosciuto a fondi pensione o iscritti (Barr, 2000, p. 32).

A supporto di queste riflessioni è necessario sottolineare come la regolamentazione del settore previdenziale e di quello finanziario sia stata, negli ultimi anni, particolarmente consistente in Italia⁵⁴. Tra gli ultimi provvedimenti di spiccato interesse, si ricorda la Legge 23.8.2004, n. 243 "Legge delega previdenziale". Tale norma ha riconosciuto alla previdenza complementare un ruolo sociale di primo piano, richiamando l'art. 38, comma 2 della Costituzione. Ai fondi pensione è attribuito l'obiettivo di tutelare l'interesse degli aderenti di percepire, al momento del pensionamento, una rendita pensionistica in grado di preservare la capacità reddituale e di spesa dell'individuo. "Il perseguimento dell'obiettivo del mantenimento del tenore di vita dei pensionati ha richiesto l'adozione di misure che diano un concreto impulso allo sviluppo del settore della previdenza complementare e determinino le condizioni per il conseguimento di obiettivi di efficienza, del tutto funzionali all'assolvimento della cosiddetta promessa previdenziale, anche tramite la realizzazione di una maggiore concorrenzialità tra le diverse forme previdenziali oggi operanti" (Scimìa, 2004, p. 3). La tutela dell'interesse previdenziale, interesse primario dei cittadini costituzionalmente protetto, ha indotto il Legislatore italiano

⁵⁴ I provvedimenti principali che hanno modificano l'ordinamento giuridico in materia previdenziale complementare possono essere ricondotti a quattro aree di intervento. Si fa riferimento, innanzitutto, alle norme relative alla costituzione dei fondi pensione ed ai requisiti di iscrizione all'Albo tenuto dalla Covip. Altre norme fondamentali riguardano la gestione delle risorse contributive. Per quest'attività sono introdotti vincoli e limitazioni quantitative all'operatività degli intermediari e degli enti pensionistici, a tutela degli interessi degli iscritti. Si disciplina, inoltre, l'utilizzo dei parametri oggettivi di riferimento (*benchmark*) che fungono da indicatori della politica di *asset allocation* e della rischiosità attesa del fondo. Altra area regolamentata riguarda i contenuti, la struttura ed il *timing* dei flussi informativi verso gli aderenti e verso il mercato. Infine, l'ultimo ambito disciplinato e per il quale sussiste ancora un dibattito sociale e politico acceso è quello della disciplina fiscale e delle fonti di finanziamento degli schemi previdenziali. In questa sede si prescinde da un'analisi delle norme emanate, per le quali si rinvia all'ampia bibliografia disponibile. Cfr. Spigarelli, 2000.

a rivedere, in una logica di *fine tuning*, la regolamentazione del settore al fine di migliorarne l'economicità e favorirne l'espansione.

Anche per l'Italia, dunque, questo mito risulta negato.

4. Considerazioni conclusive

La previdenza complementare va assumendo un peso crescente, nei Paesi industrializzati, in relazione al suo ruolo di supporto dei flussi pensionistici, in costante contrazione, garantiti dal comparto pensionistico pubblico. Il mercato è, dunque, delegato della gestione di una quota via via più elevata della massa contributiva che dovrà tramutarsi, all'atto del pensionamento, in rendite e capitali a sostegno di individui la cui speranza di vita risulta sempre più estesa. Si accrescono le attese della collettività sulla capacità degli strumenti della previdenza complementare di allocare, in modo ottimale, le risorse contributive acquisite, per garantire flussi di ricchezza adeguati ai bisogni tipici di una *ageing society*.

Contestualmente all'espansione delle aspettative riversate sul II pilastro, nell'ambito del sistema di protezione del reddito pensionistico, emerge con forza l'attenzione posta su alcuni fenomeni macro e micro economici che potrebbero compromettere l'efficienza e l'efficacia degli strumenti previdenziali complementari. Alcuni studiosi hanno da alcuni anni iniziato a denunciare una serie di *miti* collegati alla privatizzazione dei sistemi pensionistici, nel tentativo di attirare l'attenzione ed il dibattito scientifico sui rischi che si incorrono a fronte di una non corretta impostazione del II pilastro. Scopo delle analisi e degli studi proposti da tali autori è quello di scardinare alcune convinzioni comuni circa i benefici che, in via generale, sarebbero ricondotti a forme di previdenza privatizzate. Tali benefici risultano, nella realtà, o negati o condizionati alla realizzazione di ulteriori riforme da parte dello Stato.

In questa logica, il lavoro ha voluto provocatoriamente riflettere sull'attinenza al caso italiano di alcuni dei principali *miti* della previdenza complementare, pur consci sia della peculiarità del nostro sistema pensionistico rispetto a quelli cui tipicamente la dottrina dei *miti* si riferisce, sia della mancanza di dati di lungo periodo con cui supportare le analisi.

In sintesi, ecco il quadro che emerge. In primo luogo, alcuni *miti* trovano una negazione *ab origine*, alla luce delle scelte operate dal Legislatore in Italia, nella consapevolezza del ruolo complementare e di supporto svolto dal II pilastro rispetto

alla previdenza pubblica. Si fa riferimento, innanzitutto, al mito collegato alla crescita della libertà di scelta dell'individuo. Tale libertà risulta volutamente vincolata in modo forte, vista la necessità di tutelare un bisogno costituzionalmente protetto, quale quello veicolato dai fondi pensione, ossia generare risorse adeguate a sostenere i redditi dell'individuo dopo il pensionamento. In questa logica si comprende come l'intervento dello Stato e l'interferenza pubblica siano tuttora notevoli, data l'esigenza di sostenere e promuovere lo sviluppo del II pilastro.

I benefici collegati alla maggiore efficienza del mercato del lavoro ed allo sviluppo del sistema finanziario non possono essere correttamente valutati, ma è possibile affermare che le premesse per non rigettare questi *miti* ci sono, anche alla luce delle riforme che sono state introdotte negli ultimi anni in tali specifici ambiti, parallelamente all'avvio dei fondi pensione.

Sicuramente critica risulta, invece, l'analisi dei *miti* collegati alla maggiore efficienza del settore privato della previdenza. La frammentazione elevata delle iniziative previdenziali fa sì che molti fondi pensione non abbiano raggiunto dimensioni in grado di generare economie di scala, tali da abbattere gli elevati costi di gestione tipici di questo comparto della previdenza. Per altro, l'eccessiva dispersione dell'offerta, oltre ad impedire la raccolta di una massa contributiva minima efficiente, non garantisce una effettiva concorrenzialità del mercato. La domanda stessa appare debole e assolutamente insoddisfacente, riscontrandosi una diffusione molto bassa dell'adesione ai fondi pensione: non si è avuto ancora un incremento significativo della copertura previdenziale dei lavoratori.

La ridotta diffusione presso la popolazione di questi strumenti, unitamente alla mancanza di statistiche di lungo periodo, non consentono di apprezzare pienamente l'impatto dei fondi sui tassi di risparmio nazionale. L'assenza di serie storiche significative non permette, infine, di realizzare commenti esaustivi sul *mito* relativo alle performance prodotte dai fondi pensione nell'investimento della massa contributiva.

Nel complesso, il giudizio sui *miti* appare sicuramente sfocato. Si tratta in ogni caso di un tema, quello dei *miti*, di interesse notevole, da monitorare nel tempo per comprendere a pieno le possibili lacune del settore complementare e stimolare il dibattito sul concreto apporto che il II pilastro può offrire nel quadro delle soluzioni delineato dallo Stato a sostegno del sistema di protezione dell'individuo in età avanzata.

