



Università degli Studi di Roma Tre

Dipartimento degli Studi Aziendali

Corso di laurea: FINANZA E IMPRESA
Curriculum: Banche e Intermediari Finanziari

TESI DI LAUREA MAGISTRALE

in

Economia delle imprese di assicurazione e della previdenza

***LA PREVIDENZA COMPLEMENTARE E
I FONDI PENSIONE APERTI ITALIANI:***

***Un'analisi empirica sui costi e sui rendimenti
in base alla natura del soggetto gestore***

Relatore

Prof.ssa Ornella Ricci

Laurenda

Martina Vecchietti

Correlatore

Prof. Daniele Angelo Previati

Anno Accademico 2013-2014

*Ai miei genitori,
che hanno saputo attendere un giorno di sorrisi
per una vita di sostegno e affetto.*

*A mio fratello ed alla sua famiglia,
grata per averli accanto nei traguardi presenti e futuri.*

*A Pamela e Saadia,
le altre che fanno di me quella che sono.*

ABSTRACT

In questo elaborato si vuole evidenziare come i recenti cambiamenti della struttura demografica, delle condizioni economico-finanziarie e del nuovo quadro normativo che caratterizza il sistema previdenziale italiano, abbiano determinato un crescente ricorso agli strumenti di previdenza complementare. L'obiettivo di questi consiste nell'integrare quanto previsto dal sistema previdenziale di base, ossia la pensione pubblica, divenuta oramai insufficiente a garantire un adeguato tenore di vita ai cittadini giunti al termine della loro attività lavorativa.

Nel primo capitolo si provvede a ripercorrere le principali tappe storiche che hanno segnato la nascita e l'evoluzione del sistema pensionistico di base in Italia fino ad arrivare a descrivere l'attuale quadro normativo che regola il mercato della previdenza complementare, nonché le tipologie e le caratteristiche delle principali forme integrative su questo negoziate.

In seguito, nel secondo capitolo, viene presentato uno studio (A. Gallo, *La performance dei fondi pensione*, 2007) che offre una rilettura contestualizzata al mercato dei fondi pensione aperti dei principali indicatori di performance (l'indice di *Sharpe* e *Treynor*) e di valutazione delle abilità del gestore (l'*alfa* di Jensen). Successivamente si descrive un altro studio (L. Di Gialleonardo, M. Marè, *La dimensione ottimale dei fondi pensione italiani: costi, iscritti, patrimonio gestito*, Working Paper Mefop n. 32/2013) volto ad individuare la dimensione ottimale ed i principali fattori di costo che determinano l'efficienza dei fondi pensione italiani, seguito da una relazione pubblicata dalla Banca d'Italia in merito ai problemi di governance e alle strategie di *asset allocation*.

Infine, nel terzo capitolo si descrive prima l'attuale scenario che caratterizza il mercato della previdenza complementare in Italia sulla base dei dati forniti dalla Covip, poi si procede con l'analisi empirica condotta su un campione costituito dal solo comparto bilanciato.

I risultati dello studio evidenziano la presenza di significative economie di scala realizzabili al superamento di certe soglie dimensionali, espresse in termini di aderenti. Tra i soggetti promotori analizzati, le SGR risultano essere quelle che riescono ad abbattere meglio i costi ma che, al contempo, conseguono livelli di performance inferiori. Si rileva, inoltre, come le politiche di incentivazione promosse, soprattutto, tramite gli sportelli

bancari abbiano determinato un incremento delle adesioni e conseguentemente un miglioramento degli attivi netti destinati alle prestazioni.

In generale, si rileva una crescente partecipazione ai fondi pensione aperti in virtù del ridotto rendimento garantito dal mantenimento delle quote di TFR presso il datore di lavoro e all'incapacità della previdenza di base di ottemperare al raggiungimento di un adeguato tasso di sostituzione.

INDICE

INTRODUZIONE

CAPITOLO 1: Il sistema previdenziale italiano e il ruolo dei fondi pensione

1.1 L'evoluzione del sistema previdenziale italiano

1.1.1 La nascita della previdenza obbligatoria e i suoi sviluppi normativi

1.1.2 Le riforme degli anni '90

1.1.3 Gli interventi normativi degli anni 2000 e la Riforma Fornero

1.1.4 Gli scenari futuri del sistema previdenziale italiano (Fonte: Ragioneria dello Stato).

1.2 La previdenza complementare ed i tre pilastri

1.2.1 I tre pilastri del sistema previdenziale e le sue diverse forme

1.2.2 L'evoluzione normativa e la riforma della previdenza complementare
(D.Lgs. n. 252/2005).....

1.2.3 L'attuale scenario in tema di previdenza complementare

1.2.4 Le tipologie e le caratteristiche dei fondi pensione

1.2.5 La gestione finanziaria: le politiche di investimento e il processo valutativo
delle performance

1.2.6 La gestione finanziaria: l'entità delle prestazioni e i costi di gestione

CAPITOLO 2: Le performance, la dimensione ottimale ed i costi dei fondi pensione...

2.1 Le performance dei fondi pensione italiani

2.1.1 Le alternative di scelta del lavoratore

2.1.2 Gli strumenti per la valutazione delle performance.....

2.1.3 L'analisi empirica delle performance dei fondi pensione.....

2.2 La dimensione ottimale ed i costi dei fondi pensione italiani.....

2.2.1 La dimensione ottimale e la scomposizione dei costi.....

2.2.2 L'analisi dei costi amministrativi

2.2.3 L'analisi dei costi finanziari

2.3 Il mercato dei fondi pensione in Italia

2.3.1 I problemi di governance dei fondi pensione

2.3.1 Le politiche di investimento e *l'asset allocation*.....

2.3.3	L'adeguatezza delle scelte di investimento e l'efficienza del sistema di previdenza complementare.....	
2.4	I rendimenti e i costi della relazione Covip del 2013	
2.4.1	I rendimenti delle forme pensionistiche complementari	
2.4.2	I costi delle forme pensionistiche complementari	
	CAPITOLO 3: L'analisi empirica dei fondi pensione aperti italiani	
3.1	I fondi pensione aperti italiani.....	
3.1.1	L'evoluzione del mercato dei fondi pensione aperti in Italia: le adesioni e l'attivo netto destinato alle prestazioni (ANDP)	
3.1.2	L'evoluzione del mercato dei fondi pensione aperti in Italia: le scelte di investimento.....	
3.2	L'analisi empirica dei costi dei fondi pensione aperti italiani	
3.2.1	Il campione osservato	
3.2.2	Il differenziale di rendimento tra i fondi pensione aperti ed il tasso di rivalutazione del TFR	
3.2.3	La correlazione tra i costi e il numero di aderenti	
3.2.4	I modelli di regressione lineare sull'eventuale presenza di economie di scala	
3.2.5	I test di differenza in media sulla multi gestione e sull'appartenenza a gruppi.....	
3.3	L'analisi empirica delle performance dei fondi pensione aperti italiani	
3.3.1	La correlazione tra le performance e l'indice <i>alfa</i>	
3.3.2	La correlazione tra le performance e la deviazione standard.....	
3.3.3	I modelli di regressione lineare sull'incidenza delle adesioni e del livello di andp rispetto all'indice di <i>sharpe</i>	
3.3.4	I modelli di regressione lineare sull'incidenza del livello dei costi rispetto all'indice di <i>sharpe</i>	
3.3.5	I test di differenza in media sulla multi gestione e sull'appartenenza a gruppi	
	CONCLUSIONI	
	FONTI: Bibliografia, fonti normative e sitografia	

INTRODUZIONE

Il sistema previdenziale italiano è stato a lungo oggetto di una considerevole evoluzione normativa che ha comportato l'introduzione di una struttura a *tre pilastri* tramite la quale si riconosce, accanto al predominante pilastro pubblico a ripartizione, il crescente ruolo del secondo e del terzo pilastro, costituiti rispettivamente dalla previdenza complementare ad adesione collettiva e individuale¹.

Nel corso dell'ultimo decennio numerosi sono stati i cambiamenti della struttura demografica, segnata soprattutto dall'allungamento della vita media, delle condizioni economico-finanziarie, prevalentemente connesse agli stringenti impegni di contenimento della spesa socio-sanitaria, e del quadro normativo, che ha finalmente affrontato l'improrogabile esigenza di riconoscere la funzionalità della previdenza complementare all'interno del sistema pensionistico e di darne una specifica regolamentazione.

Sono stati così introdotti degli strumenti previdenziali volti ad integrare il primo pilastro ed aventi come finalità ultima quella di offrire complessivamente il raggiungimento di un adeguato tenore di vita. Il lavoratore, sia dipendente che autonomo, è stato inevitabilmente messo nella condizione di dover costruire un proprio *portafoglio previdenziale*² composto da due componenti retributive: la pensione pubblica, a carattere prevalente in quanto costituisce il flusso periodico più significativo, e la pensione complementare o integrativa. Nel primo capitolo verrà concessa una particolare attenzione a questo nuovo quadro normativo, dove si evidenzieranno le diverse forme previdenziali riconosciute e ammesse, le loro caratteristiche e il ruolo che queste hanno assunto nel corso degli ultimi anni, con specifico approfondimento sul tema dei fondi pensione, in aggiunta alle innovazioni in materia di trattamento fiscale.

In particolare, l'attività sostanziale che caratterizza un fondo pensione consiste nella raccolta e nell'accumulo dei contributi, mediante versamenti periodici di quote di reddito, e nell'impiego di questi nei mercati finanziari, con l'intento di ricavarne dei prefissati livelli di rendimento³. L'aderente deve indirizzare il suo risparmio verso quelle tipologie di

¹ Commissione parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale, "Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla funzionalità del sistema previdenziale pubblico e privato", Giugno 2014, p. 15.

² PORZIO, PREVIATI, COCOZZA, MIANI, PISANI, *Economia delle imprese assicurative*, McGraw-Hill (2011), pp. 325-326.

³ *Dirigenza bancaria n. 144*, 2010, p. 34.

investimento il più possibile coerenti con le proprie aspettative di rendimento di medio-lungo periodo, con il livello di rischio che questo è intenzionato ad assumersi, ma, soprattutto, con gli obiettivi previdenziali alla base del ricorso stesso a forme integrative.

Pertanto, nel secondo capitolo, si formalizzano quell'insieme di fattori che incidono sulle scelte di investimento di aderente, riconducibili essenzialmente a profili di costo e di redditività.

Un sistema di fondi pensione efficiente, capace di contenere il livello di onerosità dello stesso mediante la realizzazione e lo sfruttamento di economie di scala, è fondamentale ai fini del raggiungimento e della massimizzazione degli obiettivi del lavoratore-aderente. Nel capitolo infatti si presenta uno studio econometrico, condotto da Luca Di Galleonardo e da Mauro Marè e raccolto all'interno di un *working paper* della *Mefop*, la cui finalità principale consiste proprio nel voler evidenziare i principali fattori di costo che determinano l'efficienza dei fondi pensione italiani⁴.

Con riferimento al profilo della redditività e delle performance, sempre nel secondo capitolo, viene illustrato un altro elaborato, condotto da Angela Gallo ed intitolato "*La performance dei fondi pensione*". I principali indicatori delle performance, come l'indice di *Sharpe* e di *Treynor*, e delle abilità del gestore, quale l'*alfa* di Jensen, possono essere riletti e adattati per fornire una valutazione in merito al rendimento delle linee di investimento di cui il fondo si compone e per stabilire se, e in quale misura, il gestore ha creato valore, pur nel rispetto degli obiettivi prefissati.

Prendendo spunto dagli studi presentati, viene costruito un campione costituito dai soli comparti bilanciati dei fondi pensione aperti operanti in Italia e, sulla base di questo, viene condotta un'analisi empirica volta a descrivere i principali meccanismi che regolano ed influenzano i vari fattori di costo e di rendimento.

Nello specifico l'analisi è incentrata sull'incidenza della natura dei soggetti gestori rispetto ai risultati che emergono sia analizzando gli indicatori sintetici di costo a 10 e a 35 anni, sia studiando gli indicatori di performance e di abilità del gestore stesso. Le SGR risultano essere quelle che vantano livelli di costo più sostenibili, mentre presentano esigui livelli di performance rispetto alle compagnie assicurative.

Infine, l'appartenenza ad un gruppo bancario o assicurativo consente di poter trarre ulteriori conclusioni, soprattutto in relazione all'incidenza dei costi sull'intera struttura organizzativa che li costituisce. Nonostante i buoni risultati presentati dalle compagnie

⁴ L. Di Galleonardo, M. Marè, "*La dimensione ottimale dei fondi pensione italiani: costi, iscritti, patrimonio gestito*", WORKING PAPER MEFOP n. 32/2013, Abstract

assicurative, è emerso il fatto che i gruppi bancari riescono a vantare migliori performance, soprattutto se si considera che le politiche di incentivazione da queste promosse, supportate da una fitta rete capillare di sportelli e filiali, riescono a raggiungere una più ampia clientela.

I risultati che emergono confermano quanto affermato dalla stessa Covip nella relazione del 2013, nella quale si constatava che i risultati di gestione delle forme pensionistiche complementari sono stati, al netto dei costi, superiori al tasso di rivalutazione del TFR⁵.

In conclusione, si rileva una maggiore convenienza a investire le quote di TFR in fondi pensione rispetto al mantenimento delle stesse presso il proprio datore di lavoro in quanto, almeno per i comparti bilanciati oggetto del nostro studio, emerge una tendenza unanime che vede i risultati di gestione delle forme previdenziali complementari, al netto dei costi, attestarsi al di sopra del tasso di rivalutazione del TFR.

⁵ *Relazione Covip 2013, pag. 30*

CAPITOLO 1

Il sistema previdenziale italiano e il ruolo dei fondi pensione

1.1 L'evoluzione del sistema previdenziale italiano

Il sistema pensionistico italiano è stato ed è tuttora un argomento che comporta non poche polemiche provenienti non soltanto dal mondo politico, ma anche dal tessuto imprenditoriale, sindacale e, più generalmente, sociale.

La sua evoluzione è stata testimone dei numerosissimi interventi normativi che hanno determinato, in una prima fase, l'estendersi dei benefici previdenziali e delle diverse forme di tutela, tanto da sfociare in un costante aggravamento delle finanze pubbliche, già messe a dura prova da un rallentamento della crescita economica e delle nascite. Questo ha evidenziato l'improvvisa esigenza di frenare l'eccessivo impatto degli oneri sociali e sanitari rispetto al prodotto interno lordo, che impediva al nostro paese di ottemperare agli impegni, sempre più prossimi, assunti nei confronti delle istituzioni europee in vista dell'avvicinarsi dell'unione monetaria.

Gli obiettivi di contenimento della spesa, riduzione delle prestazioni e omogeneizzazione del sistema previdenziale rappresentarono le parole d'ordine degli interventi di riforma cui si assistette nel corso degli anni Novanta. Lo scenario venne ridisegnato sulla base delle disposizioni introdotte prima da Amato e poi da Dini, con le quali si allungarono i tempi previsti per l'accesso alla prestazione pensionistica e si sancì il passaggio dal sistema *retributivo* verso quello *contributivo*.

In questo nuovo inquadramento normativo si introdusse nell'ordinamento la prima forma di regolamentazione del sistema di previdenza complementare, che riuniva entro un unico testo tutte le precedenti disposizioni in materia. Si volle così dare la facoltà al lavoratore di integrare la sua prestazione pensionistica a carattere obbligatorio con un'altra ad adesione volontaria e assoggettata al meccanismo della capitalizzazione. Per poter riscontrare sul mercato una crescita delle adesioni alle forme di previdenza complementare, fu però necessario attendere l'entrata in vigore del *Decreto Legislativo del 5 dicembre 2005, n. 252* con il quale si introdussero delle importanti novità: l'ampliamento dei poteri della COVIP, il conferimento tacito del TFR ed il riconoscimento di agevolazioni fiscali.

Nel presente capitolo si andrà pertanto a descrivere l'evoluzione della normativa in materia di previdenza e le principali iniziative attualmente discusse dal governo con la Legge di Stabilità del 2015. Infine si evidenziano i principali dati prodotti dalla Ragioneria Generale dello Stato con cui si definiscono quelle che sono le prospettive future, in un'ottica di medio - lungo periodo, relativamente al sistema pensionistico italiano, ai tassi di sostituzione e all'impatto della spesa previdenziale rispetto al PIL.

1.1.1 La nascita della previdenza obbligatoria e i suoi sviluppi normativi

IL sistema pensionistico italiano trae origine nel lontano Regno d'Italia e, più precisamente, intorno al 1898 con l'istituzione della *Cassa di previdenza per l'Invalidità e la Vecchiaia degli operai*. Questa prima forma previdenziale, strutturata a *capitalizzazione*, era ad adesione facoltativa e rivolta a limitate categorie di lavoratori del settore privato, in risposta ai sempre più acuti toni dei movimenti operai che rivendicavano maggiori diritti civili e sindacali in un periodo di intenso sviluppo industriale⁶.

Solo nel 1919, con la legge n. 603, l'assicurazione per l'invalidità e la vecchiaia venne estesa alla generalità dei lavoratori dipendenti del settore privato e resa obbligatoria per coloro che percepivano redditi inferiori stabiliti nella sopra citata disposizione normativa. Venne mantenuta e lasciata invariata la struttura a capitalizzazione, per la quale i contributi sociali versati dai lavoratori durante la fase lavorativa venivano prima investiti in obbligazioni statali e in immobili, e, successivamente, smobilizzati e versati ai contribuenti al raggiungimento dei requisiti di pensionamento⁷.

Dopo questi primi interventi a sostegno del sistema pensionistico, si dovettero attendere gli anni '30 per riscontrare innovazioni in materia, rese strettamente necessarie a causa degli squilibri economici e delle forti ondate inflazionistiche che erano state generate dal primo conflitto mondiale e, soprattutto, dalla Grande Depressione del 1929.

Con l'epoca fascista, infatti, si passò dalla Cassa nazionale di previdenza per l'invalidità e la vecchiaia degli operai *all'Istituto Nazionale della Previdenza Sociale*, meglio noto come INPS (1933) e venne contestualmente abbassata l'età per accedervi, nello specifico erano necessari 60 anni di età per gli uomini e 55 anni di età per le donne⁸. Ancora una volta, il criterio applicato venne mantenuto a capitalizzazione, sebbene un intervento in materia divenne necessario con lo scoppio del secondo conflitto mondiale.

⁶ B. LAPADULA – S. PATRIARCA, *La rivoluzione delle pensioni*, 1995, pp. 70-71.

⁷ ASSICURAZIONI GENERALI, *Fondi pensione: tutela previdenziale e sviluppo del mercato dei capitali*, 1995, p. 6.

⁸ INPS, *Le pensioni domani*, 1993, p. 18.

Gli sforzi bellici e l'elevata inflazione, infatti, determinarono forti svalutazioni dei valori delle riserve accantonati a fini pensionistici, tanto che finirono per svuotarne il contenuto e a rendere forzato il passaggio verso un sistema a *ripartizione*, capace di garantire le prestazioni previdenziali dovute⁹. Questo meccanismo, sorreggendosi proprio su di un patto di solidarietà intergenerazionale, consentiva meglio di sfruttare il rapporto positivo tra lavoratori attivi e pensionati, la breve durata media della vita e l'elevato tasso di natalità.

Nel corso del dopoguerra, con l'affermarsi delle teorie economiche keynesiane e del modello statunitense di *Welfare State*, si assistette ad un nuovo scenario ideologico su cui poggiare un più ampio carattere interventista dello Stato, tanto da estendere le sue funzioni addirittura oltre la tradizionale erogazione di garanzie previdenziali e assistenziali.

In generale, per sistema di *welfare* si intende quell'insieme di interventi statali che perseguono tre precise finalità: *assistenziale*, ovvero volte a garantire il soddisfacimento di certe esigenze vitali minime a coloro che non dispongono dei mezzi sufficienti per provvedervi; *assicurativa*, a tutela di dei rischi di premorienza e di invalidità; e *previdenziale*, a sostegno di coloro che giungono al termine della loro attività lavorativa¹⁰. Sebbene, nella sua accezione originaria, gli interventi di *welfare* si collocavano entro la sola sfera di supporto a condurre un'esistenza dignitosa, con l'applicazione e l'adeguamento allo scenario europeo ci si proiettò verso un'esigenza ben più ampia, quale quella di mantenere un adeguato tenore di vita.

In base a questa nuova prospettiva, alimentata soprattutto dal fiorente periodo del *boom economico* e da una forte crescita demografica, si assistette, intorno agli anni '50 e '60, a numerosi interventi normativi, che estesero notevolmente le tutele previdenziali. In particolare, il sistema assistenziale obbligatorio venne garantito ad altre categorie professionali, di cui citiamo: i coltivatori diretti, mezzadri e coloni nel 1957, gli artigiani nel 1959 ed i commercianti nel 1966¹¹.

Tra gli interventi normativi di quegli anni è necessario citare la *Riforma Brodolini (legge n. 153/1969)* che sancì l'applicazione del sistema a ripartizione in modo definitivo. In particolare, venne stabilito che, per il calcolo delle retribuzioni pensionistiche, venisse adottato il metodo retributivo e che fossero considerati periodi differenti a seconda delle diverse categorie di lavoratori. Inoltre si introdusse un sistema di adeguamento dei benefici pensionistici alle variazioni percentuali dell'indice dei prezzi al consumo e, quindi, in base

⁹ ASSICURAZIONI GENERALI, *Fondi pensione*, 1995, p. 7.

¹⁰ PORZIO, PREVIATI, COCOZZA, MIANI, PISANI, *Economia delle imprese assicurative*, McGraw-Hill (2011) p. 305.

¹¹ S. MIANI, *I prodotti previdenziali*, GIAPPICHELLI EDITORE, Torino, 2009, pp. 6-7.

al costo della vita, oltre alla possibilità di acquisire il requisito di pensionamento raggiunto un certo numero minimo di anni di anzianità contributiva.

Il risultato che si ottenne con questa riforma, in aggiunta a successivi interventi normativi, fu la configurazione di un sistema particolarmente oneroso tale da aggravare le finanze pubbliche, soprattutto nel corso degli anni '70 e '80. In questo determinato arco temporale si registrò un rallentamento dell'espansione economica e della crescita demografica, che costituivano dei presupposti fondamentali per il corretto funzionamento del sistema a ripartizione fondato proprio su di un equilibrio intergenerazionale.

L'onerosità della spesa previdenziale cominciò a divenire sempre meno sostenibile con due precisi interventi legislativi registrati nel corso degli anni '80: la *legge n. 119* e la *legge n. 155*, entrambe del 1981. La prima norma introdusse una più frequente indicizzazione delle retribuzioni pensionabili, da sei a quattro mesi, e l'innalzamento del trattamento minimo¹²; la seconda disposizione, invece, consentì l'uso dell'istituto del prepensionamento, ovvero la possibilità di esercitare anticipatamente il diritto alla pensione per facilitare la gestione degli esuberi di personale delle aziende in difficoltà¹³.

In aggiunta a queste disposizioni normative, si intervenne anche nel 1990 con la riforma del sistema previdenziale dei lavoratori autonomi, ai quali venne applicata la stessa modalità computazionale adottata per i lavoratori dipendenti, con la differenza di una contribuzione inferiore. Proprio gli anni '90 furono anni in cui si rese necessario un radicale intervento che andasse a correggere un sistema non più sostenibile in termini di spesa assistenziale ed un aggravamento non più tollerabile dei bilanci statali e degli Istituti Previdenziali.

1.1.2 Le riforme degli anni '90

Lo stato in cui versava il sistema pensionistico italiano era caratterizzato da uno forte squilibrio dovuto essenzialmente dalla prospettiva di prestazioni previdenziali in costante aumento contro la stazionarietà delle contribuzioni versate. I connotati di questo sbilancio erano resi ancora più opachi dall'eccessiva disomogeneità dell'apparato previdenziale, costituito da una molteplicità di differenti gestioni e condizioni assicurative.

Gli obiettivi di contenimento della spesa, riduzione delle prestazioni e omogeneizzazione del sistema non erano più rimandabili nel tempo e fu per questo che negli anni '90 si assistette a delle radicali inversioni di tendenza in campo normativo.

¹² *Legge n. 119 del 1981.*

¹³ *Legge n. 155 del 1981.*

Il primo intervento a carattere strutturale fu la *Riforma Amato*, che si costituì di due provvedimenti distinti: il *Decreto Legislativo n. 503/1992*, avente l'obiettivo di riordinare il sistema previdenziale obbligatorio, e il *Decreto Legislativo n. 124/1993*, rappresentante la prima forma di disciplina, a carattere organico, della previdenza complementare.

Analizzando in *primis* la revisione del sistema pensionistico pubblico, occorre definire gli aspetti che vennero mantenuti con la riforma, ovvero il meccanismo della ripartizione e il metodo retributivo. Tuttavia, per rispondere alle stringenti esigenze di riallineare il sistema previdenziale, si andarono a porre dei correttivi affinché venisse garantita la corrispondenza tra contributi effettivamente versati e retribuzione pensionabile, allungando il periodo di rilevazione di quest'ultima.

Tra le importanti novità si andarono a riformare le condizioni per accedere alla pensione di vecchiaia; nello specifico si stabilì il graduale innalzamento dei requisiti di età, passando da 60 a 65 anni per gli uomini e da 55 a 60 per le donne, e l'allungamento del periodo di contribuzione, non più di 15 bensì di 20 anni. Regole più rigide vennero applicate anche ai criteri di accesso alla pensione per anzianità, per cui si omologò sotto la stessa soglia dei 35 anni di contribuzione minima sia i lavoratori del settore privato che quelli del settore pubblico¹⁴.

Infine, sempre in tema di revisione del sistema previdenziale obbligatorio, si mantenne in vigore il meccanismo di adeguamento delle prestazioni pensionistiche all'indice dei prezzi al consumo, ma variandone la cadenza, non più semestrale bensì annuale.

Per quanto concerne la regolamentazione della previdenza complementare (*D. Lgs. n. 124/1993*), si vollero riconoscere, entro un'unica e specifica disposizione normativa a carattere organico, i principi e le caratteristiche delle forme pensionistiche su iniziativa privata. Nello specifico, queste vengono assoggettate al controllo della *COVIP*, quale Commissione di Vigilanza sui fondi Pensione. L'obiettivo della previdenza complementare concerne proprio nel dare la facoltà al lavoratore di integrare la sua prestazione pensionistica a carattere obbligatorio con un'altra ad adesione volontaria e assoggettata al meccanismo della capitalizzazione¹⁵. Nonostante tali presupposti, risultò difficoltoso per i lavoratori poter disporre di ulteriore risparmio da destinare a queste forme pensionistiche complementari, soprattutto a causa della scarsa cultura e fiducia nei prodotti assicurativi e delle elevate aliquote di contribuzione che caratterizzavano la previdenza di base.

¹⁴ *Decreto Legislativo n. 503/1992.*

¹⁵ *Decreto Legislativo n. 124/1993.*

Sebbene la riforma Amato rappresentò una prima e inevitabile forma di ristrutturazione del sistema pensionistico italiano, le sue disposizioni erano ancora troppo poco incisive per poter superare gli squilibri e la forte disomogeneità che lo caratterizzavano.

Il legislatore intervenne nuovamente con la *legge n. 335/1995*, meglio nota come *Riforma Dini*. Questa sancì un importante e radicale cambiamento: si passò dal metodo retributivo a quello contributivo e si definirono differenti aliquote a seconda delle categorie di lavoratori considerati. Nel dettaglio, per i dipendenti venne applicata un aliquota contributiva pari al 33%, mentre per gli autonomi la contribuzione venne definita al 20%. Le prestazioni furono determinate capitalizzando annualmente i contributi versati al tasso di crescita nominale del PIL relativo agli ultimi 5 anni e applicando dei coefficienti, rappresentanti le aspettative di vita al momento della maturazione del diritto alla pensione, per convertirli in rendite¹⁶.

Il passaggio al metodo contributivo per il calcolo delle retribuzioni pensionabili venne, tuttavia, gradualizzato nel senso che si mantenne un lungo periodo transitorio entro il quale continuare a far valere il metodo retributivo. Pertanto si individuarono tre categorie di lavoratori: i neo assunti, ai quali venne applicato direttamente il metodo di calcolo contributivo; i lavoratori che al 31 dicembre 1995 avevano maturato meno di 18 anni di anzianità, ai quali fu adottato un sistema misto detto *pro rata*; e i lavoratori con più di 18 anni di contribuzione, per i quali restò in vigore il metodo retributivo.

Un'importante novità fu l'introduzione del meccanismo delle *finestre di uscita*, che definivano quegli archi temporali entro i quali era possibile richiedere il riconoscimento al trattamento pensionistico per coloro che avevano, al contempo, raggiunto una certa soglia di età e di contributi. Nonostante questo meccanismo fosse atto a garantire una notevole flessibilità in uscita, allo stesso tempo si profilava il rischio che un numero elevato di lavoratori potesse richiedere il pensionamento nel medesimo istante utile. Inoltre, sebbene sia stato riconosciuto il forte carattere innovativo della riforma, la principale critica che ricevette riguardava l'eccessiva tempistica richiesta dalla stessa per darne totale attuazione rispetto all'urgenza di contenimento della spesa previdenziale.

In ogni caso la riforma Dini consentì di superare qualsiasi elemento di disomogeneità presente nel sistema, armonizzandolo ed eliminando ogni forma di discriminazione a seconda del soggetto gestore della previdenza, ma non quelle che derivano dalla diversa categoria di lavoratore considerata, a causa delle differenti aliquote contributive.

¹⁶ *Legge n. 335/1995*

1.1.3 Gli interventi normativi degli anni 2000 e la Riforma Fornero

Gli anni che seguirono furono caratterizzati da numerosi interventi che avevano come obiettivo quello di velocizzare e razionalizzare gli oneri del sistema previdenziale e l'incidenza che questi avevano rispetto al PIL, aspetto di non trascurabile rilevanza in vista della vicina adozione della moneta unica. Pertanto si registrarono numerosi interventi legislativi, tra i quali citeremo soltanto i più significativi.

L'obiettivo di riequilibrare le finanze pubbliche, riducendo il più possibile il carico delle spese previdenziali e abbreviando il periodo di transitorietà previsto dal provvedimento di Dini, fu il fondamento su cui poggiavano le basi della *mini-riforma Prodi (legge n. 449/1997)*. Tuttavia il provvedimento non fu sufficiente a ridurre le crescenti attese sui livelli della spesa pubblica, per cui si determinò l'urgenza di una nuova disposizione che ne desse una stretta più radicale.

La *legge n. 243/2004*, meglio conosciuta come *mini-riforma Maroni*, era volta, prima di tutto, ad ampliare il campo di applicazione delle disposizioni in materia di previdenza obbligatoria anche a quelle particolari categorie di redditi da lavoro in precedenza non considerate, quali redditi dei produttori di assicurazione o da associazione in partecipazione. Inoltre, sempre in tema di previdenza obbligatoria, la riforma ne ha ridisegnato i connotati, agendo su due fronti distinti: innanzitutto vennero innalzati i requisiti per accedere alla pensione, sia di vecchiaia che di anzianità, a partire dal 1° gennaio 2008; contestualmente si introdusse un meccanismo che incentivasse la permanenza sul posto di lavoro, meglio noto come *superbonus*.

Nello specifico, i requisiti per accedere alla pensione di anzianità vennero aumentati gradualmente fino a raggiungere i 62 anni di età nel 2014, vantando almeno 35 anni di contribuzione¹⁷. Questo intervento normativo fu particolarmente discusso in quanto implicava un salto tra il vecchio regime, previsto fino al 31 dicembre 2007, e quanto proposto dalla riforma talmente brusco e improvviso da meritare l'appellativo di *scalone*.

Anche per quella di vecchiaia contributiva vennero riviste le soglie, portando gli uomini a compiere i 65 anni di età, mentre le donne dovevano raggiungere i soli 60 anni. La reintroduzione nel sistema di una sorta di differenziazione tra i sessi dell'età di pensionamento fu fortemente criticata e la stessa Corte di Giustizia dell'Unione Europea ha espressamente stabilito, seppur nel solo ambito del pubblico impiego, l'inaccettabilità di ogni forma di discriminazione tra uomini e donne.

¹⁷ *Legge n. 243/2004*

Il secondo fronte su cui è intervenuta la riforma riguarda il tanto discusso *superbonus*, che consentiva al lavoratore di ricevere un certo corrispettivo qualora decidesse volontariamente di rinunciare al pensionamento nonostante avesse conseguito i requisiti in termini di anzianità. Nonostante il forte successo che questa disposizione ebbe, si assistette comunque negli anni successivi ad un inevitabile aumento delle richieste di pensionamento per vecchiaia, determinando un benefico a carattere transitorio.

Il successivo governo Prodi si occupò di riformulare i punti critici della precedente riforma, in particolare eliminando lo scalone e introducendo un percorso che portasse comunque ad un innalzamento, seppur graduale, dei requisiti previsti per il raggiungimento della pensione di anzianità. Questo provvedimento rappresenta una delle principali novità introdotte con la *mini-riforma Damiano*, tra cui va enunciato l'aggiornamento dei coefficienti di trasformazione del montante in rendita, mai riadeguati dal momento della loro entrata in vigore con la riforma Dini, ed aumentandone la frequenza, ogni tre anni, rispetto ai dieci anni previsti dal testo originario. Infine, sempre agendo sulla normativa del 1995, vennero modificate le finestre a partire dalle quali cominciavano i pagamenti delle prestazioni, introducendone quattro per le pensioni di vecchiaia e riducendole da quattro a due quelle previste per le pensioni di anzianità¹⁸.

Per gli anni successivi va segnalata la *legge n. 102/2009*, in attuazione al decreto anti-crisi n. 78/2009, che prevedeva l'introduzione e l'automatico funzionamento di un meccanismo per mezzo del quale adeguare i requisiti anagrafici, per accedere alla trattazione pensionistica, all'aumento della speranza di vita, sulla base dei dati rilevati negli ultimi quindici anni dall'ISTAT.

La vera e radicale novità che il sistema previdenziale italiano ha recentemente registrato può essere ricondotta alla tanto discussa *riforma Fornero*, per la quale le anzianità contributive maturate dopo il 31 dicembre 2011 verranno calcolate secondo il modello contributivo a partire dal 1° gennaio 2012. Ciò sancisce la sua entrata in vigore a pieno regime per tutte le categorie di lavoratori.

In risposta alle richieste europee di eliminare ogni forma di discriminazione fra generi e di disomogeneità fra categorie di lavoratori, la riforma prevede che entro il 2018, al termine di una fase transitoria, si raggiunga un universale allineamento per cui, sia uomini che donne, del settore pubblico o di quello privato, lavoratori dipendenti o autonomi, possano conseguire la pensione di vecchiaia dopo il compimento dei 66 anni di età e con il possesso di almeno 20 anni di contributi.

¹⁸ *Riforma Damiano*

Inoltre, con la presente disposizione a partire dal 1° gennaio 2012 è stata abolita la pensione di anzianità, a cui è stata sostituita la cosiddetta *pensione anticipata*, che ricopre un ruolo sostanzialmente simile ma prevede un periodo di contribuzione tendenzialmente più lungo. In particolare, non si parla più di 40 anni, bensì di 41 anni e 3 mesi per le donne e di 42 anni e 3 mesi per gli uomini, oltre all'adeguamento dei suddetti requisiti all'indice sulla speranza di vita¹⁹.

La riforma ha provveduto ad abolire i meccanismi di uscita dal mercato del lavoro introdotti sia da Damiano che da Dini, ridefinendo le modalità con cui accedere alla pensione ovvero stabilendo che tale facoltà possa essere esercitata soltanto a partire dal primo giorno del mese seguente a quello in cui i requisiti di pensionamento vengono maturati. Un altro intervento degno di nota riguarda la disposizione di disincentivi atti a far desistere coloro che vorrebbero ottenere il riconoscimento della pensione anticipata prima del raggiungimento dei 62 anni di età.

In generale, il nuovo schema entro cui è stato ridisegnato il sistema previdenziale italiano appare piuttosto rigido e, sotto certi aspetti, piuttosto irrealistico. Infatti si può ritenere un'ipotesi decisamente improbabile quella di una contribuzione ininterrotta di almeno 40 anni, considerando l'elevato tasso di disoccupazione, in particolare quella giovanile, le caratteristiche di alcune tipologie contrattuali, che non prevedono l'obbligo del datore di lavoro all'accantonamento contributivo, e conseguentemente il ritardo con cui si accede per la prima volta al mondo del lavoro. Appare pertanto evidente l'inevitabile ricorso alle forme di previdenza complementare affinché possa essere raggiunto un adeguato tenore di vita, determinando in prospettiva una crescente richiesta di prodotti previdenziali atti a integrare il sistema di base.

Al contempo, tuttavia, tale processo di riforma è stato fondamentale affinché si potesse ottenere una riformulazione del sistema previdenziale coerente con quanto disposto in ambito europeo nel rispetto del *metodo aperto di coordinamento sulle pensioni*. Questo postulato presuppone che un apparato pensionistico pubblico possa essere giudicato credibile e accettabile in termini politico-sociali soltanto se vengono perseguiti congiuntamente due principi fondamentali: l'adeguatezza delle prestazioni e la sostenibilità finanziaria. Il conseguimento soltanto del primo obiettivo determinerebbe uno scenario che, nel medio e lungo periodo, non sarebbe più sostenibile in termini finanziari, così come la focalizzazione sul secondo aspetto porterebbe ad un'eccessiva compressione del livello delle prestazioni e delle tutele, rendendo il sistema socialmente non sostenibile.

¹⁹ *Riforma Fornero*

In conclusione, è evidente come la sostenibilità finanziaria debba essere necessariamente accompagnata dall'adeguatezza delle prestazioni erogate e come questi due aspetti debbano essere contestualmente definiti seguendo un processo di modernizzazione dell'intero sistema previdenziale di base.

1.1.4 Gli scenari futuri del sistema previdenziale italiano (Fonte: Ragioneria dello Stato)

Il processo di riforma del sistema pensionistico italiano ha garantito un sostanziale processo di compensazione dei potenziali effetti della transazione demografica sulla spesa pubblica in un'ottica di medio-lungo periodo. Questo è stato evidenziato sia in ambito internazionale dalla Commissione Europea sulla base dei risultati previsionali prodotti dall'*EPC-WGA (2012-Ageing Report)*, sia a livello nazionale in merito agli studi condotti dalla Ragioneria Generale dello Stato (*Giugno 2014 - Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario*).

Entrambi gli studi si sono concentrati sull'analisi del rapporto tra la spesa previdenziale e il PIL ed, in particolare quello fornito dalla Commissione Europea, descrive il nostro sistema pensionistico come uno dei più stabili e decisamente in netta controtendenza rispetto a quanto previsto per la maggior parte dei paesi oggetto di analisi. Infatti, nel periodo compreso tra 2010 e 2060 l'Italia presenta una prospettiva di crescita media della spesa pensionistica in rapporto al PIL pari a 0,9 punti percentuali, rispetto a quanto atteso dall'insieme dei paesi dell'UE per i quali il valore stimato si attesta intorno a 1,4 punti percentuali. Si evidenzia, sotto questa analisi, come il rischio in termini di invecchiamento demografico sulla sostenibilità delle finanze pubbliche italiane sia stato piuttosto contenuto grazie a interventi di riforma che hanno previsto la graduale introduzione di un meccanismo contributivo e l'adeguamento alla speranza di vita dei requisiti minimi di accesso. Questi infatti hanno consentito di compensare l'effetto redistributivo a favore delle pensioni più "lontane" nel tempo, che hanno goduto di procedure di calcolo favorevoli, e di contenere gli importi medi delle pensioni di nuova erogazione.

L'evoluzione del rapporto fra spesa previdenziale e PIL elaborata tramite i modelli della Ragioneria Generale dello Stato, prodotti e aggiornati al 2014, mostra un andamento altalenante rispetto ai diversi archi temporali considerati e ai diversi fattori che ne determinano il trend²⁰. Gli studi evidenziano che nel primo periodo, comprendente la fase recessiva del ciclo economico rilevabile fino al 2013, il rapporto cresce a causa della

²⁰ Ragioneria Generale dello Stato: *Giugno 2014 - Le tendenze di medio - lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario*

contrazione del denominatore (PIL) che ne accentua l'impennamento. Successivamente si mostra un'inversione di tendenza del suddetto rapporto che si contrae fino a raggiungere il 15,2% nel 2027-2028, andamento che viene immediatamente smentito e capovolto dal periodo seguente per cui il livello di spesa pensionistica rispetto al PIL tocca un punto massimo pari al 15,7% intorno al 2044. Quest'ultima fase di crescita viene nuovamente seguita da un'altra contrazione del rapporto, che scende rapidamente fino ad arrestarsi in corrispondenza del 15,2% nel 2050 e del 13,9% nel 2060, con una decelerazione costante.

I diversi fattori che determinano tale previsione di stima così altalenante possono essere spiegati a seconda dei periodi di tempo considerati. Nella prima parte la flessione del rapporto fra spesa pensionistica e PIL può essere fatta risalire all'aumento dei requisiti minimi di accesso al pensionamento e all'applicazione pro rata del sistema di calcolo contributivo. La parte centrale della previsione è caratterizzata da una fase di crescita in base all'atteso incremento del rapporto fra numero di pensioni e numero di occupati determinato dalla transizione demografica, il quale risulta solo parzialmente compensato dall'innalzamento dei requisiti minimi per richiedere il trattamento pensionistico. La fase finale della previsione registra una rapida riduzione del rapporto fra spesa pensionistica e PIL provocata dall'applicazione generalizzata del calcolo contributivo, che si accompagna ad una stabilizzazione e seguente inversione di tendenza del rapporto fra numero di pensioni e numero di occupati. Quest'ultimo aspetto è spiegato dal fatto che, in prospettiva, si andrà verso una progressiva eliminazione delle generazioni del *baby boom* e verso l'automatico adeguamento dei requisiti minimi alla trattazione previdenziale in funzione della speranza di vita.

Sempre sulla base di quanto fornito dalla Ragioneria Generale dello Stato è possibile focalizzare l'attenzione sull'adeguatezza delle prestazioni e sulla loro sostenibilità, esprimibile attraverso il *tasso di sostituzione teorico*, ovvero il rapporto fra la prima rata annua di pensione e l'ultima retribuzione annua. Le stime eseguite sul periodo di previsione poggiano sull'ipotesi base per cui si assume che "l'età di pensionamento sia uguale al requisito minimo di vecchiaia, adeguato nel tempo con le variazioni della speranza di vita, fatta eccezione per i lavoratori dipendenti assoggettati al sistema contributivo. Per tali lavoratori, l'età di pensionamento è stata equiparata al requisito minimo previsto per il pensionamento anticipato con età ridotta di tre anni rispetto al requisito di vecchiaia".

