

Liuc Papers

Pubblicazione periodica dell'Università Carlo Cattaneo - LIUC

Numero 276, ottobre 2014

Serie

Economia e Istituzioni 31

Michele Tronconi

*Dalla prudenza alla crescita. Perché e come
diversificare la previdenza sociale*

Serie: Economia e Istituzioni

Liuc Papers

ISSN:1722-4667

Direttore Responsabile: Piero Cavaleri

Direzione, redazione, amministrazione: Università Carlo Cattaneo - LIUC
C.so Matteotti, 22 - 21053 Castellanza (Va) - Italia
tel. 0331-5721 - fax. 0331-572320

Registro stampa Tribunale di Busto Arsizio n. 11/93 del 11.06.93

Comunicazioni di carattere organizzativo vanno indirizzate a:
Piero Cavaleri, *LIUC Papers*, Università Carlo Cattaneo, Biblioteca «Mario Rostoni»
Corso Matteotti 22, 21053 Castellanza (VA), Tel. 0331-572.267 # E-mail pcavaler@liuc.it

DALLA PRUDENZA ALLA CRESCITA. PERCHÉ E COME DIVERSIFICARE LA PREVIDENZA SOCIALE.

di Michele Tronconi*

Introduzione.

Non ereditiamo il mondo dai nostri padri, ma lo prendiamo in prestito dai nostri figli. E' un detto degli indiani d'America che rende l'idea della solidarietà intergenerazionale. Se i nostri padri avessero ragionato così, alla fine degli anni Sessanta, forse la crescita di quelli successivi sarebbe stata meno illusoria. Soprattutto, non sarebbe stata a scapito del futuro. La sfida, oggi, è crescere *per avere un futuro*; senza mettere in conflitto le generazioni fra loro. La soluzione sta nel risparmio previdenziale e nel modo in cui lo si traduce in investimenti dedicati allo sviluppo.

Per iniziare, bisogna riprendere una metafora: alla stregua di un tavolino da bar, un piano di appoggio ha bisogno di tre gambe per non traballare. Seguendo questa immagine si è pensato di sostenere la previdenza sociale con tre pilastri. Qui ci occuperemo solo di due di essi¹: partendo dai problemi del primo, per ragionare sulle opportunità offerte dal secondo. In effetti, c'è un errore di fondo ad equiparare la previdenza a un problema di statica; una considerazione il cui approfondimento esula dallo scopo di questo lavoro. E' utile, tuttavia, ripensare ai pilastri come fossero delle gambe vere e proprie, il cui scopo è quello di farci andare dove vorremmo, anziché portarci indietro. Per questo, considereremo la prima, quella pubblica e a contribuzione obbligatoria, come quella che cede, mentre la seconda, quella negoziale e a partecipazione volontaria, come quella che dovrebbe permetterci di mantenere il passo. In questa analisi ci confronteremo con la magia della diversificazione, che non assicura il massimo delle vincite, ma permette di rendere minimi i rischi. Una cosa che vale per il singolo individuo e anche per l'intero sistema previdenziale, ma che abbisogna di qualche correzione propulsiva per favorire l'economia di un Paese come il nostro, che deve tornare a crescere. Non basta dire che cosa serva, però, affinché succeda; dobbiamo farla succedere, affinché serva; innescando un circolo virtuoso.

* Presidente Assofondipensione

Lo schema della trattazione segue il ragionamento appena esposto. Nel primo capitolo analizzeremo le criticità del sistema pubblico a ripartizione. Nel secondo, valuteremo le ipotesi di riequilibrio poste alla base della previdenza complementare, individuando, nel terzo, le sue premesse economiche e finanziarie, cioè la devoluzione del TFR. Il quarto e il quinto capitolo illustreranno come funzioni ‘la seconda gamba’ e quali siano le sfide da affrontare. Come quella di *‘essere propulsivi e pazienti, senza smettere di essere prudenti’* per tramite degli investimenti diretti. Il penultimo capitolo riepilogherà le opportunità e le minacce che assillano attualmente i Fondi Pensione Negoziali lasciando il riepilogo generale alle conclusioni.

1. L’illusione di un equilibrio impossibile.

Il richiamo agli anni Sessanta, posto in apertura, si riferisce alla riforma delle pensioni varata nel 1969 dal Ministro Brodolini². E’ allora che si passò anche formalmente a un sistema tutto retributivo e interamente a ripartizione, prevedendo un tasso di sostituzione tra il 75 e l’80% dell’ultima retribuzione³. Ipotizzando, con ciò, la stabilità nel tempo di alcuni assunti demografici e macroeconomici. Come il tasso di natalità, non inferiore al 3%, la speranza di vita, fino a 65 anni, e la crescita costante del PIL, intorno al 5%⁴. A tali condizioni un sistema finanziato a ripartizione è addirittura più conveniente di uno a capitalizzazione. Se le condizioni cambiano, però, com’è drasticamente avvenuto - si pensi all’allungamento della vita, al bassissimo tasso di fecondità e alla decrescita del PIL - l’abbinamento fra finanziamento a ripartizione e criterio retributivo molto generoso si trasforma in uno *schema Ponzi*⁵. Perché, inevitabilmente, i sistemi pensionistici a ripartizione finiscono con l’essere *“un meccanismo che scarica il costo di offerta delle prestazioni sempre in avanti, sulle generazioni future”*⁶. Lasciando nelle loro mani una bomba ad orologeria, data dal rischio che si arrivi, prima o poi, al punto in cui non c’è un sufficiente numero di giovani al lavoro, capaci di mantenere una platea di pensionati sempre più consistente⁷.