Bibliografia

- ALEMANNI B. (1997), “L’attività di asset allocation nel private banking”, in Musile Tanzi P., *Il manuale del private banking*, Egea, Milano.
- ALIER M., VITTAS D. (2001), “Personal pension plans and stock market volatilità”, in Holtzmann R., Stiglitz J., *New Ideas about Old Age Security*, The World Bank, Washington.
- ALLEN S., CLARK R., MCDERMED A. (1988), *Why do pensions reduce mobility?*, NBER Working Paper n. 2509.
- ALLEN S., CLARK, R., MCDERMED A. (1993), “Pensions, bonding and lifetime jobs”, in *Journal of Human Resources*, n. 28 (3).
- AMATO G., MARÈ M. (2001), *Le pensioni. Il pilastro mancante*, Il Mulino, Bologna.
- ANDRIETTI V. (2003), *Pension Choices and Job Mobility in the UK*, Working Paper, Universidad Carlos III de Madrid, Departamento de Economía.
- ARCUCCI F. (1994), “Fondi pensione e mercato finanziario italiano”, in *Banche e Banchieri*, n. 10.
- BARR N. (2000), “Reforming Pensions: mith, truths, and policy choices”, in *IMF Working Paper*, n. 139, Washington DC.
- BLONDAL S., SCARPETTA S. (1998), *The retirement decision in OECD countries*, Working Paper AWP 1.4, OECD.
- BRAMBILLA A. (1996), *Capire i fondi pensione*, Il Sole 24 Ore, Milano.
- CASTELLINO O., FORNERO E. (A CURA DI) (2001), *La riforma del sistema previdenziale italiano*, Il Mulino, Bologna.
- COMANA M. (1993), “Perchè c’è bisogno di risparmio gestito”, in *Banche e Banchieri*, n. 4.
- COMMISSIONE EUROPEA (1997), *Supplementary pensions in the single market, A green paper* Comunicazione 283, Unione Europea.
- COMMISSIONE EUROPEA (1999), *Commission Communication: towards a single market for supplementary pensions*, Comunicazione 134, Unione Europea.
- COVIP (2004), *La previdenza complementare principali aspetti quantitativi*, aggiornamento al 30 settembre 2004, www.covip.it.

- COZZOLINO M., PADOA-SCHIOPPA KOSTORIS F. (1995), “Contribution based vs earnings related retirement pension system: some policy proposals for Italy”, in *Ricerche Economiche*, n. 49.
- DIAMOND P. (1995), “Government Provision and Regulation of Economics Support in Old Age”, in Bruno M., Pleskovic B. (ed. By), *Annual World Bank Conference on Development Economics 1998*, The World Bank, Washington.
- DIAMOND P. (1999), *Administrative costs and equilibrium charges with individual accounts*, NBER Working Paper n. 7050, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- DIAMOND P. (2001), “Comments by Peter Diamond”, in Holtzmann R., Stiglitz J., *New Ideas about Old Age Security*, The World Bank, Washington.
- DIAMOND P., GEANAKOPOLOS J. (1999), *Social security investment in equities I: the linear case*, NBER Working paper n. 7103, National Bureau of Economic Research, Cambridge.
- DISNEY R. (2000), “Crisis in Public Pension Programmes in OECD Countries: What are the Reform Options?”, in *Economic Journal*, vol. 100.
- DISNEY R., EMMERSON C. (2002), *Choice of pension scheme and job mobility in Britain*, IFS Working Paper, n. 09.
- DUTTA J., KAPUR S., ORSZAG M. (1999), *A portfolio approach to the optimal funding of pensions*, Working Paper, Birkbeck College, University of London, London.
- EATWELL J., ELLMANN M., KARLSSON M., NUTI M., SHAPIRO J. (2000), *Hard Budgets, Soft States: Social Policy Choices in Central and Eastern Europe*, Institute for Public Policy Research, London.
- FAZIO A. (2002), *Debito pubblico, risparmio e previdenza*, Intervento del Governatore della Banca d’Italia, Roma, 26 giugno.
- FÉDÉRATION DES EXPERTS COMPTABLES EUROPÉENS (1995), *FEE survey of Pensions and other Retirement Benefits in EU and non EU countries*, Routledge, London.
- FELDSTEIN M. (1997), “The case for privatization”, in *Foreign Affairs*, n. July – August.
- FERRARA F. (2000), “Fondi pensione, mercato del lavoro e contrattazione collettiva: il caso italiano”, in *Economia e Lavoro*, n. 34.
- FORNERO E. (1993), “Risparmio, assicurazioni e fondi pensione. Un riesame delle scelte previdenziali”, in *Giornale degli economisti e annali di economia*, n. 1/3.

- FORNERO E. (1999), *L'economia dei fondi pensione. Potenzialità e limiti della previdenza privata in Italia*, Il Mulino, Bologna.
- FORNERO E., FUGAZZA C. (2002), *Un mercato troppo frammentato? Uniformità e differenze nel mercato previdenziale italiano*, Working Paper Mefop, n. 4.
- FORNERO E., FUGAZZA C., PONZETTO G. (2004), *A comparative analysis of the costs of Italian individual pension plans*, Working Paper CeRP, n. 33 (in corso di pubblicazione in *Mercato Concorrenza Regole*, ed. Il Mulino).
- FOX L., PALMER E. (2001), "New approaches to multipillar pension systems: what in the world is going on?", in Holtzmann R., Stiglitz J., *New Ideas about Old Age Security*; The World Bank, Washington.
- FRANCARIO L. (2001), "Il ruolo dei fondi pensione nel riassetto del sistema previdenziale", in *Economia Italiana*, n. 3.
- FUÀ G. (A CURA DI) (1986), *Conseguenze economiche dell'evoluzione demografica*, Il Mulino, Bologna.
- GEANAKOPOLOS J., MITCHELL O., ZELDES S. (1998), "Would a privatized Social Security System really pay a higher rate of return?", in DOUGLAS A., GRAETZ M., MUNNELL A. (a cura di), *Framing the social security debate: values, politics, and economics*, Brookings Institution Press, Washington.
- GIBSON R. G. (1996), *Asset allocation*, Irwin, Chicago.
- GREENSPAN A. (1996), *Remarks at the Abraham Lincoln Award Ceremony of the Union League of Philadelphia*, Philadelphia, Pennsylvania, 6 dicembre.
- GRUBER J., WISE D. (1999), *Social security and retirement around the world*, Chicago University Press, Chicago.
- GUSTMAN A.L., STEINMEIER T.L. (1987), *Pensions, efficiency wages and job mobility*, NBER Working Paper n. 2426.
- GUSTMAN A.L., STEINMEIER T.L. (1993), "Pension portability and labor mobility. Evidence from the Survey of Income and Program Participation", in *Journal of Public Economics*, n. 50.
- GUSTMAN A.L., STEINMEIER T.L. (1995), *Pension Incentives and Job Mobility*, W.E. Upjohn Institute for Employment Research, Kalamazoo, Michigan.
- HELLER P. (1998), *Rethinking Public Pension initiative*, Working Paper n. 98/61, IMF, Washington.