Nell'analisi dei tassi di sostituzione occorre fare un distinguo tra l'apporto informativo di cui è portatore il *tasso di sostituzione lordo* rispetto a quanto viene sintetizzato con il *tasso*

di sostituzione netto. Il primo misura la variazione del reddito lordo del lavoratore durante la transazione dalla fase attiva alla fase di quiescenza ed evidenzia l'importante contributo che l'innalzamento dell'età media al pensionamento produce sugli importi di pensione, concorrendo così a migliorare l'adeguatezza delle prestazioni nell'ambito del sistema di calcolo contributivo. Il secondo, invece, consente di valutare le variazioni del reddito disponibile del lavoratore nel passaggio dalla fase attiva a quella di quiescenza, al netto dell'effetto fiscale e contributivo. L'analisi secondo questo aspetto mostra una forte attenuazione degli effetti di contenimento determinati dall'introduzione del sistema di calcolo contributivo, generata soprattutto se si pensa all'innalzamento dei requisiti minimi di accesso al pensionamento e delle aliquote contributive gravanti sui lavoratori autonomi.

In generale, lo studio condotto dalla Ragioneria evidenzia come la graduale applicazione del sistema di calcolo contributivo, la revisione periodica dei coefficienti di trasformazione e l'aumento del requisito minimo per accedere al pensionamento possano essere rilevabili dall'analisi dell'evoluzione temporale dei tassi di sostituzione. Nello specifico, per il lavoratore dipendente si evidenzia un calo del tasso, durante il periodo compreso tra il 2030 e il 2040, nel passaggio dal pensionamento di vecchiaia del regime misto al pensionamento anticipato del regime contributivo. In prospettiva è possibile stimare che un lavoratore dipendente appartenente al settore privato che nel 2010 avrebbe dovuto ottenere una pensione pari al 74,1% dell'ultimo stipendio, nel 2060, a parità di requisiti contributivi, subirà una riduzione di tale percentuale fino ad arrivare al 64,2%. Analogamente subirà una simile riduzione, seppur in misura più significativa, un lavoratore autonomo in risposta alle minori aliquote di calcolo previste dal sistema contributivo, per cui passerà dal 73% del 2010 al 51,8% del 2060, subendo una contrazione di circa 21,3 punti percentuali.

E' pertanto evidente come, per i lavoratori dipendenti e ancor peggio per i lavoratori autonomi, il contenimento del reddito pensionistico erogato dal sistema previdenziale obbligatorio determini l'inevitabile ricorso ad una sua compensazione offerta dalla previdenza complementare. Infatti se si considera che il tasso di sostituzione minimo, ritenuto necessario per mantenere un adeguato tenore di vita, sia almeno pari al 70% dell'ultima retribuzione percepita è evidente come le stime previsionali sopra indicate siano decisamente al di sotto di tale soglia. Appare pertanto fondamentale colmare quel differenziale ricorrendo a forme di previdenza complementare, affinché possa essere raggiunto tale livello e garantito un decoroso e adeguato tenore di vita durante la fase di pensionamento.

Quanto appena esposto rende evidente il fatto che il tasso di sostituzione effettivamente raggiunto da ogni singolo lavoratore dipenderà sempre più in misura maggiore dalle scelte personali in merito alla costruzione di un proprio portafoglio previdenziale, rappresentato in larga parte dalla pensione pubblica, inevitabilmente accompagnata da quella complementare o integrativa.

1.2 La previdenza complementare ed i tre pilastri

I recenti cambiamenti della struttura demografica, delle condizioni economico-finanziarie e del nuovo quadro normativo che caratterizza il sistema previdenziale italiano, hanno determinano un crescente ricorso alla previdenza complementare con l'obiettivo di integrare la pensione pubblica. Così, nel corso dell'ultimo decennio è diventata improrogabile la sempre maggiore esigenza di riconoscerne la sua funzionalità all'interno del sistema pensionistico e di darne una specifica regolamentazione e disciplina.

La sua evoluzione normativa ha subito diverse variazioni rispetto alla prima legge che la introduceva nell'ordinamento italiano, ovvero la sopra citata riforma Amato, la quale voleva riconoscerne proprio la capacità di affiancare il sistema pensionistico obbligatorio e di integrarlo mediante delle soluzioni previdenziali atte a garantire complessivamente il raggiungimento di un adeguato tenore di vita. Pertanto il lavoratore ha dovuto provvedere a costruire un proprio *portafoglio previdenziale*²¹ che fosse composto da due componenti retributive: la pensione pubblica, a carattere prevalente in quanto costituisce il flusso periodico più significativo, e la pensione complementare o integrativa.

L'attuale punto di arrivo della disciplina in tema di previdenza complementare può essere riscontrato nel *Decreto Legislativo 252 del 2005*, attuativo della *legge n. 243 del 2004*, il quale ne ha introdotto innovazioni significative e strutturali con l'obiettivo di “*assicurare più elevati livelli di copertura previdenziale*”, come recita l'articolo 1. Una particolare attenzione a questo nuovo quadro normativo verrà concessa nei seguenti paragrafi, dove si evidenzieranno le diverse forme previdenziali riconosciute e ammesse, le loro caratteristiche e il ruolo che queste hanno assunto nel corso degli ultimi anni, con specifico approfondimento sul tema dei fondi pensione, in aggiunta alle innovazioni in materia di trattamento fiscale.

²¹ PORZIO, PREVIATI, COCOZZA, MIANI, PISANI, *Economia delle imprese assicurative*, McGraw-Hill (2011), pp. 325-326.

1.2.1 I tre pilastri del sistema previdenziale e le sue diverse forme

Prima di procedere con la distinzione in pilastri rinvenibile nel nostro ordinamento giuridico è necessario fare un passo indietro e classificare la previdenza a seconda che essa sia *obbligatoria* o *volontaria*. La prima si identifica nelle disposizioni normative che impongono l'obbligo per la totalità di cittadini in età lavorativa, siano essi dipendenti pubblici o privati o autonomi, di aderire al sistema pensionistico statale nelle diverse modalità contributive previste. Il principio su cui si fonda la previdenza obbligatoria concerne nel garantire a tutti coloro che entrano nella categoria di lavoratori non più attivi un livello minimo di retribuzione volta mantenere un adeguato tenore di vita.

Per quanto riguarda, invece, la seconda classificazione è possibile evidenziare la libera iniziativa nell'aderire a forme previdenziali complementari per le quali non è previsto alcun obbligo di legge, ma finalizzate ad incrementare la base minima di reddito garantita dal sistema di base. La previdenza volontaria può essere ulteriormente distinta a seconda delle modalità e dei requisiti di adesione; in particolare sussistono due comparti: quello *collettivo* e quello *individuale*. Il primo è offerto a prestabiliti gruppi di lavoratori, che possono appartenere alla medesima azienda o ad un insieme di aziende oppure ad un comparto o settore produttivo, alle cui caratteristiche ed esigenze corrispondono apposite forme pensionistiche che meglio vi si adattano. Al contrario, il secondo comparto è riferito alla totalità di cittadini in età lavorativa i quali possono accedervi singolarmente ed indipendentemente, a prescindere dalla categoria contrattuale di provenienza. La principale differenza consiste nel fatto che l'adesione di tipo individuale consente di definire tutte le caratteristiche del rapporto previdenziale, sulla base delle specifiche esigenze del singolo, mentre l'adesione a carattere collettivo implica minori gradi di libertà in sede di negoziazione. In ogni caso l'istituzione e la gestione di questi prodotti previdenziali volontari ha iniziativa prevalentemente privata per cui si è reso necessario definire un quadro normativo di riferimento entro il quale consentire agli intermediari finanziari in genere di poter operare nel rispetto della trasparenza di mercato e del consumatore.

Pertanto, in base all'evoluzione normativa e all'ingresso nel nostro ordinamento giuridico di nuove forme pensionistiche, il sistema previdenziale italiano può essere ridisegnato seguendo una distinzione al suo interno che permette di individuare i seguenti tre pilastri:

- *primo pilastro*, a carattere *pubblico* e rappresentante la previdenza obbligatoria e le prestazioni di base. Questo rappresenta la componente più importante del sistema pensionistico ed è gestito dalle casse pubbliche sulla base del criterio della ripartizione, ossia quel principio per cui i contributi dei lavoratori attivi servono a

finanziare le retribuzioni previdenziali dei lavoratori non più attivi. Inoltre il regime previsto per il calcolo delle prestazioni è quello contributivo, entrato a pieno regime dal 1° gennaio 2012. Infine, il compito di raccogliere i contributi previdenziali e di pagare le pensioni è affidato al soggetto pubblico specializzato per eccellenza, ovvero l'*INPS (Istituto Nazionale della Previdenza Sociale)*, che, con il *Decreto "Salva Italia"* del 2011, ha ampliato le sue competenze, non più concentrate soltanto verso i lavoratori privati, ma rivolte anche a quelli provenienti dal settore pubblico;

- *secondo pilastro*, meglio noto con il termine di *previdenza complementare*. La peculiarità di questo comparto riguarda la modalità di adesione, che risulta essere *volontaria* a carattere *collettivo* nel senso che l'accesso è vincolato all'appartenenza ad un predefinito gruppo di lavoratori. Nello specifico ci si riferisce a: fondi pensione chiusi, collettivi o negoziali; fondi preesistenti e fondi pensione aperti ad adesione collettiva. Tali forme sono gestite da istituzioni private quali banche, compagnie assicurative, Società di Gestione del Risparmio (SGR) e Società di Intermediazione Mobiliare (SIM) che hanno l'obiettivo di investire nei mercati finanziari i contributi versati dai lavoratori, datori di lavoro e Stato. La base patrimoniale accumulata tramite i fondi pensione viene trasformata in rendita dal momento della sottoscrizione e viene assoggettata al regime di capitalizzazione per cui i contributi finanziano esclusivamente le posizioni previdenziali cui sono riferite;
- *terzo pilastro*, identificato con il termine *pensione integrativa* la cui adesione risulta anch'essa essere di tipo *volontario* ma cambia il carattere *individuale* dell'iniziativa. Ciò significa che l'adesione è libera e non vincolata all'appartenenza a un determinato gruppo di lavoratori. Anche queste forme previdenziali sono soggette al regime di capitalizzazione con metodo contributivo e sono rappresentate da fondi pensione aperti ad adesione individuale e dai piani individuali pensionistici.

1.2.2 L'evoluzione normativa e la riforma della previdenza complementare (D.Lgs. n. 252/2005)

Il tema della previdenza complementare in Italia ha da sempre acceso forti dibattiti in merito alla crescente esigenza di darne un'adeguata regolamentazione e di riconoscere alle prestazioni da questa erogate la stessa qualifica da sempre associata ai trattamenti obbligatori. Come già citato, l'intervento di riforma che ha per la prima volta provveduto ad affrontare queste tematiche e ad emanare specifiche disposizioni in materia è la riforma Amato, attuata tramite il *D. Lgs. n. 124 del 21 aprile 1993*. Fino a quel momento, seppur

prive di un'apposita regolamentazione, operavano le sole forme previdenziali di tipo volontario, a carattere prevalentemente integrativo e offerte soprattutto dal comparto bancario e assicurativo. Nonostante la maggior parte delle imprese operanti sul nostro suolo avessero provveduto a istituire queste forme previdenziali integrative per i propri lavoratori, in realtà questi erano impossibilitati ad accedervi e costretti a rimanere ancorati al solo regime obbligatorio.

Il sostegno verso questo comparto giunse proprio con la riforma, che costituì l'inizio di una numerosa serie di interventi normativi volti a incentivarne l'adesione e lo sviluppo. Il punto di partenza era rappresentato dall'esigenza di affiancare accanto al sistema obbligatorio pensionistico gestito a *ripartizione*, una previdenza di tipo integrativo, gestita con regime a *capitalizzazione*. Infatti, essendo la prima a carattere pubblico, si evidenzia la linea di principio prettamente solidaristica volta a garantire prestazioni anche a coloro che nel corso della loro vita non hanno potuto versare un adeguato ammontare contributivo o che sono impossibilitati a farlo a causa di invalidità²². Pertanto la tecnica che risulta essere alla base di un sistema gestito a ripartizione consiste nel trasferimento delle risorse dai lavoratori attivi verso quelli non più attivi, finanziandone le prestazioni tramite i contributi versati. Il regime a capitalizzazione, al contrario, segue un'altra logica di fondo ovvero quella assicurativa di tipo individuale che si sostanzia nel fatto che ciascun soggetto accantoni i propri contributi per suo conto e li investa nel mercato mobiliare così da ottenere in seguito un montante atto a definirsi come rendita pensionistica.

Sebbene i due regimi si basino su due logiche di fondo totalmente diverse, con il D. Lgs. 124/1993 si è voluta qualificare la natura complementare dei trattamenti pensionistici erogati dai fondi rispetto a quelli di base. Inoltre si introduce per la prima volta nel nostro ordinamento giuridico la nuova figura dei *fondi pensione*, attribuendone il ruolo di gestore della previdenza complementare, attività riconosciuta come esclusiva fino al 1 gennaio 2001 con l'introduzione delle polizze assicurative previdenziali. Con il presente decreto legislativo si introdusse in aggiunta un'importante distinzione fra i fondi *chiusi* e i fondi *aperti* e si regolamentarono quelle realtà preesistenti per le quali è stata predisposta una disciplina transitoria che tutelasse gli interesse degli aderenti.

Nonostante le grandi aspettative che vedevano la previdenza complementare come uno strumento atto a superare le forti contrazioni dell'offerta pensionistica pubblica, in sostanza

²² PORZIO, PREVIATI, COCOZZA, MIANI, PISANI, *Economia delle imprese assicurative*, McGraw-Hill (2011), pp. 307-308.

si riscontrò una debole adesione e sviluppo dei fondi pensione, le cui principali cause possono essere ravvisabili di seguito²³:

- la “doppia gestione” di numerosi fondi preesistenti che determinava uno squilibrio tra la precedente disciplina cui erano assoggettati i “vecchi” aderenti e la nuova disposizione rivolta ai “nuovi” soggetti che decidevano di parteciparvi;
- l’inadeguatezza e l’insufficienza degli incentivi e delle agevolazioni fiscali, dovuta alle stringenti esigenze di contenimento della spesa pubblica, ha sensibilmente impedito l’adesione alle forme complementari;
- l’ostruzione delle aziende che si vedono private di un’importante fonte di finanziamento quale gli accantonamenti a TFR che possono essere destinati a fini contributivi.

Sulla base dei suddetti limiti della precedente disposizione normativa, nel 1995 venne riformata in modo sostanziale con la *legge n. 335*, la quale mantenne comunque la regola generale per cui l’adesione alla previdenza complementare è facoltativa.

Le modifiche principali su cui è intervenuta la riforma sono: i soggetti destinatari, ai quali sono stati aggiunti i soci lavoratori e i dipendenti di cooperative; i criteri gestionali dei fondi pensione e le agevolazioni fiscali, mentre rimase irrisolto il tema del TFR.

Ulteriori interventi normativi vennero realizzati nel gennaio 2000 con il *decreto legislativo n. 47* con il quale si posero come obiettivi principali l’equiparazione del regime fiscale di tutte le forme di previdenza complementare, garantendo un trattamento agevolato rispetto ad altre forme di investimento, e, soprattutto, tentare di superare il controverso tema del TFR, favorendone la destinazione ai fondi pensione.

Un importante intervento normativo che ha gettato le basi per ridisegnare entro un unico testo di riforma tutte le precedenti disposizioni che riguardavano la previdenza complementare è rappresentato dalla *legge n. 243 del 2004*. La novità tanto discussa in quegli anni si riscontrava nella possibilità di trasferire il TFR *maturando*, non quello già maturato, sulla base di un certo meccanismo si sostanzia in due modalità:

- entro sei mesi dalla data della prima assunzione il lavoratore può conferire l’intero TFR maturando verso una forma pensionistica complementare di sua scelta oppure mantenerlo presso l’azienda, potendo comunque revocare quest’ultima scelta in qualsiasi momento successivo (*modalità esplicita*). Qualora dovesse decidere per la seconda alternativa il TFR maturando rimane effettivamente presso l’azienda, se

²³ S. MIANI, *I prodotti previdenziali*, GIAPPICHELLI EDITORE, Torino, 2009, pp. 29-31.

questa è caratterizzata da un numero di dipendenti inferiore a 50, oppure, in caso contrario, viene destinato alle Casse di previdenza dell'INPS;

- qualora il lavoratore non abbia espresso alcuna volontà, una volta decorso il termine di sei mesi si intende attuabile il meccanismo di trasferimento del TFR maturando (*modalità tacita*). In questo particolare caso il datore di lavoro trasferisce la quota alla forma previdenziale collettiva prevista dagli accordi o contratti collettivi; qualora l'azienda abbia aderito a più forme allora deve essere individuata una sola di queste. In caso di assenza di fondi pensionistici o di accordi tra le parti si esegue il trasferimento verso quella forma complementare istituita presso l'INPS²⁴.

I numerosi interventi registrati a partire dal 1993 hanno determinato l'esigenza di colmare quelle lacune rimaste prive di disciplina e di dare una spinta significativa allo sviluppo delle forme di previdenza complementari. Si ritenne pertanto necessario attuare un vero processo di riforma strutturale alla materia in oggetto, costituito dal *decreto legislativo n. 252 del 5 dicembre 2005*, attuativo della suddetta legge n. 243 del 2004, i cui effetti hanno cominciato a manifestarsi a partire dal 1 gennaio 2007. La disciplina è volta a riconoscere sia un'equiparazione tra le diverse forme previdenziali sia una differenziazione delle stesse sulla base delle logiche di funzionamento e di realizzazione e delle modalità operative, così da determinarne una trattazione a parte. Si esaminano pertanto i principali articoli partendo dall'*art. 1* che definisce gli obiettivi che la riforma mira a perseguire, per cui si riconosce alle forme di previdenza per la prestazione di trattamenti pensionistici complementari al sistema di base il compito di “*assicurare più elevati livelli di copertura previdenziale [...] attuate mediante la costituzione [...] di appositi fondi o di patrimoni separati, la cui denominazione deve contenere l'indicazione «fondo pensione»*”.

Proseguendo con l'*art. 2* si possono individuare i soggetti designati come destinati della nuova disciplina, che vengono raggruppati sotto un unico elenco dopo aver subito diversi interventi normativi che li avevano visti protagonisti, per cui troviamo:

- i lavoratori dipendenti, sia privati che pubblici, appartenenti o meno alla stessa impresa, ente, consorzio, raggruppamento territoriale o tipologia contrattuale, includendovi tutte le nuove forme contrattualistiche introdotte con la *legge Biagi*²⁵;
- i liberi professionisti e i lavoratori autonomi;
- i soci lavoratori e i lavoratori dipendenti di società cooperative;

²⁴ Legge n. 243 del 2004.

²⁵ D. Lgs. 10 settembre 2003, n. 276.

- coloro che svolgono *lavori di cura non retribuiti derivanti da responsabilità familiari*, individuati dal *D. Lgs. n. 565/1996*;
- con l'*art. 3* il legislatore ha voluto riconoscere a un'ampia categoria di soggetti il potere di istituire fondi pensione, tra cui: i soggetti e i lavoratori firmatari di contratti collettivi o di accordi, i rappresentanti sindacali che sottoscrivono CCNL (contratti collettivi nazionali di lavoro), gli enti e le aziende in caso di assenza di accordi collettivi, le Regioni (mediante leggi regionali) e gli intermediari finanziari (quali banche, società di intermediazione mobiliare, società di gestione del risparmio e compagnie assicurative).

A seconda della natura del soggetto istitutore l'*art. 4* individua diverse tipologie di forme previdenziali, per cui nel caso di istituzione del fondo da parte di una delle figure sopra indicate, con l'eccezione degli intermediari finanziari, alla forma verrà riconosciuta la natura associativa o lo status di persona giuridica. Invece, nell'ipotesi in cui l'iniziativa fosse proprio di un soggetto che svolge l'attività di intermediazione finanziaria allora la forma pensionistica acquisisce la natura di patrimonio di destinazione all'interno dello stesso istitutore.

Agli articoli 5 e 6 sono rimandate le disposizioni che prevedono rispettivamente gli organi che amministrano, controllano e assumono le responsabilità che ne derivano, nonché i requisiti di onorabilità e di professionalità e le cause impeditive degli aderenti²⁶; mentre, con il secondo articolo, si esplicano le funzioni di gestione delle risorse, con particolare attenzione alle prestazioni definite e a quelle di matrice assicurativa, e l'erogazione delle rendite. Una precisazione va fatta in merito alle cause di impedimento o di decadenza cui sono soggetti i partecipanti agli organi dei fondi in quanto queste sono volte a evitare ogni abuso o fonte di conflitto di interesse derivante dall'assunzione simultanea da parte dello stesso soggetto di più incarichi tra loro incompatibili.

Complessivamente il decreto legislativo n. 252/2005 mantiene alcuni aspetti di continuità con le precedenti disposizioni normative, tra cui la più significativa riguarda il principio della libertà d'adesione alle forme di previdenza complementare, per il quale si ribadisce la volontarietà di tale scelta. Altre conferme a quanto già definito in passato riguardano il mantenimento del modello di patrimonio separato e autonomo rispetto a quello del soggetto istitutore e promotore del fondo e la prelazione verso quelle forme previdenziali

²⁶ *Decreto del ministero del lavoro e della previdenza sociale n. 79 del 15 maggio 2007, contenente le integrazioni e le abrogazioni al D.M. n. 21114 gennaio 1997, e abrogativo del D.M. del Ministro del lavoro e delle politiche sociali del 20 giugno 2003.*

di tipo collettivo a favore delle quali si beneficia del contributo del datore di lavoro. Nonostante tali elementi per i quali si garantisce una certa coerenza con quanto precedentemente stabilito, in realtà la riforma ha apportato sostanziali novità che andremo di seguito ad analizzare nello specifico.

Innanzitutto si evidenzia un notevole ampliamento dei poteri della *COVIP*, la cui azione di vigilanza concerne nel verificare la trasparenza e la correttezza dei comportamenti e la sana e prudente gestione dei fondi pensione e, più in generale, nel garantire un buon funzionamento del sistema previdenziale. I poteri della *COVIP* sono raggruppabili nel seguente elenco:

- tiene l'albo dei fondi pensione e li autorizza a esercitare la propria attività nel rispetto delle condizioni dalla stessa autorità stabilite;
- si occupa di approvare gli statuti e i regolamenti dei fondi e di verificare l'adeguatezza del loro assetto organizzativo coerentemente con quanto disposto;
- assicura la corretta gestione dei fondi, sia nella fase di accumulo che di erogazione, e dei rischi che ne derivano nel rispetto delle convenzioni fissate;
- individua gli schemi entro i quali redigere le informative al pubblico, garantendo il rispetto della trasparenza nel rapporto tra fondo e partecipanti.

Un secondo elemento innovativo è rappresentato dall'introduzione del principio di portabilità con il quale un lavoratore può trasferire la sua posizione ad un'altra forma previdenziale, dopo che siano stati comunque soddisfatti gli obblighi previsti dal regolamento della prima forma a cui egli aveva aderito. Qualora il passaggio da una strumento previdenziale all'altro si configuri come il trasferimento dei propri fondi dal secondo al terzo pilastro allora la *COVIP* ha disposto che il lavoratore dipendente può perdere il contributo del datore di lavoro qualora decidesse di *“partecipare a una forma pensionistica diversa da quella connessa al proprio rapporto di lavoro”*²⁷. Ciò non avviene se lo stesso datore ha stipulato una convenzione con la forma previdenziale di terzo pilastro a cui il dipendente ha deciso di aderire.

Infine è possibile rilevare due ulteriori elementi di novità relativi al decreto legislativo 252/2005 connessi a tematiche attualmente oggetto di forte dibattito politico: il conferimento tacito del TFR e il regime fiscale.

Prima di scendere nei tecnicismi che l'argomento richiede è necessario soffermarsi sul concetto di TFR e sulla sua funzionalità. Il trattamento di fine rapporto (TFR) può essere

²⁷ Decreto *COVIP* 2007

definito come un accantonamento annuale nel passivo patrimoniale delle aziende di una parte delle retribuzioni che i dipendenti percepiscono. Su ciascuna quota il lavoratore matura ogni anno un rendimento nominale pari all'1.5% più il 75% del tasso di inflazione per le famiglie di operai e impiegati (FOI). Il montante che si costituisce via via nel tempo potrà essere restituito al dipendente soltanto nel momento del pensionamento dello stesso oppure in caso di interruzione del rapporto di lavoro per licenziamento o per cambio di attività, oppure, ancora, a titolo di anticipazione per fronteggiare esigenze particolari. Gli anticipi possono essere richiesti: per sostenere delle spese mediche, per le quali viene corrisposto un importo non superiore al 75% di quanto accantonato fino a quel momento, per acquistare la prima abitazione, ricevendo un ammontare massimo del 75% solo dopo che siano decorsi otto anni dall'iscrizione, oppure per altre esigenze, sempre al decorrere dello stesso periodo di tempo ma ottenendo un valore massimo nella misura del 30%.

Dopo aver chiarito il concetto di TFR è necessario soffermarsi sulla regola del conferimento tacito introdotta proprio con l'*art. 8* della riforma 252/2005 che ha stabilito la possibilità per il lavoratore dipendente di destinare l'intero flusso del TFR maturando alla forma previdenziale cui intende partecipare. Ricordiamo che il concetto di "TFR maturando" è stato introdotto per la prima volta nel nostro ordinamento nel 2004²⁸ ed è rappresentato da quel flusso che può essere trasferito alla forma previdenziale complementare cui si ha deciso di aderire. Prima della riforma del 2005, la quota di contribuzione a questi strumenti pensionistici era costituita da una parte del TFR che il lavoratore maturava in azienda, la cui scelta di aderire o meno era lasciata non tanto alla discrezionalità del dipendente quanto alle disposizioni previste nell'accordo con il proprio datore di lavoro. L'aspetto innovativo introdotto con la riforma, che ha suscitato particolare scalpore nel dibattito politico e che tuttora è oggetto di discussione, è rappresentato dal sistema del *silenzio-assenso*, ovvero del conferimento tacito dell'intero flusso di TFR maturando ai fondi previdenziali. Questo meccanismo implica il fatto che i lavoratori, pubblici o privati che siano, che vogliono conservare e mantenere il proprio TFR presso l'azienda, devono necessariamente darne una dichiarazione esplicita. In caso contrario questo verrà trasferito alle forme di previdenza complementare, comunque scelte discrezionalmente dal lavoratore stesso, ma con il vincolo di irreversibilità della decisione presa.

E' evidente come il dipendente venga messo di fronte a due forme alternative di investimento, con caratteristiche diverse sia per la loro tipologia e disciplina fiscale, che

²⁸ Legge n. 243 del 2004

per il profilo di rischio e rendimento che incorporano. Qualora dovesse essere preferito il canale dell'investimento verso forme di previdenza complementare e quindi venisse applicato il meccanismo del conferimento tacito al fondo, l'azienda rischierebbe di risentire la mancanza di un'importante fonte di finanziamento a medio-lungo termine. Per tentare di superare tale situazione il legislatore ha previsto delle misure di incentivo fiscale atte a compensare il venire meno di questa passività, come ad esempio la deducibilità dal reddito di impresa del 4% dello stock di TFR destinato ogni anno a forme di previdenza complementare.

Rimanendo sotto il profilo fiscale, il legislatore è intervenuto anche mediante incentivi volti ad incrementare il ricorso a questi strumenti pensionistici, così da garantire un effettivo e duraturo sviluppo. Infatti vennero stabilite la deducibilità dei contributi a carico del lavoratore fino a un importo massimo di 5.164,57 € e la riduzione dell'imposta sostitutiva sui rendimenti annui realizzati dal 12,5% all'11%. Inoltre si intervenne con un adeguamento fiscale anche sulle prestazioni erogate, non più soggette alle aliquote progressive IRPEF, ma destinatarie di un'imposta a tassazione separata, su cui viene fatta gravare una ritenuta di imposta del 15%, riducibile in modo graduale fino ad un minimo del 9% con 35 anni di versamenti.

1.2.3 L'attuale scenario in tema di previdenza complementare

Il quadro appena descritto rischia di subire una sostanziale modifica in base alle nuove disposizioni previste dalla *Legge di Stabilità del 2015* proposta dal Governo Renzi. La novità riguarda la possibilità per i dipendenti, con l'eccezione di quelli del pubblico impiego e del settore agricolo, di richiedere di incassare alla fine di ogni mese i contributi versati per il trattamento di fine rapporto e di far figurare quindi il TFR in busta paga. Questa facoltà si suppone possa essere esercitata a partire da Giugno 2015 ed in particolare qualora il lavoratore dovesse scegliere di incassare mese per mese la propria liquidazione, verrà attribuito alle banche il compito di versare alle imprese lo stesso ammontare chiedendo in cambio un tasso di interesse di pari misura rispetto a quello che l'azienda avrebbe dovuto versare al lavoratore. Tale iniziativa è stata confermata dallo stesso Antonio Patuelli, Presidente dell'*ABI* (Associazione Bancaria Italiana), sostenendo la tesi che questa grande innovazione offra ai lavoratori la possibilità di scegliere l'alternativa di investimento a loro più vantaggiosa. Di contro, però, la possibilità per i lavoratori di richiedere il TFR in busta paga comporta il rischio di dover assistere a una fuga di capitali, non tanto per la legge in sé, quanto per l'ipotesi, finora non ancora confermata dal governo,

che la tassazione sulla rendita del capitale investito nei fondi pensione possa aumentare²⁹. I fondi, infatti, rischiano di essere i soli a risentire delle conseguenze negative di tale novità in quanto è stato ipotizzato che l'imposta sui rendimenti annui realizzati passi dall'attuale 11,5% al 12,5%, o addirittura al 20% come ha evidenziato lo stesso Sottosegretario al Ministero dell'Economia, Pier Paolo Baretta, nella giornata di apertura della *Settimana SRI 2014*. Egli ha reso nota la controversa natura dell'argomento oggetto di discussione in Parlamento in quanto, attualmente la tassazione sulle rendite annue dei fondi pensione risulta particolarmente favorevole rispetto al trattamento fiscale previsto per le rendite finanziarie in genere, pari al 26%. Allo stesso tempo, però, un innalzamento della tassazione fino alla misura massima del 20% risulta eccessivamente penalizzante per i fondi pensione se si pensi agli innumerevoli interventi normativi volti a sostenere il loro sviluppo e la loro crescita.

In effetti dopo l'intervento di riforma del 2005, entrato a pieno regime a partire dal 2007, è stato riscontrato un andamento positivo dei rendimenti dei fondi pensione privati, che sono risultati mediamente più alti rispetto a quelli ottenuti da chi ha deciso di lasciare il Tfr in azienda. Non a caso il numero di persone che decide di aderire a questi fondi è in crescita: più 6,1% dal 2012 al 2013, secondo la relazione della COVIP, la Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione. Questa ha altresì evidenziato che, a Giugno 2014, le persone risultanti iscritte a qualsiasi forma di previdenza complementare erano circa 6,3 milioni, di cui quasi la metà sono aderenti a fondi pensione aperti e negoziali, ovvero gli unici coinvolti direttamente dalla *legge di Stabilità 2015* del Governo Renzi. Il che implica come ovvia conseguenza la fuoriuscita di molti lavoratori dal mondo della previdenza complementare e la migrazione, di quanto ricavabile dal TFR in busta paga, verso strumenti alternativi di investimento o, nella peggiore delle ipotesi, verso mercati esteri³⁰.

1.2.4 Le tipologie e le caratteristiche dei fondi pensione

Quando si parla di previdenza complementare ci si riferisce indistintamente sia al secondo che al terzo pilastro, per i quali si riscontra un'unica disciplina normativa costituita dal *Decreto Legislativo 252/2005*. Il documento regola tutte quelle forme pensionistiche che si identificano in fondi o in patrimoni separati appositamente costituiti secondo la denominazione di *fondo pensione*.

²⁹ *Tfr in busta paga, ora i fondi pensione tremano STEFANO VERGINE (L'Espresso), 16 ottobre 2014.*

³⁰ *Relazione della COVIP, 2013.*

Per *fondo pensione* si intende uno strumento di gestione del risparmio nel quale confluiscono i contributi di coloro che vi partecipano al fine di ottenere, al termine della vita lavorativa, l'erogazione della retribuzione pensionistica sotto forma di rendite vitalizie o di capitale. Nello specifico, i versamenti che prima vengono accantonati al fondo, sono destinati al mercato finanziario e mobilizzati in strumenti di investimento a breve, medio e lungo termine, a seconda della natura e delle caratteristiche del fondo stesso, nonché della *mission* di chi lo crea e di chi lo gestisce.

I contributi sono solitamente versati dal singolo iscritto in modo tale che ognuno abbia un proprio conto, separato e distinto dagli altri partecipanti al gruppo, garantendo sulle quote accantonate da ciascuno l'adozione del criterio della capitalizzazione. Al momento dell'adesione a un fondo pensione deve essere fissato l'ammontare della contribuzione periodica oppure, alternativamente, il quantum che si intende ricevere al momento della prestazione previdenziale.

Questa scelta consente di individuare una prima distinzione tra due possibili regimi di fondo pensione:

- fondi a *contribuzione definita*, ossia quei fondi dei quali viene stabilita soltanto la quota dei contributi che il lavoratore decide di versarvi, per cui le prestazioni finali non sono preventivamente determinate, ma dipendono dalla somma complessiva dei contributi accantonati nel conto individuale durante la vita lavorativa e dal rendimento dell'attività di gestione finanziaria. Queste forme di previdenza sono destinate soltanto ai lavoratori dipendenti, siano essi pubblici che privati, ai soci lavoratori e ai dipendenti di cooperative, nonché ai soggetti aventi titolo per iscriversi al *Fondo di previdenza per le persone che svolgono lavori di cura non retribuiti derivanti dal responsabilità familiari*³¹. I primi, in particolare, una volta che decidono di aderire a un fondo pensione devono provvedere a versare non solo i propri contributi ma anche quelli a carico del datore di lavoro e le quote del TFR;
- fondi a *prestazione definita*, con i quali si fissa il livello delle retribuzioni previdenziali da percepire al momento della conclusione dell'attività lavorativa. Ciò implica il fatto che, per raggiungere certi obiettivi pensionistici, l'ammontare dei contributi da versare sia variabile ed ancorato ai rendimenti del fondo stesso. Questa forma di contribuzione

³¹ Art. 1, Comma 4, D. Lgs. n. 5 dicembre 2005, n. 252.

può essere adottata dai soli lavoratori autonomi e dai liberi professionisti, i quali possono comunque scegliere di aderire al regime di contribuzione definita.

Un'altra tipologia di fondi può essere individuata in base alle modalità di adesione già sopra citate, ovvero:

- fondi ad adesione *collettiva*, la cui adesione è vincolata all'appartenenza ad una specifica categoria o gruppo di lavoratori che abbia ottenuto l'autorizzazione dalla COVIP a esercitare dell'attività e l'iscrizione all'albo. Nello specifico, queste forme previdenziali possono essere istituite in diversi modi, tra cui citiamo:
 - a) contratti e accordi collettivi, anche aziendali, accordi fra lavoratori, promossi da sindacati firmatari di contratti collettivi nazionali di lavoro, accordi, anche interaziendali per gli appartenenti alla categoria dei quadri;
 - b) accordi fra lavoratori autonomi o fra liberi professionisti;
 - c) regolamenti di enti o aziende;
 - d) le regioni;
 - e) accordi fra soci lavoratori di cooperative;
 - f) accordi tra soggetti destinatari del D. Lgs. 565/1996;
- fondi ad adesione *individuale*; che prevedono l'adesione su iniziativa singola, a prescindere dall'attività svolta o dall'esercizio o meno dell'attività lavorativa, e consentono a ogni soggetto di poter notevolmente influenzare le caratteristiche del rapporto previdenziale.

Sulla base di quanto finora individuato, è possibile procedere con l'individuazione per eccellenza delle diverse tipologie di fondi, per cui si elencano:

- i fondi *negoziali* sono quei fondi la cui adesione è di tipo collettivo per cui rivolta ad una platea ben definita di soggetti individuati sulla base della loro appartenenza alla medesima categoria, azienda o area geografica. Possono essere istituiti sotto forma di associazione senza scopo di lucro, di soggetti aventi personalità giuridica o di patrimoni autonomi e separati;
- i fondi *aperti* sono definiti all'*art. 12* del D. Lgs. n. 252 del 2005, che li identifica come quei soggetti che “*possono istituire e gestire direttamente forme pensionistiche complementari mediante la costituzione di appositi fondi*”. L'adesione può avvenire sia su base collettiva, mediante la stipula di un apposito accordo aziendale che preveda il

contribuito da parte del datore di lavoro, sia su base individuale, per cui si prescinde dalla capacità contributiva del lavoratore;

- i *Piani Individuali Pensionistici (o PIP)*, costituite da polizze vita che presentano determinate caratteristiche e condizioni stipulate esclusivamente con le Compagnie Assicuratrici. Con i PIP, infatti, si definisce che, a fronte della corresponsione di premi periodici, il sottoscrittore si garantisce a scadenza la percezione di una prestazione sotto forma di rendita vitalizia che la compagnia si impegna a versare applicando gli schemi della contribuzione definita o della prestazione definita³². Pertanto, essendo i PIP forme individuali di terzo pilastro, risulta libera sia la misura della contribuzione che dell'adesione anche da parte di quei soggetti divergenti rispetto alle disposizioni previste dal D. Lgs. n. 252 del 2005 all'articolo 2;
- i *fondi preesistenti*, che operavano antecedentemente all'emanazione del decreto legislativo n. 124 del '93 e che il legislatore ha disposto a questa tipologia la possibilità di continuare a operare in deroga alla disciplina generale³³. Questi fondi ricadono nell'accezione del secondo pilastro per cui implicano come modalità di adesione quella collettiva.

Nei paragrafi successivi si analizzano singolarmente i fondi sopra elencati, descrivendone i profili organizzativi e i relativi modelli di *governance*.

I fondi pensione negoziali

Gli organi che amministrano, controllano e assumono la responsabilità dei fondi negoziali sono elencati all'*art. 5*, per cui la *governance* è costituita da quattro organi: l'Assemblea dei delegati, il Consiglio di amministrazione, il Collegio dei sindaci e il Responsabile del fondo pensione.

Prima di analizzarne i relativi compiti è necessario puntualizzare il fatto che i fondi negoziali, a differenza di quelli aperti e dei PIP, devono garantire la partecipazione paritetica dei rappresentanti dei lavoratori e dei datori di lavoro o delle categorie e dei raggruppamenti di lavoratori interessati alle cariche amministrative e di controllo. Ovviamente questo principio per poter essere effettivamente attuato deve essere ben delineato nello statuto e nel regolamento del fondo tenendo in considerazione i contrastanti interessi di coloro che risultano appena iscritti e coloro che al contrario sono prossimi al pensionamento.

³² S. MIANI, *I prodotti previdenziali*, GIAPPICHELLI EDITORE, Torino, 2009, p. 59.

³³ <http://www.covip.it/wp-content/uploads/FondiPensionePrees.pdf>

L'*assemblea dei delegati* è formata in misura paritetica dai rappresentanti dei lavoratori e dei datori di lavoro e svolge mansioni rappresentative, analoghe a quelle delle assemblee societarie, e deliberative, con l'obiettivo di indirizzare le scelte gestionali del fondo.

Anche il *Consiglio di amministrazione* è costituito da un numero paritetico di amministratori eletti dall'assemblea dei delegati ed esprime il volere dei lavoratori e dei datori di lavoro. Quest'organo definisce la politica di investimento del fondo ed è responsabile del perseguimento delle finalità per cui è preposto. Deve altresì scegliere e controllare i soggetti gestori e la banca depositaria ed è soggetto, così come i sindaci, al rispetto e al mantenimento dei requisiti di onorabilità e professionalità e al rispetto delle cause di impedimento e di decadenza.

Il *Collegio dei sindaci* si occupa di vigilare sull'osservanza della legge e dello statuto e di mantenere l'adeguatezza organizzativa, amministrativa e contabile del fondo. In realtà questa forma di controllo è a carattere meramente formale ed è chiamato a riferire all'assemblea dei delegati, mentre il *Responsabile del fondo*, svolgendo un'attività di controllo sostanziale, risponde soltanto per conto del CdA che lo ha eletto. Quest'ultima figura ha il compito di verificare che la gestione sia svolta nel rispetto della legge e dello statuto e nell'interesse degli aderenti al fondo e, qualora, dovesse riscontrare qualche anomalia, ha il dovere di darne pronta comunicazione all'Autorità di controllo³⁴.

In aggiunta agli organi del fondo, occorre evidenziare tutti quei soggetti esterni che intrattengono relazioni con il fondo stesso e ne rendono possibile l'operatività e la crescita. Per garantire il processo di partecipazione di queste figure alla vita del fondo, vengono stipulate con gli stessi delle *convenzioni*, tramite le quali fissare le linee di indirizzo della gestione, il mantenimento dei diritti di voto attribuiti per gli investimenti effettuati e le modalità di esercizio del diritto di recesso e di trasferimento delle risorse ad altri soggetti³⁵. Proseguiamo pertanto con la descrizione delle suddette figure, che possono essere così sintetizzate:

- la *banca depositaria del fondo*, ossia quel soggetto chiamato a garantire la separatezza delle risorse destinate alle prestazioni previdenziali da quelle proprie della società di gestione delle stesse. Questa svolge funzioni di tesoreria e di custodia per il fondo e di garanzia e controllo per gli iscritti sugli investimenti e sulle attività svolte dal gestore finanziario, nonché ha l'obbligo di comunicare all'Autorità di vigilanza eventuali irregolarità riscontrate nella gestione del fondo. Inoltre per

³⁴ PORZIO, PREVIATI, COCOZZA, MIANI, PISANI, *Economia delle imprese assicurative*, McGraw-Hill (2011), p. 337.

³⁵ Deliberazione 28 giugno 2006 COVIP

evitare situazioni di conflitto di interesse la banca depositaria non può appartenere allo stesso gruppo del gestore finanziario³⁶;

- il *gestore amministrativo*, cioè colui che svolge mansioni di carattere amministrativo-contabile nell'ambito dei notevoli flussi informativi che vengono generati dai molteplici soggetti coinvolti nella fase operativa;
- il *gestore finanziario*, cioè quel soggetto a cui è delegata la mera funzione di investimento delle risorse destinate al fondo. Nello specifico questo ruolo può essere ricoperto sia da banche, che da società di gestione del risparmio (SGR) o società di intermediazione mobiliare (SIM), ma non da compagnie assicurative.

Analizziamo infine le principali caratteristiche delle due fasi centrali allo sviluppo e funzionamento del fondo, ovvero la fase di *adesione* e la fase di *contribuzione*. La prima è costituita dalla modalità di iscrizione di tipo volontario, per cui, solo se lo statuto lo prevede, è riconosciuta al lavoratore la facoltà di far aderire al fondo anche i propri familiari a carico. Come abbiamo già precedentemente descritto, la riforma 252/2005 introduce nel nostro ordinamento giuridico il meccanismo dell'adesione tacita, con la quale il lavoratore che non dichiara esplicitamente alcuna scelta sulla destinazione del proprio TFR, viene iscritto automaticamente alla forma pensionistica collettiva adottata dal contratto nazionale di lavoro o dall'accordo aziendale.