Più che di un patto intergenerazionale, si è trattato di un errore di prospettiva; una grande illusione collettiva di *magnifiche sorti e progressive*. A dire il vero, un sistema pensionistico finanziato a ripartizione, dove i contributi versati in un periodo siano utilizzati per pagare le pensioni del medesimo periodo (*pay-as-you-go*), non è privo di presupposti economici. Esso può contare su di un rendimento implicito che deriverebbe dall’incremento degli occupati (n) e dalla crescita della produttività del lavoro, qualora si rifletta in un aumento dei salari reali (s). Proprio queste erano le prospettive in vigore alla fine degli anni sessanta, sotto l’impulso demografico del *baby boom* e del *miracolo economico*. Il rendimento implicito nel sistema a ripartizione ($n+s$) poté ben apparire come più promettente rispetto a quello offribile da uno a

capitalizzazione, legato ai rendimenti conseguibili sul mercato dei capitali (r). Si suppose, allora, sbagliando, che chi versava i contributi avrebbe continuato a crescere di numero, rispetto a chi riceveva le prestazioni pensionistiche, e che il lavoro sarebbe stato sempre più produttivo e, quindi, meglio pagato. In pratica, che $n+s$ sarebbe stato sempre maggiore o uguale a r , ma il 'sol dell'avvenire' è stato via via oscurato dalla chiusura della nostra *finestra demografica*⁸.

E' altresì evidente che un sistema a capitalizzazione, per essere conveniente, deve avere un rendimento reale medio superiore all'effetto combinato tra crescita della produttività e crescita (o decrescita) dell'occupazione. Viene perciò un dubbio; qualora la produttività non crescesse, o lo facesse in modo insufficiente a compensare il calo dell'occupazione, come potrebbe non incidere anche su di un sistema a capitalizzazione? Non per nulla c'è chi sostiene che "anche i sistemi a capitalizzazione sono influenzati dagli shock demografici"⁹. Tra i principali motivi c'è che i rendimenti offerti dal mercato dei capitali dovrebbero dipendere da quella stessa economia reale che risulta afflitta da una decrescita dell'occupazione e della produttività media. Eppure non è più così. Perché mentre l'economia reale che influisce su di un sistema a ripartizione ha sempre natura circoscritta, cioè nazionale, i mercati dei capitali in cui possono essere impiegati i risparmi previdenziali, in cerca del miglior rapporto rischio-rendimento, hanno continuato ad allargarsi, divenendo sovranazionali, cioè globali. E se i problemi demografici sono simili in molti Paesi occidentali, ve ne sono altri in cui la *finestra demografica* appare estremamente favorevole. E' questo *disaccoppiamento*, tra economia reale nazionale e mercato globale dei capitali, che ha reso superiore il sistema a capitalizzazione. Tuttavia, ciò che appare come una soluzione, può trasformarsi in un *handicap*, se allontana eccessivamente l'impiego del risparmio nazionale dall'economia reale che l'ha determinato; soprattutto, se tale allontanamento non risulta compensato dall'arrivo di capitali esteri.

La matematica che definisce l'equilibrio pensionistico, nel sistema pubblico a ripartizione, è piuttosto semplice; si basa sull'eguaglianza tra pensioni e contribuzioni, a parità di periodo. A loro volta, le pensioni possono essere viste come il prodotto tra il numero dei pensionati e il valore medio della pensione, mentre le contribuzioni possono essere viste come il prodotto tra il numero dei lavoratori, il salario medio e l'aliquota contributiva¹⁰. In pratica, come nella seguente identità contabile:

$$Pp = cwL$$

Dove:

P = Numero dei Pensionati;

p = Pensione media erogata;

c = Aliquota contributiva;

w = Salario medio;