- HENLEY A., DISNEY R., CARRUTH A. (1994), "Job tenure and asset holdings", in *Economic Journal*, n. 104.
- HOLZMANN R. (1997), "Pension reform, financial market development and economic growth: preliminary evidence from Chile", in *Staff Papers*, IMF, vol. 44.
- HOLZMANN R. (1999), "On the economic benefit and fiscal requirements of moving from unfunded to funded pensions", in Buti M., Franco D., Pench L.R., *Welfare state in Europe: challenges and reforms*, Edward Elgar, Cheltenham, Massachusetts.
- HOLZMANN R. (2000), "The World Bank approach to pension reforms", in *International Social Security Review*, vol. 53.
- HOLZMAN R., JAMES E., BORSH-SUPAN A., DIAMOND P., VALDÉS-PRIETO S. (2001), "Comments on rethinking pension reform: ten myths about social security system by Peter Orszag and Joseph Stiglitz J. (2001), in Holzmann R., Stiglitz J. (a cura di) (2001), *New ideas about social security: Toward sustainable pension systems in the 21st century*, The World Bank, Washington DC.
- HOLZMANN R., STIGLITZ J. (a cura di) (2001), *New ideas about social security: Toward sustainable pension systems in the 21st century*, The World Bank, Washington DC.
- HOMBURG S. (1990), "The efficiency of unfunded pension schemes", in *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, vol. 146.
- IMPERATORI G. (1997), *Fondi pensione al bivio tra stato e mercato*, Il Sole 24 Ore, Milano.
- IPPOLITO R. (1985), "The labor contract and true economic pension liabilities", in *American Economic Review*, n. 75.
- IPPOLITO R. (1987), "Why federal workers don't quit", in *Journal of Human Resources*, n. 22.
- IPPOLITO R. (1997), *Pension Plans and Employee Performance*, University of Chicago Press, Chicago.
- JAMES E. (1995), *Outreach 17: Policy views from the World Bank Policy Research Complex*, The World Bank, Washington.
- JAMES E. (1998), "New Models for Old-Age Security: Experiments, Evidence, and Unanswered Questions", in *World Bank Research Observer*, vol. 13.
- JAMES E. (2001), "Comments by Estella James", in Holzmann R., Stiglitz J., *New Ideas about Old Age Security*, The World Bank, Washington.
- JAMES E., FERRIER G.D., SMALHOUT J., VITTAS D. (1999), *Mutual funds and institutional investments: what is the most efficient way to set up individual accounts in a social*

security system, WP NBER n. 7049, National Bureau of Economic Research, Cambridge.

- JAMES E., SMALHOUT J., VITTAS D. (2001), “Administrative costs and individual accounts systems”, in Holtzmann R., Stiglitz J., *New Ideas about Old Age Security*, The World Bank, Washington.
- LABOUL A. (1998), *Private pension systems: regulatory policies*, OECD working paper AWP 2.2, Parigi.
- LANZONI P. (1995), “La riforma previdenziale in Italia”, in Gabrielli G., Lanzoni P. (a cura di), *Le prospettive di sviluppo dei fondi pensione in Italia*, Egea, Milano.
- LAPADULA B., PATRIARCA S. (1995), *La rivoluzione delle pensioni*, Ediesse, Roma.
- LEDERMAN J., KLEIN R. A. (A CURA DI) (1994), *Global asset allocation*, Wiley, New York.
- MANGHETTI G. (2001), *Industria e Assicurazione. Fondi Pensione e Sviluppo Economico*, Convegno Assicurazioni Generali, Villa Manin di Passariano, 31 ottobre.
- MARTIN J.P. (1996), “Measures of replacement rates for the purpose of international comparisons: a note”, in *OECD Economics Studies*, n. 26.
- MCCORMICK B., HUGHES G. (1984), “The influence of pensions on job mobility”, in *Journal of Public Economics*, n. 23.
- MEALLI F., PUDNEY S. (1996), “Occupational pensions and job mobility in Britain: estimation of a random-effect competing risks model”, in *Journal of Applied Econometrics*, n. 11.
- MEFOP (2004), Bollettino, n. 15, www.mefop.it.
- MESA-LAGO C. (2002), “Mith and Reality of Pension Reform: The Latin American Evidence”, in *World Development*, n. 8.
- MESA-LAGO C., BERTRANOU F. (1998), *Manual de economiade la seguridad social latinoamericana*, ClaeH, Montevideo.
- MILES D. (2000), “Funded and unfunded pensions: risk, return and welfare”, Center for Economic Policy Research, Discussion Paper n. 2369, London.
- MITCHELL O. (1998), “Administrative costs in public and private retirement system”, in Feldstein M. (ed.), *Privatizing social security*, University of Chicago Press, Chigago.
- MODIGLIANI F., CEPRINI M., MURALIDHAR A. (1999), *A solution to the social security crisis from an MIT team*, Sloan Working Paper n. 4051, MIT, Cambridge.

- MURTHI M., ORSZAG J., ORSZAG P. (1999), *The charge ratio on individual accounts: lessons from the UK experience*, Working Paper n. 2/99, Birkbeck College, University of London, Londra.
- NASI – NATIONAL ASSOCIATION OF SOCIAL INSURANCE (1991), *Report of the panel on privatization of social security*, www.nasi.org
- NELLIS J. (1999), "Time to rethinking privatization in transition economies?", in *International Financial Corporation*, Discussion Paper n. 38.
- NICCOLI A. (1995), "Sistema pensionistico italiano, sistema finanziario e capitalizzazione senza riserve", in Castellino O. (a cura di) *Le pensioni difficili: la previdenza sociale tra crisi e riforme*, Il Mulino, Bologna.
- OFFICE FOR FAIR TRADE (1997), *Report of the Director General's enquiry into Pensions*, Londra (<http://www.oft.gov.uk/html/rsearch/reports/oft191.htm>).
- ORSZAG J., ORSZAG P., SNOWER D., STIGLITZ J. (1999), *The impact of individual accounts: piecemeal vs. comprehensive approaches*, Paper discusso all'Annual Bank Conference on Development Economics, World Bank, 29 aprile, Washington.
- ORSZAG P., STIGLITZ J. (2001), "Rethinking pension reform: ten myths about social security systems", in Holzmann R., Stiglitz J. (a cura di) (2001), *New ideas about social security: Toward sustainable pension systems in the 21st century*, The World Bank, Washington DC.
- PALACIOS R., WHITEHOUSE E. (1998), *The role of choice in the transition to a funded pension system*, Social Protection Discussion Paper n. 9812, Washington.
- PIZZUTI F. R. (1997), "La convenienza relativa ai fondi pensione e la politica previdenziale", in *Rivista Italiana degli Economisti*, n. 2.
- SAMUELSON P. (1958), "An exact Consumption-Loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money", in *Journal of Political Economy*, December.
- SCARPETTA S., BLONDAL S. (1998), *Falling participation rates among older workers in the OECD countries: the role of social security systems*, paper presentato alla conferenza "Reforming the social security system: an international perspective", Roma.
- SCIMÌA L. (2004), "La riforma della previdenza complementare in Italia e il ruolo sociale dei fondi pensione: sfide e opportunità", Intervento al convegno *I paradigmi del valore. La good governance nel settore finanziario e assicurativo: la sfida dell'etica, della trasparenza e della fiducia*, Roma, 15.10.2004.