Per quanto riguarda la seconda fase, per i lavoratori dipendenti il criterio di contribuzione del fondo viene stabilito in sede di contrattazione collettiva. Generalmente, nel caso di fondo pensione negoziale, il lavoratore versa, per il tramite del datore di lavoro:

- le quote del TFR maturate dopo l'adesione;
- il contributo a proprio carico, nella misura prevista dall'accordo contrattuale (con possibilità di contribuire in misura superiore);
- il contributo del datore di lavoro, nella misura prevista dall'accordo contrattuale.

Nella fase di contribuzione si osserva che le risorse accumulate vengono affidate al gestore finanziario, costituito, come abbiamo appena visto, da intermediari specializzati, mentre nella seguente fase di erogazione delle prestazioni sono protagoniste le sole compagnie assicurative alle quali vengono riconosciute maggiori competenze attuariali.

³⁶ TUF D. Lgs. del 24 febbraio 1998 n. 58

I fondi pensione aperti

A differenza di un fondo pensione negoziale, l'istituzione di un fondo aperto non prevede la presenza di contratti o accordi tra soggetti rappresentanti dei lavoratori o dei datori di lavoro e quindi non è richiesta l'appartenenza a una determinata categoria di lavoratori, di aziende o di area geografica.

Significative divergenze rispetto ai fondi chiusi si riscontrano, in particolare, nella fase di *adesione* introdotte con la *Deliberazione della COVIP del 28 giugno 2006*. Infatti sebbene sia riconosciuta comunque anche per questa tipologia l'adesione volontaria, in realtà sono state previste delle direttive generali che comportano la possibilità di istituire fondi aperti in modo collettivo o in modo individuale. Nella prima ipotesi il fondo viene scelto sulla base di un accordo stabilito tra lavoratori e datori di lavoro e quindi dedicato ad uno specifico comparto di aziende, lavoratori o aree geografiche.

Proprio sulla base del suddetto accordo è concessa al lavoratore la possibilità di beneficiare della quota di contribuzione a carico del datore di lavoro soltanto se il dipendente alimenti la pensione integrativa, oltre che con il suo TFR maturando, anche con un'ulteriore contribuzione, pari ad almeno una misura minima stabilita in tale contratto³⁷.

Nell'ipotesi di adesione volontaria individuale si evidenzia la libertà di definire la misura del contributo a carico del lavoratore con la contestuale privazione del diritto sul contributo a carico del datore di lavoro. Tuttavia, quest'ultimo può accordarsi diversamente con il lavoratore, riconoscendo il diritto ai soli firmatari di accordi individuali chiamati *accordi plurimi o plurisoggettivi*.

Infine, prima di procedere con l'analisi dei soggetti previsti per i fondi pensione aperti, si segnala un'ultima differenza con quelli chiusi, in quanto viene riconosciuta come unica forma giuridica possibile, quella di patrimonio separato e autonomo presso il soggetto istitutore, per cui risulta indifferente la possibilità che questa figura coincida o meno con quella del gestore finanziario. In ogni caso l'istituzione e/o la gestione del fondo può essere eseguita sia da aziende di credito, SGR e SIM, che da compagnie assicurative, a differenza di quanto previsto per i fondi pensione negoziali.

La natura di patrimoni separati implica il fatto che i fondi aperti non abbiano propri organi di governance ma prevedono comunque figure preposte a garantire e controllare il corretto funzionamento del fondo nel rispetto delle disposizioni normative e degli interessi degli aderenti.

³⁷ D. Lgs. n. 252/2005

In primo luogo si evidenzia il ruolo del *Responsabile del fondo* che, analogamente a quanto previsto per i fondi chiusi, svolge mansioni di controllo interno sulla gestione finanziaria e amministrativo-contabile ed è nominato dal CdA dell'organo gestore, non essendo previsti organi interni alla struttura del fondo stesso.

Un'altra figura che abbiamo già osservato nella precedente tipologia di fondo è la *banca depositaria*, a cui fanno sempre capo funzioni di tesoreria, custodia e controllo, pur vantando la possibilità di appartenere allo stesso gruppo finanziario del soggetto gestore.

Infine una peculiarità dei soli fondi aperti ad adesione collettiva è la presenza di un *Organismo di sorveglianza* costituito da due membri effettivi e di un supplente, nominati dal soggetto istitutore del fondo e con incarico biennale rinnovabile; nonché l'eventuale presenza di un *Rappresentante dei lavoratori* e un *Rappresentante aziendale* qualora abbiano aderito al fondo almeno 500 lavoratori della stessa azienda.

Piani individuali pensionistici

I PIP si caratterizzano dalle precedenti forme pensionistiche per il fatto che si sostanziano sotto forma di polizze vita con aspetti di natura previdenziale, ma, allo stesso tempo, presentano delle similitudini rispetto ai fondi pensione aperti, sia in termini di forma costitutiva che in termini di modalità di adesione e contribuzione. I PIP infatti possono essere istituiti esclusivamente dalle compagnie assicurative nella forma di patrimonio autonomo e separato ed essendo ad adesione individuale consentono di lasciare piena libertà sia ai soggetti che intendono iscriversi, anche differenti rispetto a quanto stabilito dall'*art. 2 del D. Lgs. 252/2005*, sia alle modalità di contribuzione. Analogamente ai fondi aperti, il lavoratore non ha diritto al contributo del datore di lavoro salvo la presenza di patti plurimi o plurisoggettivi.

Nello specifico un piano individuale pensionistico, avvalendosi della sola gestione assicurativa, può avere ad oggetto polizze appartenenti a differenti rami (Ramo I: *polizze rivalutabili* oppure di Ramo III: *polizze unit linked*) o appartenenti a una combinazione di rami (*polizze multiramo*).

Inoltre è possibile distinguere tra due diversi tipi di PIP:

- PIP *nuovi*, ossia nati successivamente all'entrata in vigore della riforma in materia previdenziale (D. Lgs. 252/2005) oppure nati in precedenza ma adeguati alle nuove disposizioni;

- PIP *vecchi*, cioè quelle forme pensionistiche esistenti da prima dell'entrata a pieno regime della riforma e prive degli adeguamenti previsti, alle quali non è più possibile aderirvi.

Per quanto riguarda l'organizzazione interna del piano pensionistico individuale occorre ricordare che, essendo un patrimonio separato non prevede alcun organo interno, ma per le funzioni amministrative e di controllo si fa riferimento alle figure preposte della compagnia assicurativa istitutrice. L'unico soggetto riconosciuto all'interno dell'organizzazione è il responsabile del PIP, il quale viene nominato dalla compagnia stessa, per cui deve essere in possesso di specifici requisiti di onorabilità e professionalità previsti dalla normativa, ed inoltre è chiamato ad assolvere agli stessi compiti del responsabile di un fondo pensione aperto, in autonomia e indipendenza, a garanzia degli interessi degli iscritti.

I fondi pensione preesistenti

I fondi pensione preesistenti sono forme pensionistiche complementari esistenti prima della normativa che per la prima volta ha disciplinato in modo organico il sistema della previdenza complementare, il *Decreto Legislativo n. 124 del 1993*, e che operano in deroga alla disciplina generale. Successivamente il *Decreto Legislativo n. 252 del 2005* ha fissato un graduale adeguamento alla nuova disciplina per i fondi pensione preesistenti sia sul piano giuridico sia su quello dell'organizzazione e degli investimenti. Infatti, la peculiarità di questi fondi consiste nei due diversi modi in cui possono essere distinti, senza dimenticare che sono fondi a carattere collettivo e comunque destinati a precise categorie di lavoratori. Detto questo è possibile distinguerli in:

- fondi pensione preesistenti autonomi, dotati di soggettività giuridica (associazioni non riconosciute, associazioni riconosciute, fondazioni o enti morali);
- fondi pensione preesistenti interni, costituiti come patrimonio separato all'interno di società (banche, imprese di assicurazione), per i lavoratori occupati nelle stesse.

Sia sotto il profilo organizzativo che operativo si riscontrano molteplici analogie rispetto ai fondi pensione negoziali, ai quali si rimandano le diverse specificazioni. L'unica precisazione va fatta sulle due differenti tipologie di fondi che abbiamo appena enunciato. Infatti, se ci si riferisce a quelli autonomi occorre specificare che questi sono dotati di organi di amministrazione e controllo composti in parti identiche, secondo il principio di partecipazione paritetica, da rappresentanti dei lavoratori e dei datori di lavoro, tenuti alla nomina di un responsabile del fondo pensione. Se tali fondi sono costituiti come

associazione, l'organizzazione interna è affidata all'assemblea, costituita da tutti gli iscritti o da rappresentanti dei lavoratori e delle imprese.

Anche i Fondi pensione preesistenti interni, possiedono organismi rappresentativi degli iscritti, che però possono non essere presenti nei fondi pensione rivolti soltanto a pensionati. Questi organismi provvedono a nominare il responsabile del fondo, che può essere anche un membro interno della società promotrice.

Al fine di avere una più chiara visione d'insieme su come queste differenti tipologie di fondi si sono articolate nella struttura dell'offerta previdenziale italiana è possibile osservare e commentare i dati forniti dalla COVIP nella relazione annuale del 2013.

Tabella 1. *Forme pensionistiche complementari - numero*

	2000	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Fondi pensione negoziali	42	42	42	41	39	38	38	39	39
Fondi pensione aperti	99	84	81	81	76	69	67	59	59
Fondi pensione preesistenti	578	448	433	411	391	375	363	361	330
<i>autonomi</i>	399	307	294	273	255	245	237	233	212
<i>interni</i>	179	141	139	138	136	130	126	128	118
PIP "nuovi"	-	-	72	75	75	76	76	76	81
Totale⁽¹⁾	719	574	629	609	582	559	545	536	510

(1) Nel totale si include FONDINPS.

Fonte: *Relazione annuale Covip*

Alla fine del 2013 il sistema previdenziale italiano vantava 510 forme pensionistiche complementari ripartite tra: 39 fondi negoziali, 59 fondi aperti, 330 fondi preesistenti e 81 piani individuali pensionistici di tipo assicurativo, a cui si aggiunge il FONDINPS che accoglie i flussi di TFR dei lavoratori silenti per i quali gli accordi collettivi non predispongono un fondo di riferimento.

Se si esegue un'analisi storica emerge come il numero delle forme pensionistiche abbia subito una costante contrazione nel corso degli ultimi tredici anni, ad eccezione del 2007 quando si registra una crescita improvvisa dovuta all'entrata a pieno regime della riforma 252/2005³⁸. Il trend complessivamente negativo presenta diverse sfaccettature a seconda della tipologia di fondi analizzata. Il fenomeno è particolarmente consistente nel caso dei fondi pensione preesistenti, che hanno risentito in modo significativo delle numerose

³⁸ *Relazione annuale Covip 2013*

operazioni di ristrutturazioni societarie promosse da gruppi bancari e assicurativi. In merito ai fondi pensione negoziali, si registra, al contrario, uno stabile numero di progetti previdenziali, che hanno principalmente come categoria di riferimento quella dei lavoratori dipendenti, a scapito delle altre iniziative che presentano non poche difficoltà nel raggiungimento di un livello minimo di iscritti e di base patrimoniale.

Il settore dei piani pensionistici individuali ha evidenziato un leggero aumento delle adesioni verso i nuovi prodotti, preferiti rispetto a quelli già esistenti che necessiterebbero di modifiche. Tendenza del tutto inversa rispetto alla generalità delle forme previdenziali è rilevata nel settore dei fondi pensione aperti nel quale sussistono margini atti a garantirne un ulteriore consolidamento. Questo è favorito dalle continue riorganizzazioni strutturali che coinvolgono gruppi bancari e assicurativi al cui interno operano società promotrici di fondi pensione aperti, consentendo di razionalizzare l'offerta di strumenti previdenziali, contenendo i costi e migliorando le performance.

In linea generale, si osserva che queste maggiori dimensioni dal lato dell'offerta avrebbero ricadute positive per gli aderenti, sia dal punto di vista dei costi, consentendo economie di scala, sia per quanto attiene alla maggiore robustezza dell'assetto organizzativo e alla dinamica dei rapporti contrattuali con gli intermediari gestori delle risorse³⁹.

1.2.5 La gestione finanziaria: le politiche di investimento e il processo valutativo delle performance

Come abbiamo precedentemente illustrato, il principio su cui si basano le forme di previdenza complementare è quello della *capitalizzazione*, differente rispetto a quello individuato per il sistema pensionistico di base dove si applica il criterio a *ripartizione*.

Quest'ultimo si fonda sul presupposto che tutti i contributi pagati dai lavoratori attivi vengano utilizzati per finanziare le retribuzioni pensionistiche di coloro che sono usciti dal mercato del lavoro o che non sono più in grado di provvedere autonomamente al proprio sostentamento. Il trasferimento delle risorse nello "spazio", in un'ottica di redistribuzione del capitale e di solidarietà fra le diverse generazioni, implica il fatto che i contributi versati ogni anno siano almeno pari alle prestazioni da erogare. Inevitabilmente il ruolo dello Stato vuole che questo intervenga al fine di mantenere questo equilibrio mediante un adeguato sistema di aliquote contributive.

Con la previdenza complementare si è passati verso un altro tipo di logica di funzionamento, per la quale si esegue una specie di trasferimento nel "tempo" delle risorse

³⁹ Relazione del presidente COVIP 2013.

risparmiate, attraverso l'accantonamento dei contributi di ciascun lavoratore e l'investimento degli stessi nel mercato dei capitali, al fine di costruire il montante individuale. In base a questa logica di fondo non sussiste alcun tipo di solidarietà intergenerazionale per cui non è necessario l'intervento statale per garantire l'equilibrio finanziario del sistema, determinando comunque uno scenario di rischio per il quale le risorse accumulate dal contribuente potrebbero non bastare a fornirgli un'adeguata prestazione.

Al di fuori della differenza tra il principio su cui si fonda la previdenza complementare e quello adottato dalla previdenza obbligatoria, è possibile riscontrare un'analogia di base in riferimento allo schema su cui poggiano entrambi i sistemi pensionistici, che vede comporsi di tre fasi tipiche:

- la fase di raccolta dei contributi;
- la fase di accumulazione e di gestione delle risorse;
- la fase di erogazione delle prestazioni.

Abbiamo a lungo discusso sulle disposizioni normative che definiscono le modalità ed i criteri di versamento dei contributi durante la fase attiva del lavoratore. Ciò che viene analizzato con maggiore attenzione riguarda la seconda fase, dove si insinua una figura precedentemente citata: il *gestore finanziario*. L'importanza di questo ruolo emerge dal fatto che la disciplina ha voluto puntualizzare e soffermarsi sul principio della separazione tra fondo e soggetto gestore, in base al quale è stato stabilito che *il fondo non può investire direttamente le proprie risorse se non per quanto attiene l'investimento in: azioni o quote di società immobiliare, in quote di fondi comuni di investimento immobiliare e in quote di fondi comuni di investimento mobiliari chiusi*⁴⁰.

Pertanto la gestione delle risorse viene affidata a dei soggetti esterni, individuati e definiti in apposite convenzioni di gestione, redatte sulla base di schemi preimpostati dalla COVIP, secondo le quali è necessario individuare sia le linee di indirizzo, cui i gestori devono attenersi durante lo svolgimento del loro compito; sia i termini e le procedure previste per esercitare il diritto di recesso e garantire l'eventuale trasferimento delle risorse ad un altro gestore⁴¹.

La scelta del gestore deve avvenire in modo trasparente garantendo la libera concorrenza e decisione, valutando l'impatto delle commissioni di gestione, la solidità patrimoniale e

⁴⁰ "La gestione finanziaria dei fondi pensione – Massimiliano Menziotti – Università della Calabria – Firenze, 15 maggio 2009"

⁴¹ "Regolamento recante norme sui criteri e sui limiti dell'investimento delle risorse dei fondi pensione e sulle regole in materia di conflitti di interesse" (D. Lgs. n. 703/96)

organizzativa, nonché la capacità di offrire servizi coerenti con le linee di investimento, il tutto in un'ottica complessiva di raggiungimento degli obiettivi cui il fondo è ispirato.

Una volta individuato il soggetto gestore e perfezionato l'accordo mediante la stipula della convenzione, si procede con il definire gli obiettivi strategici che il fondo deve perseguire operando nel rispetto della sana e prudente gestione del patrimonio, ovvero: diversificare gli investimenti e, conseguentemente, i rischi e gestire in modo efficiente il portafoglio, massimizzando i rendimenti attesi e contenendo i costi.

La definizione degli obiettivi strategici è frutto delle posizioni dei vari soggetti interessati: il gestore finanziario, il fondo pensione e gli investitori che hanno aderito al fondo stesso. In merito a quanto appena espletato si possono osservare differenti soggetti coinvolti nel processo di gestione degli investimenti a seconda che si parli di fondi pensione aperti o negoziali. Nel primo caso gli interessati a tale fase sono il gestore e gli aderenti al fondo, mentre nel secondo caso è compito del Consiglio di Amministrazione definire le linee di investimento da seguire, sulla base delle volontà espresse sia dai rappresentanti dei lavoratori che da quelli dei datori di lavoro presenti al suo interno.

Il processo tramite il quale si definiscono i limiti e le classi di attività nelle quali il fondo può investire sulla base degli obiettivi, espressi in termini di rischio-rendimento è detto *asset allocation*. In questo contesto si stabiliscono i comparti di gestione in cui il fondo decide di operare, ciascuno dei quali caratterizzato da una diversa politica di investimento, concentrandosi su una sola linea di investimento (*mono-comparto*) o su più linee (*multi-comparto*). In quest'ultima ipotesi si chiede all'aderente di scegliere in quale comparto intende indirizzare le proprie risorse, potendo eventualmente modificare la sua decisione nei periodi successivi, dopo aver mantenuto un periodo minimo di permanenza in uno specifico comparto.

Un caso particolare riguarda i programmi *life cycle* per i quali i fondi prevedono un passaggio automatico dalle linee più rischiose a quelle più garantite man mano che l'aderente si avvicini all'età del pensionamento.

In generale, i comparti possono essere classificati nel seguente modo:

- *azionari*, che investono solo o principalmente in titoli di capitale;
- *obbligazionari*, che investono solo o principalmente in titoli di debito;
- *bilanciati*, costituiti da entrambe le categorie di titoli, in genere nella stessa misura;

- *garantiti*, i quali garantiscono un rendimento minimo tendenzialmente in linea con quello del TFR oppure la restituzione del capitale versato al verificarsi di certi eventi.

La gestione degli investimenti nei comparti può essere ottemperata dal soggetto promotore e istitutore del fondo oppure delegata a intermediari specializzati quali SGR, SIM o compagnie assicurative. In ogni caso, per ogni ordine di acquisto o vendita degli strumenti finanziari impartito dal gestore finanziario, è compito della banca depositaria verificare e garantire la conformità degli stessi alle disposizioni normative e regolamentari del fondo stesso.

La gestione di un portafoglio composto da una o più linee di investimento può caratterizzarsi secondo due distinte accezioni: per gestione *attiva* si intende quell'insieme di scelte effettuate dal gestore finanziario volte a ottenere performance almeno pari al *benchmark* prestabilito; con la gestione *passiva*, contrariamente con quanto appena detto, si mira a replicare uno o più indici di mercato, senza discostarsi dal portafoglio di riferimento.

In ogni caso, la valutazione della performance della gestione è effettuata confrontando i risultati ottenuti e quelli conseguiti dai gestori concorrenti, adeguandoli secondo dovuti accorgimenti così da avere una migliore comparabilità degli stessi. Inoltre, come abbiamo visto pocanzi, l'indicatore finalizzato a verificare che il processo di gestione sia volto effettivamente a garantire il raggiungimento degli obiettivi degli aderenti al fondo, è il benchmark. Questo è definito come quell'*indice o combinazione di indici finanziari* volti a sintetizzare la performance media di un mercato, utilizzabili per confrontare le caratteristiche di uno strumento finanziario, quale un fondo pensione. In base a ciò, il processo valutativo mira a definire gli aspetti salienti del prodotto offerto sia in termini di rischiosità che di redditività attesa in relazione ai mercati e/o settori presi in considerazione dal soggetto gestore. La vigente normativa prevede e riconosce l'utilizzo del benchmark da parte dei fondi pensione, rappresentando un efficace mezzo per comparare le proprie performance con un parametro finanziario esterno coerente con la composizione del proprio portafoglio. Questi strumenti devono essere previsti e appositamente inseriti nella convenzione di gestione, sempre nel rispetto di quanto disposto dalla Commissione di Vigilanza⁴².

⁴² Decreto del Ministero del Tesoro n. 703 del 21 novembre 1996.

Pertanto si individuano, con la *caratterizzazione sintetica del prodotto*, tutte quelle relazioni esistenti tra il portafoglio detenuto e il benchmark di riferimento, mentre, con la *caratterizzazione sintetica delle proprietà finanziarie che descrivono il prodotto*, si eseguono delle analisi statistiche sulla composizione del benchmark, precedentemente definita, e si producono degli indicatori atti a misurare gli eventuali scostamenti rispetto alle effettive performance registrate (*tracking error*).

Da un punto di vista informativo, l'identificazione di un parametro oggettivo quale è il benchmark ricopre un ruolo di fondamentale importanza affinché venga garantita una chiara e coerente comunicazione degli obiettivi tra gestore del fondo e investitore e venga così rafforzato il rapporto fiduciario tra questi due soggetti. Tale strumento, infatti, può essere utilizzato dal risparmiatore sia per effettuare scelte più consapevoli e più coerenti con il proprio profilo rischio-rendimento, che per valutare in maniera maggiormente oggettiva l'abilità del gestore in termini di qualità e di stile gestionale⁴³.

Allo stesso modo anche il gestore trae determinati vantaggi dall'utilizzo del benchmark in quanto consente di definire quantitativamente gli obiettivi da perseguire per ottimizzare la gestione del fondo e di monitorare costantemente la qualità delle performance, permettendo una tempestiva correzione degli eventuali scostamenti.

Sebbene, da un punto di vista prettamente teorico, la gestione finanziaria dovrebbe condurre il fondo pensione a massimizzare i rendimenti nel lungo periodo, poiché vengono raccolti investimenti per un certo numero di anni senza erogare prestazioni che invece cominceranno a figurare solo al momento stabilito nel contratto, in realtà l'utilizzo del benchmark per confrontare la performance può condurre il fondo a prediligere politiche di investimento a più breve termine.

Inoltre, appare piuttosto semplicistica l'idea generale secondo la quale la valutazione della gestione finanziaria possa svilupparsi sul solo confronto tra risultato ottenuto e parametro oggettivo di riferimento, senza considerare i numerosi fattori che incidono su questo particolare processo, ossia:

- l'orizzonte temporale di medio-lungo periodo sulla base del quale dare un'effettiva valutazione della performance del fondo, piuttosto che concentrarsi su verifiche infra-annuali;
- la difficoltà da parte del portafoglio di investimento di replicare esattamente l'andamento del portafoglio teorico;

⁴³ *Dirigenza bancaria n. 144, 2010.*

- l'inadeguatezza del portafoglio teorico e, quindi, del benchmark di riferimento, a considerare l'imposizione fiscale, i rischi e gli oneri operativi che gravano sulla gestione del fondo e conseguentemente sulle sue performance.

Questi elementi di criticità evidenziano l'esigenza di disporre di misure maggiormente coerenti con le caratteristiche del portafoglio di investimento e in grado di valutarne il posizionamento sul mercato. Pertanto si elencano una serie di indici numerici per la valutazione delle performance aggiustate per il rischio (*Risk Adjusted Performance Measures*, o *RAPM*) tra i più conosciuti.

Indice di Sharpe

È il più famoso indicatore del rapporto tra rischio e rendimento su base unitaria⁴⁴. È costituito dal premio al rischio rispetto al titolo *risk free*, rapportato alla deviazione standard dei rendimenti.

$$I^s = \frac{\bar{R} - \bar{R}_f}{\sigma(R_t)}$$

Questo indice è utile per confrontare e classificare fondi omogenei per benchmark, tra cui selezionare quelli migliori mediante la diversificazione del portafoglio. L'ottica di fondo è quella di un investitore che deve decidere se allocare le sue risorse in attività rischiose o in titoli privi di rischio. Un limite di questo indice è quello di non considerare la struttura delle correlazioni e quindi di non riuscire a valutare l'impatto dell'aggiunta di un titolo in un portafoglio rischioso.

Indice di Treynor

A differenza dell'indice di *Sharpe*, che considera il rischio totale (deviazione standard), quello di *Treynor* prende come riferimento il rischio di mercato misurato dal beta e quindi è un indice che meglio si adatta a una valutazione di un portafoglio non completamente diversificato⁴⁵.

Questo indicatore è composto dal rapporto che vede a numeratore la differenza di rendimento tra portafoglio e attività priva di rischio (lo stesso numeratore previsto

⁴⁴ *Dirigenza bancaria n. 144, 2010, p. 36.*

⁴⁵ *Dirigenza bancaria n. 144, 2010, p. 37.*

dall'indice di *Sharpe*) e a denominatore la volatilità del rendimento, misurata con il coefficiente beta.

$$I^{TR} = \frac{\bar{R} - \bar{R}_f}{\beta_p} \quad \text{dove} \quad \beta_p = \frac{\text{Cov}(R_p, R_m)}{\sigma_m^2}$$

Il beta può anche essere definito come componente del rischio sistematico e si ottiene come la covarianza tra il rendimento del portafoglio e quello di mercato rispetto allo scarto quadratico medio di quest'ultimo.

Indice di Sortino

Anche con questo indicatore ritroviamo lo stesso numeratore visto con i precedenti indici, con la differenza che a denominatore troviamo il cosiddetto *downside-risk (DSR)* indicante la volatilità al ribasso cioè riferita ai soli rendimenti negativi⁴⁶.

$$I^s = \frac{\bar{R} - \bar{R}_f}{DSR}$$

Questo indice può fornire informazioni aggiuntive a quelle offerte dall'indicatore di *Sharpe*, così da poter scegliere quei fondi che presentano una certa variabilità dovuta in gran misura da rendimenti superiori alla media, a parità di volatilità.

Information ratio

E' un indicatore che consente di misurare il rischio-rendimento come rapporto tra l'extra rendimento rispetto al benchmark e la *tracking error volatility (TEV)*. Il *TEV* misura la deviazione standard e si compone a sua volta dal *tracking error (TE)* rappresentante la media delle differenze tra rendimento del benchmark e quello effettivo del portafoglio.

$$I^{IR} = \frac{E(R_p) - R_B}{TEV}$$

⁴⁶ *Dirigenza bancaria n. 144, 2010, p. 37.*

L'indice viene applicato a orizzonti temporali non troppo brevi così da evitare un'eccessiva variabilità dei risultati dovuta alle fluttuazioni rispetto al benchmark che si registrerebbero nel brevissimo periodo.

Alpha di Jensen

Rientra sempre nell'accezione di strumenti atti a valutare la performance aggiustata per il rischio e deriva dal modello di Jensen, da cui l'indice prende il nome. Lo scopo di base del modello è quello di determinare il rendimento atteso dal fondo, associabile al concetto del benchmark, e di confrontarlo con il rendimento effettivamente realizzato.

$$\alpha = \bar{R}_p - E(R_p) \quad \text{dove} \quad E(R_p) = R_f + \beta_p \times [E(R_m) - R_f]$$

In altri termini, l'*alpha di Jensen* rappresenta l'extra rendimento del fondo rispetto al rendimento che normalmente verrebbe ottenuto se fosse applicato il CAMP, il cui segno definisce la capacità o meno del gestore di saper produrre risultati superiori al livello richiesto⁴⁷.

1.2.6 La gestione finanziaria: l'entità delle prestazioni e i costi di gestione

La dimensione di medio-lungo periodo delle linee di investimento di cui si compongono i fondi pensione rispecchia le specifiche esigenze degli aderenti, non soltanto in termini di maggiore o minore propensione al rischio, ma anche in relazione al fatto che il momento in cui le prestazioni verranno erogate risulta effettivamente lontano nel tempo. Il diritto alla remunerazione pensionistica si acquisisce non appena si raggiungono i requisiti di accesso previsti dal sistema previdenziale obbligatorio con almeno cinque anni di partecipazione alle forme complementari⁴⁸.

Le prestazioni pensionistiche devono essere erogate sotto forma di rendita almeno nella misura pari al 50% del montante finale accumulato, considerando anche le eventuali anticipazioni di cui si è usufruito. E' possibile richiedere che la liquidazione avvenga sotto forma di capitale solamente in due specifici casi:

- nel caso in cui il lavoratore sia stato assunto prima del 1993 e abbia aderito a una forma pensionistica già esistente;

⁴⁷ *Dirigenza bancaria n. 144, 2010, p. 37.*

⁴⁸ *Art. 11 – comma 2 - D. Lgs. n. 252/2005*

- nel caso in cui la rendita derivante dalla conversione di almeno il 70% del montante finale risulti inferiore al 50% dell'assegno sociale.

La fase di liquidazione si concretizza con il pagamento della prestazione pensionistica da parte della compagnia di assicurazione con cui il fondo ha sottoscritto la convenzione, pur garantendo sempre il diritto in capo all'aderente di trasferire la propria posizione verso un'altra forma di previdenza complementare che offre condizioni di erogazione più convenienti.

Viene altresì riconosciuta all'aderente la possibilità di anticipare la prestazione pensionistica fino a un massimo di 5 anni qualora dovesse cessare la propria attività lavorativa che comporti un periodo di inoccupazione superiore ai 48 mesi o qualora dovesse improvvisamente verificarsi un'invalidità permanente che determini la riduzione della capacità di lavoro a meno di un terzo.

Un'altra importante facoltà di cui si può avvalere l'iscritto è quella di richiedere l'anticipo delle somme versate durante la fase di accumulo. Infatti, il legislatore ha reso ciò possibile soltanto in tre particolari casi:

- in qualsiasi momento, per spese sanitarie a seguito di gravissime malattie dell'aderente o dei suoi famigliari, per un importo non superiore al 75%;
- decorsi otto anni di iscrizione, per l'acquisto della prima abitazione per sé o per i propri figli o per interventi sempre riferiti alla prima casa, per un importo non maggiore al 75%;
- decorsi otto anni di iscrizione, per ulteriori esigenze, riconoscendo all'aderente una somma non superiore al 30%⁴⁹.

Così com'è possibile richiedere l'anticipazione della prestazione pensionistica, è prevista anche la facoltà di posticipare il momento in cui l'aderente può accedere alla pensione integrativa e proseguire con la contribuzione. Ciò a condizione del fatto che il lavoratore vanti almeno un anno di iscrizione alla forma di previdenza complementare al momento del pensionamento.

Infine, qualora dovessero mancare i requisiti di partecipazione al fondo, gli statuti e i regolamenti devono descrivere le procedure con le quali trasferire ad un'altra forma complementare il riscatto parziale o totale della singola posizione maturata; il primo è concesso a seguito del riconoscimento di un periodo di inoccupazione compreso tra i 12 e i

⁴⁹ Art. 11 – comma 7 – D. Lgs. n. 252/2005

48 mesi, mentre il secondo si concede nei casi di invalidità permanente o di inoccupazione superiori ai 48 mesi.

Un altro aspetto di evidente importanza riguarda l'onerosità delle commissioni richieste dal gestore finanziario in merito all'attività di collocamento, amministrazione e gestione del patrimonio. Nella fase di accumulo, infatti, possono essere trattenute delle percentuali o cifre prefissate dai versamenti effettuati oppure possono essere prelevati nella stessa misura direttamente dal fondo stesso.

La COVIP, per rispondere a esigenze di maggiore trasparenza e tutela verso coloro che hanno già aderito a forme di previdenza complementare o che pensano di farlo, ha introdotto il cosiddetto *Indicatore Sintetico dei Costi (ISC)* volto a misurarne l'onerosità. La peculiarità di questo indice sta nel fatto che viene applicato a tutte le forme di nuova istituzione operanti sul mercato e che consente di poter eseguire delle analisi comparative tra le diverse condizioni offerte⁵⁰.

L'*ISC* è dato da una stima percentuale calcolata facendo riferimento a un "aderente-tipo" che effettua ogni anno un versamento contributivo pari a 2.500 euro e supponendo un tasso di rendimento, sempre annuo, pari al 4%. Sulla base di quanto ipotizzato si procede con il valutare in che misura il rendimento dell'investimento, ogni anno e per i diversi periodi e fondi considerati, risulti minore rispetto a quello conseguibile con un'ipotetica gestione priva di costi.

Conclusioni

Il sistema previdenziale italiano è frutto di una lunga evoluzione normativa che ha determinato l'adozione di una struttura *multi-pilastro* tramite la quale si riconosce, accanto al predominante pilastro pubblico a ripartizione, il crescente ruolo del secondo e del terzo pilastro, rispettivamente rappresentati dalla previdenza complementare ad adesione collettiva e individuale⁵¹.

L'evoluzione del quadro demografico e gli stringenti impegni di contenimento della spesa socio sanitaria hanno evidenziato la crescente esigenza di affiancare il sistema pensionistico obbligatorio e di integrarlo mediante strumenti previdenziali atti a offrire complessivamente il raggiungimento di un adeguato tenore di vita. Il lavoratore, sia dipendente che autonomo, è stato inevitabilmente messo nella condizione di dover

⁵⁰ *Relazione del presidente COVIP 2013.*

⁵¹ *Commissione parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale, "Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla funzionalità del sistema previdenziale pubblico e privato", Giugno 2014, p. 15.*

costruire un proprio *portafoglio previdenziale*⁵² composto da due componenti retributive: la pensione pubblica e la pensione complementare.

I fondi pensione, in particolare, sono stati riconosciuti dal legislatore come strumenti aventi lo scopo di garantire al pensionato aderente l'accesso alla trattazione pensionistica integrativa e aggiuntiva a quella regolarmente erogata dagli istituti previdenziali obbligatori. L'attività di un fondo pensione, infatti, concerne nella raccolta e nell'accumulo dei contributi, mediante versamenti periodici di frazioni di reddito, e nell'impiego di questi nei mercati finanziari, con l'intento di ricavarne dei prefissati livelli di rendimento⁵³.

I flussi in entrata e in uscita generati dalla gestione finanziaria dei contributi seguono diverse dinamiche a seconda delle linee di investimento previste nel regolamento del fondo, che possono determinarne la forma di *fondo mono comparto* o *multi comparto*. L'aderente deve indirizzare il suo risparmio verso quelle tipologie di investimento il più possibile coerenti con le proprie aspettative di rendimento di medio - lungo periodo e con la sua avversione/propensione al rischio. Altri fattori che incidono sulla redditività della gestione sono l'onerosità del servizio offerto, le capacità organizzative e la solidità patrimoniale del soggetto gestore, nonché le politiche di ottimizzazione delle dimensioni del portafoglio.

Quest'ultimo aspetto è un tema che offre diversi spunti in merito all'efficienza della gestione, ascrivibile alla razionalizzazione dell'offerta dei fondi pensione e allo sfruttamento delle economie di scala.

⁵² PORZIO, PREVIATI, COCOZZA, MIANI, PISANI, *Economia delle imprese assicurative*, McGraw-Hill (2011), pp. 325-326.

⁵³ *Dirigenza bancaria* n. 144, 2010, p. 34.

CAPITOLO 2

Le performance, la dimensione ottimale ed i costi dei fondi pensione

2.1 Le performance dei fondi pensione italiani

La valutazione della performance di un fondo pensione aperto è un processo volto ad esprimere un giudizio su colui delegato alla gestione di un dato portafoglio di investimento e a quantificare i relativi risultati sia sotto il profilo del rendimento che sotto quello del rischio.

Ciò che ci interessa approfondire è proprio il suddetto processo costruito in modo tale da poter offrire all'investitore una valutazione oggettiva di convenienza della scelta tra le varie alternative previdenziali presenti sul mercato. A quest'ultimo viene infatti permesso di conoscere quanto il soggetto gestore abbia avuto la capacità e la volontà di agire nel suo interesse perseguendo gli obiettivi di rendimento preposti in linea con i livelli di rischio stabiliti e quanto la sua gestione abbia reso rispetto ai risultati ottenuti dagli altri operatori o individuati dal benchmark di riferimento.

2.1.1 Le alternative di scelta del lavoratore

La valutazione delle performance, oltre a verificare la validità della gestione del portafoglio di investimento, si pone come obiettivo anche quello di individuare i relativi punti di debolezza e di forza così da poter controllare e perfezionare la composizione del portafoglio stesso.

Sulla base delle diverse alternative di investimento, l'investitore è chiamato a optare fra il conferimento delle proprie quote di TFR ad un fondo pensione o, secondo i casi previsti dalla legge, al fondo costituito presso l'INPS (Fondinps), oppure mantenerle presso il datore di lavoro.

L'apprezzamento del rapporto tra rischio e rendimento è una valutazione basilare ai fini della suddetta scelta che può essere paragonata all'analisi comparativa tra un portafoglio rischioso, la cui aleatorietà dipende dal comparto di investimento individuato e dalla

capacità del gestore, e un portafoglio *risk-free*, che gode solo della rivalutazione correlata al tasso nominale di inflazione.

Infatti, mentre l'investimento in attività finanziarie presuppone la definizione di performance aleatorie, il TFR compare come un credito che il lavoratore ha nei confronti del datore di lavoro e che offre un rendimento "garantito", con rischio nullo in virtù della garanzia INPS. A sostegno di ciò basti pensare al fatto che il TFR ha la forma di salario differito nel tempo, la cui liquidità diventa totale in un istante successivo, ma comunque certo⁵⁴.

Pertanto, è possibile identificare come parametri oggettivi, in base ai quali ogni investitore fonda la propria scelta, il tasso di rivalutazione del TFR, nel caso del portafoglio *risk-free*, e il rendimento atteso del fondo pensione prescelto, nell'ipotesi di attività rischiose.

Il primo parametro si compone di due elementi: una misura fissa di 1,5 punti percentuali ed una misura variabile, corrispondente al 75 per cento dell'indice dei prezzi al consumo rilevato dall'ISTAT per le famiglie di operai e impiegati. Il rendimento nominale del TFR così calcolato viene applicato annualmente allo stock accumulato negli anni precedenti a cui si somma una quota pari al 6,91 per cento che costituisce il TFR maturato nell'anno corrente.

Nel caso del portafoglio rischioso, il parametro cui si fa riferimento è il rendimento atteso del fondo il quale dipende naturalmente dalla tipologia del comparto di investimento, dall'andamento del mercato, dalla politica di *asset allocation* e dalla filosofia di gestione perseguita. Sulla base di questi elementi deve necessariamente essere considerato anche il corrispondente livello di rischio che può ascrivere alla specifica linea di investimento prescelta dal lavoratore, espresso sia in termini quantitativi che qualitativi. In merito a ciò deve essere considerato l'insieme dei rischi che rientra nell'accezione di "rischio di mercato" a cui ogni fondo pensione risulta esposto perché propri del mercato finanziario. Infatti, con l'esclusione del comparto garantito, gli investimenti in azioni, obbligazioni o ibridi sono esposti a tutte quelle possibili oscillazioni di valore delle variabili di mercato. In tal caso si parla, però, di rischio speculativo, e non puro, il quale presuppone l'esposizione a variazioni di valore delle attività che possono essere sia negative sia positive, generando rispettivamente perdite e profitti. Inoltre con la costituzione del portafoglio è possibile beneficiare della diversificazione degli *asset* facendo leva

⁵⁴ M. Messori, A. Scaffidi, "Lo sviluppo dei fondi pensione chiusi: il possibile ruolo del TFR e del regime fiscale", Quaderni MEFOP 1999, n. 1

sull'assenza di correlazione tra le vicende dei soggetti gestori e delle imprese di riferimento.

In ogni caso la Covip ha il compito di vigilare affinché tutte le forme complementari seguano le direttive del Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali nel rispetto della sana e prudente gestione, della trasparenza e della correttezza dei loro comportamenti. L'attività di vigilanza in sostanza consente di poter limitare il verificarsi del rischio di inadempimento dei gestori dei fondi, in aggiunta all'esenzione dei fondi stessi dal rischio di fallimento, non essendo assoggettati alla disciplina concorsuale.

Sia che si consideri l'adesione a un fondo pensione aperto o il mantenimento del TFR in azienda, ogni lavoratore è in genere esposto al rischio politico riconducibile ad eventuali cambiamenti della quantificazione del trattamento pensionistico e/o dei requisiti minimi per accedervi, nonché a possibili variazioni disciplinari in materia fiscale, come si sta attualmente riscontrando in termini di aumento della tassazione sulle rendite dei fondi pensione.

Un elemento di divergenza tra le due alternative risiede nel fatto che qualora il lavoratore decidesse di mantenere la propria contribuzione in azienda questo diventa un creditore della stessa, esponendosi al rischio di inadempimento del datore di lavoro e quindi all'eventualità di perdere il TFR accumulato nel corso del tempo. Tuttavia, questa considerazione risulta avere una valenza piuttosto marginale se la si rapporta all'obiettivo di fondo della nostra analisi, volta a sviluppare una valutazione comparativa delle performance delle opzioni di scelta in capo al lavoratore, partendo dal presupposto che l'accantonamento delle quote presso il datore di lavoro implichi un rendimento minimo garantito e l'azzeramento del rischio dell'investimento.

2.1.2 Gli strumenti per la valutazione delle performance

Sulla base di quanto sopra esposto è possibile procedere con la formalizzazione del processo valutativo delle performance delle alternative di investimento, riprendendo gli strumenti incentrati sulla bontà dei modelli di valutazione dei risultati dei portafogli finanziari di investitori istituzionali, ossia gli indici di *Sharpe*, *Treynor* e *Jensen*, spiegati nel primo capitolo. Questi tre rientrano nella prima generazione di studi e prove empiriche e sono stati sviluppati secondo le accezioni previste dal modello *CAPM* o *Capital Asset Pricing Model*.

Quest'ultimo, infatti, include tutti quegli strumenti tradizionali per la valutazione delle performance di un insieme di opportunità che consentono di poter costruire un portafoglio

di investimento atto a soddisfare le diverse esigenze manifestate dalla clientela. Tendenzialmente il modello *CAPM* è stato utilizzato per l'analisi dei fondi comuni di investimento dove l'attività di *portfolio management service* era accompagnata da strategie di gestione passive, cioè volta a replicare uno o più indici di mercato, o attive, costituite da scelte dirette a ottenere performance almeno pari al benchmark di riferimento. Quanto appena esposto dimostra un'evidente assonanza tra gli aspetti caratteristici dei fondi comuni di investimento con quelli propri dei fondi pensione e quindi la possibilità di applicarvi l'impianto modellistico del *CAPM*.