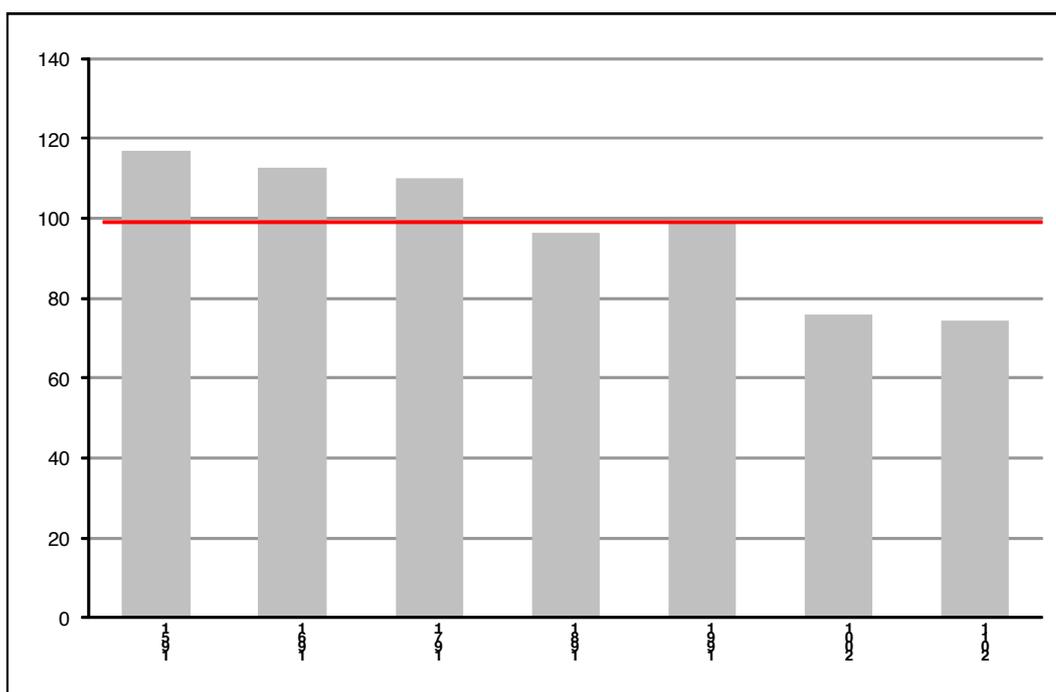
L = Numero dei Lavoratori.

Esprimendo l'equivalenza per c (aliquota contributiva), che in pratica è la quota di reddito cui la generazione attiva rinuncia, in favore di quella che fu attiva nel passato, si ottiene:

$$c = (p/w)(P/L)$$

Dove p/w è il tasso medio di sostituzione tra pensione e salario, mentre P/L è il tasso di dipendenza tra popolazione in pensione e quella che lavora (anche per pagare le pensioni). Siccome l'aliquota contributiva è mantenuta fissa per evitare che una generazione paghi di più, o di meno, di quella precedente, è del tutto evidente che una modifica dei due rapporti debba muoversi in proporzione inversa, l'uno rispetto all'altro, se si vuole mantenere l'equivalenza. In pratica, se il tasso di dipendenza cresce, perché aumentano i pensionati o diminuiscono gli occupati, oppure entrambe le cose¹¹, il tasso di sostituzione dovrà per forza diminuire. A meno di non ammettere uno *sbilancio*, da coprire attraverso la fiscalità generale, in termini di maggiori imposte, o di maggiore Debito Pubblico. Cosa che in Italia succede sistematicamente, con una particolare intensificazione a partire da metà degli anni novanta. Guardando all'istogramma della Figura n. 1 si vede l'andamento nel tempo del *tasso di copertura previdenziale*, calcolato dall'ISTAT. Negli ultimi quindici anni, circa un quarto della spesa non è stata coperta. Va precisato, altresì, che il disavanzo previdenziale non è stato determinato solo dalla spesa pensionistica, ma anche da alcune prestazioni assicurative e assistenziali; il fatto che l'INPS sia chiamato a gestire ed erogare entrambe le prestazioni complica le cose. Che si tratti di un problema comunque rilevante lo dimostra il fatto che, nel confronto internazionale, il nostro Paese detenga il record assoluto dell'incidenza della spesa pensionistica sul Prodotto Interno Lordo, come si vede dall'istogramma della Figura n. 2. Per la precisione, nel 2012 siamo arrivati a un'incidenza sul PIL del 17,28%, ripartibile in due elementi: il 15,45% per la previdenza e l'1,83% per l'assistenza¹². Crescono le prestazioni e decresce il valore complessivo delle contribuzioni, con un disavanzo sempre maggiore da coprire. Siccome non è più così facile finanziare a debito tale disavanzo, né si può pensare di aumentare la pressione fiscale, perché avrebbe effetti ulteriormente recessivi, lo squilibrio si scarica, inevitabilmente, sul tasso di sostituzione, cioè sulla diminuzione della pensione media per le generazioni future.

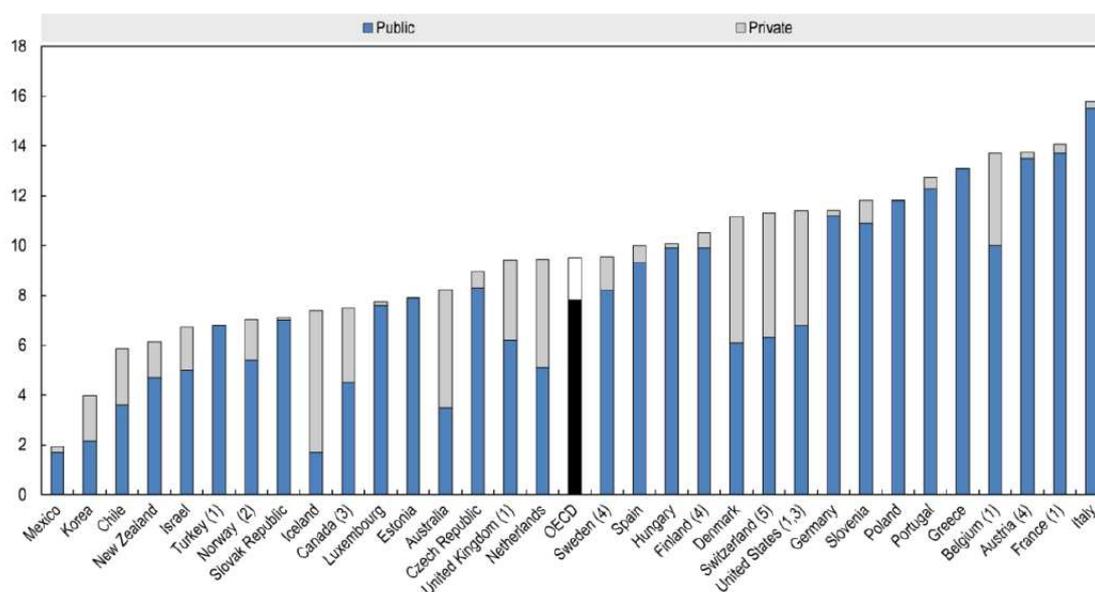
Figura n.1 – Tassi di copertura previdenziale (a) – Anni 1951 - 2011