- SPIGARELLI F. (2000), “Gli strumenti di comunicazione vincolata dei fondi pensione: alcune considerazioni sul bilancio di esercizio”, in MUCELLI A. (a cura di), *La comunicazione nell'economia dell'azienda*, Giappichelli, Torino.
- SPIGARELLI F. (2003), “La comunicazione economico-finanziaria dei fondi pensione”, in MARASCA S. (a cura di), *Obiettivo 2005. Il bilancio d'esercizio di banche, assicurazioni e fondi pensione*, Franco Angeli, Milano.
- THE GROUP OF TEN (1998), *The Macroeconomic and financial implications of ageing population*, www.bis.org.
- THOMPSON H. (1998), *Older and wiser: the economics of public pensions*, Urban Institute Press, Washington.
- TUNNEL A., SUNDÉN A. (1999), “Investment practices of state and local pension funds: implications for social security reform”, in Mitchell O., Hammond B., Rappaport A. (a cura di), *Forecasting retirement needs and retirement wealth*, University of Pennsylvania Press, Philadelphia.
- TURNER J. (1998), *Retirement income systems for different economic, demographic and political environments*, Working Paper AWP 3.8, OECD.
- UK DEPARTMENT OF SOCIAL SECURITY (1998), *A new contract for welfare: partnership in pensions*, cm 4179, London.
- WALLISER J. (2001), “Regulation of Withdrawals in Individual Account Systems”, in Holtzmann R., Stiglitz J., *New Ideas about Old Age Security*, The World Bank, Washington.
- WARSHAWSKY M. (1997), *Funding of Defined Benefit Pension Plans, Positioning Pensions for the Twenty-First Century*, University of Pennsylvania Press, Philadelphia.
- WEAVER R. K. (1998), “The politics of pensions: lessons from abroad”, in Arnold R. D., Graetz M. J., Munnell A. H. (a cura di.), *Framing the social security debate: values, politics, and economics*, Brooks Institution Press, Washington.
- WORLD BANK (1994), *Averting the old age crisis: Policies to protect the old and promote growth*, Oxford University Press, Oxford.

Appendice 1

Le possibili configurazioni del II pilastro della previdenza

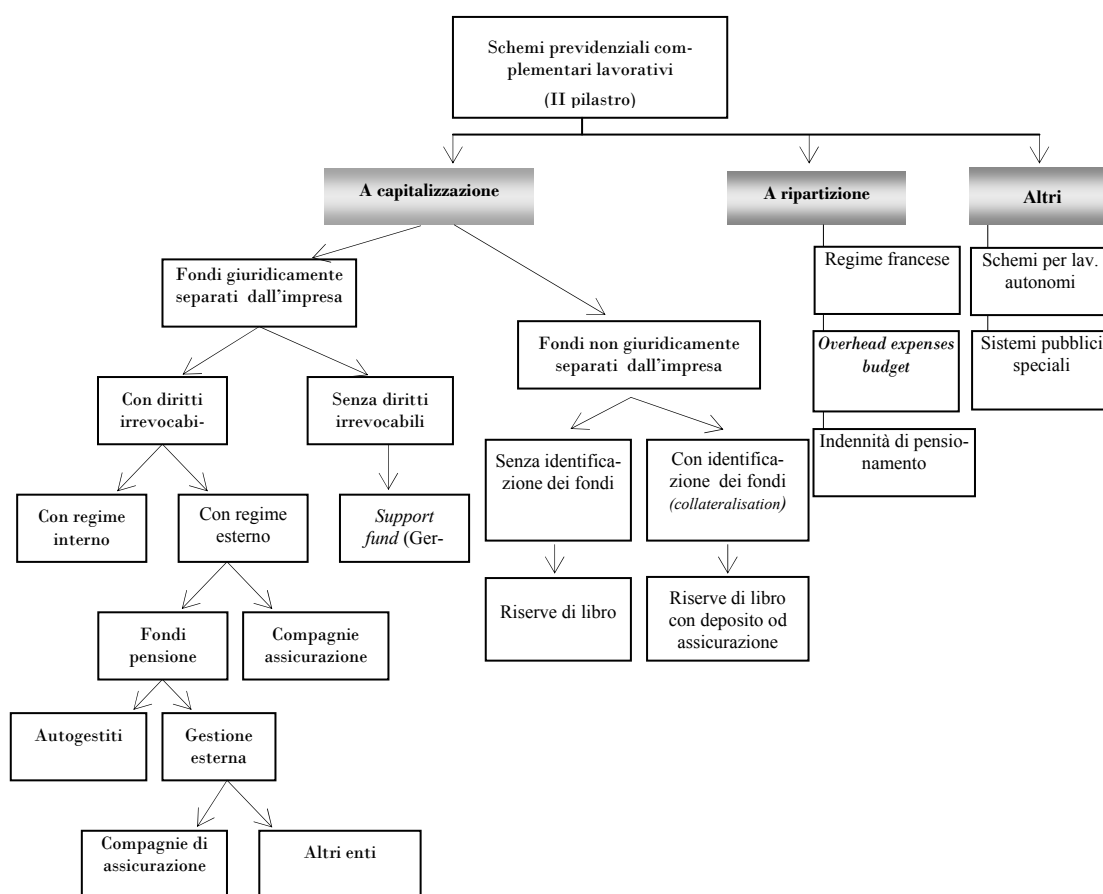
La configurazione di un piano pensionistico che alimenta il II pilastro previdenziale dipende dalle scelte realizzate dai soggetti promotori, con riferimento principalmente agli aspetti seguenti:

1. tipologia di piani pensionistici adottata ed obbligazioni assunte del gestore con riferimento alle *performance* degli investimenti previdenziali. Possono essere costituiti fondi a contribuzione definita (con obbligo di *best effort*)⁵⁵, a prestazioni garantite (con obbligo di risultato), o secondo un *mix* di questi due metodi;
2. separatezza delle risorse previdenziali dal capitale aziendale. Si possono costituire schemi le cui risorse risultano separate giuridicamente dall'impresa o fondi interni alla stessa. Nel primo caso, le risorse contributive possono essere conferite a fondi pensione, gestiti dall'azienda o da intermediari finanziari, o a una compagnia di assicurazione per il finanziamento di una copertura previdenziale *ad hoc*. Nel caso di fondi interni, invece, il finanziamento dei piani avviene attraverso risorse aziendali proprie. Solitamente, l'impresa provvede ad accantonare gli importi dovuti in riserve di libro, procedendo eventualmente anche con la stipula di una polizza assicurativa contro il rischio di illiquidità, ossia di impossibilità di assolvere agli obblighi previdenziali. In casi estremi, il datore di lavoro non realizza alcun accantonamento specifico di bilancio e al momento dell'erogazione dei benefici addebita al conto economico di esercizio, tra le spese generali, i costi relativi alle liquidazioni pensionistiche (*overhead expenses budget*);
3. tipo di garanzia offerta. Vanno distinti i fondi costituiti su iniziativa dell'impresa sponsor, che assume solitamente la responsabilità del pagamento delle pensioni, e i fondi aperti o autonomi, in cui è lo stesso ente pensionistico ad assumere la responsabilità per gli obblighi contrattuali verso gli iscritti;
4. amministrazione interna o esterna delle risorse. Nell'ipotesi di fondi giuridicamente non separati dal capitale aziendale o di risorse devolute a fondi pensione aziendali la gestione delle risorse previdenziali è realizzata direttamente

dall'impresa, senza il ricorso ad intermediari professionali. In alternativa, si può delegare a terzi la fase di investimento dei flussi contributivi, con o senza garanzia di risultato.

La figura a sintetizza le soluzioni percorribili per la costituzione di schemi previdenziali complementari lavorativi.

Figura a. Soluzioni possibili nell'organizzazione del sistema previdenziale complementare: un approccio istituzionale



Fonte: Laboul A., 1998, pag. 25 (rielaborato)

Uno degli aspetti principali da considerare nell'analisi degli schemi previdenziali complementari riguarda il punto 2, ossia l'autonomia giuridica e contabile degli schemi stessi rispetto all'azienda promotrice. Nell'ipotesi di fondi interni, ammini-

⁵⁵ Si fa riferimento all'impegno del gestore verso un impiego ottimale delle risorse acquisite, al meglio della propria professionalità.

strati direttamente dall'impresa, sorgono infatti problemi connessi con la tutela dei lavoratori iscritti contro i casi di *underfunding*⁵⁶ o di frodi. Tali rischi si accentuano qualora la normativa non imponga la separazione contabile degli *asset* acquisiti dall'impresa, attraverso l'investimento delle risorse previdenziali, rispetto ai beni di proprietà aziendale⁵⁷. Per tutelare gli iscritti contro questa possibilità, in alcuni contesti viene richiesta al datore di lavoro la stipula di un'assicurazione specifica che garantisca un intervento finanziario esterno, nel caso in cui si manifestino squilibri nella gestione dei fondi previdenziali⁵⁸. Talvolta, invece, la normativa impone il deposito di parte delle risorse contributive in un conto bancario.