La considerazione alla base di questo approccio è costituita dall'assunzione di aspettative omogenee degli investitori a cui deve essere aggiunta la definizione di quel parametro di valutazione tramite il quale questi possano maturare la propria scelta di investimento. Infatti, *mutatis mutandis*, per l'investitore che fronteggia un set di opportunità definibile in base all'offerta di attività rischiose e non rischiose, il tasso *risk-free* svolge il ruolo di definizione del numerario di riferimento, consentendo al cliente di valutare in maniera uniforme l'extra-profitto. Analogamente, è possibile ipotizzare che lo stesso lavoratore-investitore si trovi nella stessa condizione, la cui scelta tra fondo pensione e TFR venga generata sulla base del tasso di rivalutazione previsto ed univocamente definito, al quale viene assegnata la stessa funzione del *risk-free rate* del *CAPM*.

Di conseguenza, si può affermare che, attraverso la sostituzione del tasso *risk-free* con il tasso di rivalutazione del TFR, è possibile applicare le stesse misure di performance dei fondi comuni di investimento anche ai fondi pensione. La scelta che il lavoratore si trova a dover prendere sulla base di un'unica alternativa, che è il TFR, presuppone il fatto che a quest'ultimo viene offerto un premio per il rischio inteso come extra-rendimento rispetto all'attività *risk-free*.

Nell'ambito della valutazione calibrata sul rapporto tra rischio e rendimento, la letteratura prevede una serie di misure che consentono di combinare questi due fondamentali parametri aventi l'obiettivo di stabilire se, e in quale misura, il gestore ha creato valore nel rispetto degli impegni assunti con il lavoratore-investitore⁵⁵.

Pertanto, si considerano gli indici di valutazione delle performance che abbiamo precedentemente definito e che vengono di seguito adattati e rilette coerentemente con lo scenario dei fondi pensione, per cui ritroviamo, come indicatori di rendimento per unità di rischio, gli indici di *Sharpe* e *Treynor*, mentre individuiamo, come indicatore differenziale, l'*alpha* di *Jensen*.

⁵⁵ P.L. Fabrizi "L'economia del mercato mobiliare", Milano, Egea 2003

Per quanto riguarda il primo indice, ovvero quello di *Sharpe*, è possibile riprendere la definizione data in precedenza, per cui si considera il rapporto tra il rendimento dell'attività *i*-esima, depurato del tasso privo di rischio, e la deviazione standard. In sostanza questo indice consente di definire una sorta di misura dell'extra-rendimento in relazione al rischio totale, che, nel caso specifico dei fondi pensione, verrà tradotto come la stima dell'*excess return* del lavoratore rispetto al TFR.

Pertanto, se si sostituisce il tasso *risk-free* con il tasso di rivalutazione del TFR si ottiene il premio per il rischio offerto dal fondo, per cui se il valore del rapporto restituisce valori positivi il lavoratore tenderà a preferire quest'ultimo, viceversa, la preferenza sarà rivolta verso il maggiore rendimento garantito dal TFR.

Ai fini della costruzione del portafoglio di attività rischiose, si favorirà l'inclusione di quei fondi che presentano indicatori più alti e che quindi presentano un'elevata capacità di produrre rendimenti superiori rispetto a quelli garantiti dal TFR atti a compensare i maggiori rischi assunti.

La valutazione delle performance deve essere però rapportata ad un contesto più ampio, quale quello del mercato finanziario, così da avere una visione oggettiva dell'effettiva redditività del fondo stesso. In tal senso, si riprende un altro concetto in precedenza trattato, ovvero l'individuazione di un *benchmark di riferimento* da comparare alla performance ottenuta dal fondo, in modo tale da poter verificare se il gestore è in grado di "battere" il mercato in cui opera.

Inoltre si può ampliare ulteriormente questo indice, rapportando i risultati imputati alla forma previdenziale ad un cosiddetto *benchmark omogeneo*, che consente di definire una graduatoria di fondi utile da generare qualora nelle precedenti fasi valutative non fossero emersi *excess return* particolarmente positivi. Diventa così possibile collocare i singoli fondi nei relativi spazi rischio-rendimento grazie al ricorso a questo benchmark comune, che viene depurato del tasso di rivalutazione del TFR e rapportato alla volatilità del benchmark stesso.

Per quanto concerne l'indice di *Treynor*, è possibile, come nel precedente caso, ricalibrarlo sul tasso di rivalutazione del TFR al fine di ottenere una misura dell'extra-rendimento questa volta rapportato al rischio sistematico, e non totale. L'indicatore si compone dello stesso numeratore precedentemente individuato con *Sharpe*, mentre a denominatore troviamo il *beta storico* del fondo che rappresenta, appunto, il rischio sistematico. Analogamente a quanto visto sopra, è possibile considerare una più ampia accezione dello

stesso indice rispetto al mercato finanziario di riferimento, per cui si ricalibra rispetto al *beta* del *benchmark*, posto per definizione pari a 1.

Infine, l'ultimo indice sopra nominato è quello di *Jensen*, il quale si caratterizza per il fatto di appartenere alla categoria di indicatori differenziali. Questo infatti si ricava dall'equazione della *Security Market Line (SML)* per cui l'*alpha* viene corretto sostituendo il tasso di rivalutazione del TFR a quello *risk-free* e il tasso di rendimento del benchmark guida al tasso di mercato, ottenendo così, tramite la regressione lineare, una misura assoluta.

$$R_{fondo\ pensione,t} - r_{TRF,t} = \alpha_t + \beta_{fondo\ pensione} (R_{benchmark,t} - r_{TRF,t}) + e_{fondo\ pensione,t}$$

L'intercetta *alpha* quantifica, a parità di *beta*, l'abilità del gestore rispetto al risultato ottenuto da un portafoglio *buy and hold*, mentre *beta storico* rimane costante per tutto il periodo *t* e viene moltiplicato per il premio per il rischio e sommato all'ultima componente che approssima il mercato, ossia il rendimento incorrelato con il benchmark.

Pertanto, è possibile ricavare l'*alpha* regredendo l'*excess return* del singolo fondo sull'*excess return* del benchmark guida e, a seconda del valore che questo assume, è possibile dare un giudizio sulle capacità del gestore. Se *alpha* è positivo e significativamente diverso da zero allora è possibile affermare che egli ha saputo prevedere l'andamento futuro dei prezzi battendo il portafoglio *buy and hold*; viceversa, se l'indice risulta statisticamente inferiore a zero allora si dimostra come il gestore non sia stato in grado di realizzare rendimenti superiori a quelli ottenuti dal portafoglio di mercato.

2.1.3 L'analisi empirica delle performance dei fondi pensione

Sulla base di quanto illustrato è possibile constatare che gli indici di *Sharpe*, di *Treynor* e l'*alpha di Jensen* possono essere non solo applicati rispettivamente per misurare le performance e per valutare le abilità del gestore, ma sono anche utilizzabili per comparare le due opzioni di investimento, stimando il rendimento atteso dall'investimento in un fondo pensione ed il corrispondente extra profitto rispetto al tasso di rivalutazione del TFR. La scelta fra le suddette alternative, quindi, può essere formalizzata attraverso un modello CAPM che descriva le caratteristiche di un campione di fondi pensione italiani opportunamente selezionati, sul quale applicare gli indicatori di performance.

Sulla base dei suddetti propositi è possibile introdurre l'analisi empirica sviluppata e illustrata da Angela Gallo nel suo studio condotto nel 2007, intitolato "*La performance dei*

fondi pensione” e avente l’obiettivo di rapportare, per un certo periodo di tempo osservato, l’extra rendimento prodotto dai fondi pensione selezionati rispetto sia al tasso di rivalutazione del TFR si all’andamento del mercato di riferimento.

Nello specifico, l’elaborato si basa su di un campione costituito da 11 fondi aperti, ciascuno con un proprio codice identificativo, dai quali viene preso in considerazione il solo comparto *azionario internazionale*, ossia quei fondi che investono almeno il 70 per cento nei mercati azionari internazionali e che dichiarano come benchmark di riferimento gli indici internazionali⁵⁶.

Tabella 2. *Il campione selezionato*

Gestore del Fondo	Denominazione del fondo	Codice del fondo
ALETTI GESTIELLE SGR SpA	Gestielle Pensione e Previdenza linea Azionario Internazionale	GEST
ARCA SGR	Arca Previdenza Aziende linea Alta crescita	ARC
ARCA SGR	Arca Previdenza FPA linea Alta Crescita	APFP
BIPITALIA GESTIONI SGR	Fondicri Multiprev - FPA linea Linea Azionaria Internazionale	BIPI
CREDEMVITA SPA (Assicurazioni)	Azurprevidenza Fondo Pensione Aperto linea Azionaria	AZUR
INTESA PREVIDENZA SIM SPA	Carime Previdenza linea Linea Azionaria	CARM
INTESA PREVIDENZA SIM SPA	Giustiniano linea Azionaria	GIUS
INTESA PREVIDENZA SIM SPA	Previd-System linea Rivalutazione Azionaria	PRSY
INTESA PREVIDENZA SIM SPA	Previmaster linea Linea Valore Azionario	PRMS
INTESA PREVIDENZA SIM SPA	Intesa Mia Previdenza. Linea Piano Previdenza Dinamico	GEDS
SELLA GESTIONI SGR SpA	Eurorisparmio Previdenza Complementare Fondo Pensione linea Eurorisparmio Azionario Internazionale	SELL

Fonte: *La performance dei fondi pensione*

Sulla base della suddetta definizione fornita da Assogestioni si evidenzia come la prospettiva di analisi sia rivolta verso quella categoria di lavoratori dipendenti di bassa età anagrafica e che presenta quindi una maggiore propensione al rischio, grazie ad un più ampio orizzonte temporale di anzianità contributiva.

Il campione così individuato rappresenta circa il 37 per cento del totale gestito dai fondi aperti per il comparto azionario, a regime di contribuzione definita e gestiti dai principali soggetti presenti sul mercato. Le serie storiche, che rilevano il valore delle quote imputabili

⁵⁶ A. GALLO, *La performance dei fondi pensione*, Università degli studi di Napoli “Federico II”, 2007, p. 17

a ciascun fondo, sono calcolate l'ultimo giorno lavorativo di ciascun mese e raccolte per tutto l'arco temporale che parte dal 2001 e giunge a conclusione nel 2006. Inoltre i rendimenti si ottengono sulla base della capitalizzazione continua, a cui viene applicato un *decay factor* del 20 per cento sui dati relativi ai primi tre anni, così da conferire maggiore peso ai valori rilevati recentemente e riconoscere minore contributo a quelli più remoti⁵⁷.

In virtù di quanto espresso in precedenza, ai fini della costruzione degli indici di performance, si rende necessaria la definizione del benchmark ponderato sulla base di quanto dichiarato dal campione dei fondi pensione, dove la maggioranza aggancia i propri risultati di gestione ad uno o più indici azionari internazionali mentre la restante parte considera le misure dei mercati dei titoli di Stato, sia nazionali che internazionali. Pertanto, il benchmark viene ponderato per un 70 per cento rispetto all'indice *MSCIWI*, o *Morgan Stanley Capital International-World Index*, e per il 30 per cento rispetto all'*MTS*, o *Italy Index Long Term*.

Tabella 3. *Principali informazioni del campione*

Codice del fondo	Patrimonio al 29/12/06 EUR	Benchmark	Data
GEST	€ 5.128.084,79	65% <i>MSCI</i> ,20% <i>MSCI europe15 Index</i> ,15% <i>M.L.EMU Dir 1-3y</i>	dic-99
ARC	€ 32.000.000,00	5% <i>M.L. EMU Direct Gov. Index TR</i> ,65% <i>MSCI Daily TR Net World Local</i> ,30% <i>MSCI Daily TR net World USD convertito in euro</i>	set-99
APFP	€ 291.300.000,00	5% <i>M.L. EMU Direct Gov. Index TR</i> ,65% <i>MSCI Daily TR Net World Local</i> ,30% <i>MSCI Daily TR net World USD convertito in euro</i>	dic-98
BIPI	€ 6.530.000,00	95% <i>MSCI World Index</i> , 5% <i>MTS Spa breve termine espresso in euro</i>	set-00
AZUR	€ 10.903.615,00	15% <i>J.P Morgan G.B. Traded in Euro</i> ,40% <i>M.T.S.Capitalizzazione Generale Lordo ex Banca d'Italia</i> ,35% <i>MSCI International World in Euro</i> , 10% <i>Comit Globale</i>	dic-98
CARM	€ 7.473.604,57	5% <i>JPMorganEMU Cash 3 mesi</i> ,5% <i>JPMorganEMU Gov. Bond Traded</i> ,5% <i>JPMorganGBI+Traded</i> , 20% <i>MSCI AC Europe e 65% MSCI AC World Free</i>	mar-00
GIUS	€ 7.970.921,56	15% <i>JPMorgan EMU Gov Bond traded</i> +85% <i>MSCI All Country World Free</i>	mag-00
PRSY	€ 59.546.113,18	5% <i>JP Morgan EMU Cash 3 mesi</i> ,5% <i>JPMorganEMU GovBobdTraded</i> ,5% <i>JPMorganGBI+Traded</i> , 20% <i>MSCI AC Europe e 65% MSCI AC World Free</i>	mar-00
PRMS	€ 6.242.827,71	5% <i>JPMorganEMU Cash 3 mesi</i> ,5% <i>JPMorganEMU GovBobdTraded</i> ,5% <i>JPMorganGBI+Traded</i> , 20% <i>MSCI AllCountry Europe e 65% MSCI ACy World Free</i>	mar-00
GEDS	€ 67.783.350,46	15% <i>ComitGlobale</i> +50% <i>MSCIWorldFree</i> +10% <i>MTS(exBanca d'Italia)-BOT</i> +15% <i>MTS(ex Banca d'Italia)-BTP</i> +10% <i>J.P.Morgan Government Bond Global traded</i>	mar-99
SELL	€ 12.979.202,00	90% <i>MSCIWorld Index</i> +10% <i>MTSMonetario</i>	mar-99

⁵⁷ A. GALLO, *La performance dei fondi pensione*, Università degli studi di Napoli "Federico II", 2007, p. 17

Fonte: *La performance dei fondi pensione*

Come evidenziato dalla tabella, in aggiunta al benchmark dichiarato da ciascun fondo, si prendono in considerazione anche l'entità del patrimonio gestito e la data di istituzione dello stesso, così da poter riscontrare che la maggior parte dei fondi inclusi nel campione presenta dimensioni piuttosto ridotte.

Riprendendo l'impianto teorico alla base del modello CAPM, è possibile associare al tasso *risk-free* il saggio di rivalutazione mensile del TFR, che può essere facilmente comparato con i rendimenti lordi a parità di tassazione, essendo caratterizzata da un'aliquota pari all'11 per cento per entrambe le categorie di investimento.

Di seguito si considera la tabella costituita da tre colonne, ciascuna per ogni fondo, indicanti rispettivamente: il rendimento medio, la devianza e il beta, che esprime la volatilità rispetto al benchmark di riferimento.

Tabella 4. *Le principali statistiche del campione dei fondi pensione*

Codice del fondo	Media %	Devianza %	Beta
GEST	0,11	1,81	0,84
ARC	0,09	2,59	1,14
APFP	0,07	2,62	1,16
BIPI	0,24	2,27	0,99
AZUR	0,13	2,03	0,95
CARM	0,18	2,24	1,02
GIUS	0,12	2,43	1,03
PRSY	0,14	2,28	1,07
PRMS	0,18	2,29	1,03
GEDS	0,09	1,82	0,85
SELL	0,08	2,25	0,91
70%MSCIWI+30%MTS	0,27	2,08	1
Rivalutazione TFR	0,19	0,09	

Fonte: *La performance dei fondi pensione*

Quest'ultimo si pone uguale a uno, per cui si caratterizzano come fondi "aggressivi" quelli che presentano un beta maggiore di uno (ARC, APFP, CARM, GIUS, PRSY e PRMS), mentre si qualificano come "difensivi" quei fondi con beta inferiore a uno (GEST, AZUR, GEDS E SELL)⁵⁸. Il fondo che meglio approssima il beta di mercato è il fondo BIPI, al quale viene anche associato il rendimento medio più elevato. Al contrario, i fondi ARC e APFP evidenziano contenuti livelli di rendimento medio ed elevata volatilità; in particolare APFP presenta sia la più alta devianza che il più significativo discostamento dal beta, per

⁵⁸ A. GALLO, *La performance dei fondi pensione*, Università degli studi di Napoli "Federico II", 2007, p. 19

cui si riscontra sia un maggiore rischio assoluto che relativo. Infine, a rigore di logica, il saggio di rivalutazione mensile del TFR manifesta la più bassa volatilità imputabile alla sola componente variabile di cui si compone, ossia il tasso di inflazione.

Sulla base delle principali statistiche sopra raccolte è possibile rapportare gli extra rendimenti, ricavati per ogni fondo, alle misure di rischio totale e sistematico, ottenendo in tal modo gli indicatori di performance, sintetizzati nella seguente tabella.

Tabella 5. *Gli indicatori di Sharpe e di Treynor per i fondi pensione*

Codice del fondo	Indice di Sharpe	Indice di Treynor
GEDS	-0,053	-0,0012
SELL	-0,050	-0,0011
APFP	-0,048	-0,0011
GEST	-0,045	-0,0010
ARC	-0,041	-0,0009
GIUS	-0,032	-0,0008
AZUR	-0,032	-0,0007
PRSY	-0,021	-0,0005
CARM	-0,008	-0,0002
PRMS	-0,005	-0,0001
BIPI	0,019	0,0004
70%MSCIWI +30%MTS longterm	0,039	0,0008

Fonte: *La performance dei fondi pensione*

Dalla stessa tabella è possibile seguire una prima fase valutativa dalla quale riscontrare che l'unico fondo oggettivamente preferibile per il lavoratore-investitore rispetto al TFR risulta essere il BIPI in quanto presenta valori positivi.

La successiva fase valutativa si basa, come abbiamo già spiegato, sulla comparazione tra la performance di ciascun fondo rispetto a quella ottenuta dal mercato di riferimento, che nel caso specifico è costituito dal settore azionario internazionale. In particolare, l'indice di *Sharpe* e l'indice di *Treynor* del fondo BIPI si attestano in corrispondenza di valori inferiori rispetto a quanto evidenziato dal benchmark di riferimento, per cui si può affermare il fatto che la suddetta forma di previdenza complementare, nonostante si sia dimostrata la più redditizia rispetto alle altre, in realtà, se rapportata al comparto in cui opera, rivela la sua incapacità nel battere il mercato⁵⁹.

⁵⁹ A. GALLO, *La performance dei fondi pensione*, Università degli studi di Napoli "Federico II", 2007, p. 20

Successivamente si prende in considerazione l'*alpha di Jensen*, ossia quella misura che constata l'abilità dei gestori dei fondi pensione inclusi nel campione, sempre rispetto al benchmark ponderato, così da avere una valutazione omogenea rispetto al mercato di riferimento del campione stesso. Sulla base di quanto spiegato in precedenza, l'*alpha* è un indicatore che viene calcolato mediante un modello di regressione lineare che studia la relazione tra gli extra profitti dei fondi e l'extra profitto del benchmark, anche in questo caso, rispetto al saggio di rivalutazione del TFR.

Ai fini della valutazione della bontà del modello di *Jensen*, si può riscontrare che, nella totalità dei casi presenti nel campione, si rileva una buona approssimazione lineare, verificata sia dal fatto che il coefficiente di determinazione lineare risulta superiore allo 0,7 e quindi prossimo a 1, sia dal fatto che per tutte le regressioni svolte i residui sono apparsi privi di correlazione⁶⁰.

Tabella 6. *L'alpha di Jensen*

Codice del fondo	Alpha di Jensen	Jensen T-value
GEST	-0,0015	-2,71
APFP	-0,0022	-1,74
ARC	-0,0011	-1,57
SELL	-0,0019	-1,28
GIUS	-0,0016	-1,17
GEDS	-0,0016	-3,07
AZUR	-0,0014	-2,43
PRSY	-0,0013	-2,05
CARM	-0,0001	-1,12
PRMS	-0,0009	-0,96
BIPI	-0,0004	-0,29

Fonte: *La performance dei fondi pensione*

In virtù di quanto dimostrato dalla precedente tabella, il valore stimato di *alpha* per tutti i fondi risulta negativo, mentre soltanto per quattro di questi (GEST, GEDS, AZUR e PRSY) si evidenzia un valore del T-test inferiore a -1,96 considerando un intervallo di confidenza del 95 per cento. Pertanto, solamente per questi specifici fondi si riscontra una correlazione diretta tra performance negative ed incapacità del soggetto gestore.

⁶⁰ A. GALLO, *La performance dei fondi pensione*, Università degli studi di Napoli "Federico II", 2007, p. 22

In ogni caso è possibile generalizzare dicendo che, nella quasi totalità dei casi descritti dal campione, i fondi pensione aperti appaiono poco competitivi sia rispetto alla rivalutazione del TFR, sia rispetto al mercato di riferimento. Tuttavia, attraverso un'ultima analisi valutativa, si può verificare come, in realtà, il benchmark ponderato abbia ottenuto un extra rendimento maggiore rispetto a quanto realizzato dal TFR e come questo sia stato possibile grazie all'adozione di una strategia di tipo passivo, *buy and hold*, volta a replicare il rendimento atteso del benchmark⁶¹.

Quest'ultima fase valutativa è rinvenibile nel calcolo di due importanti indici, il *tracking error (TE)* e la *tracking error volatility (TEV)*, rispettivamente atti a misurare il differenziale di rendimento prodotto rispetto al benchmark, detto *active return*, e il rischio assunto ogni qual volta ci si scosti dal rendimento del benchmark stesso, chiamato *active risk*.

Con questo tipo di analisi si verifica se effettivamente le politiche di investimento attive, più o meno aggressive, che hanno saputo discostarsi in modo significativo rispetto al benchmark di riferimento, si siano sapute distinguere mediante la realizzazione di migliori risultati.

Tabella 7. *L'analisi del tracking error e della tracking error volatility*

Codice del fondo	Tracking error medio %	Tracking error volatility %
AZUR	-0,14	0,49
GEDS	-0,18	0,55
GEST	-0,16	0,57
PRSY	-0,13	0,57
CARM	-0,10	0,74
PRMS	-0,09	0,83
BIPI	-0,04	1,01
ARC	-0,19	1,10
ARFP	-0,20	1,10
GIUS	-0,16	1,15
SELL	-0,19	1,23

Fonte: *La performance dei fondi pensione*

Quanto emerge dalla tabella esprime il fatto che la scelta di gestione attiva del portafoglio di investimenti risulta poco conveniente in quanto, all'assunzione di un *active risk*, non si

⁶¹ A. GALLO, *La performance dei fondi pensione*, Università degli studi di Napoli "Federico II", 2007, p. 22

ottiene una corrispondenza in termini di *active return*, ma, piuttosto, uno scostamento medio negativo rispetto al benchmark di riferimento⁶².

In conclusione, in termini di scelta del lavoratore, lo studio ha evidenziato il fatto che i fondi pensione aperti, inclusi nel campione, non sono stati in grado di offrire degli extra rendimenti competitivi né rispetto al TFR né rispetto al mercato. Questi scarsi risultati possono essere ricondotti sostanzialmente al periodo di analisi considerato, che risente del fatto che la maggior parte dei fondi pensione in Italia è diventata operativa soltanto agli inizi degli anni 2000, limitando le adesioni e la raccolta e determinando le ridotte dimensioni dei fondi in termini di patrimonio gestito. In aggiunta a questa considerazione, che tiene conto della fase embrionale in cui ha a lungo versato il settore dei fondi pensione italiani, si ritiene necessario valutare anche l'andamento e la volatilità che caratterizzavano i mercati finanziari in quell'arco temporale. Infatti, le forti oscillazioni registrate si sono ripercosse inevitabilmente sui benchmark azionari internazionali, penalizzando in modo drastico quei fondi che avevano adottato strategie di investimento attive, con conseguente assunzione di maggiori livelli di rischio.

Inoltre, in merito a quest'ultimo aspetto, si solleva un ulteriore dibattito circa gli obiettivi da perseguire e la coerenza dei bisogni previdenziali con le linee di investimento scelte e, quindi, con il livello di rischio assunto. Pertanto, l'obiettivo di massimizzazione delle performance potrebbe mal combinarsi con la natura previdenziale del fondo aperto.

Tuttavia, l'adozione di strategie di *benchmarking* potrebbe rivelarsi preferibile se si considera il favorevole impatto che queste determinano sul livello dei costi sostenuti, rendendo più facile il conseguimento di risultati competitivi rispetto al TFR.

2.2 La dimensione ottimale ed i costi dei fondi pensione italiani

Le considerazioni appena esposte evidenziano l'esigenza di focalizzare la nostra analisi sull'efficienza del sistema previdenziale e sulle dimensioni ottimali dei fondi pensione, valutando l'incidenza delle economie di scala, sia in termini di costi contenuti che di massimizzazione dei rendimenti.

Si procede, quindi, con un approfondimento che parte dal presupposto che ai lavoratori, che ricorrono alla previdenza complementare per assicurarsi un soddisfacente tenore di vita dopo il pensionamento, deve essere offerto un sistema di fondi pensione che miri all'efficienza mediante l'adozione di processi di razionalizzazione. Con il concetto di

⁶² A. GALLO, *La performance dei fondi pensione*, Università degli studi di Napoli "Federico II", 2007, p. 23

razionalizzazione si intende quella dinamica volta a creare fondi di maggiori dimensioni in modo tale da poter sfruttare le economie di scala, realizzabili solo mediante adeguate strategie di accorpamento e di ristrutturazione organizzativa.

La stessa Covip ha espresso in diverse occasioni la necessità di contenere i costi dei fondi pensione, con l'obiettivo di sostenere la redditività della previdenza complementare e di offrire al lavoratore-investitore coerenti combinazioni rischio/rendimento rispetto alle sue finalità pensionistiche.

Questo compromesso consente di poter superare la contraddizione emersa nella conclusione del precedente paragrafo, per la quale, se da un lato una maggiore esposizione a linee di investimento più rischiose implichi il conseguimento di costi più contenuti e sostenibili e, generalmente, di margini di profitto più ampi, dall'altro si evidenzia il fatto che queste strategie potrebbero risultare fuorvianti e non coerenti rispetto agli interessi previdenziali di cui il lavoratore è portatore.

Pertanto, soltanto mediante la realizzazione di un sistema efficiente in termini di maggiori dimensioni, minori costi e massimizzazione delle rendite pensionistiche, è possibile raggiungere gli obiettivi di copertura previdenziale del lavoratore, senza così privare il mercato finanziario di una delle più importanti fonti di approvvigionamento, ossia il risparmio.

2.2.1 La dimensione ottimale e la scomposizione dei costi

In tema di efficienza dei fondi pensione e dell'impatto dei costi sulla relativa prestazione, la letteratura internazionale non offre molti studi o ricerche in quanto risultano piuttosto esigui i dati disponibili per poter descrivere una funzione di produzione che rappresenti adeguatamente il funzionamento dei fondi pensione.

Tuttavia, è possibile citare un recente studio condotto e incentrato sul mercato olandese, che ha mostrato l'esistenza di significative economie di scala ogni qual volta si siano realizzate forti riduzioni sia di costi amministrativi che di costi finanziari. Lo studio realizzato da Bikker e De Dreu (2009) ha inoltre evidenziato il fatto che i fondi che raccolgono la popolazione di un intero settore industriale rispetto ai vari fondi aziendali hanno realizzato forti economie di scala e quindi risultati più efficienti⁶³.

Anche in Italia è stata condotta una ricerca volta a pervenire a una stima della dimensione ottimale dei fondi pensione sulla base della recente configurazione del nostro mercato previdenziale. Di seguito si procede, quindi, con la descrizione e l'analisi di questo studio

⁶³ Bikker e De Dreu (2009)

econometrico, condotto da Luca Di Gialleonardo e da Mauro Marè e raccolto all'interno di un *working paper* della *Mefop*, avente l'obiettivo di evidenziare i principali fattori di costo che determinano l'efficienza dei fondi pensione italiani⁶⁴. In questo lavoro si considera un campione di fondi pensione italiani sia negoziali che aperti nel quinquennio 2007-2011, stimando l'impatto della dimensione sull'andamento dei costi amministrativi, sulla base del numero di iscritti relativi a ciascun fondo.

Prima di addentrarci nei tecnicismi dello studio, è necessario dare la definizione di dimensione ottimale dei fondi pensione, intesa come quella dimensione oltre la quale una crescita in termini di iscritti o di patrimonio non genera più un miglioramento in termini di costi unitari⁶⁵.

Il *data set* utilizzato dall'elaborato si riferisce all'indice annuale *TER*, o *Total Expenses Ratio*, ciascuno per ogni fondo pensione negoziale incluso nel campione e riferito al quinquennio considerato. Il *TER* può essere facilmente reperito dalle note informative e rappresenta i costi annui amministrativi e finanziari, esclusi gli oneri di negoziazione e fiscali, espressi in percentuale rispetto al patrimonio medio di ogni comparto di cui ciascun fondo si costituisce.

Da questo indice è pertanto possibile ricavare una scomposizione dei costi totali in due categorie di costo influenzate da differenti fattori: i costi amministrativi sono imputabili al fondo nel suo complesso, mentre i costi finanziari sono diversi a seconda del comparto di investimento considerato e dipendono dalla complessità della gestione e dalle abilità del soggetto che se ne occupa⁶⁶. Inoltre, è possibile individuare come centri di costo il numero totale degli iscritti al fondo e il volume del patrimonio gestito, rispettivamente riferiti ai costi amministrativi e a quelli finanziari.

Pertanto, con riferimento ai fondi pensione, è possibile distinguere le suddette categorie di costo nelle seguenti voci; per gli oneri di gestione amministrativa troviamo:

- le spese generali ed amministrative;
- gli oneri per servizi amministrativi acquistati da terzi;
- altri oneri amministrativi.

Per quanto concerne i costi di gestione finanziaria, è possibile individuare le seguenti voci:

- le commissioni di gestione finanziaria;

⁶⁴ L. Di Gialleonardo, M. Marè, "La dimensione ottimale dei fondi pensione italiani: costi, iscritti, patrimonio gestito", *WORKING PAPER MEFOP n. 32/2013, Abstract*

⁶⁵ L. Di Gialleonardo, M. Marè, "La dimensione ottimale dei fondi pensione italiani: costi, iscritti, patrimonio gestito", *WORKING PAPER MEFOP n. 32/2013, p. 3*

⁶⁶ L. Di Gialleonardo, M. Marè, "La dimensione ottimale dei fondi pensione italiani: costi, iscritti, patrimonio gestito", *WORKING PAPER MEFOP n. 32/2013, p. 5*

- le commissioni di garanzia;
- le commissioni di incentivo;
- i compensi della banca depositaria.

Il set di informazioni su cui si basa lo studio viene ricavato, come abbiamo già detto, dalle note informative di ciascun fondo pensione, ed in particolare la scomposizione del *TER* è ricavabile solamente per quei fondi a natura negoziale in quanto le altre forme di previdenza complementare si avvalgono del supporto della società istitutrice per l'esercizio delle attività amministrative, senza dover sopportare direttamente tali oneri.

Pertanto, in un primo momento andremo a discutere e ad evidenziare l'esistenza di importanti economie di scala e il minore importo dei costi amministrativi per quei soli fondi negoziali caratterizzati da un forte ricorso all'attività di *outsourcing* della gestione amministrativa. Successivamente, con riferimento al volume complessivo del patrimonio gestito, si definirà quel modello econometrico che studia l'impatto dimensionale sull'entità dei costi finanziari, in relazione sia ai fondi negoziali che a quelli aperti.

2.2.2 L'analisi dei costi amministrativi

La dinamica dei costi amministrativi è direttamente collegata alla variabile che rappresenta il numero di iscritti al fondo pensione negoziali e sono compresi, in particolare: gli oneri per il personale, per il servizio amministrativo fornito dal soggetto esterno cui è delegata la gestione amministrativa, ed una serie di spese connesse al funzionamento del fondo, quali la promozione, la sede in cui opera, i consulenti, i revisori contabili e altri fornitori.

Facendo sempre riferimento al suddetto *working paper* della *Mefop*, è possibile evidenziare la relazione che sussiste tra costi unitari e dimensione del fondo, riscontrabile nell'analisi dei costi amministrativi medi per iscritto o espressi in percentuale del patrimonio per classe dimensionale del fondo, in termini di iscritti e di Andp (Attivo Netto Destinato alle Prestazioni, ossia il patrimonio di proprietà degli aderenti del fondo pensione, che sarà convertito in prestazioni pensionistiche).

Nello specifico, osservando queste informazioni relativamente all'anno 2011 emerge, in entrambi i casi, un livello decrescente dei costi unitari⁶⁷. Questo implica il fatto che una crescita dimensionale del fondo produce efficienza se il livello dei costi amministrativi cresce in misura meno che proporzionale al crescere degli iscritti.

⁶⁷ L. Di Gialleonardo, M. Marè, "La dimensione ottimale dei fondi pensione italiani: costi, iscritti, patrimonio gestito", *WORKING PAPER MEFOP* n. 32/2013, p. 6

Nella seguente tabella si rappresenta un iscritto ad un fondo di piccole dimensioni che ha sostenuto costi amministrativi entro il 2011 pari ad un totale di 70 euro, all'incirca superiori al triplo di quanto ha pagato un aderente ad un fondo di maggiori dimensioni, pari a 19 euro.

Tabella 8. *Costi amministrativi in base alla classe dimensionale (anno 2011)*

Classe del fondo sulla base del numero di:	n° di fondi	Valori medi				
		Costi amm.vi per iscritto (€)	Costi amm.vi su patrim. (%)	patrimonio per iscritto (migl. €)	Andp (mln €)	Iscritti
lavoratori iscritti						
0-10 mila	7	70,30	0,38	21,00	95,57	6.231
10-50 mila	14	27,14	0,20	14,87	484,57	35.042
oltre 50 mila	12	18,43	0,19	11,25	1.466,03	121.449
Andp						
0-150 mln	9	57,73	0,41	12,79	77,82	6.791
150-450 mln	10	38,50	0,24	18,31	326,98	33.794
oltre 450 mln	17	21,28	0,17	13,55	1.253,44	94.877
Totale	33	33,13	0,23	14,85	758,95	60.351,42

Fonte: *Elaborazione Mefop su dati Previ/DATA e di bilancio*

Se analizziamo quanto descritto dalla tabella, i costi amministrativi medi, espressi in percentuale del patrimonio per classe dimensionale, risultano essere quasi pari al doppio nel caso dei fondi con minori risorse (0,38 per cento) rispetto a quelli con un attivo più consistente, corrispondenti allo 0,19 per cento⁶⁸. Anche in questo caso emerge il fatto che il livello dei costi unitari risulta essere decrescente in quanto, il rapporto fra costi amministrativi e Andp si contrae al crescere del denominatore rispetto al numeratore. Infatti, dato che i costi connessi alla gestione amministrativa sono tendenzialmente fissi al variare del patrimonio gestito, inevitabilmente questo rapporto presenta valori decrescenti e, conseguentemente, delinea l'esistenza di significative economie di scala.

Pertanto, possiamo sintetizzare quanto sopra esposto evidenziando il fatto che una crescita del numero di iscritti permette di ottenere maggiore forza contrattuale al fondo pensione rispetto ai propri fornitori e concede, allo stesso tempo, la possibilità di spalmare su un maggior numero di iscritti una parte importante dei costi fissi.

⁶⁸ L. Di Gialleonardo, M. Marè, "La dimensione ottimale dei fondi pensione italiani: costi, iscritti, patrimonio gestito", WORKING PAPER MEFOP n. 32/2013, p. 7

2.2.3 L'analisi dei costi finanziari

Lo stesso *data set* sopra definito può essere utilizzato per descrivere e stimare la relazione tra i costi finanziari e il totale delle risorse gestite mediante la costruzione di un modello econometrico volto a studiarne l'impatto dimensionale sull'entità dei costi stessi.

Questi ultimi, nello specifico, sono rappresentati dalle commissioni di gestione finanziaria, dalle eventuali commissioni di garanzia e di incentivo pagate ai gestori e dai compensi erogati alla banca depositaria. La variabile che consente di stabilire l'impatto della dimensione sull'ammontare complessivo dei costi in questione è il patrimonio gestito, in relazione al quale si presume il fatto che, all'aumentare del suo volume, sia possibile realizzare economie di scala e quindi ricavare una contrazione dei costi finanziari sul patrimonio stesso.

I dati di costo sono riferiti al medesimo arco temporale precedentemente considerato per i costi amministrativi, ossia il quinquennio 2007-2011, e sono desunti dalla scomposizione del Ter e considerati per ogni comparto gestito.

Tabella 9. *Costi finanziari su patrimonio e Andp nel tempo (2007-2011)*

Anno	Fondi negoziali			Fondi aperti		
	Andp medio (mln €)	Numero di comparti	Costi finanz. su patrim.	Andp medio (mln €)	Numero di comparti	Costi finanz. su patrim.
2007	131,67	92	0,156%	13,38	326	0,902%
2008	129,19	113	0,181%	14,06	341	1,074%
2009	164,19	119	0,201%	19,00	310	1,004%
2010	202,64	113	0,209%	24,22	298	1,031%
2011	223,65	113	0,185%	30,46	267	1,044%

Fonte: *Elaborazione Mefop su dati Previ/DATA e di bilancio*

In base a quanto riportato dalla tabella, si evidenzia l'evoluzione dei costi medi di investimento dei fondi pensione, sia negoziali che aperti, rispetto all'andamento dell'Andp. L'ipotesi che viene posta alla base dell'analisi dell'incidenza dei costi finanziari sul volume delle masse gestite presuppone il fatto che, all'aumentare di quest'ultime si determinino delle diseconomie di scala spiegabili dalla relazione diretta che sussiste fra gli oneri di gestione e il livello del patrimonio. Infatti, a differenza dei costi amministrativi, che si distinguono per la prevalenza della componente di costo fissa e quindi indipendente rispetto al volume patrimoniale, gli oneri finanziari, al contrario, risultano sostanzialmente

variabili. Questo implica un andamento atteso che evidenzerebbe come all'aumentare del livello patrimoniale si innalzerebbe conseguentemente anche il costo medio finanziario. Inoltre un'ulteriore differenza che si può riscontrare rapportando i costi finanziari rispetto a quelli amministrativi può essere identificata nel fatto che questi ultimi, nel caso dei fondi pensione negoziali, sono coperti direttamente dall'aderente tramite la quota di iscrizione, la quota annuale, le spese per l'esercizio di prerogative individuali, ecc. oltre che dalla parte di costi eventualmente a carico del datore di lavoro. Ciò determina una maggiore sostenibilità dei costi amministrativi, non sempre riscontrabile nel caso dei costi finanziari, i quali subiscono l'influenza della gestione, soprattutto se si considerano le diverse linee di investimento di cui ciascun comparto si compone e le eventuali commissioni di garanzia e di incentivo di cui il gestore potrebbe farsi carico.

Tuttavia, analizzando i dati raccolti dalla Mefop si evidenzia una generale tendenza che vede i costi finanziari mantenersi costanti nel tempo nonostante aumentino le masse gestite da parte dei fondi, confutando gli andamenti attesi che prevedevano una contestuale crescita dei costi stessi⁶⁹.

La seguente tabella, sempre elaborata dalla Mefop, si concentra sulla tendenza dei costi finanziari medi sul patrimonio in base alla dimensione del comparto, espressa in termini di Andp.

Tabella 10. *Costi finanziari medi sul patrimonio in base all'Andp del comparto (anno 2011)*

Andp	Fondi negoziali		Fondi aperti	
	Numero di comparti	Costi finanziari su patrimonio	Numero di comparti	Costi finanziari su patrimonio
0-5 mln €	8	0,165%	71	1,021%
5-20 mln €	18	0,213%	88	1,022%
20-50 mln €	25	0,207%	59	1,055%
oltre 50 mln €	62	0,171%	49	1,101%

Fonte: *Elaborazione Mefop su dati Previ/DATA e di bilancio*

Quanto raffigurato nella tabella conferma la relazione che abbiamo già esposto tra costi finanziari e dimensioni del patrimonio gestito. In realtà, il quadro che emerge necessita di una più attenta specificazione in merito ai fondi pensione negoziali, i quali, fino ad un certo livello di crescita delle masse gestite, mostrano crescenti costi finanziari che, solo

⁶⁹ L. Di Gialleonardo, M. Marè, "La dimensione ottimale dei fondi pensione italiani: costi, iscritti, patrimonio gestito", WORKING PAPER MEFOP n. 32/2013, p. 16

una volta superate determinate dimensioni patrimoniali, cominciano a seguire un andamento decrescente.

Questa tendenza trova conferma nel fatto che, all'aumentare del patrimonio del fondo, il soggetto gestore deve affrontare scelte di investimento a fronte di uno scenario più ampio di opportunità, a cui si accostano necessariamente maggiori profili di costo. Le economie di scala consentono di invertire questo andamento nel momento in cui le dimensioni superano determinate soglie, determinando una contrazione dell'impatto dei costi finanziari sul patrimonio gestito.

Pertanto, questo fenomeno, non essendo stabile ma caratterizzato da una tendenza prima crescente e poi decrescente, merita di una più approfondita analisi, per cui si procede con la definizione di un modello econometrico atto a darne un'adeguata rappresentazione.

Come prima fase è necessario stabilire ed individuare quelle variabili strutturali che influenzano i costi finanziari, scomponendo questi ultimi nelle quattro componenti principali:

- la commissione di gestione finanziaria, erogata a quei gestori che investono le risorse raccolte per conto del fondo pensione e determinata da una percentuale applicata sul patrimonio gestito;
- la commissione di incentivo, prevista per alcuni comparti dei fondi pensione ed applicata solo quando il gestore finanziario ottiene rendimenti superiori al limite contrattualizzato;
- la commissione di garanzia, riconosciuta quando sono presenti garanzie di rendimento;
- i compensi per la banca depositaria, individuati come percentuale del patrimonio custodito⁷⁰.

Una precisazione va fatta in merito alla prima voce elencata, per la quale si rileva il fatto che i costi finanziari, o di investimento, subiscono effetti positivi qualora la gestione del fondo sia conferita a più soggetti specializzati, a ciascuno dei quali delegare una porzione del patrimonio. Tuttavia, allo stesso tempo, un'eccessiva frammentazione produce un minore effetto delle economie di scala per cui si verificherebbe una contrazione dei benefici sui costi di gestione stessi.

In genere le commissioni di gestione finanziaria sono più elevate per i fondi aperti rispetto a quelli negoziali, i quali, a fronte di patrimoni consistenti, presentano una maggiore forza

⁷⁰ L. Di Gialleonardo, M. Marè, "La dimensione ottimale dei fondi pensione italiani: costi, iscritti, patrimonio gestito", *WORKING PAPER MEFOP n. 32/2013*, p. 18

contrattuale in sede di selezione di gestori indipendenti, consentendo loro di ottenere commissioni più vantaggiose.

Quelli aperti, al contrario, manifestano un potere contrattuale più ridotto in quanto, tendenzialmente, scelgono di affidare la gestione a soggetti facenti parte del loro stesso gruppo.