Fonte: Bilanci degli enti di previdenza; elaborazioni su dati amministrativi fornite dagli enti di previdenza (fino al 1995); Istat, I bilanci consuntivi degli enti previdenziali (dal 1996)

(a) Rapporto percentuale tra le entrate contributive e le spese per prestazioni sociali.

Figura n. 2 – Spesa pensionistica, pubblica e privata, dei Paesi OCSE, nell'anno 2012.
As a percentage of GDP



Fonte: OECD Global Pension Statistics.

La riduzione di cui stiamo parlando è stata affrontata, sia allungando l'età per accedere alla pensione, sia modificando il sistema di calcolo delle prestazioni; passando dal criterio retributivo, estremamente generoso, soprattutto per chi non ha avuto una carriera lavorativa piatta, a quello contributivo. Ciò, a partire dalla riforma Dini (Legge n. 335/1995). Con tale modifica si è cercato di rispettare un principio di *equità attuariale*¹³ basato sulla corrispettività, per cui ogni pensionato riceverà una rendita legata a ciò che ha effettivamente versato. Tuttavia tale passaggio nasconde l'assorbimento di buona parte degli squilibri pregressi, da parte delle generazioni più giovani. Esse riceveranno una pensione limitata ai contributi versati, mentre col loro lavoro continueranno a pagare le prestazioni ben più generose delle numerose coorti già in pensione, o prossime alla pensione.

Un altro aspetto critico del sistema contributivo, che si rifletterà in una notevole disparità nei tassi di sostituzione individuali, dipenderà dal fatto che, più si tarda a entrare nel mercato del lavoro, meno si contribuirà alla futura rendita pensionistica. Allo stesso modo, chi si trova a vivere carriere di lavoro intermittenti, a causa della crisi in corso, si troverà con un tasso di sostituzione ridotto. Le stime ufficiali, da questo punto di vista, tendono sempre a sopravvalutare la continuità contributiva e, quindi, vanno lette come proiezioni *'al meglio'*, che potrebbero risultare poco realistiche per molti individui. Per esempio, la nota di aggiornamento della Ragioneria Generale dello Stato, pubblicata a dicembre del 2013, *"evidenzia l'importante contributo che il progressivo innalzamento dell'età di pensionamento produce sugli importi di pensione, concorrendo a migliorare l'adeguatezza delle prestazioni"*¹⁴. Attenuando, cioè, la caduta del tasso di sostituzione lordo. Secondo tale studio, considerando 38 anni di contribuzione, si passerebbe dal 74,1% del 2010, con l'accesso alla pensione a 65 anni e 4 mesi, al 68,3% nel 2030, con l'accesso alla pensione a 68 anni e 2 mesi. Evidentemente, ciò che conta è poter lavorare sempre; dall'inizio alla fine.

Si è passati da un sistema a *beneficio definito*¹⁵, in rapporto alle ultime retribuzioni, a un sistema a *contribuzione definita 'senza riserve'*, dove il lavoratore sa quanto deve pagare *'se lavora'*, quasi fosse una tassa sul lavoro¹⁶, ma non sa quanto lavorerà e a che condizioni, per cui deve considerare la pensione come un valore aleatorio. Tuttavia, se questo è il modo in cui si tornerà gradualmente all'equilibrio, c'è il rischio che esso rimanga impossibile per i diversi decenni in cui vi saranno, da una parte, sempre meno occupati, in regime contributivo e, dall'altra, una platea ancora crescente di pensionati in regime retributivo. Inoltre, come vedremo fra un attimo, c'è un altro motivo per cui il sistema contributivo italiano è condannato al *deficit*. Resta il fatto che, come ha sostenuto Franco Modigliani nei suoi ultimi lavori sul risparmio previdenziale: *"Paygo is financially unsound and forever at risk of insolvency because the*

contribution required for the promised benefits is highly sensitive to variations in population structure and productivity growth"¹⁷.

2. Ipotesi di riequilibrio e secondo pilastro.

La critica di Modigliani ai sistemi pensionistici finanziati a ripartizione comprende altri due elementi, oltre a quello della scarsa solvibilità e della supposta onerosità, perché negli ultimi decenni si è quasi sempre verificato che: $r > n + s$. Per il Nobel dell'economia ogni logica *paygo* sarebbe anche *illiquida* e, soprattutto, *inefficiente*.