Qualora lo schema previdenziale risulti esterno, ossia indipendente giuridicamente e contabilmente rispetto all'impresa promotrice, l'azienda può procedere alla costituzione di un fondo pensione o stipulare una polizza collettiva con una compagnia di assicurazione. Nel primo caso, il fondo può essere avviato come ente *non profit*, giuridicamente autonomo rispetto all'impresa promotrice. L'ente gestisce le risorse contributive, trasferite dall'impresa, e provvede ad erogare i benefici, ma la responsabilità sulla gestione complessiva rimane in capo al datore di lavoro. Quest'ultimo ha l'obbligo di intervenire integrando le riserve del fondo, in caso di *underfunding*. Qualora, invece, l'azienda sia sottoposta a liquidazione o fallimento, i creditori non possono vantare alcun diritto sulle risorse trasferite all'ente. Una separatezza maggiore dello schema previdenziale dall'impresa è garantita nel caso di fondi pensione la cui gestione sia delegata a operatori professionali. La delega ad un intermediario può estendersi anche alle scelte di investimento delle risorse e allocazione delle stesse.

La stipula di una polizza collettiva, in alternativa alla costituzione di fondi esterni o interni, consente all'impresa di delegare alla compagnia di assicurazione la gestione delle risorse previdenziali e l'erogazione dei benefici relativi. Solitamente, quando lo schema è a contribuzione definita, viene adottato il metodo della capitalizzazione della posizione previdenziale singola, attraverso la costituzione di poliz-

⁵⁶ L'*underfunding* rappresenta il rischio di insufficienza delle risorse generate dalla gestione dei fondi previdenziali per il pagamento delle rendite previdenziali. Esso è tipico degli schemi a benefici definiti, ove è certo l'ammontare delle rendite previdenziali cui i lavoratori hanno diritto al momento del pensionamento. Su questo aspetto si tornerà più avanti nel seguito del capitolo.

⁵⁷ La separazione degli *asset* previdenziali rispetto a quelli aziendali non è richiesta, per taluni schemi, in Austria, Finlandia, Germania, Giappone, Lussemburgo e Svezia. Cfr. Laboul, 1998, p. 22.

⁵⁸ Questa previsione normativa è presente in Germania, Svezia e Finlandia.

ze individuali a favore dei lavoratori. Occorre sottolineare, inoltre, che la *partnership* con un'impresa di assicurazione può concretarsi anche nella stipula di un contratto di deposito in amministrazione (*deposit administration*) con cui si costituiscono riserve separate nel bilancio della compagnia, in relazione all'impegno assunto da quest'ultima verso i lavoratori. Infine, l'incarico di gestione delle risorse previdenziali potrebbe essere assegnato con l'impegno di una separazione contabile e giuridica totale, nel bilancio della compagnia, sia delle riserve, sia degli *asset* in cui le risorse contributive sono investite (*system of separate account*)⁵⁹. In tal modo, l'impresa *sponsor* garantisce ai propri iscritti la trasparenza massima nell'investimento delle posizioni individuali realizzato dalla compagnia.

Un altro aspetto interessante da analizzare riguarda il tipo di obbligazione assunta dall'impresa o dall'istituzione finanziaria responsabile della gestione delle risorse. Come visto, nei piani a prestazioni garantite, vi è l'impegno ad erogare una rendita predeterminata, mentre negli schemi a contributi definiti l'impresa è tenuta esclusivamente al versamento dei contributi. Negli ultimi anni si vanno diffondendo piani ibridi con clausole che salvaguardano sia gli interessi degli iscritti, sia quelli del gestore. Nel caso di benefici garantiti, ad esempio, si tende a prevedere la possibilità di rivedere il valore delle contribuzioni o delle prestazioni attese, in situazioni specifiche ed eccezionali. Viceversa, nei piani a contribuzione definita si inseriscono frequentemente clausole relative a un rendimento minimo, volto a tutelare le aspettative dei futuri pensionati.

La funzione del II pilastro nel sistema previdenziale dipende anche dalla presenza o meno di norme che rendono obbligatoria l'adesione ai fondi stessi da parte dei lavoratori. La scelta dello Stato, di imporre l'accesso a schemi pensionistici complementari, potrebbe sia rispondere all'esigenza di assicurare ai lavoratori un livello di reddito adeguato al momento del pensionamento, sia sottostare a obiettivi sociali ed economici ulteriori. Si fa riferimento, ad esempio, alla volontà di accrescere i tassi di risparmio nazionali, anche a beneficio dell'espansione dimensionale e qualitativa dei mercati finanziari, nonché al tentativo di ridurre le disparità sociali, migliorando la capacità di spesa della popolazione anziana. Peraltro, la diffusione di schemi complementari obbligatori agevola il processo di standardizzazione e diffusione delle condizioni di trasferibilità (*portability*) della posizione previdenziale in caso di mobilità del lavoratore, rendendo più flessibile il mercato del lavoro.

⁵⁹ Cfr. Laboul, 1998, p. 87.

Talvolta, a fronte dell'adesione obbligatoria a questi piani, si riconosce una qualche possibilità di scelta agli iscritti, in relazione agli investimenti nei contributi, prevedendo il diritto al *contracting out*. Come si è visto nel lavoro, con tale clausola si riserva all'aderente la possibilità di trasferire la gestione delle risorse previdenziali a enti diversi da quelli previsti contrattualmente⁶⁰.

Nel caso di attivazione spontanea, da parte dell'impresa, di schemi previdenziali complementari si può riscontrare la presenza di vincoli posti ai lavoratori all'accesso ai benefici previdenziali. I limiti principali possono essere connessi con l'età del lavoratore al momento dell'iscrizione allo schema pensionistico, con il livello di stipendio percepito, con la posizione occupata o con il sesso. La tendenza normativa principale, riscontrabile nei Paesi industrializzati, è quella di ridurre al massimo le possibilità di discriminazioni, equiparando la maturazione dei diritti previdenziali "privatistici" a quanto previsto per le pensioni pubbliche del primo pilastro. Numerose direttive UE e sentenze degli organi giudiziari favoriscono, in particolare, l'eliminazione di trattamenti differenziali tra donne e uomini⁶¹.

Un altro aspetto rilevante riguarda la maturazione dei diritti previdenziali e la loro trasferibilità. Il lavoratore può rivendicare diritti sulle risorse contributive investite o immediatamente, o dopo un certo periodo o in via progressiva nel tempo. Il dilazionare la fruibilità delle rendite consentirebbe di valorizzare il ruolo degli schemi previdenziali come strumento di fidelizzazione della risorsa umana presso l'azienda. Difatti, per scoraggiare la mobilità dei dipendenti sono introdotti vincoli alla trasferibilità della posizione previdenziale o penalizzazioni consistenti, che dovrebbero scoraggiare il cambiamento dell'attività lavorativa⁶².

⁶⁰ A livello OECD si rileva la prevalenza di schemi ad adesione volontaria. In Ungheria, Svizzera e Francia l'iscrizione ad una parte del II pilastro è obbligatoria per i lavoratori ma non per le imprese. In Olanda, invece, lo Stato può decidere di imporre l'adesione a questi fondi, in casi eccezionali. Cfr. Laboul, 1998, p. 28.