Sulla base di quanto spiegato, è possibile procedere con la specificazione delle diverse variabili che risultano essere in relazione con la grandezza “costi di investimento”.

$$Costi\ di\ investimento = f\left(\underbrace{tipo\ di\ fondo}_{+ se\ fondo\ aperto}, \underbrace{garanzia}_{+}, \underbrace{invest. azioni}_{+}, \underbrace{num. gestori}_{?}, \underbrace{delega}_{+}\right)$$

Lo studio della Mefop sui costi finanziari si concentra sulla costruzione del modello di regressione avente l'obiettivo di determinare il contributo marginale di ciascuna delle diverse variabili sopra individuate alla crescita (o decrescita) dei costi di investimento rispetto al patrimonio raccolto.

$$CF_{it} = \theta + \sum_{j=1,2} (\alpha_j + \beta_j FPA_i) \cdot A_{it}^j + \gamma FPA_i + \delta W_{it} + \varepsilon_{it}$$

CF_{it} = logaritmo dei costi finanziari del comparto i al tempo t

A_{it} = logaritmo dell'Andp del comparto i al tempo t

FPA_i = dummy pari a 1 per i comparti dei fondi pensione aperti

W_{it} = matrice delle variabili strutturali

ε_{it} = termine d'errore, assunto i.i.d.

Per analizzare l'esistenza di economie o diseconomie di scala e la variazione della loro intensità al crescere del patrimonio gestito, il modello utilizza la variabile dimensionale al quadrato, mentre, per considerare anche la diversa struttura dei fondi pensione aperti rispetto a quelli negoziali, sono inserite anche le variabili $FPA_i \cdot A_{it}$ e $FPA_i \cdot A_{it}^2$, oltre alla dummy FPA_i . Questi elementi sono stati compresi nel modello proprio per considerare la peculiarità che caratterizza i fondi pensione aperti, ovvero il fatto che questi, nella gran parte dei casi, offrono risorse gestite dalle stesse società che li costituiscono e,

pertanto, risulta assente l'*effetto concorrenza* generato dalla selezione dei gestori da parte dei fondi a carattere negoziale⁷¹.

Inoltre, un'ulteriore precisazione va fatta in merito alla matrice delle variabili strutturali che influenzano i costi finanziari. Ciascuna variabile, inclusa nella suddetta matrice, è una dummy e pertanto può assumere valori pari a 0 o 1 a seconda delle diverse caratteristiche del fondo. Nello specifico, ogni variabile strutturale risulta uguale a 1 se ciascun fondo:

- offre garanzie di rendimento, comportando conseguentemente costi più elevati in capo al comparto, connessi alla complessità della gestione e alla costituzione di margini di sicurezza;
- prevede una quota di patrimonio investita in azioni, sulla base del benchmark di riferimento del comparto, che, in quanto tale, implica necessariamente l'assunzione di costi maggiori, indipendentemente dall'entità del patrimonio gestito;
- prevede che il comparto sia soggetto ad una *multi gestione*, in virtù della quale si presuppone la distribuzione della gestione del patrimonio del comparto stesso tra più soggetti, sollevando ipotesi sulla sua maggiore efficienza;
- decida per l'*outsourcing* della gestione finanziaria del comparto ad un soggetto esterno.

Riprendendo quanto illustrato dalla precedente tabella, che raffigurava la tendenza dei costi finanziari medi sul patrimonio in base alla dimensione del comparto, espressa in termini di $Andp$, emerge la presenza di iniziali diseconomie di scala, seguita da un loro annullamento, per poi assistere al ridimensionamento dei costi di investimento al crescere del patrimonio oltre certe soglie.

Questo può essere formalizzato nel modello tramite i coefficienti α_1 e α_2 . Infatti, la fase iniziale, caratterizzata da una crescita dei costi più che proporzionale rispetto all'aumento dell'entità patrimoniale, può essere rappresentata da valori maggiori di α_1 . La fase successiva, che segna l'inversione di tendenza, viene segnalata dal segno negativo del coefficiente α_2 , effetto che sarà tanto forte quanto più radicale sarà il cambiamento del rapporto costi/dimensioni, fino alla realizzazione di economie di scala. Quest'ultima fase, nel caso dei fondi pensioni aperti, sarà rappresentata da un valore superiore di 1 di $\alpha_1 + \beta_1$ e da un valore negativo di $\alpha_2 + \beta_2$.

I risultati empirici sui costi finanziari sono ottenuti sulla base di stime *pooled OLS* e *panel, random e fixed effects*; in particolare le stime *random effects* sono effettuate secondo il

⁷¹ L. Di Gialleonardo, M. Marè, "La dimensione ottimale dei fondi pensione italiani: costi, iscritti, patrimonio gestito", WORKING PAPER MEFOP n. 32/2013, p. 19

modello proposto da Mundlak aggiungendo come variabili i valori medi a livello di fondo delle variabili *time variant*⁷².

Quanto emerge dai dati raccolti nella seguente tabella conferma la presenza di diseconomie di scala nelle stime lineari, rappresentate dalle colonne 1, 3 e 7. Infatti, ciò è confermato dal fatto che il parametro α_1 risulta essere sempre significativo e maggiore di 1, mentre il parametro β_1 è significativo solamente nella stima OLS. Quest'ultima informazione implica il fatto che, per i fondi pensione aperti, non possiamo escludere l'ipotesi che vi siano economie di scala costanti.

Analizzando quanto emerge dal modello quadratico, i relativi test di significatività mostrano una sua validità nonostante non appaiano altrettanto significativi i parametri α_2 e β_2 , sia presi congiuntamente sia presi singolarmente. Ciò implica il fatto che la stima della forma della curva e la stima di una dimensione ottimale risultano poco robuste, rendendo impossibile il rifiuto dell'ipotesi di economie di scala costanti con sufficiente certezza.

⁷² L. Di Gialleonardo, M. Marè, "La dimensione ottimale dei fondi pensione italiani: costi, iscritti, patrimonio gestito", WORKING PAPER MEFOP n. 32/2013, pp.12, 21

Tabella 11. *Stime panel sui costi finanziari sul patrimonio (2007-2011)*

Variabile dipendente: Costi finanziari (logaritmo)	OLS		Panel RE (Mundlak, 1979)			Panel FE		
	1	2	3	4	5	6	7	8
Andp (logaritmo)	1,284*** (0,024)	1,275*** (0,208)	1,290*** (0,084)	1,260 (0,890)	1,334 (0,901)	1,333 (0,901)	1,292*** (0,083)	1,343 (0,897)
Andp (logaritmo) al quadrato		0,000 (0,007)		0,001 (0,027)	-0,001 (0,027)	-0,001 (0,027)		-0,002 (0,027)
Andp (logaritmo) x Dummy FPA	-0,121*** (0,027)	0,066 (0,240)	-0,120 (0,075)	0,073 (0,904)	0,046 (0,913)	-0,121 (0,074)	0,042 (0,910)	
Andp (logaritmo) al quadrato x Dummy FPA		-0,006 (0,008)		-0,007 (0,027)	-0,006 (0,028)	-0,006 (0,028)		-0,006 (0,027)
Comparto garantito (dummy)	1,212 (0,946)	1,154 (0,947)	0,063 (0,050)	0,065 (0,049)		-0,107** (0,046)		
Percentuale di inve- stimento azionario	0,017 (0,014)	0,016 (0,014)	0,006*** (0,001)	0,006*** (0,001)	0,005*** (0,001)			
Presenza di più gestori (dummy)	-1,578*** (0,557)	-1,517*** (0,560)	-0,251*** (0,070)	-0,214*** (0,069)				
Delega da parte del gestore (dummy)	-0,144 (0,473)	-0,114 (0,474)	0,046 (0,040)	0,044 (0,040)				
FPA (dummy)	2,241*** (0,736)	0,990 (1,903)	2,060*** (0,545)	5,807 (3,658)	7,345** -3.591	7,813** -3.536		
Costante	-11,05*** (0,679)	-10,93*** (1,662)	-7,570*** (0,504)	-12,63*** (3,361)	-14,43*** -3.280	-14,36*** -3.196	-8,538*** (0,712)	-9,688*** -2.292
Dummy anno	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si	Si
Dummy fondo	Si	Si						
Osservazioni	2040	2040	2040	2040	2092	2092	2092	2092
Numero di fondi			458	458	479	479	479	479
R ²	0,976	0,976						0,850
Prob. $\alpha_1 = 1$	0,000	0,187	0,001	0,771	0,711	0,711	0,713	0,000
Prob. $\alpha_1, \beta_1 = 0$	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
Prob. $\alpha_1, \alpha_2 = 0$		0,000		0,000	0,000	0,000	0,000	
Prob. $\beta_1, \beta_2 = 0$		0,000		0,035	0,027	0,027	0,027	
Prob. $\alpha_2, \beta_2 = 0$		0,395		0,722	0,586	0,574	0,581	
Hausman test (prob.)			0,002	0,000	0,000	0,000	0,000	

Clustered standard errors in parentheses

*** $p < 0,01$, ** $p < 0,05$, * $p < 0,1$

Fonte: *Elaborazione Mefop su dati Previ/DATA e di bilancio*

Questi risultati emergono con maggiore forza se rapportati al settore dei fondi pensione negoziali, i quali risentono in misura predominante delle diseconomie di scala. Questa evidenza può essere rintracciata nell'evoluzione del mercato dei fondi negoziali, dove le commissioni per la gestione finanziaria sono sempre state di gran lunga inferiori rispetto a quelle previste per gli altri strumenti finanziari e per le altre forme di previdenza complementare, sia nazionali che internazionali. La sempre più pressante concorrenza dei gestori finanziari ha ridotto notevolmente gli spazi per guadagni riscontrabili in termini di riduzione del livello medio dei costi al crescere del patrimonio gestito.

Per quanto concerne l'analisi dei parametri relativi alle variabili strutturali si rileva il fatto che nessuno di questi risulta sufficientemente significativo. L'unica eccezione è

rappresentata dalla presenza di più soggetti a cui delegare la gestione del patrimonio, il cui coefficiente ha segno negativo, consentendo all'effetto di maggiore concorrenza di sovrastare quello di riduzione delle masse gestite. Questo aspetto, come abbiamo precedentemente spiegato, manifesta la sua palese evidenza se si analizza il settore dei fondi pensione negoziali, dato che nei fondi aperti la gestione finanziaria è tipicamente affidata ad un unico soggetto, tendenzialmente facente parte dello stesso gruppo dell'istitutore del fondo stesso.

Per quanto riguarda la stima del parametro che rivela l'investimento di una quota del patrimonio nel comparto azionario, questo risulta significativo nelle sole stime *panel*; mentre il coefficiente associato alla presenza di una garanzia di rendimento è tale sono in quelle stime che non prevedono una percentuale di investimento in titoli azionari ed il suo valore è negativo. Questa evidenza emerge per il fatto che i comparti garantiti, in quanto tali, sono costituiti da una minima, se non nulla, componente azionaria, per cui il relativo parametro diventa negativo e acquisisce maggiore significatività se si omette dal modello la variabile "percentuale di azioni". Al contrario, a parità di quota del patrimonio investita nel comparto azionario, la presenza di una garanzia di rendimento tende a far lievitare i costi finanziari complessivi.

Infine, quanto presentato sinora consente di poter trarre come considerazione di fondo che il margine di sfruttamento delle economie di scala in termini di costi di natura finanziaria sia stato in gran parte utilizzato, soprattutto in merito alle minori commissioni di gestione previste per i fondi negoziali e, più in generale, per la maggiore concorrenza e competizione del mercato della previdenza complementare, sempre più aperto e presenziato da fondi esteri.

La dimensione ottimale e la maggiore efficienza dei fondi, pertanto, sembrano muoversi non tanto verso politiche volte al ridimensionamento dei costi, bensì verso strategie aventi come obiettivo di base la riqualificazione dei servizi e prodotti previdenziali offerti e l'adozione di modelli gestionali più strutturati e coerenti con le finalità del risparmio pensionistico.

2.3 Il mercato dei fondi pensione in Italia

Il mercato dei fondi pensione ha evidenziato una considerevole crescita nel corso dell'ultimo decennio, raggiungendo in alcuni paesi dimensioni talmente ampie da renderli uno dei più importanti investitori istituzionali presenti nel mercato finanziario. Il maggior ruolo assunto nel settore della previdenza complementare ha contribuito ad accrescere

nelle economie moderne l'efficienza, la profondità e le dimensioni dell'intero sistema finanziario, grazie alla possibilità dei fondi pensione di influenzare e migliorare le *corporate governance* di quelle società facenti parte dei loro portafogli di investimento.

Come dimostrato da Walker e Leffort (2002), i fondi pensione sostengono lo sviluppo del mercato finanziario attraverso diversi canali, tra cui l'allocazione delle attività in termini di diversificazione, l'orizzonte temporale di lungo periodo e le competenze professionali del soggetto gestore, che contribuiscono a ridurre il premio al rischio⁷³. Pertanto, l'impatto positivo dei fondi sul settore non si sostanzia solo sulla loro dimensione, ma anche sulla struttura interna e sui meccanismi di *governance* dei fondi stessi, che hanno manifestato un notevole merito in termini di crescita e sviluppo del mercato finanziario stesso.

In realtà sia la dimensione che la gestione del fondo rappresentano due aspetti fortemente correlati tra di loro. Infatti, da un lato, la realizzazione di politiche di acquisizione è volta a migliorare il posizionamento sul mercato dei fondi e ad aumentarne la forza contrattuale, mentre dall'altro efficienti meccanismi di *governance* consentono di assicurare l'efficacia di ampliamenti strutturali e di ridurre i problemi di agenzia. Quest'ultimo aspetto si sostanzia nell'ipotesi in cui si verificano conflitti di interesse tra i vari *stakeholder*, con conseguente sostenimento dei costi ad essi connessi, a discapito delle performance del fondo.

2.3.1 I problemi di governance dei fondi pensione

In questo contesto, la recente letteratura e ricerca accademica⁷⁴ hanno esaminato le differenti esperienze dei paesi nei quali il settore dei fondi pensione risulta maturo e dei paesi in cui appare ancora in una fase embrionale. Nello specifico i tre principali aspetti di criticità della *governance* dei fondi pensione sono:

- il disallineamento tra le capacità professionali e il grado di rappresentazione degli organi di governo e di vigilanza del fondo;
- la carenza di trasparenza nella definizione dei compiti fra i differenti organi del fondo;
- l'assenza di un appropriato meccanismo di gestione dei conflitti di interesse⁷⁵.

Per quanto concerne il primo aspetto si evidenzia il fatto che coloro che sono a capo della gestione di un fondo dovrebbero avere un certo livello di capacità professionali ed essere

⁷³ Walker e Leffort (2002)

⁷⁴ Stewart and Yermo 2008; IOPS 2008

⁷⁵ F. Bripi e C. Giorgiantonio, "Governance of Italian pension funds: problems and solutions" - *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Paper)* – Banca d'Italia, p. 8

adeguatamente rappresentativi degli interessi dei vari *stakeholder*, in modo tale da raggiungere elevate performance attraverso un idoneo sistema di incentivi. Il *mismatch* tra queste due caratteristiche può da un lato impedire di: realizzare efficienti strategie di asset allocation, monitorare internamente ed esternamente i servizi offerti e identificare gli eventuali conflitti di interesse; mentre dall'altro può ostacolare il perseguimento degli obiettivi dei beneficiari, prendendo decisioni a proprio favore.

Il *trade-off* tra competenze professionali e rappresentatività può essere superato ricorrendo a dei meccanismi che incentivino il manager ad agire nel rispetto degli interessi degli aderenti, agganciando le performance del fondo alle proprie abilità e impegni assunti. Un'altra soluzione al problema è rappresentata dalla scelta di figure esterne che possano occuparsi della gestione senza risentire troppo di pressioni esterne ed operando coerentemente con il proprio profilo reputazionale.

Se rapportiamo questo aspetto alle due tipologie di fondi, chiusi e aperti, è possibile evidenziare diversi aspetti. In particolare, i fondi chiusi garantiscono solitamente la rappresentazione degli aderenti, consentendo sia ai lavoratori che al promotore del fondo stesso di partecipare attivamente al processo decisionale, dovendo necessariamente rinunciare a specifiche capacità professionali.

I fondi aperti, al contrario, presentano una struttura gestionale simile a quella prevista per gli intermediari finanziari, come banche o compagnie assicurative, per cui si avrà il vantaggio di un'adeguata preparazione tecnica e professionale, ma di una carente rappresentatività degli interessi degli aderenti al fondo.

Per ovviare alle conseguenti problematiche che derivano dalle differenti configurazioni dei fondi, è possibile evidenziare delle soluzioni rinvenibili direttamente sulla base delle esperienze di vari paesi⁷⁶. Nello specifico, alla carenza di adeguati requisiti professionali nei fondi pensione chiusi, alcuni stati hanno risposto imponendo, tramite leggi primarie e secondarie, l'obbligo di rispettare certi standard di competenze tecniche per ogni membro degli organi di governo e di controllo (Germania, Spagna, Portogallo, Austria, Belgio, etc.). Nel caso dei paesi anglosassoni, come gli Stati Uniti o il Regno Unito, si evidenzia il ricorso a forme di autoregolamentazione per definire nel dettaglio quegli aspetti che la normativa non ha specificato totalmente o parzialmente. Infine ricopre un ruolo centrale l'Autorità di vigilanza, la quale si impegna a proporre soluzioni volte a ridurre il deficit delle competenze professionali, supportando il ricorso a figure indipendenti e autonome.

⁷⁶ F. Bripi e C. Giorgiantonio, "Governance of Italian pension funds: problems and solutions" - *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Paper)* – Banca d'Italia, p. 10

Invece, rispetto al problema del possibile disallineamento delle politiche decisionali dei fondi aperti con gli interessi dei beneficiari, l'esperienza estera (Spagna e Portogallo) ha evidenziato come potenziali soluzioni la nomina di alcuni lavoratori selezionati sulla base di un gruppo ben definito, con l'obiettivo di inserirli nell'organo di sorveglianza del fondo stesso. Nel Regno Unito, inoltre, si è concretizzata anche la possibilità di garantire una partecipazione attiva dei lavoratori alla realtà amministrativa sia dei fondi aperti che dei fondi chiusi, delegando loro il potere di riferire all'Autorità di vigilanza eventuali irregolarità nella gestione.

Per quanto concerne la definizione del secondo aspetto, ovvero dell'esigenza di rendere più trasparente la definizione dei compiti tra le diverse entità del fondo, è possibile individuare le seguenti raccomandazioni individuate tra le linee guida dell'OECD:

- l'apparato normativo dovrebbe chiaramente definire le principali mansioni degli organi di governo dei fondi, quali le politiche di investimento e il relativo monitoraggio nonché la selezione di soggetti esterni, come la banca depositaria;
- lo statuto del fondo dovrebbe specificare in modo particolarmente dettagliato l'insieme di doveri e di responsabilità di ogni figura professionale connessa al fondo, così da poter dare un giudizio sul loro operato in termini di obiettivi e performance realizzate;
- l'organo amministrativo del fondo ha il dovere di rendicontare periodicamente il proprio operato, nel rispetto dei compiti a lui assegnati e assumendosi le responsabilità dei risultati ottenuti⁷⁷.

E' evidente come la struttura organizzativa di un fondo pensione implichi inevitabilmente una certa complessità a cui può seguire il rischio che il processo decisionale si riveli inefficiente, implicando un eccessivo numero di partecipanti e un elevato livello di costi interni. Pertanto, al fine di individuare e adottare una migliore struttura di governo, si può ricorrere a forme di consolidamento del settore dei fondi pensione, attuando acquisizioni e fusioni tra fondi di piccole dimensioni con l'obiettivo di sfruttare le conseguenti economie di scala e di abbattere i costi strutturali.

L'ultimo aspetto sopra citato riguarda i conflitti di interesse, intesi come quelle potenziali situazioni che mettono in contrasto una persona o un'entità rispetto agli organi rappresentativi del fondo, con riferimento a particolari decisioni da questi prese.

⁷⁷ *Linee guida della OECD*

La gestione di queste particolari situazioni implica l'adozione di un meccanismo in grado di intervenire sia *ex ante* che *ex post* al fine di prevenire o di limitare quanto possibile le relative conseguenze. Ridurre la probabilità che possano verificarsi dei conflitti attraverso il rispetto dei requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza sono misure classificabili come *ex ante*.

Invece, si caratterizzano come strumenti *ex post* quell'insieme di raccomandazioni rientranti nell'ottica dell'*international best practices*⁷⁸, ovvero:

- ogni qual volta una persona dovesse riscontrare una situazione di conflittualità rispetto agli interessi del fondo, dovrebbe darne immediata comunicazione sia all'organo di controllo che a quello amministrativo;
- la persona coinvolta in un conflitto di interesse dovrebbe astenersi da ogni forma di discussione relativa al conflitto nonché all'esercizio del diritto di voto in merito alla suddetta situazione.

Un ulteriore strumento che consente di fare chiarezza laddove la legge non fornisce un'adeguata disciplina di settore è l'autoregolamentazione, particolarmente diffusa in paesi esteri come il Regno Unito, l'Olanda e gli Stati Uniti. In Italia, al contrario, si evidenzia un debole ricorso a questa forma di regolamentazione per la struttura organizzativa e di governo dei fondi pensione. L'unica iniziativa rilevante nel contesto italiano è il *protocollo di autonomia* di *Assogestioni*, che ha l'obiettivo di impattare sul settore dei fondi pensione andando a regolamentare gli aspetti gestionali degli stessi, come, ad esempio, la definizione di un limite massimo dell'ammontare complessivo delle funzioni assegnabili. In realtà questo protocollo non ha fornito adeguate risposte alle problematiche sopra elencate, senza includere provvedimenti relativi alla rappresentatività dei beneficiari nell'organismo di sorveglianza e alla divisione dei compiti tra quest'ultimo e il responsabile del fondo. Risulterebbe, pertanto, necessario creare un codice di autoregolamentazione dedicato ai problemi di *governance* dei fondi pensione in linea con le esperienze offerte dagli altri paesi.

In generale, il quadro che emerge osservando il settore dei fondi pensione italiano evidenzia un lento sviluppo dello stesso sia se lo si rapporta ai paesi anglosassoni che a quelle economie a noi più simili in termini di apparato istituzionale e finanziario. Infatti, sulla base dei dati OCSE prodotti nel 2012, in Italia si conta che le attività dei fondi pensione si attestano intorno al 5,6 per cento del PIL, misura nettamente inferiore rispetto

⁷⁸ F. Bripi e C. Giorgiantonio, "Governance of Italian pension funds: problems and solutions" - *Questioni di Economia e Finanza (Occasional Paper)* – Banca d'Italia, p. 14

al 96 per cento vantato dal Regno Unito e al 75 per cento raggiunto dagli Stati Uniti. Anche rispetto alla media dei paesi dell'area euro si evidenzia un forte scostamento del nostro paese, il cui valore si individua intorno al 21 per cento del PIL prodotto dall'intera Eurozona⁷⁹.

L'accrescimento del ruolo della previdenza complementare all'interno del mercato di ciascuno stato non può non essere accompagnato da un parallelo rafforzamento dei sistemi di *governance* delle forme pensionistiche, della trasparenza verso gli iscritti e dei strumenti di vigilanza. Di conseguenza l'attenzione si sposta verso quell'insieme di attività svolte dalla Covip atte a monitorare e supervisionare il mercato dei fondi pensione, garantendo un'adeguata protezione degli interessi degli aderenti ed una maggiore trasparenza circa gli obblighi informativi da ottemperare.

L'attività ispettiva della Covip assume, pertanto, un ruolo di centrale importanza perché consente di acquisire quella serie di elementi aggiuntivi ai fini della valutazione sul grado di funzionalità dei soggetti presenti sul mercato, attraverso una programmazione annuale e continuativa nel tempo.

Nella relazione del Presidente della Covip del 2013 si evidenziano le aree maggiormente oggetto di approfondimento nell'ambito delle ispezioni che hanno riguardato l'assetto organizzativo e di *governance*, la gestione finanziaria e le procedure di adesione e di liquidazione. In merito a quest'ultimo aspetto la Commissione sta operando con l'obiettivo di semplificare gli adempimenti in capo ai fondi e di agevolare l'avvicinamento dei potenziali aderenti. Questa, infatti, sta provvedendo a revisionare quell'insieme di documenti informativi che il fondo è tenuto a consegnare al lavoratore in sede di adesione, tentando di ridurre il contenuto e di selezionare ed evidenziare quegli elementi discriminanti ai fini della scelta di partecipazione al fondo da parte dell'aderente. Sempre con l'obiettivo di fornire una più chiara e trasparente informativa, la Covip ha messo a disposizione dei fondi delle indicazioni utili a produrre delle stime atte a dare una rappresentazione della forma previdenziale oggetto di valutazione dell'aderente, sia in forma standardizzata, con riferimento alla fase di iscrizione al fondo, sia in forma personalizzata, relativamente all'esecuzione del rapporto di partecipazione e conseguentemente a quello di liquidazione.

⁷⁹ Commissione parlamentare sulla previdenza complementare, p. 8

2.3.2 Le politiche di investimento e l'asset allocation

Il tema centrale dell'analisi e degli interventi della Covip si sostanzia nell'attività di gestione delle risorse e la composizione dei portafogli dei fondi pensione, a cui la Commissione sta definendo una nuova regolamentazione, sostitutiva del decreto del Ministro del Tesoro n. 703 del 1996, che tenga conto dell'evoluzione e dell'integrazione dei mercati finanziari e dei nuovi e complessi strumenti negoziati. Infatti, per conferire ai fondi pensione maggiore raggio d'azione nella gestione dei rischi di investimento si concede maggiore flessibilità alla loro gestione, attraverso l'attenuazione di alcuni limiti quantitativi in vigore e l'ampliamento degli strumenti utilizzabili.

Inoltre, la Covip ha recentemente emanato delle Disposizioni sul processo di attuazione delle politiche di investimento da parte dei fondi con l'obiettivo di aumentare il livello di consapevolezza con cui i Consigli di Amministrazione ne definiscono le linee. Queste, infatti, sono volte a guidare il suddetto organo nella definizione dello strumento di governo della gestione finanziaria, definendo gli obiettivi da seguire, i criteri da adottare e il sistema interno di controlli e di responsabilità, il tutto in un'ottica di razionalizzazione e di semplificazione del processo di selezione e investimento.

Con riferimento alle disposizioni definite alla Covip si può riscontrare una certa corrispondenza in termini di obiettivi e tutele con la recente proposta di Direttiva europea volta a revisionare l'attività e la supervisione dei fondi pensione nel rispetto degli interessi degli aderenti.

Coerentemente con la prioritaria missione di offrire prestazioni previdenziali adeguate al momento del pensionamento di ciascun lavoratore, il ruolo dei fondi assume un connotato di particolare rilievo se lo si rapporta all'importante contributo che forniscono all'economia reale in qualità di investitori istituzionali. Non a caso, i fondi rappresentano un significativo canale di apporto di risorse finanziarie alle imprese e infrastrutture nazionali, per cui si sta sviluppando sempre più una maggiore consapevolezza e competenza degli organi di governo degli stessi, indirizzando le loro scelte di investimento verso quegli strumenti atti a sostenere la ripresa e la crescita del tessuto imprenditoriale. Basti pensare alle recenti iniziative aventi ad oggetto la costituzione di fondi chiusi dedicati allo sviluppo e supporto delle piccole e medie imprese attraverso l'investimento nei cosiddetti *mini bond* ovvero di obbligazioni di aziende non quotate a cui è stato dedicato un apposito segmento nel mercato di borsa.

L'investimento in titoli privati potrebbe anche essere perseguito mediante la sottoscrizione di strumenti finanziari, frutto di operazioni di cartolarizzazione o *project bond*, oppure di

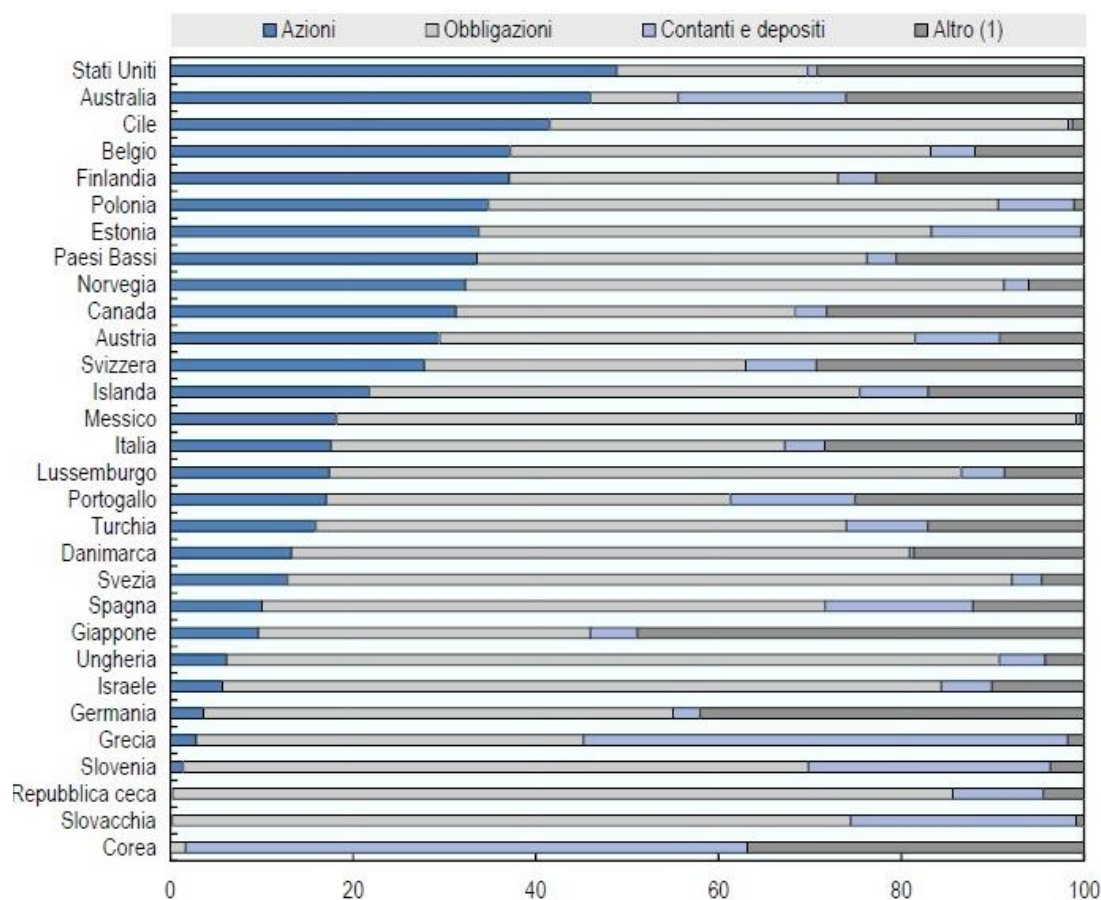
quote in fondi comuni di investimento specializzati in questo specifico settore di attività. In ogni caso, il criterio che deve essere perseguito dagli organi di governo in sede di costruzione del portafoglio è la trasformazione di questi investimenti in modo tale da renderli coerenti con le esigenze dei fondi pensione sotto il profilo di rischio e di rendimento.

Il linea di principio è possibile affermare che il settore dei fondi pensione consente di poter apportare un significativo contributo al sistema economico nel momento in cui garantisce ai lavoratori il massimo rendimento per un certo livello di rischio coerentemente con la finalità previdenziale della strategia di investimento.

Sulla base di quanto affermato dalla Banca Centrale Europea, si mostra come in realtà la composizione dei portafogli dei fondi pensione italiani sia caratterizzata in misura predominante dall'esposizione diretta in titoli pubblici, rispetto a quella vantata dagli altri paesi dell'area euro, dove il settore della previdenza complementare risulta più sviluppato. In generale, si può affermare che gli investitori privilegiano gli investimenti in attività finanziarie del proprio paese piuttosto che rivolgersi verso altri contesti.

Inoltre, con riferimento ai dati OCSE, è possibile comparare le diverse strategie di *asset allocation* adottate dai fondi pensione di diversi paesi rispetto al nostro, dove emerge una scarsa diversificazione dei portafogli di investimento gravata da una bassa propensione alla sottoscrizione di titoli rischiosi, quali quelli azionari.

Figura 1. Asset allocation dei fondi pensione (percentuale dell'investimento totale – anno 2012)



(1) Sono inclusi prestiti, immobili e terreni, fondi chiusi, fondi aperti non armonizzati, strumenti strutturati, le attività delle assicurazioni a fronte delle riserve matematiche relative ai fondi preesistenti.

Fonte: OCSE, *Pension Markets in Focus*, 2013

Le motivazioni che spingono i fondi pensione italiani a costruire portafogli a basso rischio ed a investire prevalentemente in titoli di stato a scapito di azioni e obbligazioni private possono essere riscontrate in diversi aspetti. La scarsa articolazione del mercato dei capitali nel nostro paese, causata dalle ridotte dimensioni e profondità dello stesso e dalla tradizionale composizione del tessuto imprenditoriale italiano, costituito da piccole e medie imprese, ha implicato un debole ricorso a investimenti nel settore privato. Se si pensa poi alla naturale avversione al rischio dei risparmiatori e alle loro carenze informative e cognitive, appare evidente la scarsa propensione degli stessi a destinare le proprie risorse verso quei comparti di attività per definizione più volatili.

Con riferimento ai dati forniti dalla Covip al termine del 2013, è possibile rinvenire i diversi ambiti di investimento di cui i patrimoni dei fondi pensione italiani si compongono.

Alla fine del 2013 il patrimonio delle forme pensionistiche complementari era per il 61 per cento impiegato in titoli di debito, percentuale stabile rispetto al 2012; i quattro quinti delle obbligazioni totali era formato da titoli di stato. Le azioni sono salite dal 14,4 al 16,1 per cento; è diminuita di circa mezzo punto percentuale la quota investita in depositi e in quote di OICR attestatasi, rispettivamente, al 5 e al 12,6 per cento. Il portafoglio obbligazionario ammontava a 53,1 miliardi di euro, di cui 43,5 miliardi costituiti da titoli sovrani, 5 in più rispetto al 2012; la quota dei titoli del debito pubblico italiano, 23,9 miliardi, è salita di 2,6 miliardi rispetto al 2012, continuando a formare poco più della metà dell'ammontare complessivo dei titoli di stato⁸⁰.

Tabella 12. *Forme pensionistiche complementari – composizione del patrimonio*

	Fondi pensione negoziali		Fondi pensione aperti		Fondi pensione preesistenti ⁽¹⁾		PIP "nuovi"		Totale	
	Importi	%	Importi	%	Importi	%	Importi	%	Importi	%
Depositi	1.174	3,4	672	5,6	1.622	5,9	861	6,6	4.329	5,0
Titoli di Stato	20.581	59,6	5.151	43,0	10.729	39,3	7.082	54,4	43.543	50,1
<i>di cui: italiani</i>	9.083	26,3	2.817	23,5	6.122	22,4	5.895	45,3	23.917	27,5
Altri titoli di debito	3.586	10,4	485	4,0	3.158	11,6	2.315	17,8	9.544	11,0
<i>di cui: italiani</i> ⁽²⁾	438	1,3	140	1,2	391	1,4	464	3,6	1.433	1,7
Titoli di capitale	6.176	17,9	2.625	21,9	3.625	13,3	1.584	12,2	14.010	16,1
<i>di cui: italiani</i> ⁽²⁾	250	0,7	220	1,8	197	0,7	49	0,4	716	0,8
OICR	2.776	8,0	3.004	25,1	3.968	14,5	1.215	9,3	10.963	12,6
<i>di cui: immobiliari</i>	5	..	1	..	1.170	4,3	126	1,0	1.302	1,5
Immobili ⁽³⁾	-	-	-	-	2.928	10,7	-	-	2.928	3,4
Altre att. e pass.	211	0,6	53	0,4	1.305	4,8	-43	-0,3	1.526	1,8
Totale	34.504	100,0	11.990	100,0	27.335	100,0	13.014	100,0	86.843	100,0
<i>di cui: titoli italiani</i>	9.771	28,3	3.177	26,5	6.710	24,5	6.408	49,2	26.066	30,0
<i>Per memoria:</i>										
Esposizione azionaria ⁽⁴⁾		24,9		43,3		19,0		20,3		24,9

(1) I dati si riferiscono ai fondi autonomi, ossia dotati di soggettività giuridica. Sono escluse le riserve matematiche presso imprese di assicurazione.

(2) Gli investimenti diretti in altri titoli di debito e di capitale italiani sono stati stimati: per i fondi negoziali, i fondi aperti e i PIP di ramo III, sulla base dell'ammontare degli investimenti in titoli italiani ricavato dalla composizione del portafoglio per area geografica, escludendo i titoli di Stato detenuti direttamente e i titoli di debito detenuti per il tramite di OICR; per i PIP di ramo I, si sono applicate le percentuali calcolate per quelli di ramo III.

(3) Sono incluse le partecipazioni in società immobiliari.

(4) Per le forme pensionistiche di nuova istituzione, sono considerati gli investimenti effettuati per il tramite di OICR e le posizioni in titoli di capitale assunte tramite strumenti derivati. Per i fondi preesistenti, i dati sulla composizione del patrimonio degli OICR detenuti non sono disponibili; la componente azionaria degli OICR è stata stimata ipotizzando quelli azionari costituiti per il 90 per cento da titoli di capitale, mentre per quelli bilanciati e flessibili il peso delle azioni è stato posto in entrambi i casi al 50 per cento; per le altre tipologie di OICR, l'incidenza dei titoli di capitale è stata ipotizzata nulla.

Fonte: *Relazione annuale Covip*

In base a quanto descritto nella tabella, è possibile affermare che la parte di risorse che le forme pensionistiche complementari impiegano direttamente in titoli domestici è pari a

⁸⁰ *Relazione COVIP 2013, p. 27*

26,1 miliardi di euro, il 30 per cento del totale (30,9 nel 2012); di questi, solo 2,1 miliardi (2,5 per cento del patrimonio) affluisce alle imprese italiane sotto forma di quote del capitale di rischio e di debito. L'esposizione azionaria, calcolata includendo anche i titoli di capitale detenuti per il tramite degli OICR, è salita al 24,9 per cento; l'incremento è stato di oltre due punti percentuali rispetto al 2012⁸¹.

2.3.3 L'adeguatezza delle scelte di investimento e l'efficienza del sistema di previdenza complementare

Quanto appena descritto solleva inevitabilmente il tema dell'adeguatezza delle scelte di investimento dei fondi pensione. Lo scarso ricorso ai titoli privati non risulta tanto penalizzato dai limiti quantitativi imposti dalla normativa quanto dalla mancanza di competenze degli organi di governo dei fondi. Infatti, ampliare e diversificare la composizione dei portafogli di attività detenute implica necessariamente l'adozione di sofisticati strumenti per la valutazione e la gestione dei rischi. Per questo motivo i fondi tendono a delegare la gestione di particolari attività a operatori con specifiche competenze tecniche e professionali, sebbene spetti comunque al responsabile del fondo il compito di valutare adeguatamente l'operato degli stessi gestori finanziari.

Allo stesso tempo, come abbiamo visto in precedenza, l'acquisizione delle competenze necessarie richiede il supporto di idonei assetti organizzativi, che però mal si incontrano con le dimensioni medie dei fondi pensione presenti sul mercato, impedendo il pieno sfruttamento delle economie di scala. Infatti, è possibile affermare che dimensioni più ampie implicano ricadute positive sugli aderenti, sia dal punto di vista dei costi, sia per quanto riguarda la maggiore robustezza dell'assetto organizzativo e la dinamica dei rapporti contrattuali con gli intermediari gestori delle risorse⁸².

La possibilità di sfruttare economie di scala rappresenta l'obiettivo ultimo di un processo di razionalizzazione dell'offerta previdenziale che non passa soltanto attraverso l'ampliamento delle dimensioni dei fondi, ma anche tramite l'incremento di presidi di controllo e dei requisiti di professionalità richiesti, il tutto in un'ottica di revisione dei costi⁸³.

Inoltre, anche il miglioramento della qualità del servizio previdenziale rientra nel processo di razionalizzazione dell'offerta, in virtù del quale si promuove la ricerca e

⁸¹ *Relazione COVIP 2013, p. 28*

⁸² *Relazione Presidente COVIP 2013 p. 14*

⁸³ *L. Di Gialleonardo e M. Marè "La dimensione ottimale dei fondi pensione italiani: costi, iscritti, patrimonio gestito" – Working paper MEFOP n. 32/2013 – p. 1*

l'individuazione di nuove combinazioni di rischio-rendimento. In generale, un sistema efficiente, sia in termini di onerosità che di qualità del servizio reso, è propedeutico al raggiungimento di adeguati obiettivi di copertura previdenziale del lavoratore.

L'offerta di questi prodotti, descritta dai dati raccolti dalla Covip al termine del 2013, si costituisce da 510 fondi operanti sul mercato, di cui 39 fondi pensione negoziali, 59 fondi pensione aperti, 81 piani pensionistici individuali e 330 i fondi pensione preesistenti⁸⁴. A questi si aggiunge il Fondinps che rappresenta quella forma di previdenza complementare, istituita presso l'INPS, volta a raccogliere i flussi di TFR dei lavoratori che non hanno manifestato una diversa opzione e per i quali gli accordi collettivi non prevedono un fondo di riferimento.

La struttura dell'offerta previdenziale italiana si caratterizza da un numero sostanzialmente inalterato dei fondi di nuova istituzione, sia negoziali che aperti, mentre risulta accresciuto di 5 unità quello dei piani individuali. Allo stesso tempo si è avviato un processo di razionalizzazione che ha coinvolto il comparto dei fondi pensione preesistenti, determinandone una riduzione di quasi il 10 per cento, passando da 361 fondi registrati alla fine del 2012 al sopra citato 330.

Si aggiunge a questo esempio di aggregazione e liquidazione delle forme pensionistiche anche un altro importante processo di unificazione che coinvolge due fondi pensione destinati ai pubblici dipendenti: i Fondi pensione Perseo e Sirio. Questi, infatti, hanno presentato notevoli difficoltà nella fase di avvio della raccolta delle adesioni, per cui si è ritenuto necessario procedere con l'aggregazione dei due fondi così da ampliarne le dimensioni, abbatterne i costi e migliorare la qualità del servizio reso in termini di rischio-rendimento.

In generale, l'Autorità di vigilanza non può intervenire direttamente in questa direzione ma può limitarsi ad ammonire quei soggetti istitutori e quei fondi che mantengono dimensioni troppo ridotte, rendendo la struttura organizzativa e gestionale complessa e onerosa e, complessivamente, influenzando negativamente sull'efficienza dell'intero sistema previdenziale.