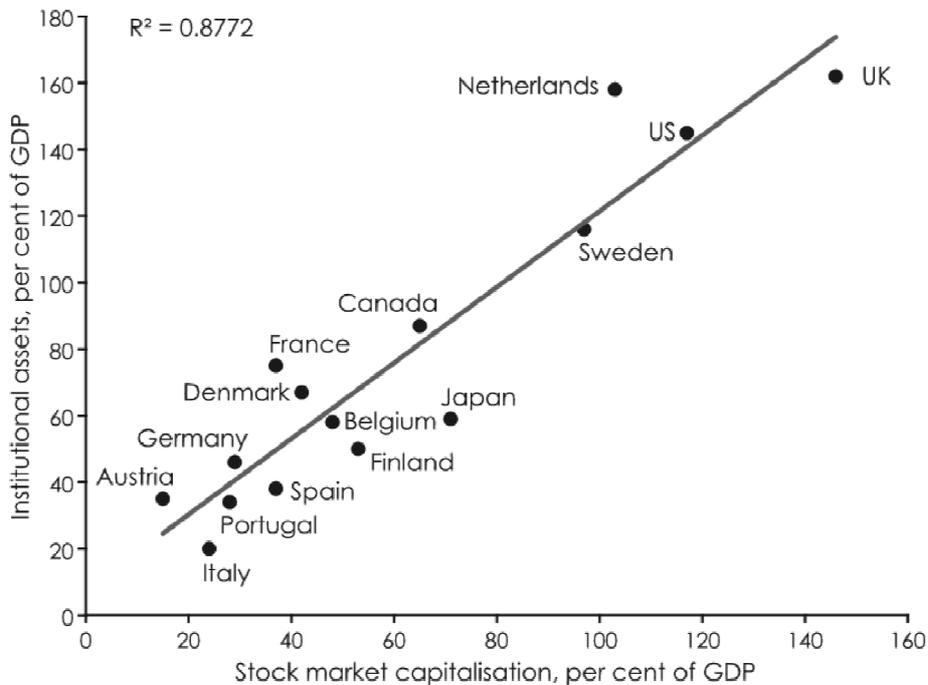
Illiquida, perché la contribuzione obbligatoria costituisce un credito nominale "che i lavoratori non possono usare, fino all'età del pensionamento, per 'autofinanziarsi' temporanei investimenti personali"¹⁸. *Inefficiente*, perché il risparmio obbligatorio è usato per pagare le pensioni correnti, e quindi girato a consumo, anziché finanziare quegli investimenti produttivi da cui dipende l'aumento della produttività del lavoro, e quindi la sostenibilità del sistema stesso. Da qui la proposta drastica che Modigliani fece a tutti i Paesi che adottavano la logica *paygo*, con particolare enfasi verso l'Italia. Bisognava abbandonare prima possibile il finanziamento a ripartizione e passare a un sistema pubblico a capitalizzazione individuale. Per far ciò, si ipotizzò che per diversi decenni (da sei a otto) i lavoratori avrebbero dovuto, sia contribuire con la vecchia logica, ma via via sempre di meno, sia accantonare delle riserve effettive in un fondo pubblico, utilizzando 2/3 del TFR maturando.

Proprio nello stesso periodo in cui Modigliani articolava le sue proposte, in Italia si decideva di rendere disponibile il TFR maturando per il rafforzamento della previdenza complementare. Inoltre, con la riforma Dini si mandò in soffitta la logica retributiva per le nuove coorti, realizzando in modo scaglionato quella contributiva. Per inciso, tale logica, che viene indicata anche con l'acronimo *Ndc (Notional Defined Contribution)*, "è una costruzione intellettuale concepita per la sola assicurazione contro la vecchiaia"¹⁹. Diversamente che in Svezia, da noi si è fatto l'errore di mantenere in capo alla medesima contribuzione obbligatoria, usata per il conteggio dei diritti pensionistici individuali, anche la copertura assicurativa contro l'invalidità e la premorienza; eventi, questi, che sono tecnicamente "incompatibili col principio di corresponsività"²⁰. In pratica, così facendo ci si è nuovamente condannati a dover subire dei *deficit* cronici di bilancio. In altre parole, il nuovo sistema, poi messo a regime dalla Legge Fornero (art. 24 Legge n. 214/2011), risulta segnato da un peccato originale che è molto simile a quello da cui avrebbe dovuto liberarci.

In tale contesto 'pasticciato', soprattutto dopo gli effetti incoraggianti del D.Lgs. n. 252/2005²¹, la previdenza complementare è apparsa essere, non solo il secondo pilastro per il