⁶¹ Si fa riferimento, in particolare, alla *Equal treatment directive* (1978) in cui si evidenzia la necessità di convergenza dei sistemi sociali verso un trattamento equivalente di donne ed uomini. Le previsioni della direttiva sono rafforzate da una sentenza della Corte di Giustizia Europea, relativa all'equiparazione dell'età pensionabile per i due sessi.

⁶² Uno studio condotto nel 1997 dall'Office for Fair Trade, sul mercato della Gran Bretagna, pone in evidenza i vincoli elevati, a quel tempo esistenti, alla trasferibilità delle posizioni previdenziali. Si stima che un individuo che cambi lavoro cinque volte durante la sua vita subisca una decurtazione della pensione pari al 30%, rispetto ad un soggetto che rimanga nella stessa azienda. "The transferability of pension entitlements accrued from an occupational pension may have improved in recent years, but the majority of us who do not stay with the same employer for forty years and leave occupational schemes early - particularly salary-related schemes - run a high risk of losing out. Many personal pension plans are, on the other hand, simply poor value. Their benefits are

Un ultimo aspetto da analizzare coinvolge i benefici prodotti dagli schemi complementari, in relazione alla loro adeguatezza rispetto ai bisogni dell'individuo, all'indicizzazione ed alle modalità di erogazione. Il ruolo sociale, più volte sottolineato, svolto dal II pilastro rende necessaria la presenza, sul mercato, di norme che tutelino il lavoratore in relazione alla dimensione ed al *timing* di erogazione dei redditi previdenziali. In questo senso, l'indicizzazione dei benefici all'inflazione o alla crescita del PIL costituisce una soluzione efficace alla tutela del potere di acquisto dei pensionati. Pochi Paesi rendono obbligatoria tale clausola nel caso di schemi previdenziali privatistici⁶³. In realtà, la rivalutazione periodica delle prestazioni, se erogate sotto forma di rendita, potrebbe avere un impatto notevole sulla capacità di spesa dell'anziano, soprattutto in contesti caratterizzati da livelli elevati di inflazione o da aspettativa di vita oltre i 65 anni ampia. Qualora sia riconosciuta all'aderente la facoltà di scegliere la modalità di erogazione della posizione previdenziale maturata (rendita o capitale), per evitare il depauperamento delle risorse accumulate sono previsti limiti alla quota fruibile in una soluzione unica⁶⁴.

consumed in the high levels of expenses needed to support the marketing effort and the active management of the funds. These expenses are often loaded on the early years of the plan, so that they bear disproportionately on plans where the contributions are discontinued because of changes in personal circumstances. In comparison with most occupational schemes, the level of employers contributions may be inadequate or non-existent". Cfr. Office for Fair Trade, 1997.

⁶³ In Australia, UK, Norvegia, Svezia e Germania sono rese obbligatorie alcune forme di indicizzazione dei benefici. In Olanda e Danimarca, pur non essendo imposta dalla legge, l'indicizzazione è molto diffusa. Cfr. Laboul, 1998, p. 37.

⁶⁴ Solitamente i vincoli consistono nella definizione di un valore o di una percentuale massimi erogabili sotto forma di capitale o nella definizione di penalizzazioni fiscali applicabili alla quota di benefici non pagati come rendita. Talvolta, è riconosciuta, invece, una libertà assoluta nel determinare la modalità di fruizione della ricchezza pensionistica, senza penalizzazioni. Si considerino, al riguardo, i casi di Grecia, Corea, Nuova Zelanda, Turchia. In modo opposto, in Olanda, Norvegia, Svezia, Islanda, Germania, Francia, Finlandia, Austria è obbligatoria la fruizione mediante rendita periodica. Cfr. Laboul, 1998, pp. 38-39.

Appendice 2

I rischi e la vigilanza nel settore della previdenza complementare

A fronte della diffusione crescente, presso i lavoratori dei Paesi OECD, delle coperture complementari ed in relazione al ruolo sociale delle stesse, è divenuto critico il ruolo delle normative in grado di assicurare una gestione corretta e prudente delle risorse contributive in questo ambito.

Si tratta, in sostanza, di arginare i rischi finanziari connessi con la gestione “privata” delle attività previdenziali, oltre che affrontare le problematiche relative all’inadeguatezza eventuale delle rendite prodotte, alla possibile discriminazione dei lavoratori, alla trasferibilità dei diritti pensionistici.

Tra i rischi finanziari principali da monitorare e vigilare nella previdenza complementare va considerato quello di insolvenza del fondo, determinato da fattori sia tecnici sia finanziari, imputabili all’impresa o al gestore. Gli aspetti tecnici sono relativi, principalmente, all’applicazione non corretta dei metodi attuariali e alla formulazione di stime finanziarie e demografiche inadeguate, che portano a un *timing* sbagliato degli investimenti e dei disinvestimenti, a valori non appropriati delle contribuzioni, all’inadeguatezza delle strategie di gestione o alla garanzia di rendite eccessive. Si consideri, ad esempio, che qualora i tassi effettivi di mortalità e di longevità degli iscritti risultassero superiori a quelli impliciti nelle tavole utilizzate per la configurazione della struttura del fondo stesso, si riscontrerebbero un numero maggiore di pensionati effettivi ed un allungamento del periodo di erogazione delle rendite.

Altri rischi di natura finanziaria sono quelli relativi alle scelte di *asset allocation* e *asset management* ed all’impatto di variazioni dei tassi di interesse e di inflazione e di *shock* esterni sul valore degli investimenti. L’esposizione del lavoratore a questi eventi è maggiore nei piani a capitalizzazione, considerando che il valore della rendita previdenziale è strettamente correlato con la bontà degli investimenti realizzati dal gestore. In particolare, variazioni sfavorevoli dei tassi di interesse possono produrre o incrementi nelle contribuzioni dovute, nei piani a benefici garantiti, o riduzioni della ricchezza previdenziale attesa. A questi aspetti si aggiunge la possibilità di insolvenza dell’impresa nel versamento delle contribuzioni o persino il suo fallimento. La liquidazione della società induce quella del fondo, comportando talvolta l’insufficienza delle risorse destinabili al rimborso degli iscritti. Questo rischio si aggrava qualora il fondo abbia realizzato investimenti in azioni

dell'impresa stessa o nell'ipotesi di finanziamento mediante riserve di libro. In ultima analisi, si rilevano i casi di frode o di appropriazione indebita di risorse.

La tutela dei lavoratori contro questi eventi può essere assicurata attraverso una normativa che preveda la supervisione e il controllo di autorità competenti, la presenza di livelli minimi di capitalizzazione e di riserve, linee guida per le politiche di investimento, principi contabili e attuariali standardizzati.

Una prima complessità nel definire gli strumenti di controllo e vigilanza riguarda la numerosità degli intermediari e degli operatori professionali che possono accedere alla gestione o alla amministrazione delle risorse previdenziali. La presenza di assicurazioni, società di investimento, banche e la possibilità che le stesse imprese, ossia i datori di lavoro, agiscano in questo settore creano la necessità di identificare regole prudenziali omogenee, ma coerenti con le caratteristiche strutturali e operative dei vari soggetti coinvolti.

Sorge l'esigenza, inoltre, di un coordinamento perfetto tra enti di vigilanza operanti nei vari comparti finanziari. Solitamente, infatti, i fondi pensione sono sottoposti a controlli da parte dei ministeri economico-finanziari, per la verifica del rispetto dei requisiti connessi con i benefici e le contribuzioni, ai fini della loro tassazione e del riconoscimento di bonus fiscali. Inoltre, essi sottostanno alla supervisione delle autorità che regolano i mercati finanziari, considerando il loro ruolo di investitori istituzionali. Il settore è sottoposto spesso anche alla regolamentazione prevista per le assicurazioni, che intervengono sia come gestori degli investimenti o dei benefici relativi a schemi aziendali, sia come promotori diretti di strumenti pensionistici, attraverso i contratti assicurativi collettivi e l'offerta di prodotti previdenziali individuali⁶⁵. Infine, i fondi pensione subiscono la vigilanza di autorità ad hoc, costituite a livello nazionale specificamente per il loro controllo.