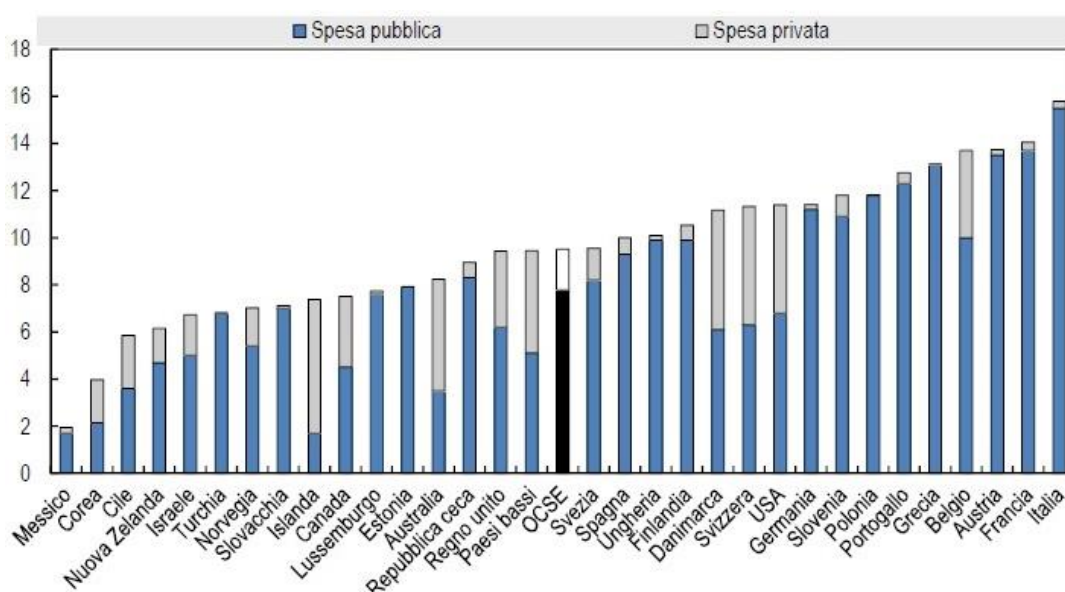
Mentre dal lato dell'offerta si evidenzia un elevato numero di fondi presenti sul mercato, dal lato della domanda non si riscontra un adeguato numero di aderenti atti a compensare la vastità dei servizi previdenziali resi. Alla fine del 2013 le adesioni alle forme pensionistiche complementari registrate si attestano intorno a 6,2 milioni, circa il doppio di quelle registrate alla fine del 2006, anno che precedette l'attuazione del Decreto

⁸⁴ *Relazione COVIP 2013*

Legislativo 525 del 2005, ma comunque ancora significativamente inferiori rispetto alla platea di aderenti auspicata con la riforma stessa⁸⁵.

In ogni caso occorre tenere presente che l'arco temporale sopra considerato si è caratterizzato per l'avvento e l'abbattimento della profonda crisi finanziaria ed economica. A questa va anche aggiunto l'eccessivo peso delle aliquote contributive del pilastro pubblico, esprimibile sia in termini di contributi versati che di benefici erogati, complessivamente superiore rispetto a quello registrato da quei paesi in cui la previdenza complementare è più sviluppata⁸⁶.

Figura 2. Spesa pubblica e privata per pensioni (in percentuale del PIL – anno 2012)



(1) In mancanza del dato del 2012, si utilizza l'anno più recente a disposizione.

Fonte: OCSE, *Pension Markets in Focus*, 2013

In virtù di quanto appena descritto è possibile fare una breve digressione in merito alla valutazione di un possibile spostamento di una quota limitata della contribuzione destinata alla previdenza pubblica verso quella complementare su base volontaria.

Sulla base di alcune analisi empiriche, infatti, è emerso come questo trasferimento dal sistema pubblico a quello privato possa produrre dei risultati utili che andrebbero però valutati insieme a tutte le conseguenti ripercussioni che questo determinerebbe sulla contabilità statale. Inevitabilmente la riduzione della contribuzione al sistema pubblico

⁸⁵ Relazione presidente COVIP 2013 p. 14

⁸⁶ Commissione parlamentare sulla previdenza complementare p. 10

produrrebbe un'immediata perdita del relativo gettito, ma allo stesso tempo, considerando il fatto che con la riforma Fornero l'importo della pensione è commisurato ai contributi versati, si determinerebbe una riduzione della spesa futura per pensioni, che gradualmente compenserebbe il disavanzo iniziale⁸⁷.

Riprendendo il sopra citato dato sulle adesioni alle forme di previdenza complementare è necessario evidenziare che questo nasconde ulteriori elementi di criticità. Paradossalmente il grado di partecipazione ai fondi pensione è particolarmente basso proprio per le tipologie di lavoratori per cui è maggiore il rischio che il primo pilastro non sia sufficiente per raggiungere una pensione adeguata.

Infatti, sulla base dei dati dell'*indagine sui bilanci delle famiglie della Banca d'Italia (IBF)* relativi al 2008, esso era inferiore a quello medio tra i giovani, che sono pienamente soggetti alle nuove regole della recente riforma del sistema pensionistico, tra gli autonomi, che presentano aliquote contributive inferiori rispetto a quelle dei lavoratori dipendenti, e tra i dipendenti delle piccole imprese, che risentono inevitabilmente delle difficoltà che il proprio datore di lavoro si trova ad affrontare e che evidenziano quindi un maggiore rischio di "buchi" contributivi⁸⁸.

I dati COVIP evidenziano inoltre che il numero degli iscritti che hanno sospeso le proprie contribuzioni risulta particolarmente elevato. Le cifre attestano questo fenomeno in misura pari a circa il 20 per cento degli aderenti, dimostrando un crescente ricorso negli ultimi anni e riflettendo presumibilmente l'impatto della crisi.

L'elevata contribuzione al pilastro pubblico e la difficoltà dei lavoratori ad accantonare ulteriori risorse a fronte di stringenti vincoli di bilancio frenano le adesioni. Un ulteriore fattore di freno è rappresentato dalla scarsa conoscenza delle regole che governano il sistema pensionistico.

Sempre in virtù dei risultati dell'*indagine sui bilanci delle famiglie della Banca d'Italia* del 2008 emerge che la conoscenza di tali regole è piuttosto limitata, soprattutto tra i lavoratori più giovani, quelli con minore reddito e quelli con un più basso grado di istruzione. Più in generale i dati mostrano un'insufficiente capacità di pianificare e di mettere in atto scelte di risparmio e investimento di lungo periodo coerenti con le proprie esigenze.

Nell'*indagine sui bilanci delle famiglie della Banca d'Italia* relativa al 2010 è stato chiesto ai lavoratori se avessero pensato alle fonti di sostentamento della propria famiglia dopo il

⁸⁷ Mario Draghi, "I motivi dell'assicurazione sociale", *Lezione Onorato Castellino, 13 ottobre 2009, Moncalieri. In Forni, L. e Giordano, R. (2001), "Funding a PAYG pension system: the case of Italy", Fiscal Studies, vol. 22(4), pp. 487-526, si può trovare una delle prime analisi quantitative per l'Italia dell'impatto di questo tipo di misura*

⁸⁸ *Indagine sui bilanci delle famiglie della Banca d'Italia (IBF) 2008*

pensionamento e se ritenessero necessario risparmiare per integrare la propria pensione. Il 57 per cento dei lavoratori ha dichiarato di non essersi mai posto questo problema, rappresentando una maggioranza piuttosto elevata, la quale risulta ancora più elevata se si considerano quei lavoratori più giovani, quelli appartenenti alle classi di reddito o di ricchezza più basse, quelli meno istruiti o con minori conoscenze su temi finanziari⁸⁹. Inoltre, solo una minoranza di quanti si sono posti il problema dell'adeguatezza della propria situazione previdenziale, circa il 30 per cento, ritiene di dover accumulare risorse aggiuntive contribuendo a un fondo pensione o investendo in attività finanziarie.

I fattori di freno che emergono da questi dati si possono identificare sia sul lato dell'offerta che da quello della domanda di servizi previdenziali.

Per quanto riguarda l'offerta, i prodotti disponibili appaiono spesso caratterizzati da scarsa trasparenza e dalla elevata complessità. I prezzi potrebbero inoltre essere eccessivamente elevati anche a causa della difficoltà per chi eroga la rendita di coprirsi adeguatamente del rischio di aumenti inattesi della longevità, che sta costantemente allungandosi nel tempo.

Per quanto riguarda il lato della domanda, una analisi statistica condotta sui dati dell'*indagine sui bilanci delle famiglie della Banca d'Italia* ha mostrato che la domanda di rendite vitalizie risulta ridotta tra i lavoratori con un basso grado di istruzione e con scarse conoscenze di natura finanziaria e previdenziale⁹⁰.

La considerazione che si può trarre da questo scenario è il fatto che è necessario curare una migliore informazione sui temi previdenziali, soprattutto riguardo all'evoluzione dei propri diritti nel sistema pubblico e ai vantaggi previsti per chi aderisce alla previdenza integrativa, affinché si riesca effettivamente ad accrescere la propensione al risparmio previdenziale. In particolare, si evidenzia il fatto che i lavoratori sembrano poco consapevoli delle significative agevolazioni fiscali concesse ai fondi.

Infine, un disincentivo alla partecipazione alla previdenza complementare può derivare dal rischio connesso con le fluttuazioni dei rendimenti delle attività finanziarie, e soprattutto con la possibilità di cali repentini e significativi delle quotazioni, basti pensare alle significative oscillazioni che hanno subito i mercati nel corso degli ultimi anni di crisi. La rilevanza di tali considerazioni emerge in tutta la sua pericolosità se si pensa a quei soggetti ormai prossimi al pensionamento, che non possono beneficiare dell'eventuale successivo recupero.

⁸⁹ *Indagine sui bilanci delle famiglie della Banca d'Italia (IBF) 2010*

⁹⁰ G. Cappelletti e P. Tommasino, "What determines annuity demand at retirement?", *Geneva Papers on Risk and Insurance*, 2013, vol. 38, pp. 777-802

Pertanto, appare chiaro come sia necessaria la definizione di un sistema di incentivi atto a incoraggiare le partecipazioni alle forme di previdenza complementare sotto due piani di intervento: introdurre limitate ma trasparenti garanzie di rendimento minimo da parte del settore pubblico, che proteggano almeno da rischi estremi, ed offrire una maggiore informazione avente l'obiettivo di sensibilizzare, educare ed avvicinare i potenziali aderenti al tema dei fondi pensione.

2.4 I rendimenti e i costi della relazione Covip del 2013

Il panorama italiano appena descritto necessita di un ulteriore approfondimento affinché possa essere dato un giudizio in merito ai risultati della previdenza complementari espressi in termini di rendimenti di lungo periodo.

Dall'avvio dell'operatività delle forme pensionistiche si sono succedute fasi di accentuata turbolenza dei mercati finanziari che hanno inevitabilmente compromesso le performance delle stesse e conseguentemente la loro domanda. Nel corso degli ultimi anni si sono registrati dei risultati positivi e crescenti che consentono di poter affermare che il settore della previdenza complementare ha resistito alle fluttuazioni di mercato ed ha così finalmente cominciato a reagire.

Infatti, le regole di settore, l'avveduto calcolo del rischio da parte degli operatori, gli interventi dell'Autorità di vigilanza hanno consentito di mantenere sotto controllo il sistema.

A dimostrazione di quanto appena affermato, si può analizzare quel periodo che va dall'inizio del 2000, ovvero l'anno in cui l'operatività della previdenza complementare cominciava ad essere significativa, alla fine del 2013. In questo arco temporale è possibile riscontrare che la scelta compiuta dai cittadini che hanno ritenuto di aderire alla previdenza complementare è risultata abbastanza soddisfacente, in considerazione del maggiore rendimento rispetto alla rivalutazione del TFR a prescindere dal fatto che quest'ultima sia priva di rischio. Infatti, il rendimento cumulato dei fondi pensione negoziali è stato del 48,7 per cento rispetto al 46,1 per cento ottenuto dal TFR. Inoltre ulteriori motivi che hanno portato molti lavoratori a partecipare alle forme di previdenza complementare sono stati i vantaggi derivanti dal meccanismo di silenzio-assenso con cui si garantiva una snella fruizione dei contributi del datore di lavoro verso le misure previste dagli accordi collettivi e dei benefici fiscali previsti dalla legge.

2.4.1 I rendimenti delle forme pensionistiche complementari

Il crescente trend dei rendimenti dei fondi pensione può identificarsi negli ultimi dati forniti dalla Covip relativamente al 2013. Infatti, i risultati di gestione delle forme pensionistiche complementari sono stati, al netto dei costi, superiori al tasso di rivalutazione del TFR; quest'ultimo, in flessione rispetto all'anno precedente, si è attestato all'1,7 per cento per effetto dell'attenuazione delle spinte inflazionistiche⁹¹.

A fronte di rendimenti complessivamente positivi, le differenze riscontrabili nelle *performance* delle diverse forme pensionistiche complementari sono state determinate soprattutto dalla diversa *asset allocation* adottata. E' stato infatti possibile riscontrare che i risultati migliori sono stati conseguiti dalle forme pensionistiche con una maggiore esposizione azionaria, sostenute dal buon andamento dei principali mercati azionari mondiali.

Al contrario, nelle forme pensionistiche con prevalenza di investimenti obbligazionari i risultati sono stati inferiori, in un contesto nel quale anche i mercati di riferimento hanno registrato una risalita dei rendimenti dei titoli di Stato rispetto al 2012.

La seguente tabella consente di sintetizzare i rendimenti delle diverse forme complementari, distinguendo nei vari comparti. Con riferimento ai fondi pensione negoziali si registrano i rispettivi rendimenti medi delle linee di investimento azionarie e bilanciate, pari al 12,8 per cento e al 6,6 per cento. Se si esaminano i fondi pensione aperti è possibile rilevare un rendimento medio che si attesta intorno al 16 per cento per i comparti azionari e all'8,3 per cento per quelli bilanciati, mentre, sempre negli stessi comparti, i PIP presentano rendimenti corrispondenti rispettivamente al 19,3 per cento e al 6,6 per cento.

⁹¹ Relazione COVIP 2013

Tabella 13. *Fondi pensione e PIP “nuovi” - rendimenti*

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Fondi pensione negoziali	7,5	3,8	2,1	-6,3	8,5	3,0	0,1	8,2	5,4
Fondi monocomparto ⁽²⁾	8,3	3,7	1,4	-	-	-	-	-	-
Fondi multicomparto									
<i>Garantito</i> ⁽³⁾	-	-	-	3,1	4,6	0,2	-0,5	7,7	3,1
<i>Obbligazionario puro</i>	2,1	2,6	2,2	1,6	2,9	0,4	1,7	3,0	1,2
<i>Obbligazionario misto</i>	6,9	2,7	2,1	-3,9	8,1	3,6	1,1	8,1	5,0
<i>Bilanciato</i>	7,9	5,6	2,4	-9,4	10,4	3,6	-0,6	9,2	6,6
<i>Azionario</i>	14,9	8,2	1,3	-24,5	16,1	6,2	-3,0	11,4	12,8
Fondi pensione aperti	11,5	2,4	-0,4	-14,0	11,3	4,2	-2,4	9,1	8,1
<i>Garantito</i> ⁽³⁾	2,9	1,0	1,9	1,9	4,8	0,7	-0,3	6,6	2,0
<i>Obbligazionario puro</i>	3,3	-0,2	1,6	4,9	4,0	1,0	1,0	6,4	0,8
<i>Obbligazionario misto</i>	6,4	1,0	0,3	-2,2	6,7	2,6	0,4	8,0	3,6
<i>Bilanciato</i>	11,4	2,4	-0,3	-14,1	12,5	4,7	-2,3	10,0	8,3
<i>Azionario</i>	16,2	3,7	-1,6	-27,6	17,7	7,2	-5,3	10,8	16,0
PIP “nuovi”									
Gestioni separate ⁽⁴⁾				3,5	3,5	3,8	3,5	3,8	3,6
Unit linked				-24,9	16,3	5,2	-5,7	8,9	12,2
<i>Obbligazionario</i>				2,7	4,1	0,7	0,9	5,3	-0,4
<i>Bilanciato</i>				-9,3	8,8	2,8	-4,0	7,4	6,6
<i>Azionario</i>				-36,5	23,1	7,5	-8,8	10,8	19,3
<i>Per memoria:</i>									
Rivalutazione del TFR ⁽⁵⁾	2,6	2,4	3,1	2,7	2,0	2,6	3,5	2,9	1,7

(1) Per la metodologia di calcolo del rendimento, *cfr. Glossario*, voce “Indice di capitalizzazione”.

(2) A partire dal 2008, i fondi pensione negoziali che sono rimasti monocomparto vengono considerati insieme ai fondi multicomparto.

(3) I rendimenti dei comparti garantiti non incorporano il valore della garanzia.

(4) Il rendimento aggregato è calcolato come media dei rendimenti delle singole gestioni ponderati per l'ammontare di risorse gestite.

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

Fonte: *Relazione annuale Covip*

2.4.2 I costi delle forme pensionistiche complementari

Così come abbiamo evidenziato i rendimenti dei diversi comparti per le varie forme previdenziali, è possibile eseguire simili considerazioni in termini di costi. La misura dell'onerosità di ciascuna forma pensionistica complementare è sintetizzata dall'indicatore sintetico dei costi, che esprime l'incidenza dei costi sostenuti dall'aderente sulla propria posizione individuale per ogni anno di partecipazione alla forma stessa. L'ISC consente di effettuare un'analisi comparativa tra le diverse offerte previdenziali in quanto è calcolato secondo una metodologia analoga per tutte le forme di nuova istituzione.

Nella previdenza complementare questo indicatore mette in luce differenze di rilievo fra le forme pensionistiche, nonché una certa dispersione dei singoli valori all'interno di ciascuna tipologia di forma.

Anche questa volta, riprendendo i dati forniti dalla Covip, è possibile evidenziare l'andamento dei costi registrato al termine del 2013. Rispetto al 2012, infatti, i costi medi sono rimasti sostanzialmente stabili per tutte le forme di previdenza complementare. Nei fondi pensione negoziali l'ISC è dello 0,9 per cento per periodi di partecipazione di 2 anni e si abbassa fino ad arrivare allo 0,2 per cento su un orizzonte temporale di 35 anni. Nei fondi pensione aperti sugli stessi orizzonti temporali l'ISC passa dal 2,0 all' 1,1 per cento mentre per i PIP si va dal 3,5 all'1,5 per cento.

Su orizzonti temporali lunghi, differenze anche piccole nei costi producono effetti di rilievo sulla prestazione finale. Ad esempio, su un orizzonte temporale di 35 anni ed a parità di altre condizioni la maggiore onerosità media rispetto ai fondi pensione negoziali si traduce in una prestazione finale più bassa del 17 per cento nel caso dei fondi pensione aperti e del 23 per cento per i PIP.

Tabella 14. *Fondi pensione e PIP “nuovi” – Indicatore sintetico dei costi*

	Indicatore sintetico dei costi (ISC)			
	2 anni	5 anni	10 anni	35 anni
Fondi pensione negoziali	0,9	0,5	0,4	0,2
<i>Minimo</i>	0,4	0,2	0,1	0,1
<i>Massimo</i>	2,6	1,2	0,7	0,5
Fondi pensione aperti	2,1	1,4	1,2	1,1
<i>Minimo</i>	0,6	0,6	0,6	0,6
<i>Massimo</i>	4,5	2,8	2,2	1,7
PIP “nuovi”	3,5	2,3	1,8	1,5
<i>Minimo</i>	0,9	0,9	0,9	0,7
<i>Massimo</i>	5,4	3,8	3,0	2,5

(1) L'indicatore sintetico dei costi a livello di forma previdenziale è ottenuto aggregando, con media semplice, gli indicatori dei singoli comparti.

Fonte: *Relazione annuale Covip*

Oltre alle differenze nei valori medi dell'ISC, vi è un'ampia dispersione fra le diverse tipologie di forme pensionistiche. Il confronto fra i costi praticati dalle singole forme previdenziali presuppone di considerare i meccanismi con i quali si dispiega la concorrenza all'interno del sistema nonché la diversa natura e modalità di incidenza dei costi medesimi. Nel segmento delle adesioni collettive operano fondi negoziali e fondi aperti; questi ultimi possono raccogliere adesioni su base collettiva per il tramite di accordi aziendali tra lavoratori e imprese ovvero accordi stipulati direttamente dal datore di lavoro con singoli dipendenti.

Al contrario, nel segmento delle adesioni individuali operano i fondi pensione aperti e i PIP, dove proprio questi ultimi risultano essere in media i più onerosi ma, allo stesso tempo, registrano incrementi delle adesioni molto più grandi di quelli riscontrati per le altre forme previdenziali. In ogni caso questo segmento risulta essere il più dinamico in termini di crescita del numero degli iscritti.

Tabella 15. *Fondi pensione aperti e PIP “nuovi” – Indicatore sintetico dei costi per tipologia di linea di investimento nel segmento delle adesioni individuali (dati fine 2013 – valori percentuali)*

Tipologia linee		Indicatore sintetico dei costi			
		2 anni	5 anni	10 anni	35 anni
Garantite ⁽³⁾	Fondi pensione aperti	2,0	1,2	1,0	0,9
	PIP “nuovi”	3,4	2,2	1,7	1,2
Obbligazionarie	Fondi pensione aperti	1,7	1,1	1,0	0,9
	PIP “nuovi”	1,8	1,5	1,4	1,0
Bilanciate ⁽⁴⁾	Fondi pensione aperti	2,2	1,5	1,3	1,1
	PIP “nuovi”	3,2	2,5	2,2	1,9
Azionarie	Fondi pensione aperti	2,4	1,7	1,5	1,4
	PIP “nuovi”	3,7	2,9	2,6	2,1

(1) Con riferimento ai fondi pensione aperti, sono esclusi i fondi nei quali più dell’80 per cento degli iscritti al 31 dicembre 2013 aveva aderito su base collettiva.

(2) I valori medi sono ottenuti ponderando l’indicatore sintetico dei costi di ciascuna linea di investimento con la rispettiva quota di mercato nel segmento delle adesioni individuali.

(3) Per i PIP si tratta delle gestioni separate di ramo I.

(4) Comprendono le linee cosiddette flessibili.

Fonte: *Relazione annuale Covip*

Nelle linee azionarie e bilanciate, le più costose per entrambe le tipologie di forma pensionistica, i differenziali sono più elevati: lo scostamento che si registra è di circa 1-1,3 punti percentuali sui 2 anni e si mantiene intorno allo 0,7-0,8 per cento sui 35 anni. Invece nel caso delle linee obbligazionarie i valori sembrano discostarsi in misura inferiore e più precisamente intorno allo 0,1 per cento sui 35 anni.

Per quanto riguarda le linee garantite la differenza tra i costi medi dei PIP e dei fondi pensione aperti è elevata su periodi brevi: 1,4 punti percentuali sui 2 anni, che si riducono allo 0,3 per cento sui 35 anni.

Conclusioni

Quanto finora descritto consente di poter individuare differenti processi valutativi che tengano conto sia delle performance di un fondo pensione rispetto alle varie alternative previdenziali presenti sul mercato, sia della dimensione ottimale dei fondi stessi che

permetta di contemplare contemporaneamente costi contenuti e massimizzazione degli obiettivi previdenziali.

La valutazione delle performance, oltre a verificare la validità della gestione del portafoglio di investimento, si pone come obiettivo anche quello di individuare i relativi punti di debolezza e di forza così da poter controllare e perfezionare la composizione del portafoglio stesso.

Ciò che è emerso dallo studio relativo alle performance dei fondi pensione aperti è rappresentato dal fatto che questi non sono stati in grado di offrire degli extra rendimenti competitivi né rispetto al TFR né rispetto al mercato. Oltre alla fase embrionale che caratterizzava il mercato della previdenza complementare nel periodo di analisi considerato, anche la forte volatilità e le eccessive oscillazioni che registrate hanno dimostrato come sia stati penalizzati quei fondi che avevano adottato strategie di investimento attive, con conseguente assunzione di maggiori livelli di rischio.

Tuttavia, emerge un aspetto non trascurabile che si sostanzia nel tema della coerenza dei bisogni previdenziali con le linee di investimento perseguite dai fondi, per la quale l'obiettivo di massimizzazione delle performance potrebbe mal combinarsi con la natura dei fondi pensione stessi. Allo stesso tempo, però, l'analisi ha evidenziato come l'adozione di strategie di *benchmarking* potrebbe rivelarsi preferibile se si considera il favorevole impatto che queste determinano sul livello dei costi sostenuti, rendendo più facile il conseguimento di risultati competitivi rispetto al TFR.

La necessità di contenere i costi dei fondi pensione è un elemento alla base non solo per garantire al lavoratore l'offerta di coerenti combinazioni rischio/rendimento rispetto alle sue finalità pensionistiche, ma anche di contribuire alla realizzazione di un sistema di previdenza complementare efficiente e sostenibile.

L'analisi dell'incidenza dei costi amministrativi e finanziari ha permesso di poter evidenziare la correlazione che sussiste tra economie di scala e dimensioni ottimali dei fondi, rispettivamente in termini di numero di iscritti e di volume del patrimonio gestito.

I risultati che emergono da questa seconda analisi delineano la concreta possibilità di realizzare significative economie di scala grazie alle conseguenti contrazioni del livello medio dei costi amministrativi all'aumentare del patrimonio gestito dal fondo e, quindi, alle dimensioni dell'Andp.

Sempre in relazione a quest'ultime variabili è possibile rilevare per i costi finanziari un andamento costante e non crescente, come si attenderebbe dall'ipotesi di base di riscontrare diseconomie di scala.

In ogni caso il margine di sfruttamento delle economie di scala in termini di costi di natura finanziaria risulta essere stato in gran parte utilizzato per la maggiore concorrenza e competizione del mercato della previdenza complementare, sempre più aperto e presenziato da fondi esteri.

La dimensione ottimale e la maggiore efficienza dei fondi, pertanto, sembrano muoversi non tanto verso politiche volte al ridimensionamento dei costi, bensì verso strategie aventi come obiettivo di base la riqualificazione dei servizi e prodotti previdenziali offerti e l'adozione di modelli gestionali più strutturati e coerenti con le finalità del risparmio pensionistico.

Proprio in relazione a quest'ultimo aspetto è possibile affermare che la struttura interna ed i meccanismi di *governance* dei fondi stessi consentono di poter riscontrare un ulteriore impatto positivo rispetto all'efficienza del sistema previdenziale, in termini di crescita e sviluppo del mercato finanziario stesso.

Pertanto, sia la dimensione che la gestione del fondo rappresentano due aspetti fortemente correlati tra di loro per i quali, se da un lato la realizzazione di politiche di acquisizione è volta a migliorare il posizionamento sul mercato dei fondi e ad aumentarne la forza contrattuale, dall'altro efficienti meccanismi di *governance* consentono di assicurare l'efficacia di ampliamenti strutturali e di ridurre i problemi di agenzia.

CAPITOLO 3

L'analisi empirica dei fondi pensione aperti italiani

3.1 I fondi pensione aperti italiani

Nel seguente capitolo si procede con la descrizione dell'attuale scenario che caratterizza il mercato dei fondi pensione in Italia, con particolare riferimento a quanto rilevato dalla Covip nel corso del 2013. Da questa relazione, infatti, emerge un quadro piuttosto promettente in termini di sviluppo e di diffusione dei vari strumenti offerti dal settore della previdenza complementare.

Le cause che rendono questo terreno così fertile sono riconducibili generalmente: all'aumento delle aspettative di vita, ai mutamenti della composizione della popolazione, alle esigenze di contenimento della spesa pubblica, ai cambiamenti del mercato del lavoro⁹², nonché alle stime pessimistiche del tasso di sostituzione minimo, ritenuto necessario per mantenere un adeguato tenore di vita.

Il ricorso a forme di previdenza complementare ha necessariamente determinato una crescente domanda alla quale è conseguita un'adeguata offerta costituita da diversi comparti e linee di investimento atte a soddisfare le varie esigenze dei lavoratori. I fondi pensione aperti, in particolare, rappresentano uno dei più diffusi strumenti finanziari e vantano in media, insieme ai PIP, uno dei più alti rendimenti del settore, che al termine del 2013 si è attestato intorno all'8,1 per cento⁹³.

Con riferimento al suddetto anno, la stessa Covip ha ripercorso nella sua relazione annuale i principali risultati riscontrati in questo specifico mercato, dove sono di seguito riportati i principali dati che descrivono la numerosità e la composizione degli aderenti, i flussi contributivi e le tipologie di comparto di maggiore interesse.

⁹² *Relazione Presidente Covip 2013, p. 24*

⁹³ *Relazione COVIP 2013, p. 30*

3.1.1 L'evoluzione del mercato dei fondi aperti in Italia: le adesioni e l'attivo netto destinato alle prestazioni (ANDP)

Di seguito si individua il ruolo dei fondi pensione aperti all'interno del mercato italiano della previdenza complementare, specificando l'evoluzione del settore, l'azione di vigilanza e la gestione degli investimenti, sulla base di quanto raccolto dalla Covip.

Riprendendo brevemente la definizione data nel primo capitolo, si qualifica come fondo pensione aperto quella forma pensionistica complementare alla quale è possibile aderire volontariamente senza necessariamente appartenere ad una determinata categoria di lavoratori, azienda o area geografica, individuata da convenzioni o accordi tra i rispettivi rappresentanti dei datori di lavoro e dei lavoratori.

I soggetti che possono promuovere l'istituzione di questi fondi sono quegli intermediari finanziari abilitati per legge alla loro gestione come banche, assicurazioni, SIM e SGR, sui quali grava l'obbligo di costituire un apposito fondo di destinazione, autonomo e separato rispetto al patrimonio delle stesse, nel quale far confluire tutti i contributi raccolti e quanto ricavato dall'andamento delle linee di investimento perseguite.

L'adesione al fondo pensione in genere comporta l'assunzione, da parte degli aderenti, del rischio della potenziale variazione negativa del valore del patrimonio del fondo a seguito delle oscillazioni del prezzo dei titoli in cui esso è investito. Pertanto questo si concretizza con la conseguente possibilità di non ottenere la restituzione integrale del capitale versato al momento dell'erogazione delle prestazioni pensionistiche, ovvero corrispondente a un rendimento finale inferiore rispetto a quanto atteso, fatta eccezione per i casi in cui i rendimenti previsti siano garantiti. Al rischio appena descritto, di tipo "specifico" perché imputabile alla natura dei titoli nei quali il fondo ha investito, va aggiunta un'altra categoria di rischio ovvero quello "sistematico", riferito alle possibili oscillazioni del mercato di riferimento e al suo andamento.

Per quanto riguarda la gestione delle somme raccolte, ogni fondo, sulla base del proprio regolamento, offre all'aderente diverse linee di investimento, ciascuna con diversi livelli di rischio corrispondenti alla politica di investimento perseguita e alla presenza o meno di rendimento garantito. I vari comparti di cui si costituisce un fondo, infatti, offrono all'aderente differenti tipologie di investimento che meglio si adattano alle sue specifiche richieste e aspettative, più o meno propense all'assunzione di rischio. Relativamente a ciò si individuano i comparti azionari, obbligazionari, bilanciati e garantiti.

I primi si costituiscono in tutto o in misura predominante di titoli di capitale che, in quanto tali, implicano l'acquisizione da parte del sottoscrittore dello status di azionista della

società in cui si investe, partecipando al suo capitale di rischio e quindi agli eventuali dividendi distribuiti.

Il comparto obbligazionario, al contrario, prevede l'investimento in titoli di debito, quali i titoli di stato, i certificati di deposito e le obbligazioni, alla cui sottoscrizione si diventa finanziatori, con diritto a percepire gli interessi sulle somme prestate ed a ottenerne il rimborso.

La linea bilanciata si costituisce di entrambe le categorie di titoli, in eguale misura o in differenti proporzioni, calibrando e distribuendo diversamente il rischio a seconda della predominanza di uno o dell'altro strumento finanziario. Infine, il comparto garantito offre un rendimento minimo tendenzialmente in linea con quello del TFR oppure la restituzione del capitale versato al verificarsi di certi eventi.

Dopo questa breve digressione è possibile osservare e spiegare le informazioni raccolte dalla Covip al termine del 2013, discutendo sull'evoluzione del mercato dei fondi aperti in Italia in termini di adesioni, rendimenti e costi.

Tabella 16. *Fondi pensione aperti – dati di sintesi*

	2012	2013
Iscritti	913.913	984.584
<i>Variazione percentuale</i>	3,7	7,7
Nuovi iscritti nell'anno ⁽¹⁾	57.000	98.000
di cui: <i>lavoratori dipendenti</i>	36.000	35.000
Contributi	1.205	1.296
Attivo netto destinato alle prestazioni (ANDP)	10.078	11.990
<i>Variazione percentuale</i>	20,5	19,0

(1) Dati parzialmente stimati. Tra i nuovi iscritti non sono considerati quelli derivanti da trasferimenti tra fondi pensione aperti.

Fonte: *Relazione annuale Covip*

Come emerge dalla tabella, alla fine del 2013 gli iscritti ai fondi pensione aperti sono circa 985.000, il 7,7 per cento in più rispetto all'anno precedente, mentre le nuove adesioni raccolte nell'anno sono state 98.000, contro le 57.000 registrate nel 2012.

L'attivo netto destinato alle prestazioni (ANDP) si configura come la differenza tra il valore di tutte le attività e il valore di tutte le passività e viene diviso in quote o in frazioni di quote. Sulla base di quanto rappresentato nella tabella, al termine del 2013 risultava pari a circa 12 miliardi di euro, in aumento del 19 per cento rispetto alla fine del 2012.

L'incremento dell'attivo netto destinato alle prestazioni, quasi 2 miliardi, è dovuto a contributi per 1,3 miliardi, a fronte di prestazioni per 389 milioni e trasferimenti netti

positivi per 165 milioni; il saldo, pari a 840 milioni, è costituito da utili e plusvalenze nette. Il totale dei costi, dedotti dall'attivo dei fondi e che consentono di ricavare l'ammontare dell'ANDP, sono stimabili in circa 131 milioni di euro.

Il mercato italiano dei fondi pensione aperti, sempre al termine del 2013, ha registrato un incremento della quota di iscritti a quei fondi gestiti da SIM, a fronte di una riduzione della quota relativa alle compagnie di assicurazione e dell'azzeramento di quella riferita alle banche. Nella seguente tabella è possibile avere un più completo quadro d'insieme che rivela come il grado di concentrazione del settore sia rimasto sostanzialmente invariato: il peso degli iscritti ai 21 fondi gestiti da società appartenenti ai primi cinque gruppi finanziari resta pari al 60 per cento.

Tabella 17. *Fondi pensione aperti – struttura del mercato*

	2012				2013			
	Società	Fondi/ Comparti	Iscritti	ANDP	Società	Fondi/ Comparti	Iscritti	ANDP
	Numero	Numero	%	%	Numero	Numero	%	%
Fondi aperti gestiti da:								
Assicurazioni	34	42	48,8	46,5	33	43	46,4	46,1
Banche	1	1	4,0	1,9	-	-	-	-
SGR	10	11	35,8	39,1	10	11	35,6	40,3
SIM	1	5	11,4	12,4	1	5	17,9	13,6
Totale	46	59	100,0	100,0	44	59	100,0	100,0
<i>Per memoria:</i>								
Fondi dei 5 maggiori gruppi per numero di iscritti		22	59,7	59,1		21	60,0	59,3
Comparti per tipologia⁽¹⁾								
Garantito		75	26,3	22,0		78	26,2	21,8
di cui: destinatari dei flussi di TFR conferiti tacitamente		51	18,0	14,6		51	18,0	14,5
Obbligazionario puro		32	6,9	6,0		33	6,8	5,6
Obbligazionario misto		25	10,5	10,9		24	10,0	10,3
Bilanciato		76	29,7	32,1		74	31,9	32,3
Azionario		58	26,6	29,0		60	25,1	30,0
Totale		266	100,0	100,0		269	100,0	100,0
Comparti per classi dimensionali del patrimonio gestito								
superiore a 100 mln di euro		24	38,4	42,3		32	42,8	49,9
compreso tra 10 e 100 mln di euro		153	58,2	54,5		149	54,4	47,4
inferiore a 10 mln di euro		89	3,5	3,3		88	2,8	2,7

(1) La ripartizione degli iscritti per tipologia di comparto è effettuata conteggiando in ciascuno dei comparti interessati coloro che hanno suddiviso la propria posizione individuale tra più comparti.

Fonte: *Relazione annuale Covip*

Per quanto riguarda il numero di comparti si evidenzia il fatto che questi hanno subito un aumento da 266 a 269. In particolare, emerge come i comparti caratterizzati da un patrimonio superiore a 100 milioni di euro, ai quali corrisponde quasi il 43 per cento del mercato in termini di iscritti, siano passati da 24 a 32. È rimasto invece stabile il numero dei comparti di dimensioni contenute, ovvero inferiori a 10 milioni di euro, a circa un terzo del totale la loro incidenza in termini di iscritti, mentre l'andamento netto destinato alle prestazioni (ANDP) appare marginale.

Se procediamo con la relazione della Covip, possiamo osservare come il ricorso al mercato dei fondi pensione presenti una crescente diffusione tra i lavoratori autonomi e tra quelli dipendenti. Infatti sono circa 529.000 i lavoratori autonomi che alla fine del 2013 risultano iscritti a fondi pensione aperti, ossia il 10,5 per cento in più rispetto al 2012, mentre cresce, seppure in misura più contenuta, il numero dei lavoratori dipendenti che vi fanno ricorso, ovvero corrispondenti a 455.000 unità, circa pari al 4,5 per cento in più sempre rispetto al 2012. Quest'ultima categoria si può distinguere fra due diversi tipi di adesioni: quelle su base individuale, per le quali si è registrato un aumento del 10 per cento rispetto al 2012, che ha compensato la flessione dell'altra tipologia di adesioni, ovvero quelle su base collettiva, pari a un saldo netto negativo di circa 4.000 unità.

Complessivamente si constata un incremento per entrambe le condizioni professionali, come si può evincere dalla seguente tabella. Questo aumento può essere imputato al fatto che si sono diffuse politiche di incentivazione volte a promuovere l'adesione ai fondi aperti, tendenzialmente gestiti da compagnie assicurative, tramite gli sportelli bancari, che sono stati identificati come principale rete di collocamento.

Tabella 18. *Fondi pensione aperti – iscritti per condizione professionale*

Condizione professionale	2012		2013	
	Numero	%	Numero	%
Lavoratori autonomi ⁽¹⁾	478.640	52,4	528.782	53,7
Lavoratori dipendenti	435.273	47,6	455.802	46,3
<i>adesioni collettive⁽²⁾</i>	<i>205.331</i>		<i>202.054</i>	
<i>adesioni individuali</i>	<i>229.942</i>		<i>253.748</i>	
Totale	913.913	100,0	984.584	100,0

(1) Comprendono anche iscritti che non risulta svolgano un'attività di lavoro.

(2) Comprendono anche gli iscritti tramite accordi plurimi.

Fonte: *Relazione annuale Covip*

Nello specifico segmento delle adesioni, individuali o collettive, è possibile individuare ulteriori aspetti che riguardano la tipologia di versamento, che può verificarsi mediante la

destinazione: di tutta o parte della quota di TFR maturata nell'anno, dei soli contribuiti, o della somma tra adesione con contribuiti e TFR. In generale prevale l'iscrizione tramite il versamento della sola quota di TFR, in misura pari al 50 per cento del totale nel segmento delle adesioni individuali contro circa i tre quarti dei lavoratori nel caso delle adesioni collettive.

Inoltre, poco meno del 90 per cento dei lavoratori dipendenti che hanno versato il TFR ha destinato al fondo aperto l'intera quota maturata nell'anno; tale percentuale rimane la stessa a prescindere dalla tipologia, collettiva o individuale, dell'adesione.

Tabella 19. *Fondi pensione aperti – lavoratori dipendenti per tipologia di adesione e di versamenti*

Tipologia di versamenti	Tipologia di adesione			
	2012		2013	
	Individuale	Collettiva ⁽¹⁾	Individuale	Collettiva ⁽¹⁾
Iscritti con versamenti contributivi e TFR	9,9	70,3	10,0	72,0
Iscritti con versamento del solo TFR	54,0	14,2	50,1	13,4
Iscritti con soli versamenti contributivi	36,1	15,5	39,9	14,6
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) Comprendono anche gli iscritti tramite accordi plurimi.

Fonte: *Relazione annuale Covip*

Proseguendo con l'analisi delle caratteristiche degli aderenti ai fondi pensione aperti è possibile evidenziare che l'età media si attesta intorno ai 44,3, anni, rimasta stabile rispetto al periodo precedente. In particolare, mentre l'età media dei lavoratori dipendenti è aumentata attestandosi a 42,7 anni, a differenza dei 42 anni registrati alla fine del 2012, quella dei lavoratori autonomi è rimasta invariata intorno ai 47,3 anni rispetto all'anno precedentemente.

Quest'ultimo fenomeno è quasi interamente riconducibile al fatto che nel corso del 2013 sono state avviate mirate politiche di promozione dei fondi pensione aperti e di incentivazione delle reti di collocamento tali da aver reso possibile un aumento degli iscritti lavoratori autonomi con meno di 35 anni.

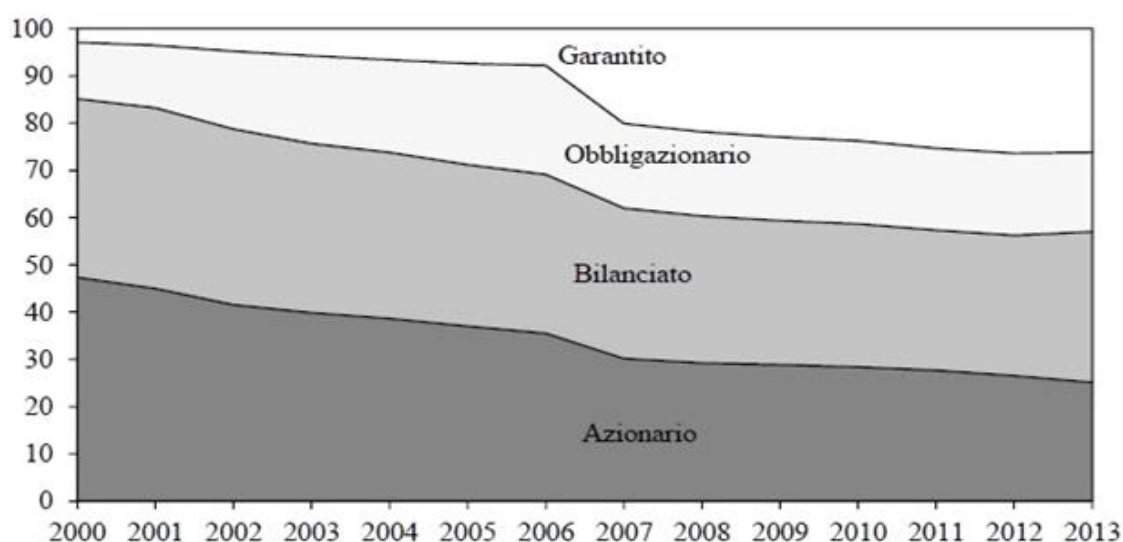
3.1.2 L'evoluzione del mercato dei fondi aperti in Italia: le linee di investimento

Si procede di seguito con l'analisi degli iscritti ripartiti rispettivamente per area geografica di appartenenza e per linee di investimento da essi scelte. Per quanto riguarda la ripartizione geografica si evidenzia che circa il 58 per cento del totale degli aderenti risiede nelle regioni del nord Italia, dove la Lombardia vanta il maggior numero di iscritti (pari al 20 per cento), mentre il 22 per cento appartiene a quelle centrali e il 19 per cento a quelle meridionali e insulari.