futuro pensionistico dei lavoratori, ma anche l'elemento su cui puntellare la tenuta del sistema pubblico e lo sviluppo economico del Paese. Perché quando si pensò di dare impulso ai Fondi Pensione, col precedente D.Lgs. n. 124/1993, s'immaginò di dare corpo a quella platea di *investitori istituzionali* che fanno la differenza tra Paesi a capitalismo maturo e Paesi in retroguardia. Il grafico in Figura n. 3 fotografa la situazione al 1996 e, da questo punto di vista, è molto indicativo: la dimensione dei fondi gestiti dagli *investitori istituzionali* era direttamente correlata con la capitalizzazione di borsa dei rispettivi Paesi, con l'Italia in evidente posizione di coda. Non si dimentichi che, alla fine degli anni novanta, si passò dalla celebrazione del modello distrettuale, tipica del *made in Italy*, alla critica del nanismo imprenditoriale e all'eccessiva concentrazione nei settori cosiddetti tradizionali, complice un sistema finanziario essenzialmente banco-centrico e incapace di favorire lo sviluppo delle *public company*. Per inciso, chi scrive ritiene che parte di quelle critiche, per quanto giustificate, abbiano finito con lo sminuire la componente comunque positiva del modello di specializzazione italiano, con le sue utili differenziazioni, forzando su di esso un'interpretazione convergente del processo di sviluppo capitalistico. Cosa che ha impedito di far corrispondere soluzioni mirate a esigenze specifiche, per esempio sul fronte della politica industriale²². Tuttavia, l'idea che gli *investitori istituzionali* potessero ricoprire un ruolo chiave per il nostro futuro era senz'altro fondata e bene augurante.

Figura n. 3



Sources: OECD, Bank for International Settlements (BIS).

Che cosa sono gli *investitori istituzionali*? Spesso, si preferisce rispondere dicendo ‘chi sono’, cioè i Fondi Pensione, i Fondi Comuni e le Compagnie di Assicurazione. Si ricorre alle esemplificazioni, quasi fossero auto esplicative. Se poi si chiede che cosa sono i Fondi Pensione, si cade nella tautologia affermando: sono degli *investitori istituzionali*. Nella circolarità del ragionamento si dissolve il vero interrogativo e cioè che cosa li renda diversi dagli altri operatori finanziari; una definizione da manuale che è difficile rintracciare nella maggior parte dei manuali.

La differenza costitutiva degli *investitori istituzionali* dipende dall’effetto combinato tra: finalità, struttura del passivo e dimensione complessiva. In generale, la finalità consiste nell’aggregare e trasformare il risparmio in una maggiore possibilità di consumo futuro. La struttura del passivo è frazionata ma con una particolarità: quella di non subire il rischio della ‘corsa agli sportelli’. Cosa che caratterizza qualsiasi banca, per lo meno teoricamente. Infine, la notevole dimensione dell’attivo consente di retrocedere al singolo sottoscrittore alcuni benefici che difficilmente potrebbe ottenere individualmente, quali: a) la diversificazione e, quindi, la diluizione dei rischi; b) notevoli economie di scala, che si riverberano in minori costi di transazione e gestione; c) l’elevata disponibilità di competenze qualificate e di informazioni tempestive.

La combinazione degli elementi appena illustrati, soprattutto nella tradizione anglosassone, giustifica il ricorso alla qualifica di ‘istituzionale’ per indicare il ruolo di questa tipologia di investitori, capaci di dare *spessore e ampiezza*²³ al mercato finanziario. Con un auspicato *effetto stabilizzante*, in termini di resilienza agli *shock*, nonché *propulsivo*, per l’economia reale. Un discorso ancor più specifico va fatto a proposito dei Fondi Pensione. La loro funzione precipua è quella di gestire il risparmio degli iscritti, accumulato durante la vita lavorativa, per trasformare il relativo montante in una rendita pensionistica. Siccome il profilo di *asset-liability matching* si caratterizza per la regolarità dei flussi in entrata, costituiti dalle contribuzioni mensili dei lavoratori, nonché per la relativa prevedibilità dei flussi in uscita e per il baricentro temporale teoricamente più lungo, tutto questo fa dei Fondi Pensione *l’investitore istituzionale* di lungo periodo per antonomasia. Da essi ci si aspetta, sia *prudenza*²⁴, che *pazienza*, così che diano la spinta a un circolo virtuoso che sostenga l’occupazione e, quindi, favorisca *l’accumulazione* di risparmio previdenziale. In altre parole, il nostro ‘secondo pilastro’, visto nella sua missione di *investitore istituzionale*, funziona solo se il minor consumo di oggi, a favore di un adeguato consumo domani, non si trasformi in una sottrazione di risorse dal ciclo produttivo, bensì in una sua re-immissione efficiente e conveniente dal punto di vista della crescita economica. Non per nulla, come ha ribadito l’OCSE di recente²⁵, lo sviluppo del

secondo pilastro a capitalizzazione individuale è indispensabile per garantire l'equilibrio fra sostenibilità finanziaria e sociale del nostro Paese.

In conclusione, per camminare verso un futuro incerto e comunque segnato da un'evoluzione demografica paradossale, dove il successo nelle aspettative di vita deve fare i conti con la riduzione della fertilità, la previdenza non solo deve stare su due gambe, quella pubblica e quella complementare, ma deve giocare a tutto campo. Pensando al futuro e spingendo il presente.

3. Inizio e fine del TFR.

Per finanziare il secondo pilastro previdenziale si è ricorso al TFR maturando, cambiandogli natura e funzione, per la terza volta nella sua storia. Si tratta di un aspetto rilevante e dirimente, anche per ribadire la *mission* dei Fondi Pensione Negoziati come *investitori istituzionali*.