Tra le complessità presenti nel disciplinare il controllo dei fondi pensione va rilevata, in ultima analisi, la necessità di definire regole di controllo e contabili diverse per ogni tipologia di fondo complementare, differenziando soprattutto le norme

⁶⁵ La presenza di norme e di stili di vigilanza simili tra settore assicurativo e previdenziale è confermata dal fatto che in numerosi Paesi OECD gli organi di supervisione e di regolamentazione del settore assicurativo hanno competenza anche sui fondi pensione. E' il caso di Australia, Austria, Belgio, Repubblica Ceca, Germania, Danimarca, Finlandia, Grecia, Ungheria, Corea, Lussemburgo, Olanda, Norvegia, Portogallo, Spagna, Svezia e Svizzera. In Canada, Francia, Ungheria, Islanda, Irlanda, Italia, Giappone, Messico, Gran Bretagna ed Usa le funzioni di controllo e di regolamentazione dei fondi pensione sono assegnate a Ministeri, Organismi od Agenzie separate da quelle operative per le assicurazioni. Si veda, in questo senso, Laboul, 1998, pp. 60-61.

destinate agli schemi a capitalizzazione da quelli a ripartizione, data la natura diversa degli obblighi assunti verso gli iscritti da parte dell'ente⁶⁶.

A fronte delle difficoltà accennate, relative alla definizione di norme esaustive per la vigilanza dei fondi pensione ed alla loro applicazione, occorre rilevare come stiano assumendo sempre più importanza i codici di autoregolamentazione e gli accordi di *corporate governance* stipulati autonomamente dai soggetti coinvolti nella gestione delle risorse previdenziali. Si fa riferimento ad intermediari finanziari, imprese, lavoratori, sindacati, che per tutelare gli interessi reciproci, definiscono regole chiare che vanno a integrare e a perfezionare la normativa nazionale, non sempre esaustiva.

Nella tavola b sono sintetizzati gli ambiti di regolamentazione principali dell'attività dei fondi complementari, considerando le prassi e le soluzioni più diffuse nei Paesi industrializzati.

Tavola b. La regolamentazione degli schemi previdenziali complementari: i possibili contenuti

Autorizzazione

L'avvio dell'attività del fondo è soggetta frequentemente al rilascio di un'autorizzazione o un nulla osta da parte di un'autorità competente. Quest'ultima procede alla verifica dell'esistenza di requisiti e criteri minimi che possano garantire la professionalità e la buona fede dell'iniziativa, nonché assicurare i futuri iscritti circa la bontà attesa della gestione⁶⁷. I criteri richiesti per la costituzione riguardano, solitamente:

- l'onorabilità e la professionalità del *management*, del consiglio di amministrazione e degli organi di vigilanza interni;
 - l'indipendenza dei *fund manager*, volta a limitare il rischio di conflitti di interessi rispetto alla posizione del datore di lavoro e agli emittenti dei titoli oggetto di investimento;
 - la forma giuridica del fondo;
 - la dimensione delle riserve;
 - le tecniche attuariali adottate;
 - la tipologia di regimi pensionistici adottati (con l'esclusione, eventuale, di talune soluzioni);
 - le garanzie di solvibilità dell'impresa promotrice, se il fondo non è giuridicamente separato dalla stessa.
-

Separazione degli asset

Gli investimenti delle risorse contributive debbono essere separati e giuridicamente distinti da quelli del soggetto promotore (tipicamente l'impresa). In caso contrario, sono richieste spesso garanzie specifiche a tutela della capacità di copertura delle obbligazioni finanziarie, da parte dell'impresa, verso gli iscritti. In Germania, ad esempio, è necessaria la stipula di un contratto assicurativo contro il rischio di insolvenza, come verrà approfondito di seguito. La tutela maggiore dei lavoratori è garantita quando viene richiesta dalla Legge la cessione ad un soggetto terzo della custodia o dell'amministrazione delle risorse. Con riferimento alla delega a compagnie di assicurazione, il grado di tutela finanziaria degli iscritti contro il rischio di fallimento del datore di lavoro muta a seconda che la compagnia sia incaricata di gestire per conto dell'azienda o per conto di terzi le risorse o sia stato stipulato un contratto assicurativo collettivo.

⁶⁶ Si veda, al riguardo, il contenuto dell'International Accounting Standard n. 26. Cfr. Spigarelli, 2003.

⁶⁷ Cfr. Commissione Europea, 1999, p. 10.

Rischio di inadeguatezza delle risorse (*underfunding*)

La manifestazione di una situazione di inadeguatezza del valore degli *asset* accumulati dallo schema previdenziale può essere riconducibile, oltre che a scelte di investimento errate, ad una riduzione improvvisa e imprevedibile del valore degli *asset* stessi, ad un aumento dell'inflazione o ad una revisione dei benefici attesi. L'*underfunding* viene affrontato solitamente con un incremento delle contribuzioni, eventualmente da ripartire in un arco temporale predeterminato, associato spesso alla presentazione di un piano strategico di riequilibrio e riassetto di lungo periodo, da parte del fondo. Una soluzione estrema potrebbe essere quella della liquidazione volontaria dello schema, cui si ricorre solo sotto condizioni che tutelino gli interessi degli iscritti⁶⁸.

La solvibilità del fondo è perseguita dalle autorità di vigilanza imponendo livelli minimi di capitale, metodi attuariali prudenziali, vincoli agli investimenti realizzabili. Solitamente, le regole sono più stringenti per i piani a prestazioni definite, in cui vi è un'obbligazione di risultato assunta dal gestore o dal datore di lavoro.

Investimenti

La tutela degli interessi degli iscritti viene perseguita, a livello normativo, imponendo restrizioni e vincoli alle politiche di investimento attuate dai fondi, con regole particolarmente severe soprattutto per le compagnie di assicurazione. I limiti previsti riguardano la diversificazione e le classi di *asset* acquisibili, il livello della liquidità, la localizzazione geografica degli investimenti, il *matching* valutario, delle scadenze e tra obblighi contrattuali e *asset* disponibili. Tra le limitazioni principali previste si rilevano quelle quantitative, connesse con i titoli emessi dal datore di lavoro e con gli investimenti esteri. L'acquisto di azioni od obbligazioni dell'impresa sponsor è proibito o ridotto a percentuali minime per evitare conflitti di interessi tra iscritti e azienda stessa⁶⁹. Con riferimento, invece, agli *asset* esteri è ancora molto diffusa la tendenza a definire vincoli diretti o indiretti alla loro acquisizione. Si tratta, spesso, di misure protezionistiche che tendono a tutelare la realizzazione di investimenti domestici, favorendo la crescita dei mercati finanziari nazionali⁷⁰. Le regole previste riguardano la definizione di una percentuale massima di titoli esteri detenibili in portafoglio o di una quota minima obbligatoria di investimenti in titoli nazionali o di un livello minimo di *matching* valutario da mantenere tra obbligazioni contrattuali verso gli iscritti e valuta degli *asset*. La diffusione di strumenti di copertura dei rischi valutari, la creazione dell'UME, l'omogeneizzazione progressiva delle normative a livello internazionale, dovrebbero assicurare la caduta di molte di queste barriere.