Per quanto concerne invece l'ambito delle scelte delle linee di investimento si evidenzia complessivamente una progressiva riallocazione delle preferenze prevalentemente dai comparti azionari verso i comparti garantiti. Questa evoluzione della composizione degli iscritti per tipologia di comparto nel corso dell'ultimo decennio viene spiegata graficamente dalla seguente tabella.

Nello specifico è possibile affermare che la quota degli aderenti ai comparti azionari è scesa al 25 per cento dal 27 per cento registrata alla fine del 2012, evidenziando uno spostamento delle preferenze non solo verso i comparti garantiti, rimasti stabili al 26 per cento, ma anche verso quelli bilanciati, i quali hanno registrato un aumento di due punti percentuali dal 30 per cento rilevato nel periodo precedente. Non sembrano aver subito grosse variazioni le quote degli aderenti ai comparti obbligazionari, rimasti fermi intorno alla stessa percentuale individuata alla fine del 2012 del 17 per cento.

Figura 3. Fondi pensione aperti – composizione degli iscritti per tipologia di comparto

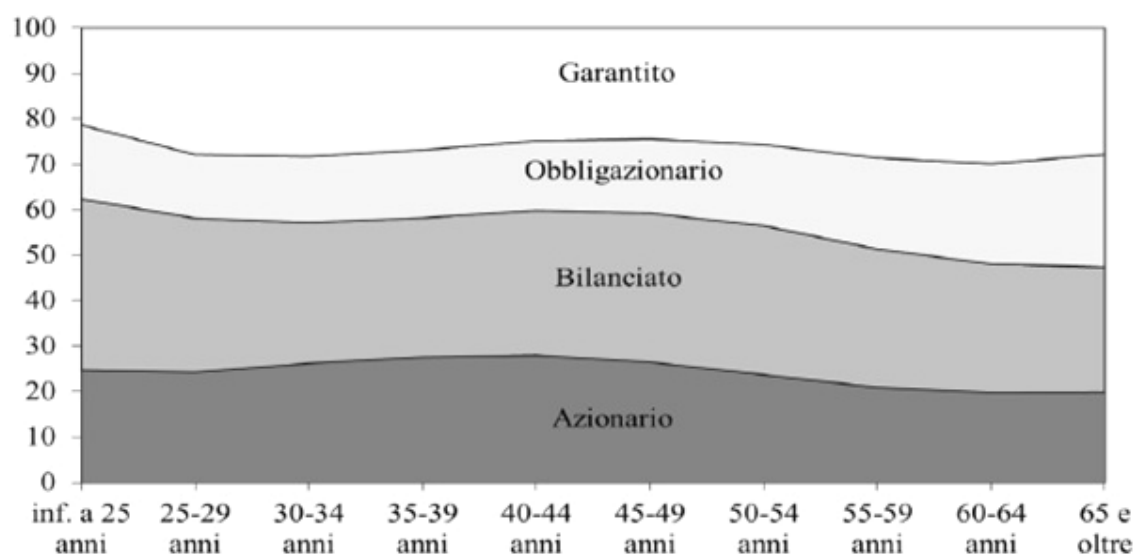


Fonte: Relazione annuale Covip

Rimanendo sempre nell'ambito dei comparti preferiti dagli aderenti, è possibile riscontrare un ulteriore elemento di analisi in merito alle scelte di investimento in più linee. Rispetto alla fine del 2012 si registra un lieve incremento della quota di iscritti che nel corso del 2013 hanno ripartito la propria posizione su più comparti dello stesso fondo, pari al 9 per cento del totale, dei quali si evidenzia il fatto che solo uno su cinque ha scelto di suddividere la posizione individuale su più di due linee.

Anche la composizione degli iscritti per classi di età e le relative scelte di investimento possono essere illustrate dalla seguente figura dalla quale emerge come in realtà questa non abbia subito variazioni significative. Infatti, il 42 per cento degli iscritti al di sotto dei 35 anni ha aderito a comparti garantiti e obbligazionari, mentre il 25 per cento ha preferito linee di investimento azionarie. Questi valori risultano confermati anche per le classi di età intermedie, mentre per gli aderenti aventi almeno 55 anni si registra una maggiore tendenza verso i comparti garantiti, in misura pari al 50 per cento, rispetto alla più bassa propensione ad investire nelle linee azionarie, per una percentuale pari al 20 per cento.

Figura 4. *Fondi pensione aperti – composizione degli iscritti per tipologia di comparto e di classi di età*



Fonte: *Relazione annuale Covip*

Perpetuando questo approfondimento relativo all'evoluzione del mercato dei fondi pensione aperti nel corso del 2013, si raffrontano i differenti flussi contributivi, a seconda che si considerino i versamenti dei lavoratori dipendenti o autonomi. I primi hanno apportato un ammontare di contributi di circa 834 milioni di euro, mentre i secondi hanno registrato un flusso contributivo pari a 464 milioni.

In generale i fondi pensione aperti hanno raccolto contributi per 1,2 miliardi di euro, circa 90 milioni in più rispetto al 2012, dove si evidenzia un contributo medio degli iscritti “versanti” di circa 2.260 euro, in lieve aumento rispetto al 2012. In particolare, il contributo medio dei lavoratori dipendenti è salito a 2.610 euro mentre quello dei lavoratori autonomi è sceso a 1.830.

Per quanto riguarda invece gli iscritti “non versanti”, ovvero coloro che non hanno trasferito i propri contributi verso la posizione individuale del fondo nel corso dell’anno in questione, si quantificano in misura pari a 412.000, cioè il 42 per cento del totale degli iscritti, in lieve crescita rispetto al 2012. Le posizioni non alimentate nell’anno sono relative soprattutto a lavoratori autonomi, il 52 per cento dei quali non ha effettuato versamenti, mentre risulta conseguentemente più bassa per i lavoratori dipendenti, circa il 30 per cento, prevalentemente riconducibile ad adesioni individuali.

Tabella 20. *Fondi pensione aperti – flussi contributivi*

	Contributi raccolti	
	2012	2013
Lavoratori dipendenti	789	832
<i>a carico del lavoratore</i>	187	211
<i>a carico del datore di lavoro</i>	134	144
<i>TFR</i>	468	477
Lavoratori autonomi ⁽¹⁾	416	464
Totale	1.205	1.296
<i>Per memoria:</i>		
Contributo medio per iscritto ⁽²⁾	2.250	2.260
Lavoratore dipendente	2.530	2.610
<i>adesione collettiva</i>	3.250	3.410
<i>adesione individuale</i>	1.820	1.880
Lavoratore autonomo ⁽²⁾	1.860	1.830

(1) Comprendono anche iscritti che non risulta svolgano attività di lavoro.

(2) Il dato sui contributi medi è riferito ai soli aderenti che hanno effettuato versamenti nell’anno di riferimento.

Fonte: *Relazione annuale Covip*

Infine l’ultimo fattore di discussione riguarda la composizione della raccolta netta durante la fase di accumulo dei fondi pensione aperti, considerando come flussi in entrata i contributi versati e le somme trasferite provenienti da altre forme pensionistiche, ed identificando come i flussi in uscita l’insieme di valori corrispondenti ai riscatti, alle anticipazioni, alle erogazioni di capitali o rendite ed ai trasferimenti diretti verso altre forme pensionistiche. In particolare, il valore netto che deriva dalla differenza tra i

trasferimenti in entrata e quelli in uscita registra un saldo positivo di circa 8.000 posizioni, rispetto alle 4.500 unità individuate nel 2012.

Per quanto concerne le richieste di anticipazioni della prestazione pensionistica, queste hanno registrato un generale aumento da 11.200 a 16.200, per complessivi 122 milioni. Seguono la stessa tendenza i riscatti, che hanno registrato un aumento di 16 milioni rispetto all'anno precedente, caratterizzandosi per la stragrande maggioranza dei casi di riscatti totali, pari all'incirca al 72 per cento. Per essere più precisi si può evidenziare il fatto che complessivamente le richieste di riscatto hanno registrato una lieve contrazione, portandosi a poco meno di 14.300 posizioni rispetto alle 14.700 unità rinvenute nell'anno precedente, per un totale di 127 milioni di euro.

Per quanto riguarda le prestazioni pensionistiche emerge il fatto che le richieste di erogazione in forma di capitale rimangono sostanzialmente stabili, ovvero corrispondenti a poco più di 7.000 posizioni, per cui si riscontra un ammontare complessivo di 132 milioni di euro.

Se si considera poi che le richieste di trasformazione in rendita risultano pari a 174 unità, è possibile determinare il saldo della gestione previdenziale nella fase di accumulo, che vanta una variazione positiva, passando da 943 a 1.072 milioni di euro.

Tabella 21. *Fondi pensione aperti – componenti della raccolta netta nella fase di accumulo*

	Numero		Importi	
	2012	2013	2012	2013
Contributi per le prestazioni			1.205	1.296
Trasferimenti in entrata da altre forme pensionistiche ⁽¹⁾	24.853	23.894	326	444
Entrate della gestione previdenziale			1.531	1.740
Trasferimenti in uscita verso altre forme pensionistiche ⁽¹⁾	20.346	15.851	262	279
Anticipazioni	11.186	16.246	96	122
Riscatti	14.715	14.288	111	127
Erogazioni in forma di capitale	6.786	7.054	115	132
Trasformazioni in rendita	103	174	5	8
Uscite della gestione previdenziale			588	668
Raccolta netta			943	1.072

(1) Comprendono i trasferimenti tra fondi pensione aperti.

Fonte: *Relazione annuale Covip*

In base a quanto sopra esposto, le riallocazioni di posizioni individuali fra comparti dello stesso fondo pensione hanno evidenziato una specie di propensione verso quei comparti

meno rischiosi quale quelli obbligazionari e garantiti, determinandone un valore complessivo di 184 milioni di euro contro i 149 dell'anno precedente.

I trasferimenti in questione implicano necessariamente un deflusso tra i diversi comparti che inevitabilmente si ripercuote sulla composizione della raccolta netta, ma non sul suo risultato finale in quanto relativo all'insieme delle linee di investimento appartenenti allo stesso fondo pensione aperto.

3.2 L'analisi empirica dei costi dei fondi pensione aperti italiani

Dopo una breve panoramica sulle attuali condizioni del mercato dei fondi pensione aperti, si presenta uno studio incentrato sui soli comparti *bilanciati*, composti da una quota azionaria che può variare dal 30 al 70%. Il *data set* si compone di ulteriori informazioni riguardanti: la natura del gestore (banca, assicurazione, SGR, SIM), la tipologia di gestione (mono o multi gestione), l'appartenenza ad un gruppo (bancario o assicurativo), i rendimenti medi annuali e infrannuali, gli indicatori di performance (*sharpe* e *alfa* di Jensen), il livello di onerosità (ISC 2, 5, 10, 35) e di rischiosità (deviazione standard), nonché la numerosità degli aderenti ed i valori di andp registrati nell'ultimo triennio.

L'analisi si compone in primo luogo di una comparazione fra i rendimenti medi dei fondi pensione aperti ed il tasso di rivalutazione del TFR, entrambi registrati al termine del 2013, determinandone una stima del differenziale di rendimento che evidenzia le crescenti performance ascrivibili a questi strumenti di previdenza complementare.

Inoltre l'analisi si sposta verso degli studi più approfonditi che vedono l'utilizzo di un programma statistico (STATA) tramite il quale sono stati costruiti test di differenza in media e modelli di regressione lineari, definendo i diversi legami che intercorrono fra le variabili incluse nel campione in relazione al livello dei costi attesi dalla Covip per i prossimi 10 e 35 anni.

3.2.1 Il campione osservato

Con riferimento allo scenario poc'anzi illustrato e considerando gli approcci empirici descritti nel precedente capitolo, si procede con un'analisi statistica volta a descrivere i diversi aspetti che caratterizzano i fondi pensione aperti italiani ed, in particolare, il comparto bilanciato.

Quest'ultimo viene individuato con riferimento alla definizione che ne dà Assogestioni, che lo interpreta come quel comparto costituito in misura variabile tra il 30 e il 70 per cento di titoli azionari, la cui quota diverge a seconda della struttura e degli obiettivi

previsti dai regolamenti di ciascun fondo. Pertanto, per ogni fondo offerto sul mercato è possibile individuare uno o più comparti che rispettino i suddetti presupposti.

Lo scenario che si intende studiare e sviluppare implica necessariamente la raccolta di ulteriori informazioni atte a descriverlo in modo completo ed esaustivo. In ragione di ciò si costruisce un *data set* che considera le caratteristiche della gestione e le eventuali deleghe, l'appartenenza o meno ad un gruppo assicurativo/bancario, i rendimenti registrati negli ultimi tre anni sia dalla Covip sia da Morning Star, i costi stimati dalla Covip su diversi orizzonti temporali, il livello di volatilità, gli indicatori *alpha* e *sharpe* e l'ammontare degli iscritti e dell'Andp registrati sia a termine del 2011 che a fine giugno 2014. In particolare, con riferimento alle caratteristiche della gestione ci si riferisce alla natura del soggetto promotore e alla scelta di assegnare la gestione del fondo ad uno o più istituti, come nei casi di mono o multi gestione.

Un'ulteriore specificazione va rivolta in merito ai rendimenti, esposti sia rispetto alle performance registrate dalla Covip nel 2013 e in diversi orizzonti temporali, sia rispetto a quelle registrate dal sito privato di Morningstar. In particolare, mentre il rendimento medio fornito dall'autorità di vigilanza è costruito con tre dati annuali (2011, 2012, 2013), quello di Morningstar è sviluppato sulla base dei dati mensili e copre il triennio 2012-2014.

In entrambi i casi si tratta di rendimenti che risultano essere al lordo dei costi per cui non coincidono con quanto effettivamente consegue ciascun aderente, sul quale gravano gli oneri connessi alla gestione e le imposte sul capital gain.

Sempre dal sito privato di Morningstar, sono state raccolte diverse informazioni: l'indice di *sharpe*, l'*alpha* di Jensen e la deviazione standard, sempre riferita al triennio 2012-2014 e calcolata a partire da dati mensili. Inoltre, è stato possibile creare un'ulteriore variabile nominata *performance media* che rappresenta il rendimento medio calcolato in base ai risultati dei fondi pensione aperti raccolti dalla Covip al termine del 2013.

3.2.2 Il differenziale di rendimento tra i fondi pensione aperti ed rivalutazione del TFR

Il *data set* così costruito consente di poter creare un'ulteriore variabile che evidenzia il differenziale di rendimento tra le performance ottenute da ciascun comparto di ogni fondo pensione aperto considerato e il tasso di rivalutazione annuo del TFR, entrambi relativi alle informazioni fornite dalla Covip e di competenza dell'anno 2013. Questo aspetto permette di rispondere ad una delle più immediate domande che emergono ogni qual volta si tratta il tema della previdenza complementare, ossia la convenienza in termini di rendimento di

lasciare il proprio TFR presso l'azienda o di conferirlo verso queste forme pensionistiche integrative.

In relazione a questo diffuso interrogativo si ritiene necessario tentare di rispondere nel modo più esaustivo possibile, per cui si discutono le suddette informazioni relative al 2013, dalle quali si ricava il differenziale di rendimento che suggerisce diverse considerazioni in merito alla tanto discussa "scelta".

La relazione del 2013 della Covip, oltre alle performance ottenute da ciascun fondo pensione, evidenzia il tasso di rivalutazione del TFR, il quale ha registrato una lieve flessione rispetto all'anno precedente, attestandosi in corrispondenza dell'1,7 per cento. Questo calo è dovuto all'attenuazione delle spinte inflazionistiche che da tempo tendono a frenarsi⁹⁴, fino ad arrivare all'attuale scenario di un'economia ristagnante, caratterizzata al contempo da disoccupazione e deflazione.

Ricordiamo che il tasso di rivalutazione del TFR è infatti costituito da una percentuale fissa dell'1,5 per cento a cui va aggiunta una quota variabile pari al 75 per cento del tasso di inflazione per le famiglie di operai e impiegati (FOI).

In relazione, invece, ai rendimenti di ciascun comparto bilanciato di ogni fondo pensione aperto, la stessa Covip fornisce tali informazioni in relazione all'anno 2013, per cui è possibile comparare le singole performance con il tasso di rivalutazione del TFR e ricavare così i vari differenziali di rendimento.

I risultati che emergono confermano quanto affermato dalla stessa Covip nella relazione del 2013, nella quale si constatava che i risultati di gestione delle forme pensionistiche complementari sono stati, al netto dei costi, superiori al tasso di rivalutazione del TFR⁹⁵.

Quanto appena detto viene di seguito rappresentato nel seguente grafico che evidenzia i diversi differenziali di rendimento tra fondi pensione aperti e rivalutazione del TFR, per i quali si registrano tutti valori positivi, a dimostrazione di quanto riscontrato dalla stessa Covip.

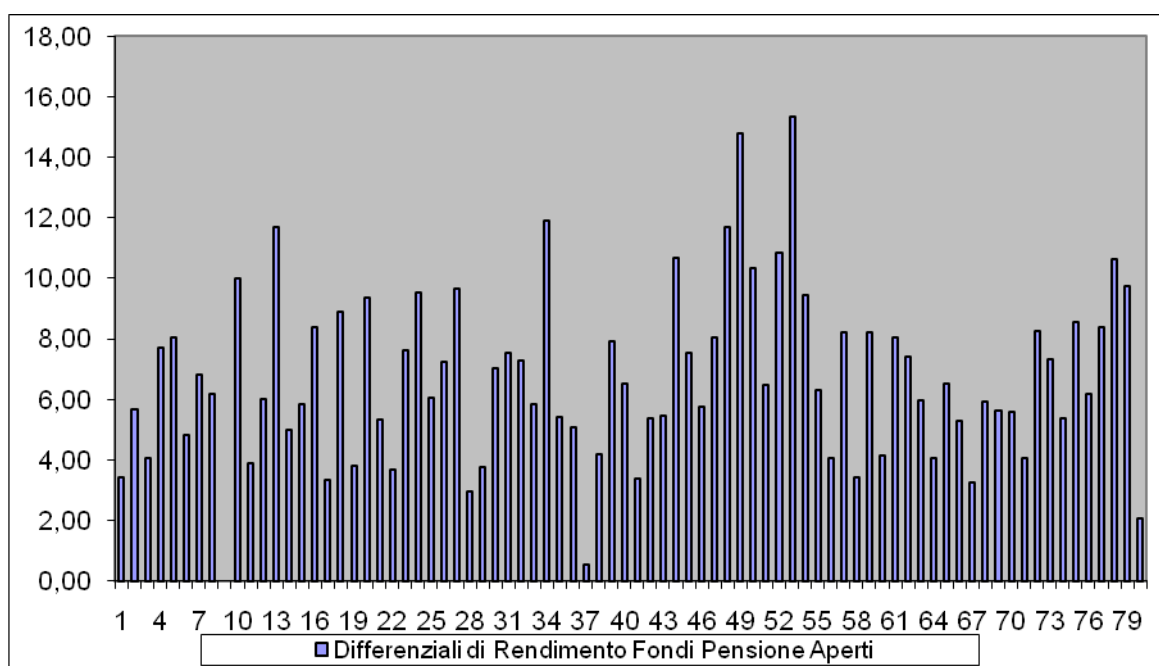
Pertanto, in relazione ai risultati riscontrati nell'esercizio 2013, si rileva una maggiore convenienza a investire le quote di TFR in fondi pensione rispetto al mantenimento delle stesse presso il proprio datore di lavoro in quanto, almeno per i comparti bilanciati oggetto del nostro studio, emerge una tendenza unanime che vede i risultati di gestione delle forme previdenziali complementari, al netto dei costi, attestarsi al di sopra del tasso di rivalutazione del TFR.

⁹⁴ *Relazione Covip 2013*

⁹⁵ *Relazione Covip 2013, pag. 30*

In realtà occorre approfondire il fatto che i rendimenti pubblicati nell'elenco della Covip non considerano gli oneri che gravano direttamente sull'aderente (ad esempio, se previste, le commissioni di iscrizione, le commissioni in cifra fissa o in percentuale sui versamenti applicate ogni anno, ecc.). Pertanto questi non coincidono con il rendimento effettivamente conseguito dal singolo aderente, che è al netto anche di questi ultimi costi⁹⁶. La Covip, infatti, tende a isolare gli aspetti connessi al tema dell'onerosità delle forme previdenziali nell'indicatore sintetico dei costi (ISC) dove sono inclusi tutti i costi tra cui quelli che gravano direttamente sull'aderente, secondo delle convenzionali ipotesi standard.

Figura 5. I differenziali di rendimento tra fondi pensione aperti e rivalutazione TFR 2013



Fonte: Elaborazione personale

Sulla base di questo *data set* sono stati poi eseguiti una serie di test e regressioni che hanno permesso di rilevare le varie relazioni che sussistono tra le suddette variabili individuate, così da poter ricalcare quanto esposto nelle precedenti analisi empiriche descritte.

In particolare, emergono delle importanti considerazioni in riferimento agli studi condotti sulle economie di scala ottenibili facendo leva sull'aumento delle dimensioni del fondo, soprattutto se si pensa al numero di adesioni. Infatti è possibile ripercorrere alcune delle fondamentali conclusioni espresse dal *Working Paper* della Mefop, in base al quale si afferma che l'andamento dei costi medi dei fondi pensione risulta essere prima crescente

⁹⁶ <http://www.covip.it/?cat=199>

ed, oltre una certa soglia, comincia la sua discesa, consentendo la realizzazione di economie di scala.

Di seguito si descrive infatti l'analisi econometrica, condotta tramite l'ausilio del software STATA, volta a sviluppare un modello lineare che dimostri effettivamente quanto appena affermato sulla base delle informazioni raccolte.

3.2.3 La correlazione tra i costi e il numero di aderenti

In aggiunta allo studio dei costi di gestione, si esegue anche una serie di statistiche descrittive atte a misurare l'impatto delle diverse variabili sui principali indicatori di performance, considerando ad esempio l'abilità e la natura del gestore, in aggiunta al livello di rischio rappresentato dalla deviazione standard. Con il riferimento agli indici *sharpe* e *alfa* si prende spunto dall'analisi empirica svolta sulle performance da Angela Gallo per descrivere i diversi elementi che incidono sulla scelta del lavoratore di mantenere il TFR in azienda, assoggettandolo ad un rendimento minimo garantito, oppure all'opportunità di investirlo in un fondo pensione, soggetto a varie variabili quali la componente azionaria, la rischiosità e la filosofia di gestione perseguita.

Si procede pertanto con la presentazione dell'analisi econometrica condotta prima sul livello dei costi e successivamente sull'andamento delle performance, individuando i regressori rispetto ai quali evidenziare le diverse correlazioni e l'incidenza degli stessi sui risultati complessivi.

Il *Working Paper* della Mefop in oggetto, riprendendo quanto definito nel precedente capitolo, ha l'obiettivo di evidenziare i principali fattori di costo che determinano l'efficienza dei fondi pensione italiani⁹⁷. In questo lavoro, infatti, si considera un campione di fondi pensione italiani sia negoziali che aperti nel quinquennio 2007-2011, stimando l'impatto della dimensione sull'andamento dei costi amministrativi, sulla base del numero di iscritti relativi a ciascun fondo.

L'analisi che andremo a presentare riprenderà le principali relazioni trattate dalla Mefop e verranno studiate sulla base di un campione più recente, riferito ai dati raccolti nel triennio 2012-2014. La sostanziale differenza riguarda il fatto che oggetto del nostro studio sono i comparti bilanciati dei fondi pensione aperti italiani, in relazione ai quali sono stati raccolti gli indicatori di costo sintetico (ISC) forniti dalla Covip. Questi ultimi sono determinati sulla base di un calcolo che considera un aderente-tipo che effettua un versamento

⁹⁷L. Di Galleonardo, M. Marè, "La dimensione ottimale dei fondi pensione italiani: costi, iscritti, patrimonio gestito", WORKING PAPER MEFOP n. 32/2013, Abstract

contributivo annuo di 2.500 euro e si ipotizza un tasso di rendimento annuo del 4 per cento. I costi presi in considerazione sono il costo di iscrizione, la spesa annua (in cifra fissa o in percentuale sui versamenti), le commissioni in percentuale sul patrimonio; viene considerato nel calcolo anche il costo per il trasferimento della posizione individuale, tranne per l'indicatore a 35 anni, dove vale l'ipotesi di pensionamento. Rimangono esclusi tutti i costi che presentano carattere di eccezionalità o che sono collegati a eventi o situazioni non prevedibili a priori (ad esempio, i costi legati all'esercizio di prerogative individuali o quelli derivanti dalle commissioni di incentivo eventualmente previste per la gestione finanziaria)⁹⁸.

L'ISC, che viene riportato nel nostro *data set*, è calcolato su differenti periodi di permanenza nella forma previdenziale (2, 5, 10 e 35 anni) poiché alcuni costi (costo di iscrizione, spesa annua in cifra fissa o in percentuale sui versamenti...) hanno un impatto che diminuisce nel tempo al crescere della posizione individuale maturata.

In particolare, per poter riscontrare l'effettiva possibilità di realizzare economie di scala all'aumentare della dimensione del fondo, rappresentata dal numero di adesioni allo stesso, si considerano come variabili di costo gli ISC su 35 e su 10 anni, supponendo che questi, essendo calcolati su più ampi orizzonti temporali, consentano di affermare con maggiore precisione l'esistenza di tali vantaggi economici. Si studiano, pertanto, le variabili ISC35 e ISC10 rapportandole alla componente dimensionale, ossia il logaritmo del numero di adesioni a ciascun comparto, individuate dal documento di sintesi della Mefop, che fotografa la situazione del mercato dei fondi pensione aperti al 31 dicembre 2011, quindi all'inizio del periodo osservato nel presente studio.

Utilizzando il software statistico STATA, è possibile verificare la relazione tra queste due variabili tramite l'adozione dell'operatore "*spearman*" che consente di studiare la correlazione in ranghi, ossia il grado di relazione tra due variabili per le quali non si fa altra ipotesi della misura ordinale, ma possibilmente continua. Questo indice di correlazione consente di poter studiare meglio il tipo di relazione che sussiste tra il livello dei costi e il numero di aderenti e di verificare che le osservazioni eseguite su queste variabili avvengano in un particolare ordine che ne definisce l'evoluzione del fenomeno stesso.

⁹⁸Relazione Covip 2007, Glossario

```

. spearman isc35 adesioni
Number of obs =      63
Spearman's rho =    -0.1892
Test of Ho: isc35 and adesioni are independent
Prob > |t| =      0.1376

. spearman isc10 adesioni
Number of obs =      63
Spearman's rho =    -0.1596
Test of Ho: isc10 and adesioni are independent
Prob > |t| =      0.2116

```

Mentre la correlazione tra la variabile ISC10 e la variabile numero di adesioni non risulta statisticamente significativa, essendo il relativo *p-value* piuttosto superiore allo 0,1, nel caso della correlazione tra l'ISC35 e il numero di adesioni si segnala un segno opposto tra le due variabili. Questo implica il fatto che sussiste una relazione inversa tra i due e quindi si rileva che all'aumentare dell'uno, l'altro diminuisce.

3.2.4 I modelli di regressione lineare sull'eventuale presenza di economie di scala

Poiché la suddetta ipotesi viene accettata con qualche riserva essendo il *p-value* osservato pari allo 0,1376, si procede con la costruzione di un modello di regressione che consenta di poter affermare con più forza quanto appena esposto. Inoltre si ritiene necessaria la creazione di un'altra variabile “*adesioni2*” che considera il numero degli aderenti al quadrato, quindi non lineare, affinché possa essere rilevata l'esistenza di eventuali economie di scala.

In aggiunta a queste variabili si includono nel modello anche la quota azionaria relativa ad ogni singolo comparto analizzato, nonché la tipologia del soggetto promotore, SGR o SIM, con la necessaria omissione delle assicurazioni, in base alle quali verranno rapportati i risultati della regressione. Inoltre, nella costruzione del modello si pone come filtro l'esclusione di quei comparti per cui non si dispone del livello della performance media, ottenendo un campione omogeneo per tutte le regressioni così da garantire una corretta comparazione dei risultati restituiti.

Si spiegano di seguito i diversi modelli, relativamente ai costi a 35 anni prima, e a quelli a 10 anni poi, sui quali si eseguono anche i consueti test di robustezza.

Tabella 22. *Regressione Isc35 per numero di aderenti*

VARIABLES	(1) Isc35
Adesioni	0.72216** (0.35167)
Adesioni^2	-0.04352** (0.02011)
Quota azionaria	0.00809** (0.00310)
	-
SGR	0.24179*** (0.07813)
SIM	0.19766 (0.16971)
Constant	-1.98137 (1.53917)
Observations	61
R-squared	0.28477
Robust standard errors in parentheses	
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1	
Δ isc35/ Δ adesioni	8,296875
esp (Δ isc35/ Δ adesioni)	4011,3174

Fonte: *Elaborazione personale*

Tabella 23. *Regressione Isc10 per numero di aderenti*

VARIABLES	(1) Isc10
Adesioni	0.77557** (0.37007)
Adesioni^2	-0.04590** (0.02098)
Quota azionaria	0.00707** (0.00332)
	-
SGR	0.22249*** (0.08253)
SIM	0.22918 (0.17692)
Constant	-2.13113 (1.63209)
Observations	61
R-squared	0.22709
Robust standard errors in parentheses	
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1	
Δ isc10/ Δ adesioni	8,4484749
esp (Δ isc10/ Δ adesioni)	4667,9484

Fonte: *Elaborazione personale*

Ciò che emerge da questo modello offre diversi spunti da cui poter trarre valide conclusioni. Innanzitutto, sia se si considera l'ISC a 35 anni che l'ISC a 10 anni, si rileva una correlazione inversa con il numero di aderenti statisticamente significativa, in quanto supportata da un *p-value* notevolmente basso, rispettivamente pari allo 0,041 e allo 0,045 nei suddetti lassi di tempo.

Questo significa che all'aumentare del numero di iscritti ai fondi si ottiene un abbattimento dei costi valido per entrambe le regressioni.

Quanto appena affermato può essere ulteriormente confermato con l'osservazione dei valori restituiti dalla variabile “*adesioni2*”, la quale consente di poter dimostrare l'effettiva esistenza di economie di scala. Ciò è riscontrabile sia in termini di *p-value*, i quali risultano inferiori allo 0,1, e più precisamente pari allo 0,035 nel modello che studia l'ISC35 e pari

allo 0,033 nel modello relativo all'ISC10, sia in termini di derivata prima della funzione di costo. Quest'ultima, infatti, può essere facilmente calcolata partendo dal modello di regressione, derivando la y rispetto alla variabile che consente di generare economie di scala, ossia il numero di aderenti, sostituendo β_1 e β_2 con i coefficienti ottenuti dalla regressione e ponendo il tutto uguale a zero.

$$Isc35 = \alpha + \beta_1 \ln(\text{adesioni}) + \beta_2 \ln(\text{adesioni})^2$$

$$\Delta Isc35 / \Delta \ln(\text{adesioni}) = \beta_1 + 2 * \beta_2 * \ln(\text{adesioni}) = 0$$

Il valore che si ottiene rappresenta nello specifico quel livello dove si riscontra il massimo picco dei costi medi, oltre il quale si realizzano vantaggi economici all'aumentare del numero di aderenti. Come descritto nel *working paper* della *Mefop*, infatti, è possibile riscontrare un andamento dei costi prima crescente e poi, una volta superata una certa soglia dimensionale, decrescente.

Nel nostro caso, tale livello è ottenuto ponendo uguale a zero la derivata prima della funzione di costo rispetto al numero di aderenti e riportandolo nei valori originari mediante la funzione esponenziale. Il valore restituito si attesta intorno a 4011,31 aderenti, come riportato nella precedente tabella che descrive i vari risultati della regressione sopra impostata. Pertanto in corrispondenza di questa soglia si riscontra il punto di massimo della funzione di costo oltre la quale si assiste al progressivo abbattimento dell'onerosità della gestione del fondo grazie all'aumento del numero medio di aderenti.

Se analizziamo il *data set*, con riferimento al valore ottenuto derivando l'*isc35* rispetto al numero di aderenti, possiamo individuare quanti comparti hanno superato la soglia di 4011 aderenti e che quindi hanno beneficiato di una decrescente funzione di costo. Il campione di riferimento si compone di 80 comparti, di cui conosciamo il numero preciso di aderenti soltanto per 66 di questi. Sulla base di questo sottogruppo si ricavano ben 61 gruppi che vantano un numero di aderenti superiore al punto di massimo individuato con la precedente funzione, mentre solamente 5 comparti non riescono a raggiungere tale soglia.

Se consideriamo poi la soglia di aderenti ottenuta derivando l'*isc10* possiamo ricavare un'analogha distinzione del campione di riferimento, per il quale si individuano 60 comparti che registrano un numero di iscritti superiore o uguale a 4668. I restanti 6 fondi presentano, al contrario, un livello di adesione inferiore rispetto alla soglia pocanzi individuata, determinando il sostenimento di diseconomie di costo che gravano sui relativi comparti.

In generale, sia se consideriamo l'indicatore sintetico dei costi a 35 o a 10 anni, si sostanzia una tendenza di fondo che vede l'effettiva realizzazione di economie di scala a favore della maggior parte dei comparti considerati (61 rispetto all'isc35; 60 rispetto all'isc10).

Tali soglie vengono facilmente superate se si considera il fatto che la maggioranza di fondi sono appartenenti a grandi gruppi bancari e assicurativi. Questo aspetto consente loro di poter beneficiare di un articolato canale tramite il quale penetrare nel mercato di riferimento ed accrescere il numero di clienti verso i quali indirizzare i propri prodotti previdenziali.

Riprendendo l'analisi della regressione precedentemente impostata, è necessario eseguire dei controlli che verifichino la presenza di eteroschedasticità e di multicollinearità tra le variabili, dove il primo termine sta a significare il fatto che la varianza stimata sui residui del modello di regressione dipende da una delle variabili indipendenti, mentre il secondo sta ad indicare che uno o più regressori risultano essere linearmente dipendenti da un altro regressore o con una combinazione lineare di alcuni di essi.

Queste due ipotesi sono verificabili rispettivamente tramite i comandi *"hettest"* e *"vif"*. Il primo restituisce una statistica test di Fisher, rappresentato da $F(m, n-m-1)$ gradi di libertà, in base alla quale è possibile accettare o rifiutare l'ipotesi nulla che suppone l'esistenza di omoschedasticità. Da questa statistica, infatti, si ricava un *p-value*, il quale evidenzierà la presenza di eteroschedasticità qualora il valore fosse $< 0,1$. Nel nostro caso si rileva una probabilità pari allo 0,0805 in relazione alla variabile dipendente *isc35* per la quale risulta la presenza di eteroschedasticità, mentre con la variabile *isc10*, dove il *p-value* supera la soglia dello 0,1, si accetta l'ipotesi nulla.

Con il secondo comando si verifica la presenza di multicollinearità, calcolata sia per ogni regressore considerato dal modello che come media di tutti i *"vif"* restituiti dall'operazione. In relazione alle regressioni precedentemente trattate, sia per l'*isc35* che per l'*isc10*, emerge tale fenomeno che può essere ascrivibile ai regressori *"adesioni"* e *"adesioni2"* dove l'ultimo è semplicemente il quadrato del primo.

Sempre con riferimento ai modelli sopra descritti è possibile giungere ad ulteriori conclusioni sia con riferimento alla componente di quota azionaria presente in ciascun comparto che all'onerosità delle differenti categorie di gestori.

Nel primo caso emerge una correlazione positiva con il livello dei costi, supportata da un *p-value* significativamente basso, per cui si può affermare che all'aumentare della composizione azionaria di ogni comparto considerato nel campione, aumenti conseguentemente la relativa onerosità della gestione. Nel secondo caso è possibile

relazionare il livello dei costi, sempre con riferimento ai due diversi orizzonti temporali, alla natura del gestore, in particolare rispetto a quello omesso dalla definizione delle variabili indipendenti, ossia le assicurazioni.

Ciò che possiamo affermare con una certa sicurezza riguarda il fatto che le SGR presentano una minore onerosità della gestione rispetto alle compagnie assicurative, consentendo di ottenere migliori vantaggi in termini di costo. Questa considerazione è supportata da un *p-value* piuttosto piccolo, precisamente pari allo 0,003 nella prima regressione e pari allo 0,009 nella seconda.

Al contrario, le SIM presentano livelli di costo positivi e quindi si possono tendenzialmente collocare come le più onerose; tuttavia quanto appena detto non è supportato da un *p-value* sufficientemente piccolo per cui il risultato che emerge dalla regressione non è statisticamente significativo.

Quanto appena detto può essere nuovamente dimostrato seguendo un'altra prospettiva di analisi che presuppone la sostituzione del numero di adesioni con la quota di mercato detenuta da ciascun fondo all'inizio del periodo di osservazione.

In ragione di ciò, possiamo darne una precisa formalizzazione attraverso il modello di regressione che include tra le variabili, oltre alle già discusse quota azionaria e natura del gestore, anche la quota di mercato rapportata in termini di aderenti. Quest'ultima consente proprio di poter verificare l'effettiva esistenza della relazione inversa che sussiste tra costi e fetta di mercato detenuta da ciascun soggetto gestore, per cui all'aumentare della quota vantata è possibile ottenere efficienze di costo, spalmando su un maggior numero di iscritti l'incidenza del costo stesso.

Tabella 24. *Regressione Isc35 per quota di mercato (per adesioni)*

VARIABLES	(1) Isc35
Quota di mercato per adesioni	-8.98600** (4.16117)
Quota azionaria	0.00506 (0.00321)
SGR	-0.19380** (0.08056)
SIM	0.17953 (0.16956)
Constant	1.08828*** (0.15017)
Observations	75
R-squared	0.16665

Robust standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: *Elaborazione personale*

Tabella 25. *Regressione Isc10 per quota di mercato (per adesioni)*

VARIABLES	(1) Isc10
Quota di mercato per adesioni	-9.86580** (4.44297)
Quota azionaria	0.00376 (0.00359)
SGR	-0.18317** (0.08729)
SIM	0.23337 (0.18227)
Constant	1.26605*** (0.17640)
Observations	75
R-squared	0.13381

Robust standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: *Elaborazione personale*

I risultati non fanno altro che confermare quanto già esposto con il precedente modello di regressione, ossia il fatto che, a parità di dimensioni, le SGR sono i gestori che meglio riescono ad abbattere i costi, dovendo esclusivamente garantire un'efficiente gestione e allocazione delle attività a loro delegate.

Tuttavia non possiamo discutere sul fatto che detenere una maggiore o minore quota di mercato possa influenzare il livello dei costi in quanto la regressione restituisce un *p-value* notevolmente elevato, per cui ci limitiamo a ripetere quanto esposto sinora.

Con riferimento ai suddetti modelli si rileva il fatto che sia il test sull'eteroschedasticità che quello sulla multicollinearità hanno restituito risultati che non evidenziano la presenza di tali fenomeni per cui sono state accettate entrambe le ipotesi di base.

E' inoltre possibile interrogarsi sull'eventualità che l'adozione di una politica di multi gestione, che prevede la distribuzione della gestione del patrimonio del comparto stesso tra più soggetti, possa o meno ridurre l'incidenza dei costi, sollevando ipotesi sulla sua maggiore efficienza.

3.2.5 I test di differenza in media sulla multi gestione e sull'appartenenza a gruppi

Tale considerazione può essere verificata mediante la creazione di un test di differenza in media che permetta di costruire un'ipotesi bilaterale che compara i costi, sia a 35 che a 10 anni, in base alla multi gestione, supponendo che la varianza sia diversa per ogni osservazione e che l'intervallo di confidenza sia pari al 95 per cento.

```
. ttest isc35, by(multigestore) unequal
Two-sample t test with unequal variances
```

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	62	1.154516	.0419335	.3301846	1.070665	1.238367
1	15	1.182667	.0842585	.3263317	1.00195	1.363383
combined	77	1.16	.0373205	.3274864	1.08567	1.23433
diff		-.0281505	.0941165		-.2236043	.1673032

```
diff = mean(0) - mean(1)          t = -0.2991
Ho: diff = 0                      Satterthwaite's degrees of freedom = 21.4914
Ha: diff < 0                      Ha: diff != 0                      Ha: diff > 0
Pr(T < t) = 0.3839                 Pr(|T| > |t|) = 0.7677                 Pr(T > t) = 0.6161
```

```

. ttest isc10, by(multigestore) unequal
Two-sample t test with unequal variances

```

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	62	1.276774	.0457303	.3600809	1.185331	1.368218
1	15	1.273333	.0958355	.3711693	1.067787	1.47888
combined	77	1.276104	.0410017	.3597885	1.194442	1.357766
diff		.0034409	.1061871		-.2174821	.2243638

```

diff = mean(0) - mean(1)
Ho: diff = 0
Ha: diff < 0
Pr(T < t) = 0.5128

```

t = 0.0324
Satterthwaite's degrees of freedom = 20.8532

```

Ha: diff != 0
Pr(|T| > |t|) = 0.9745
Ha: diff > 0
Pr(T > t) = 0.4872

```

Il quadro che emerge da questa analisi evidenzia in media costi leggermente inferiori imputabili alle mono gestioni, anche se occorre considerare il fatto che il campione che rappresenta la multi gestione non è sufficientemente ampio da poter eseguire le dovute considerazioni. Quest'ultimo infatti per poter essere tale deve essere rappresentativo di almeno 30 fondi inclusi nel campione.

Inoltre si rivela anche una certa consistenza del *p-value* che implica necessariamente il fatto che l'ipotesi nulla non può essere rifiutata. Quanto appena illustrato determina l'inutilizzabilità dei risultati sopra esposti, non essendo sufficientemente robusto né il *p-value* restituito dal test, né il campione oggetto di studio, in relazione alla scarsa numerosità di uno dei sottogruppi per cui non si dispone di una quantità sufficientemente adeguata di informazioni atte a poter supportare con vigore quanto appena esposto.

Continuando a utilizzare strumenti di statistica descrittiva, è possibile eseguire un test che consideri la natura del gruppo cui il promotore fa parte. Infatti, nel *data set* oggetto di analisi è stata inclusa un'ulteriore informazione in merito all'appartenenza ad un gruppo bancario o assicurativo, sulla base della quale è possibile dimostrarne l'incidenza sul livello dei costi. In particolare, si costruisce il test considerando come variabile dipendente l'isc35 (o isc10) e come gruppo di variabili il gruppo assicurativo, costruito come una dummy, che in caso di appartenenza assume valore pari a 1; qualora invece si trattasse di appartenenza ad un gruppo bancario la variabile restituisce valore pari a 0. L'ipotesi di base si costruisce considerando un intervallo di confidenza del 95 per cento e tenendo in presente il fatto che il sotto campione studiato risulta di poco inferiore rispetto al campione originario in quanto sono esclusi dal test quei soggetti che non sono associabili né ad un gruppo assicurativo né bancario.