In origine, l'istituto fu disciplinato da un Regio Decreto del 1924 (il n. 1825, poi convertito in Legge n. 562/1926), consolidando una consuetudine già presente fra le imprese, le quali accantonavano una somma proporzionale alle retribuzioni annuali dei lavoratori, soprattutto degli impiegati, per premiarne la fedeltà alla fine di un rapporto collaborativo di lunga durata, o come forma di risarcimento, in caso di licenziamento anzitempo; tant'è che in questa prima fase la denominazione dell'istituto era quella d'*indennità di licenziamento*. La trasformazione in *retribuzione differita* avvenne con l'emanazione del Codice Civile, nel 1942, quando la denominazione mutò in *indennità di anzianità*. Un nuovo intervento regolamentare, modificativo dell'articolo 2120 del Codice Civile, è stato eseguito con la Legge n. 297/82 tesa a risolvere alcuni problemi connessi alla spirale inflazionistica e alla conseguente eccessiva onerosità dell'istituto; da qui si è passati all'attuale denominazione di *trattamento di fine rapporto*, abbreviato in TFR. La sua natura di *retribuzione differita* è stata riaffermata dalla possibilità data ai lavoratori di richiedere anticipazioni sulle somme accumulate, a particolari condizioni. Tuttavia, con la trasformazione sostanziale da *accantonamento risarcitorio* a *retribuzione differita*, senza obbligo di costituzione di una riserva reale, nonché con l'assistenza di una speciale garanzia presso l'INPS²⁶, il TFR è divenuto un importante elemento di autofinanziamento delle imprese.

La terza trasformazione sostanziale si è avuta con la legge delega n. 421 dell'ottobre 1992 e con il D.Lgs. n. 124/93 che vi ha dato attuazione, quando si è previsto di poter utilizzare a fini previdenziali il valore maturando del TFR, previo il relativo trasferimento ai Fondi Pensione, in caso di adesione volontaria del singolo lavoratore.

Per inciso, un ulteriore intervento è stato effettuato con la legge delega n. 243 del 23 agosto 2004 e con il relativo decreto di attuazione n. 252 del 5 dicembre 2005 che ha riformato profondamente il sistema di previdenza complementare, prevedendo la destinazione automatica del TFR maturando ai Fondi Pensione Negoziati, salvo esplicito dissenso da parte del lavoratore (cd. tacito conferimento).

Col nuovo passaggio, da *retribuzione differita*, a *risparmio previdenziale*, il TFR si è trasformato, a scelta del singolo lavoratore, in un accantonamento reale che viene impiegato sul mercato finanziario. Questo fatto, però, ha obbligato molte imprese che lo trasferiscono ai Fondi, o presso il Fondo di Tesoreria presso l'INPS, come vedremo tra un attimo, a doversi indebitare maggiormente presso terzi, proprio per far fronte a questa ulteriore uscita di cassa connessa con le retribuzioni.

La nascita e lo sviluppo del secondo pilastro non sono avvenuti, quindi, a costo zero, o in modo indolore. Tanto più che la maggiore richiesta di finanziamento bancario, da parte delle imprese, è andata a coincidere con i requisiti imposti da Basilea II e con l'avvio della crisi dei mutui *sub-prime* americani, quindi con il conseguente *credit crunch*, propagatosi a onde, con un primo picco restrittivo registratosi nel secondo semestre del 2008. Le difficoltà delle imprese si sono ripercosse sull'occupazione e, quindi, sul risparmio previdenziale, avviando un circolo vizioso che è esattamente il contrario di quello su cui si contava, pensando al rafforzamento degli *investitori istituzionali* nel nostro Paese. Ciò che risulta ancor più incomprensibile è che su quest'aspetto ci siano stati ben pochi approfondimenti scientifici, sia *ex-ante* che *ex-post*. Forse perché si tratta di un argomento tabù. Tra i pochi lavori pubblicati emerge quello di Rossella Bardazzi e Maria Grazia Pazienza²⁷, che conclude, essenzialmente, con un rilievo: anche se il problema riguarda soprattutto una parte delle imprese di minori dimensioni, “*gli strumenti finora considerati affinché lo smobilizzo del TFR avvenga 'senza oneri per le imprese' appaiono insoddisfacenti perché non sembrano poter coprire completamente i maggiori oneri e non discriminano adeguatamente tra le differenti situazioni di impresa*”²⁸. Vengono così richiamate, implicitamente, anche le misure compensative che erano state inizialmente formulate dal Governo a favore delle imprese, come, ad esempio: le facilitazioni per l'accesso al credito per le PMI, tramite l'istituzione di un apposito fondo di garanzia, e la riduzione del cuneo fiscale.

Questi interventi compensativi non sono stati realizzati in modo efficace e la situazione è presto degenerata anche per il concorso dei fattori in parte già citati, come, da un lato, la decisione ‘politica’ di imporre con la legge finanziaria per il 2007 il trasferimento del TFR cd. “inoptato”, per le aziende sopra i 50 dipendenti, presso il Fondo di tesoreria dell'INPS; dall'altra, l'adeguamento del sistema bancario nazionale ai nuovi regimi patrimoniali, imposti

da Basilea II, nonché l'avvio della crisi e del *credit crunch*. Le necessità finanziarie delle molte imprese che si sono trovate a 'buttar fuori' il TFR maturando, mentre calava il giro d'affari, si è ripercossa, in prima battuta, sull'allungamento dei pagamenti ai fornitori, magari mandando insolute le scadenze pattuite. Il conseguente deterioramento dei crediti commerciali, spesso a carico delle imprese strutturalmente più deboli, ha prodotto un abbassamento dei *rating* creditizi, innescando un circolo vizioso tra sempre maggiori sofferenze bancarie, minori prestiti, minor attività produttiva e minor occupazione.