Tra gli stili di regolamentazione previsti, va rilevato come nei Paesi anglosassoni (USA, Gran Bretagna, Irlanda, Canada, Australia) e in Olanda, si privilegia un approccio qualitativo, imponendo la realizzazione di investimenti secondo la prudenza "del buon padre di famiglia" (*prudent man rule*). In sostanza, viene attribuita ai gestori una responsabilità elevata, a fronte di un'autonomia considerevole nella realizzazione degli investimenti. Nel resto dell'U.E. e in Giappone sono previsti, invece, limiti quantitativi precisi per l'attività dei gestori, che vincolano notevolmente le scelte di *asset allocation*.

Infine, occorre ricordare come la regolamentazione prevista a livello nazionale riguardi non solo la tipologia degli investimenti, ma anche i metodi di valutazione applicabili, a garanzia di un monitoraggio corretto della solvibilità dell'ente.

⁶⁸ Negli USA, ad esempio, la liquidazione volontaria è permessa solo nei fondi a capitalizzazione ed a condizione che sia stato dato parere favorevole dal Tribunale che ha giurisdizione in merito al fallimento del fondo stesso. Cfr. Laboul, 1998, p. 53.

⁶⁹ Negli USA, ad esempio, tale limite è pari al 10% per i fondi a benefici garantiti, in Gran Bretagna la percentuale è del 5%, mentre in Belgio ed in Svizzera essa è del 15% e del 10% rispettivamente. In Danimarca l'investimento in titoli dell'azienda sponsor è proibito. Cfr. Laboul, 1998, p. 68. In Germania, il 30% massimo delle azioni può essere investito all'estero, di cui il 6% massimo in titoli extra UE. Il 25% degli investimenti può riguardare proprietà europee, il 6% bond extra UE, il 20% asset esteri. Per approfondimenti sulle restrizioni agli investimenti esteri presenti in Europa si rinvia a Commissione Europea, 1999, p. 10.

⁷⁰ Si consideri, ad esempio, che in Grecia i fondi pensione possono investire all'estero il 6% massimo del proprio portafoglio. In Giappone tale percentuale è pari al 30% ed in Svizzera del 20%. Per un'analisi comparativa dei vincoli agli investimenti esteri posti ai fondi pensione ed alle compagnie di assicurazione a livello OECD, si rinvia a Laboul, 1998, pp. 73-74.

Requisiti minimi di finanziamento (*funding rules*)

Nell'identificazione dei requisiti minimi di finanziamento, finalizzati a garantire la solvibilità del fondo, si possono seguire due approcci alternativi. Nel primo l'equilibrio dello schema previdenziale è considerato un obiettivo di lungo periodo (approccio finanziario o prospettico). L'altro metodo assume la logica della liquidazione delle obbligazioni del fondo, considerando i diritti già maturati, acquisiti, per prevedere quelli futuri (approccio legale o retrospettivo). Quest'ultimo metodo viene utilizzato più diffusamente per definire le norme prudenziali di finanziamento del fondo e i requisiti di solvibilità. A livello operativo, il metodo retrospettivo si basa prevalentemente sulle regole seguenti:

- *Accumulated Benefit Obligation* (ABO). L'equilibrio finanziario è perseguito monitorando il valore attuale contrattuale delle obbligazioni maturate nei confronti degli iscritti ad uno schema previdenziale, seguendo l'ipotesi della liquidazione del fondo a quella stessa data.
- *Projected Benefit Obligation* (PBO). Il calcolo attuariale viene effettuato secondo la logica dell'ABO, ma considerando il valore stimato dei pagamenti alla data di scadenza relativa.
- *Guarantee Benefit Obligation* (GBO). Il calcolo attuariale è realizzato secondo la metodologia ABO, ma prevedendo un livello di prestazioni minimo garantito agli iscritti.
- *Indexed benefit obligation* (IBO). Il calcolo è realizzato con il metodo ABO, ma i benefici acquisiti dagli iscritti sono indicizzati.

I sistemi PBO e IBO tendono ad anticipare il valore delle obbligazioni dello schema al momento della sua maturità, ripartendo i costi relativi durante tutta la vita del fondo. Il metodo PBO, inoltre, sembra meno sensibile all'impatto di variazioni dei tassi di interesse e tende a richiedere un accumulo maggiore di riserve.

Generalmente, le regole prudenziali di vigilanza garantiscono l'equilibrio finanziario del fondo attraverso il monitoraggio del livello del capitale e delle riserve tecniche e matematiche, la verifica dei metodi attuariali per il calcolo dei contributi, l'auditing delle procedure di redazione dei bilanci e dei report periodici.

Prelievo fiscale

La normativa fiscale agisce, solitamente, da incentivo verso la sottoscrizione di strumenti previdenziali complementari, regolando la deducibilità e l'assoggettamento a tassazione di contribuzioni, investimenti e benefici. Generalmente, i contributi versati da datori di lavoro e lavoratori sono deducibili dal reddito relativo, a volte con tetti massimi, a patto che la struttura dello schema pensionistico rispetti requisiti giuridici e gestionali specifici. Gli investimenti realizzati dal fondo e i *capital gain* maturati eventualmente nella gestione delle risorse o risultano esenti o sono tassati quando vengono monetizzati o in modo differenziale a seconda della tipologia di *asset*. I benefici sono sottoposti a prelievo fiscale come redditi, ma con percentuali e procedure diverse a seconda che siano fruiti sotto forma di rendita o di capitali. Generalmente, si rilevano regole fiscali diverse per fondi pensione e compagnie di assicurazione. In questo senso, per evitare disparità di trattamento che potrebbero penalizzare alcuni strumenti previdenziali, si tende ad omogeneizzare le norme applicabili al settore, nel suo complesso, a prescindere dalla natura del soggetto gestore.

Destinazione dei surplus

L'utilizzo di surplus eventuali generati attraverso la gestione delle risorse è oggetto di regolamentazione specifica nei piani a benefici definiti. In alcuni contesti, il surplus è acquisibile dai datori di lavoro o dai soggetti promotori, considerando il loro obbligo a coprire deficit eventuali. In alternativa, vengono riconosciuti diritti degli iscritti o ad una riduzione/sospensione temporanea delle contribuzioni (*contribution holiday*) o alla riacquisizione degli *asset* relativi (*reversion*) o ad un incremento dei benefici attesi. Talvolta sono previsti incentivi fiscali specifici per favorire queste ultime opzioni, a scapito di un'appropriazione dei surplus da parte delle imprese. Si considerino, in tal senso, i casi di Gran Bretagna e USA.

Trasparenza contabile

La capacità degli iscritti al fondo di accedere ad informazioni relative alla situazione patrimoniale e finanziaria dell'ente pensionistico, alle posizioni previdenziali maturate ed alle *performance* realizzate dallo stesso costituisce oggetto di normative specifiche. Si tende a tutelare il diritto dei lavoratori ad un'informazione chiara, completa e tempestiva. Al riguardo, vanno rilevate le norme

che assicurano la redazione di report finanziari periodici e che disciplinano la stesura del bilancio dell'ente previdenziale.

Assicurazione per insolvenza

Per tutelare gli iscritti dal rischio di inadempienza del fondo, causato eventualmente anche dal fallimento dell'azienda sponsor, è previsto talvolta l'obbligo di aderire ad uno schema assicurativo, gestito tipicamente da un ente pubblico. Quest'ultimo agisce da assicuratore di ultima istanza, intervenendo per il riassetto o per la liquidazione del fondo. Solitamente, l'ente opera ripartendo i rischi e gli oneri relativi su tutto il sistema previdenziale e su tutti i soggetti partecipanti. La stipula dell'assicurazione può essere utile sia nei piani a benefici garantiti, per garantire i pagamenti in caso di *underfunding*, sia negli schemi a contribuzione definita nelle ipotesi di frodi o di sottrazione indebita di risorse.