Così facendo vengono riproposte di seguito tutte i modelli in precedenza trattati, ma dei quali andremo a discutere solamente la nuova variabile inserita in virtù di quanto appena dimostrato con il test di differenza in media sull'appartenenza ad un gruppo.

Tabella 26. *Regressione Isc35 per gruppo assicurativo (per aderenti)*

VARIABLES	(1) Isc35
Adesioni	0.38572 (0.31901)
Adesioni^2	-0.02286 (0.01787)
Quota azionaria	0.00960*** (0.00354)
Gruppo assicurativo	0.18467** (0.08577)
Constant	-0.96380 (1.44663)
Observations	61
R-squared	0.20090

Robust standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: *Elaborazione personale*

Tabella 27. *Regressione Isc10 per gruppo assicurativo (per aderenti)*

VARIABLES	(1) Isc10
Adesioni	0.44607 (0.34081)
Adesioni^2	-0.02566 (0.01895)
Quota azionaria	0.00834** (0.00379)
Gruppo assicurativo	0.15114 (0.09048)
Constant	-1.10019 (1.55879)
Observations	61
R-squared	0.13977

Robust standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: *Elaborazione personale*

I risultati delle regressioni confermano una tendenza precedentemente intuita relativamente alle sole compagnie assicurative, per cui si rinnova l'esistenza di costi maggiori in capo ai gruppi assicurativi rispetto a quanto sostenuto da quelli bancari. Soprattutto nel primo modello, infatti, il *p-value* si attesta intorno a valori addirittura inferiori allo 0,05 per cento, per cui si può affermare con forza che la correlazione tra il gruppo assicurativo e l'indicatore sintetico dei costi è positiva.

Inoltre, per quanto concerne i test che verificano la multicollinearità e l'eteroschedasticità possiamo ritrovare risultati simili a quanto riscontrato nelle regressioni che consideravano le SGR e le SIM, ossia si rileva soltanto la presenza del primo fenomeno.

Analogamente a quanto sviluppato in precedenza, possiamo ricreare dei secondi modelli di regressione che consentano di comparare l'onerosità dei gruppi assicurativi a quella della variabile omessa, offrendo una lettura dello stesso fenomeno da un'altra prospettiva.

Proprio perché si ripercorre una struttura simile a quella delle regressioni precedentemente illustrate, si riscontra anche in questo caso assenza di multicollinearità e di eteroschedasticità.

Tabella 28. *Regressione Isc35 per gruppo assicurativo (per quota di mercato)*

VARIABLES	(1) Isc35
Quota di mercato per adesioni	-4.07022 (3.07579)
Quota azionaria	0.00668** (0.00331)
Gruppo assicurativo	0.21817*** (0.07977)
Constant	0.76801*** (0.17414)
Observations	75
R-squared	0.16860
Robust standard errors in parentheses	
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1	

Fonte: *Elaborazione personale*

Tabella 29. *Regressione Isc10 per gruppo assicurativo (per quota di mercato)*

VARIABLES	(1) Isc10
Quota di mercato per adesioni	-4.63522 (3.28655)
Quota azionaria	0.00528 (0.00371)
Gruppo assicurativo	0.20044** (0.08527)
Constant	0.96481*** (0.19248)
Observations	75
R-squared	0.12284
Robust standard errors in parentheses	
*** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1	

Fonte: *Elaborazione personale*

I risultati confermano anche in questo caso quanto finora sostenuto, rilevando correlazioni positive statisticamente significative tra gli indicatori sintetici dei costi e la variabile “*gruppo assicurativo*” per cui possiamo concludere che, in linea di massima, le politiche di incentivazione all’adesione a fondi pensione riescono a filtrare tra i potenziali clienti in modo più efficace grazie al ricorso alla rete capillare di sportelli e filiali, che supporta il sistema bancario e ne garantisce una maggiore presenza su tutto il territorio. Questo si ripercuote in termini di vantaggi di costo realizzabili grazie alle maggiori dimensioni dei fondi, frutto di elevata numerosità delle adesioni e, conseguentemente, delle quote di mercato, calcolate proprio in base al numero complessivo dei partecipanti stessi.

3.3 L’analisi empirica delle performance dei fondi pensione aperti italiani

Sulla base dello stesso campione osservato è possibile condurre un simile studio incentrato sulle performance, avente l’obiettivo di segnalare l’intensità e le direzioni delle relazioni che intercorrono tra questa e le diverse variabili esaminate.

Con riferimento proprio alle performance occorre precisare che si dispongono di diversi strumenti atti a darne una valutazione sia anno per anno sia su archi di tempo più ampi.

Infatti, sulla base di quanto in precedenza descritto, nell’analisi non si considerano soltanto i rendimenti annuali raccolti da Morningstar, disponibili per gli anni 2014, 2013 e 2012, ma anche l’indice di *sharpe*, l’*alfa* di Jensen e il “rendimento a tre anni”, calcolato dal

suddetto sito privato in riferimento all'ultimo triennio, ed, infine, le performance medie, ottenute sulla base dei dati forniti dalla Covip per lo stesso arco temporale.

Queste variabili vengono studiate analogamente a quanto visto pocanzi per i costi, ossia mediante statistiche descrittive, modelli di regressione e test di differenza in media.

3.3.1 La correlazione tra le performance e l'indice *alfa*

Analoghe considerazioni possono essere espresse anche per le performance e per i rendimenti degli ultimi tre anni, analizzando le potenziali correlazioni tra queste e le abilità dei soggetti gestori, nonché della rischiosità delle posizioni assunte.

Come sufficientemente spiegato in precedenza, l'indice *alfa* esprime il risultato della gestione in relazione alle capacità mostrate dai soggetti che se ne occupano. In corrispondenza di questa variabile può risultare scontata la diretta correlazione rispetto ai diversi regressori, che rappresentano i vari rendimenti riscontrati nel corso degli ultimi 3 anni, che tuttavia non si caratterizza per un elevato livello di intensità, ma pare attestarsi intorno a valori al di sotto dello 0,5.

```
. spearman alfa rendmedioa3a
Number of obs =      59
Spearman's rho =    0.3342
Test of Ho: alfa and rendmedioa3a are independent
Prob > |t| =    0.0097

. spearman alfa rend2014
Number of obs =      34
Spearman's rho =    0.4543
Test of Ho: alfa and rend2014 are independent
Prob > |t| =    0.0070

. spearman alfa rend2013
Number of obs =      59
Spearman's rho =    0.0228
Test of Ho: alfa and rend2013 are independent
Prob > |t| =    0.8637

. spearman alfa rend2012
Number of obs =      59
Spearman's rho =    0.2333
Test of Ho: alfa and rend2012 are independent
Prob > |t| =    0.0754

. spearman alfa perf
Number of obs =      59
Spearman's rho =    0.4131
Test of Ho: alfa and perf are independent
Prob > |t| =    0.0011
```


Infatti, mediante i test sopra riportati, che descrivono la correlazione in ranghi, è possibile riscontrare il fatto che i diversi periodi di analisi presentano connotati differenti; per cui si rivela un'assenza di correlazione nel corso del 2013 mentre per gli anni 2012 e 2014 emerge un positivo contributo delle capacità gestionali sui rispettivi rendimenti, sebbene occorre considerare la scarsa numerosità del campione analizzato con riferimento all'ultimo anno. In generale, se rapportiamo l'indice *alfa* con il rendimento calcolato sugli ultimi 3 anni, si evidenzia in media una discreta percentuale di merito del gestore, che tuttavia non considera il livello di rischiosità assunto dalle diverse posizioni presenti nei loro portafogli. Quest'ultimo viene sostanzialmente influenzato dalla composizione di ciascun fondo o, meglio, dalle linee di investimento selezionate e, quindi, dalle componenti azionarie di cui ogni comparto si costituisce.

In base a quanto è stato precedentemente illustrato, ogni fondo può prevedere uno o più comparti, ciascuno dei quali identificabile in una delle quattro categorie che ne sanciscono il diverso livello di rischiosità: azionario, obbligazionario, bilanciato e garantito.

3.3.2 La correlazione tra le performance e la deviazione standard

Nel campione oggetto della nostra analisi empirica si considerano soltanto i comparti bilanciati dei fondi pensione aperti presenti sul mercato italiano, per i quali si rammenta il fatto che la quota di titoli azionari previsti per ogni linea bilanciata può oscillare dal 30 al 70%, determinando l'assunzione, in capo all'investitore, di diversi profili di rischio.

E' così necessario eseguire un'analogia valutazione anche sull'incidenza della deviazione standard rispetto alle performance conseguite, affinché sia verificata la correlazione positiva tra le due variabili. Secondo il linguaggio statistico con il termine "deviazione standard" si intende il grado di dispersione delle singole osservazioni rispetto alla media, il che significa che, tradotto in linguaggio finanziario, esprime il livello di oscillazione di una linea di investimento e quindi la sua volatilità⁹⁹.

⁹⁹ <http://www.progetica.it/educationonline/InvestmentProfiler/LaStrategiaComportamentale/glossary/gloss2.htm>

```

. spearman devstd rendmedioa3a

Number of obs =      59
Spearman's rho =    0.4833

Test of Ho: devstd and rendmedioa3a are independent
Prob > |t| =    0.0001

. spearman devstd rend2014

Number of obs =      34
Spearman's rho =   -0.2091

Test of Ho: devstd and rend2014 are independent
Prob > |t| =    0.2353

. spearman devstd rend2013

Number of obs =      59
Spearman's rho =    0.6228

Test of Ho: devstd and rend2013 are independent
Prob > |t| =    0.0000

. spearman devstd rend2012

Number of obs =      59
Spearman's rho =    0.5766

Test of Ho: devstd and rend2012 are independent
Prob > |t| =    0.0000

. spearman devstd perf

Number of obs =      59
Spearman's rho =   -0.5251

Test of Ho: devstd and perf are independent
Prob > |t| =    0.0000

```

L'analisi, infatti, conferma quanto appena esposto constatando che sia i coefficienti relativi ai singoli anni osservati sia quelli riferiti ai rendimenti medi restituiscono valori prossimi allo 0,5 per cui emerge una forte correlazione, supportata da *p-value* pressoché nulli. Questa considerazione risulta abbastanza scontata se si pensa al fatto che, in linea di principio, ad una maggiore rischiosità corrisponde un maggiore rendimento atteso.

Un altro aspetto meritevole di attenzione riguarda lo studio della correlazione in ranghi tra l'indice di *sharpe* e il numero di adesioni, nonché con il valore dell'andp, registrati il 30 giugno 2014 e forniti dalla Mefop. Prima di procedere con l'analisi del test occorre soffermarci sul concetto di questo indice, considerato come uno dei principali strumenti utilizzati per misurare il rendimento corretto per il rischio. Pertanto è importante comprendere se e in che modo questo può risultare influenzato da un potenziale aumento del numero di iscritti al fondo e/o dell'attivo netto destinato alle prestazioni.

```

. spearman sharpe adesioni2014

Number of obs =      54
Spearman's rho =    0.2879

Test of Ho: sharpe and adesioni2014 are independent
    Prob > |t| =    0.0348

. spearman sharpe andp2014

Number of obs =      54
Spearman's rho =    0.2489

Test of Ho: sharpe and andp2014 are independent
    Prob > |t| =    0.0696

```

I risultati restituiscono *p-value* abbastanza piccoli per cui è possibile rifiutare l'ipotesi nulla (H0) secondo la quale si presume indipendenza tra le variabili considerate. Quindi si può affermare con una certa sicurezza che il rendimento corretto per il rischio è positivamente correlato sia con il numero di aderenti registrati sia con l'ammontare di andp riscontrato al termine del primo semestre del 2014.

3.3.3 I modelli di regressione lineare sull'incidenza delle adesioni e del livello di andp rispetto all'indice di *sharpe*

La suddetta ipotesi può essere formalizzata mediante due modelli di regressione che considerano tra i regressori prima il numero di adesioni registrate a giugno 2014 e poi l'ammontare di andp, anch'esso registrato al termine dello stesso periodo.

Tabella 30. *Regressione Sharpe per adesioni 2014*

VARIABLES	(1) Sharpe
Adesioni 2014	0.13848*** (0.04568)
Quota azionaria	-0.01164** (0.00578)
SGR	-0.19694 (0.15334)
SIM	-0.01659 (0.16937)
Constant	1.34049** (0.52308)
Observations	54
R-squared	0.23007

Robust standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: *Elaborazione personale*

Tabella 31. *Regressione Sharpe per andp 2014*

VARIABLES	(1) Sharpe
Andp 2014	0.12819*** (0.04317)
Quota azionaria	-0.01215** (0.00571)
SGR	-0.19041 (0.15571)
SIM	0.07641 (0.15168)
Constant	2.00095*** (0.36047)
Observations	54
R-squared	0.21400

Robust standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: *Elaborazione personale*

I risultati della regressione confermano quanto appena detto per cui si evidenzia una correlazione positiva con l'indice di *sharpe* il quale migliora all'aumentare del numero di aderenti che decidono di partecipare al fondo pensione, apportando le proprie quote e contribuendo a sostenere la gestione.

Un discorso analogo può essere mosso anche in relazione all'attivo netto destinato alle prestazioni, il quale rappresenta i risultati conseguiti dai soggetti gestori che si ripercuotono positivamente e conseguentemente sull'indice delle performance.

Nella regressione appena illustrata sono state considerate tra le variabili anche la quota azionaria ed i diversi gestori (SGR e SIM) che vengono, tuttavia, inclusi anche nei successivi modelli per cui si rimanda alle seguenti considerazioni le relative conclusioni.

Con riferimento ai suddetti modelli, emerge il fatto che i test sull'eteroschedasticità e sulla multicollinearità hanno restituito risultati che non rilevano la presenza di tali fenomeni per cui sono state accettate entrambe le ipotesi di base.

3.3.4 I modelli di regressione lineare sull'incidenza del livello dei costi rispetto all'indice di *sharpe*

Infine, è possibile commentare una regressione lineare che consideri sia l'indice di *sharpe* che l'indicatore sintetico dei costi così da verificare la misura in cui l'uno si ripercuote sull'altro. In aggiunta a queste variabili consideriamo anche la quota azionaria di cui si costituisce ciascun comparto e la tipologia di gestore, SGR e SIM, sempre rapportando i risultati al regressore omissivo.

Come nelle precedenti analisi aventi ad oggetto i costi si procede con la presentazione prima del modello avente come regressore l'isc35 e subito dopo quello che include l'isc10.

Tabella 32. *Regressione Sharpe per Isc35*

VARIABLES	(1) Sharpe
Isc35	-0.76136*** (0.17368)
Quota azionaria	-0.00996** (0.00466)
SGR	-0.30761** (0.14079)
SIM	0.29413** (0.12752)
Constant	3.51501*** (0.24946)
Observations	59
R-squared	0.34117

Robust standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: *Elaborazione personale*

Tabella 33. *Regressione Sharpe per Isc10*

VARIABLES	(1) Sharpe
Isc10	-0.67258*** (0.15597)
Quota azionaria	-0.01102** (0.00467)
SGR	-0.26593* (0.13765)
SIM	0.32619** (0.12807)
Constant	3.52101*** (0.25394)
Observations	59
R-squared	0.32756

Robust standard errors in parentheses
 *** p<0.01, ** p<0.05, * p<0.1

Fonte: *Elaborazione personale*

I risultati che emergono dai due modelli permettono di poter individuare delle significative correlazioni tra i regressori e la variabile y , ossia l'indice di *sharpe*. Nel dettaglio si evidenzia il fatto che quest'ultimo risente di una relazione inversa rispetto alla stima dei costi, per cui ad una revisione al rialzo dell'onerosità stimata, sia su 35 che su 10 anni, consegue un peggioramento dell'indice del rendimento corretto per il rischio. Quanto appena affermato, in realtà, suscita una considerazione di base per la quale la relazione tra l'indice di *sharpe* e gli indicatori isc non risulta essere così scontata in quanto il primo non è al netto dei costi per cui diventa fuorviante generalizzare la direzione della suddetta correlazione.

Con riferimento alla quota azionaria emerge anche in questo caso una relazione poco scontata, caratterizzata dal segno negativo che lega questo regressore con l'indice di *sharpe*. La spiegazione a tale fenomeno può essere rinvenuta nel fatto che gli elementi di cui si compone il suddetto indice, come abbiamo in precedenza affrontato, sono il premio per il rischio assunto rispetto alla deviazione standard relativa alla posizione rischiosa in portafoglio. Se si considera un aumento della quota azionaria, consegue un incremento della relativa volatilità che si ripercuote sul denominatore dell'indice di *sharpe*. Tuttavia un aumento della quota azionaria determina anche delle conseguenze sul numeratore, il quale presenterebbe rendimenti maggiori in corrispondenza di un maggiore rischio assunto. Pertanto l'effetto complessivo sull'intero rapporto può restituire diverse soluzioni che non possono essere generalizzate né date per scontate.

Proprio in virtù delle considerazioni poc'anzi enunciate, risulta ancora più utile commentare i risultati dei test sulla multicollinearità e sull'eteroschedasticità che, nonostante tutto, restituiscono valori atti ad accettare le ipotesi di base delle due statistiche in questione, eliminando ogni dubbio in proposito.

Per quanto concerne le ultime variabili che rappresentano rispettivamente SGR e SIM possiamo riscontrare una relazione negativa delle SGR rispetto all'indice di *sharpe* per cui si può affermare con una discreta sicurezza che questi soggetti presentano risultati meno soddisfacenti rispetto alle altre categorie considerate (SIM e compagnie assicurative).

3.3.5 I test di differenza in media sulla multi gestione e sull'appartenenza a gruppi

Inoltre, così come avevamo argomentato nelle precedenti considerazioni sui costi, è possibile focalizzare l'analisi sui differenti risultati che derivano dall'appartenenza ad un gruppo assicurativo o bancario.

In particolare, sulla base del test esposto qui di seguito, emerge il fatto che quest'ultima categoria presenta rendimenti medi superiori, seppur di poco, rispetto a quanto conseguito da quelli assicurativi.

```
. ttest sharpe, by( gruppoassicurativo) unequal
Two-sample t test with unequal variances
```

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	21	2.233333	.0908382	.4162731	2.043848	2.422819
1	38	1.997105	.0879681	.542272	1.818865	2.175346
combined	59	2.081186	.0664289	.5102504	1.948214	2.214158
diff		.236228	.1264515		-.0176457	.4901018

```

diff = mean(0) - mean(1)
Ho: diff = 0
Ha: diff < 0
Pr(T < t) = 0.9662

Satterthwaite's degrees of freedom = 50.9029
Ha: diff != 0
Pr(|T| > |t|) = 0.0675

t = 1.8681
Ha: diff > 0
Pr(T > t) = 0.0338

```

Il test di differenza in media, infatti, sottolinea il fatto che i divergenti risultati tra gruppo bancario e gruppo assicurativo portino a rifiutare l'ipotesi nulla (H0) e ad accettare quella che presuppone differenze non pari allo zero, bensì positive, a favore della prima categoria considerata.

Tuttavia, è necessario considerare il fatto che il sotto campione individuabile per ciascuna variabile non risulta essere sufficientemente elevato affinché possano essere tratte considerazioni statisticamente rilevanti.

In ogni caso si ritiene interessante procedere con un'analisi che presupponga la costruzione di appositi modelli di regressione che sostituiscano i due gestori con la variabile "gruppo assicurativo".

In tutte le regressioni così rivisitate emerge il ripetersi dello stesso risultato per cui, a parità di numero di aderenti, di attivo netto destinato alle prestazioni e di costi (isc35 e isc10), la variabile *gruppo assicurativo* presenta una relazione inversa con l'indice di *sharpe*. Questa correlazione evidenzerebbe il fatto che i gruppi assicurativi performano peggio rispetto a quelli bancari; tuttavia non si dispongono di livelli di *p-value* tali da poter riconoscere come statisticamente significativi i risultati sopra esposti.

Infine, sempre nell'ottica dei test di differenza in media, è possibile studiare un ultimo aspetto connesso al ricorso a politiche di mono o di multi gestione.


```

. ttest sharpe, by(multigestore) unequal
Two-sample t test with unequal variances

```

Group	Obs	Mean	Std. Err.	Std. Dev.	[95% Conf. Interval]	
0	48	2.136667	.0695874	.4821156	1.996675	2.276658
1	11	1.839091	.1753876	.581695	1.448303	2.229879
combined	59	2.081186	.0664289	.5102504	1.948214	2.214158
diff		.2975758	.1886882		-.109049	.7042005

```

diff = mean(0) - mean(1)
Ho: diff = 0
Ha: diff < 0
Pr(T < t) = 0.9309

```

```

t = 1.5771
Satterthwaite's degrees of freedom = 13.326
Ha: diff != 0
Pr(|T| > |t|) = 0.1382
Ha: diff > 0
Pr(T > t) = 0.0691

```

Riprendendo quanto descritto nei precedenti studi condotti sulle diverse implicazioni analitiche, emerge una simile conclusione in merito alle più evidenti ripercussioni della mono gestione sui rendimenti medi osservati. Ciò significa che la gestione congiunta di un fondo pensione aperto ottiene in media performance inferiori rispetto a quanto vantato dai casi di delega ad un solo soggetto. Il test, infatti, considerando sempre un intervallo di confidenza pari al 95 per cento e una varianza disuguale, restituisce significative differenze in media per le quali si deve necessariamente rifiutare l'ipotesi nulla (H0). Altro motivo che conferma tale scelta riguarda la scarsa numerosità di uno dei sottogruppi per cui, come già visto nell'analisi empirica dei costi, non si dispone di una quantità sufficientemente adeguata di informazioni atte a poter avvalorare l'ipotesi di base.

Conclusioni

Nel capitolo appena presentato sono stati trattati diversi aspetti tecnici che ruotano intorno al mercato dei fondi pensione italiano. In particolare è emerso il fatto che, stando alle attuali condizioni macroeconomiche caratterizzate da spinte inflazionistiche notevolmente attenuate, i rendimenti dei comparti bilanciati dei fondi pensione aperti sono stati tendenzialmente maggiori rispetto a quanto avrebbe reso mantenere il TFR presso l'azienda.

Questo dato presuppone il fatto che il mercato della previdenza complementare sia oggetto di un notevole potenziale di crescita, supportato soprattutto dalla sempre maggiore presa di coscienza di un necessario ed indispensabile ricorso a forme pensionistiche a carattere integrativo atte a raggiungere un adeguato e sostenibile livello del tasso di sostituzione.

Pertanto, riconoscendo ai fondi pensione aperti un positivo differenziale di rendimento a loro favore rispetto alla rivalutazione del TFR nell'ipotesi di mantenimento dello stesso

presso il proprio datore di lavoro, si è intrapresa un'analisi empirica incentrata sul segmento di mercato dei comparti bilanciati.

Sono stati così costruiti dei modelli di regressione volti a spiegare i fattori e le relazioni che determinano un maggiore livello di costi, oltre al fatto che, al superare determinate soglie dimensionali, espresse in termini di aderenti, è possibile realizzare delle economie di scala. Proseguendo con la regressione è stato evidenziato il fatto che le SGR presentano un ridotto livello di onerosità rispetto alle assicurazioni e alle SIM; tuttavia sono i gruppi bancari, a differenza di quelli assicurativi, a vantare minori costi. Infine, in merito alla multi gestione, si rileva un'elevata onerosità della stessa rispetto alla mono gestione, sebbene il sotto campione non risulta sufficientemente numeroso per poterlo affermare con forza.

Successivamente l'analisi si è spostata verso le performance, per le quali sono state rilevate correlazioni positive rispetto alle abilità del gestore, rappresentate dall'*alfa* di Jensen, e rispetto alla deviazione standard. La regressione è stata sviluppata su un altro indicatore, *sharpe*, in relazione al quale sono emerse relazioni positive sia con il numero di aderenti, che contribuiscono ad apportare le proprie quote a sostegno della gestione, sia con l'attivo netto destinato alle prestazioni, che rappresenta i risultati conseguiti dai soggetti gestori i quali, a loro volta, si ripercuotono positivamente sull'indice delle performance stesso.

Sulla base dei risultati raggiunti con le sopra esposte regressioni possiamo affermare il fatto che i soggetti che ottengono performance più basse sono le SGR, al contrario delle altre categorie considerate.

Infatti, le compagnie assicurative presentano buoni rendimenti, sebbene sia emerso, ancora una volta, che i gruppi bancari riescono a vantare migliori performance, soprattutto se si considera il fatto che le politiche di incentivazione da queste promosse, supportate da una fitta rete capillare di sportelli e filiali, riescono a raggiungere una più ampia clientela.

Infine, la gestione congiunta di un fondo pensione aperto ottiene in media performance inferiori rispetto a quanto vantato dai casi di delega ad un solo soggetto, confermando la stessa tendenza rilevata nell'analisi dei costi esaminata nel corso del terzo capitolo.

CONCLUSIONI

La considerazione di base da cui questo elaborato ha preso spunto, per poter poi sviluppare un'analisi empirica sulle performance e sui costi dei fondi pensione aperti presenti sul mercato, concerne nella crescente esigenza di integrare la retribuzione previdenziale garantita dal primo pilastro con strumenti finanziari specifici al raggiungimento di un adeguato tenore di vita.

Le cause che rendono questo mercato così fertile sono riconducibili generalmente: all'aumento delle aspettative di vita, ai mutamenti della composizione della popolazione, alle esigenze di contenimento della spesa pubblica, ai cambiamenti del mercato del lavoro¹⁰⁰, nonché alle stime pessimistiche del tasso di sostituzione minimo.

Ciascun lavoratore, sia dipendente che autonomo, è stato posto nella condizione di dover aggiungere alla pensione pubblica, quale flusso periodico più significativo, una pensione complementare o integrativa, che ha sollevato diverse criticità in merito alla costruzione di un portafoglio, atto a soddisfare le specifiche esigenze previdenziali.

Pertanto, al crescente ricorso al mercato di previdenza complementare, è conseguito un incremento dell'offerta di strumenti integrativi composti da diverse linee di investimento, che meglio si approssimano alle varie esigenze, non solo previdenziali, dei lavoratori.

In particolare, i fondi pensione aperti rappresentano uno dei prodotti finanziari più diffusi di questo settore, vantando, al termine del 2013, un rendimento medio pari all'8,1 per cento¹⁰¹.

Questa risposta positiva da parte del mercato fa sorgere un quesito in merito alla convenienza, in termini di rendimento, di lasciare il proprio TFR presso l'azienda o di conferirlo verso queste forme pensionistiche integrative. Quest'ultima eventualità implica l'offerta nei confronti del lavoratore di un rendimento "garantito" pari al tasso di rivalutazione annuo del TFR, che, al termine del periodo oggetto di analisi, si è attestato in corrispondenza dell'1,7 per cento. Questo calo, dovuto all'attenuazione delle spinte inflazionistiche¹⁰², ha evidenziato dei differenziali di rendimento decisamente favorevoli nei confronti delle performance dei fondi pensione aperti.

¹⁰⁰ *Relazione Presidente Covip 2013, p. 24*

¹⁰¹ *Relazione COVIP 2013, p. 30*

¹⁰² *Relazione Covip 2013*

Il *data set* analizzato nell'elaborato è stato costruito con specifico riferimento al comparto bilanciato, dal quale sono emerse significative considerazioni in merito alla valutazione delle performance, delle dimensioni ottimali, dei costi e, soprattutto, dell'incidenza della natura del gestore e della sua appartenenza a gruppi bancari o assicurativi.

I risultati più rilevanti riscontrati con riferimento ai rendimenti corretti per il rischio (*sharpe*) riguardano il fatto che questi in media sono influenzati positivamente sia dal numero di aderenti che dall'attivo netto destinato alle prestazioni rilevato alla fine del periodo di osservazione.

Anche l'analisi dei costi ha confermato la positiva incidenza delle suddette variabili ai fini della realizzazione delle economie di scala; nello specifico al superare di una certa soglia di aderenti, la curva dei costi supera il suo punto massimo e comincia a decrescere, generando conseguentemente vantaggi economici.

La natura dei gestori e le loro abilità sono stati il *focus* dell'analisi empirica, dalla quale è emerso che le SGR vantano livelli di costo più bassi rispetto alle SIM ed alle assicurazioni, mentre, proprio con riferimento a quest'ultime, presentano inferiori performance.

Le compagnie assicurative, di contro, si impongono come quei soggetti che, sebbene abbiano una struttura più onerosa, garantiscono all'aderente maggiori margini di profitto, il tutto ascrivibile al fatto che queste appartengono a gruppi operanti su più settori, caratterizzati, quindi, da apparati organizzativi più solidi e radicati sul mercato.

L'analisi, inoltre, ha permesso di rilevare una significativa comparazione tra i diversi livelli di costo e di performance a seconda che si consideri un gruppo bancario o un gruppo assicurativo.

Nonostante i buoni risultati presentati dalle compagnie assicurative, è emerso il fatto che i gruppi bancari riescono a vantare migliori risultati, sia in termini di sostenibilità economica che in termini di extra-rendimenti, soprattutto se si tengono in considerazione le politiche di incentivazione da queste promosse, supportate da una fitta rete capillare di sportelli e filiali, e la loro crescente presenza nel settore assicurativo (*bancassurance*).

Infine, un ultimo aspetto meritevole di attenzione riguarda la gestione congiunta di un fondo pensione aperto e quindi il fatto che la delega ad un unico soggetto consente non solo di sostenere costi più bassi, ma anche di ottenere in media delle performance migliori.

FONTI

Bibliografia

- ASSICURAZIONI GENERALI, *Fondi pensione: tutela previdenziale e sviluppo del mercato dei capitali*, 1995, p. 6-7
- BIKKER e DE DREU, (2009)
- BRIPI F., GIORGIANTONIO C., *Governance of Italian pension funds: problems and solutions - Questioni di Economia e Finanza (Occasional Paper) – Banca d'Italia*, p. 8; 10; 14
- CAPPELLETTI G., TOMMASINO P., *What determines annuity demand at retirement?*, *Geneva Papers on Risk and Insurance*, 2013, vol. 38, pp. 777-802
- Commissione parlamentare di controllo sull'attività degli enti gestori di forme obbligatorie di previdenza e assistenza sociale, "Audizione nell'ambito dell'indagine conoscitiva sulla funzionalità del sistema previdenziale pubblico e privato", Giugno 2014, p. 8; 10; 15
- DI GIALLEONARDO L., MARE' M., *La dimensione ottimale dei fondi pensione italiani: costi, iscritti, patrimonio gestito*, WORKING PAPER MEFOP n. 32/2013, Abstract; 1; 3; 5; 6; 7; 12-21
- *Dirigenza bancaria n. 144*, 2010, p. 34; 36; 37
- DRAGHI M., *I motivi dell'assicurazione sociale*", *Lezione Onorato Castellino*, 13 ottobre 2009, Moncalieri. In Forni, L. e Giordano, R. (2001), "Funding a PAYG pension system: the case of Italy", *Fiscal Studies*, vol. 22(4), pp. 487-526, si può trovare una delle prime analisi quantitative per l'Italia dell'impatto di questo tipo di misura
- FABRIZI P.L., *L'economia del mercato mobiliare*, Milano, Egea 2003
- GALLO A., *La performance dei fondi pensione*, Università degli studi di Napoli "Federico II", 2007, p. 17
- *Indagine sui bilanci delle famiglie della Banca d'Italia (IBF) 2008*
- *Indagine sui bilanci delle famiglie della Banca d'Italia (IBF) 2010*
- INPS, *Le pensioni domani*, 1993, p. 18
- LAPADULA B. –PATRIARCA S., *La rivoluzione delle pensioni*, 1995, pp. 70-71

- *Linee guida della OECD*
- *MENZIETTI M., La gestione finanziaria dei fondi pensione – Università della Calabria – Firenze, 15 maggio 2009*
- *MESSORI M., SCAFFIDI A., Lo sviluppo dei fondi pensione chiusi: il possibile ruolo del TFR e del regime fiscale, Quaderni MEFOP 1999, n. 1*
- *MIANI S., I prodotti previdenziali, GIAPPICHELLI EDITORE, Torino, 2009, pp. 6-7; 29-31; 59*
- *PORZIO, PREVIATI, COCOZZA, MIANI, PISANI, Economia delle imprese assicurative, McGraw-Hill (2011) p. 305; 307-308; 325-326; 337*
- *RAGIONERIA GENERALE DELLO STATO: Giugno 2014 - Le tendenze di medio - lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario*
- *Relazione della COVIP, 2013*
- *Relazione del presidente COVIP 2013*
- *STEWART, YERMO, IOPS (2008)*
- *VERGINE S., Tfr in busta paga, ora i fondi pensione tremano (L'Espresso), 16 ottobre 2014*
- *WALKER, LEFFORT (2002)*

Fonti normative

- *Decreto legislativo n. 503 del 1992*
- *Decreto legislativo n. 124 del 1993*
- *Decreto legislativo n. 276 del 10 settembre 2003*
- *Decreto del ministero del lavoro e della previdenza sociale n. 79 del 15 maggio 2007, contenente le integrazioni e le abrogazioni al D.M. n. 21114 gennaio 1997, e abrogativo del D.M. del Ministro del lavoro e delle politiche sociali del 20 giugno 2003*
- *Decreto COVIP 2007*
- *Decreto legislativo n. 252 del 5 dicembre 2005*
- *Decreto del Ministero del Tesoro n. 703 del 21 novembre 1996*
- *Deliberazione COVIP del 28 giugno 2006*
- *Legge n. 119 del 1981*

- *Legge n. 155 del 1981*
- *Legge n. 335 del 1995*
- *Legge n. 243 del 2004*
- *Legge n. 243 del 2004*
- *Riforma Damiano*
- *Riforma Fornero*

Sitografia

- <http://www.covip.it/wp-content/uploads/FondiPensionePrees.pdf>
- <http://www.morningstar.it/it/>
- <http://www.mefop.it/doc/bollettino-statistico>
- <http://www.alleanza.it/atportal/media/show/25740>
- http://www.allianzwebit.it/schedaProdotto/allegati/AZ_Previras_Regolamento_201212.pdf
- http://www.allianzlloydadriatico.it/lloydit/it/prodotti/note_condizioni/la_previdenza_nota_informativa.pdf
- http://www.allianzwebit.it/schedaProdotto/allegati/AZ_Insieme_Regolamento_201212.pdf
- http://www.google.it/url?url=http://www.secondapensione.it/doc_download%26file%3D5212658138341478748_5212658138348520498&rct=j&frm=1&q=&esrc=s&sa=U&ei=Cb4yVNTEJ8naOLmcgNAM&ved=0CCIQFjAC&usg=AFQjCNHc8S19M66AeHzFO_qdoG-noWPwdg
- http://www.animasgr.it/IT/ComeInvestire/DocumentazioneLegale/ArtiEMestieriFondoPensioneAperto/Doc%20Offerta/AM_Regolamento.pdf
- https://www.arcaonline.it/pdf/AP_NotaInformativa_apr11.pdf
- http://156.54.109.120/MaxiPDF/08976/PDF/ATTUALE/08976_SC-001_001.PDF
- http://www.avivaitalia.it/sites/avivaitalia.it/files/Regolamento_Ubi_0.pdf
- http://www.avivaitalia.it/sites/avivaitalia.it/files/idcYP003360_Nota%20Informativa_progetto%20esemplificativo_fpa%20Aviva_1.pdf
- <http://www.axa.it/Documentazione/DocumentiFPA.pdf>

- http://www.axa-mps.it/pertefamiglia/integrapensione/documents/previdenza_per_te/01042013_prevperte_scheda+nota.pdf
- http://www.axa-mps.it/pertefamiglia/integrapensione/documents/previdenza_in_azienza/31032014_prevazienda_scheda+nota_ppa.pdf
- <http://www.azimut.it/c/portal/rest/globalbase/drive/documentproxy?documentId=0B70Bzm7-A9byUkR0eXIFcUFCaU>
- http://www.bancassurance.it/img/files_sez4/244_97_file.pdf
- http://156.54.109.120/MaxiPDF/08595/PDF/ATTUALE/08595_SA-031_001.pdf
- http://www.bimvita.it/files/documenti/fondo_pensione_aperto_bim_vita/2_BIM_nota_informativa_marzo_08.pdf
- http://www.cardifvita.it/allegati/Regolamento_CardifVitaPensioneSicura_0912.pdf
- http://www.coopmaris.it/files/nota_informativa_caratteristiche.pdf
- http://www.google.it/url?url=http://www.pensplaninvest.com/files/content/533128_40931_2_0/notainforaiffeisen.pdf&rct=j&frm=1&q=&esrc=s&sa=U&ei=3U41VOagM4jUONLGgPgG&ved=0CB4QFjAC&usg=AFQjCNFxFWj3KmT1_-A96-PGraubOr-XWgQ
- http://www.cattolicaprevidenza.it/docs/nota_informativa_risparmio.pdf
- http://www.chiaravita.it/documentazione/fpa_nota_info_soluzione_previdente.pdf
- <http://cms.credemvita.it/storage/sito1/crv-2907-0314-nota-def.pdf>
- http://www.ca-vita.it/html/prodottisecondobox/Fondo_Pensione_Aperto.html
- http://www.creditrasvita.it/minisitiit/it/prodotti/note_condizioni/UniCredit-FPA-Regolamento.pdf
- http://www.fideuramvita.it/fileadmin/allegati_prodotto/90_375_110329_Fondo_Pens_Fideuram_Nota_Info_2011_03.pdf
- http://www.generalitaly.it/91896/PG_Nota-Informativa_20140331.pdf
- http://www.generalitaly.it/91894/PV_Nota-Informativa_20140416.pdf
- <http://www.toro.generalitaly.it/97676/Nota-Informativa-Toro-Previdenza.pdf>
- http://www.gruppoeukass.it/up_file/locandina_15.pdf
- <http://www.hdiassicurazioni.it/documents/10179/245921/NOTA+INFORMATIVA.pdf/3dfd68ac-e64b-4ba8-97ff-32fd6b02ce53>

- https://www.helvetia.com/it/content/dam/helvetia/it/content/it/Fascicoli_Informativi/Helvetia_Vita/Previdenza-Complementare/Helvetia-Domani-Fondo-Pensione-Aperto/NotaInformativa-HelvetiaDomani_Ed06-2012.pdf
- http://www.intesasanpaoloprevidenza.it/scriptWeb20/ vetrina/contentData/view/PS_Regolamento_201303.pdf?id=CNT-04-0000000102B62&ct=application/pdf
- http://www.intesasanpaoloprevidenza.it/scriptWeb20/ vetrina/contentData/view/IMP_NotaInformativa_18072014.pdf?id=CNT-04-00000001FD901&ct=application/pdf
- http://www.intesaprevidenza.it/scriptWeb20/ vetrina/contentData/view/G_Rendiconto_2012.pdf?id=CNT-04-0000000102B7D&ct=application/pdf
- http://www.intesasanpaoloprevidenza.it/scriptWeb20/ vetrina/contentData/view/IMD_Regolamento_201303.pdf?id=CNT-04-0000000102B79&ct=application/pdf
- http://www.crfprevidenza.it/scriptWeb20/ vetrina/contentData/view/CRFPrevidenza_regolamento.pdf?id=CNT-04-000000001C47F
- http://www.intesasanpaolovita.it/getattachment/previdenza/formepensionistichenonpiuincollocaemento/sanpaoloprevidenzafondopensioneaperto/sezionefileallegati/SPREV_REGOLAMENTO_062014.pdf.aspx
- http://www.intesasanpaolovita.it/getattachment/previdenza/formepensionisticheincollocaemento/sanpaoloprevidenzaaziendefondopensioneaperto/sezionefileallegati/SPAZ_NOTAINFO_062014.pdf.aspx
- <http://www.plurifonds.it/public/file/Reclami/CartaServiziPensPlanPlurifonds.pdf>
- http://www.mediolanumgestionefondi.it/pdf_gf/notainformativa_previgestfund.pdf
- http://www.nationalesuisse.it/it-CH/Privati/Private%20live/~-/media/Files/www_nationalesuisse_it/pdf/nota_informativa_previsuisse_06_2011.pdf
- http://www.google.it/url?url=http://www.pensplaninvest.com/files/content/532908_40931_2_0/nota-info-profi.pdf&rct=j&frm=1&q=&esrc=s&sa=U&ei=G6Q2VN2AIovSygPSkIKYcG&ved=0CBoQFjAB&usg=AFQjCNGpCGSp9KRJM5JM6uB5ld9w2qQN7Q
- http://coltit.pioneerinvestments.com/it/funds/pdf/documentazione/unicredit_previdenza/comunicazione_periodica_aderenti_2009.pdf
- <http://www.popolarevita.it/dotAsset/18185.pdf>
- https://www.eurorisparmiofondopensione.it/eurorisparmio/pdf/documentazione/SG_Eurorisparmio_NotaInformativa.pdf

- http://www.persona.it/documenti/fondopensione/CATTOLICAGESTIONEPREVIDENZA_NOTAINFORMATIVA.pdf
- http://www.fondoteseo.com/labirinto/normative/Nota_Informativa_TESEO_09_20142.pdf
- http://catalogo.gruppfondiarisai.it/wps/wcm/connect/19f9c58040a10f1e99fa9db78a66dbbd/FP_unico_DivLaFond_08_14.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=19f9c58040a10f1e99fa9db78a66dbbd
- http://unipol.unipolsai.it/il-tuo-risparmio/YOU-PREVIDENZA/Documents/UP_FPA_Nota%20info_1-2014.pdf
- http://catalogo.gruppfondiarisai.it/wps/wcm/connect/bd1f390040a111c3adbdb78a66dbbd/SAI_DivSai_unico_10_2014.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=bd1f390040a111c3adbdb78a66dbbd
- http://www.sai.unipolsai.it/fondiarisai/fs/showpdf.do?name=/root/Area%20Clienti/Prodotti/Rendiconti_Fondi_Pensione/2012%20RENDICONTO%20FPA%20CP%202012%20con%20OPINION.pdf&version=1.0
- http://www.unipol.unipolsai.it/il-tuo-risparmio/YOU-PREVIDENZA/Documents/Nota%20info_UINSIEME_%2008-2014.pdf
- http://catalogo.gruppfondiarisai.it/wps/wcm/connect/5fdc1b0040a115fb88a39db78a66dbbd/MI_unico_DivMi_08_14.pdf?MOD=AJPERES&CACHEID=5fdc1b0040a115fb88a39db78a66dbbd
- http://www.vittoriaassicurazioni.com/Allegati/Privati/PDF_previdenza_complementare/fondo%20pensione%20aperto%20formula%20lavoro/Nota%20FPA_2014.pdf
- <http://www.zurich.it/internet/zurich-it/SiteCollectionDocuments/individui-famiglie/ZC-Nota.pdf>
- http://www.zurich-db.it/pdf/zed_notainformativa_2012.pdf