Nel frattempo la previdenza integrativa aveva già iniziato ad accumulare i primi risparmi previdenziali. Se si esclude l'attività dei cosiddetti Fondi Preesistenti, organizzati come *benefit* da alcune grandi imprese e banche nell'ambito dei loro contratti aziendali, la fase di accumulo è iniziata intorno alla fine degli anni novanta (si veda la Tabella n. 1); uno dei primi Fondi Pensione Negoziali a nascere è stato Fonchim, nel 1998.

Tabella n. 1
Previdenza complementare e Fondo di Tesoreria INPS.
Le risorse destinate alle prestazioni (*importi in milioni di Euro*).

Anno	FPN	FPA	PIP	F. Preesit.	F.T. INPS
1999	544	234	0	19.859	0
2000	1.190	552	0	21.269	0
2001	2.256	943	193	29.578	0
2002	3.264	1.230	617	29.531	0
2003	4.543	1.731	1.278	30.059	0
2004	5.881	2.230	2.150	30.617	0
2005	7.615	2.954	3.338	33.400	0
2006	9.257	3.527	4.546	34.246	0
2007	11.599	4.298	5.790	36.054	0
2008	14.092	4.663	6.625	35.906	5.700
2009	18.757	6.269	8.966	39.813	11.600
2010	22.384	7.533	11.209	42.007	17.300
2011	25.272	8.364	13.192	43.818	22.700
2012	30.174	10.078	16.086	48.010	28.100
2013	34.504	11.965	18.596	48.010	33.600

Fonte: Elaborazioni su dati COVIP.

L'impulso maggiore alle adesioni si è avuto nel 2007 con l'avvio del meccanismo del cd. *silenzio assenso*, per i lavoratori dipendenti nel settore privato. Secondo i dati COVIP, nel periodo 2007-2008 le adesioni ai Fondi Pensione Negoziali hanno subito un incremento di oltre il 60% rispetto al 2006 (cfr. Relazione annuale COVIP per il 2008).

Nel giro di poco meno di 15 anni il patrimonio dei Fondi Pensione Negoziali è giunto al valore di 34,5 Mld di Euro (dato finale 2013), con circa 2 milioni d'iscritti; se si somma anche il valore dei Fondi Pensione Aperti e dei PIP 'nuovi', si giunge a un valore complessivo di 58,8 MLD di Euro che può dirsi determinato dalla devoluzione del TFR. Si può inoltre stimare che il valore medio annuo uscito dal circuito finanziario delle imprese private, a qualsiasi titolo negli ultimi anni di crisi (2008-2013) sia stato nell'intorno dei 12 Mld di Euro e che quasi la metà di questo importo sia confluito, però, al fondo di tesoreria presso l'INPS.

Per capire fino in fondo il problema della fuoriuscita del TFR dalle aziende bisogna, infatti, fare un confronto con le risorse che le imprese con più di 50 dipendenti hanno dovuto – e ancora devono - versare a tale fondo presso l'INPS (c.d. inoptato). In soli sei anni esso ha raccolto e immediatamente utilizzato, per coprire uscite di natura corrente del Bilancio Pubblico²⁹, quasi quanto accumulato volontariamente dai lavoratori presso i Fondi Pensione Negoziali, nel doppio del tempo. Ecco perché possiamo parlare di un doppio problema del TFR; primo, perché ha smesso di essere una 'stampella finanziaria' per le imprese, secondo, perché ciò che è uscito da esse non è tornato al sistema produttivo e, in buona parte, non è neanche finito a rimpolpare la previdenza; invece che trasformarsi in un pilastro, lo si è trasformato in una 'stampella' del Debito Pubblico italiano. Per paradosso, mentre da noi il TFR usciva dalle imprese per non farvi ritorno e alimentare, in parte, le difficoltà dell'economia reale, negli Stati Uniti, lì dove la cattiva finanza ha provocato il disastro, alcune imprese si sono salvate perché sono intervenuti i Fondi Pensione Negoziali a finanziarle, con gli stessi risparmi previdenziali dei loro lavoratori. Ciò, a tutela del mantenimento dei livelli occupazionali, come è successo nel caso eclatante della UAW (*United Auto Workers*) con la *Nuova Chrysler*³⁰. In un certo senso, la lezione americana riecheggia molto l'attacco di un detto latino: *primum vivere...*

4. Troppa prudenza, poca crescita.

La riflessione svolta sul TFR e sull'effetto della sua devoluzione per il sistema delle imprese serve a sottolineare, da ultimo, tre importanti aspetti per i lavoratori. Il primo è che gli si è tolto uno strumento di partecipazione alla continuità aziendale, soprattutto in una fase di *credit crunch*, aumentando il rischio che le ristrettezze finanziarie per le aziende si ripercuotano sui livelli occupazionali. Come a dire che ciò che si è pensato per aumentare la pensione potrebbe comprometterne il raggiungimento. Il secondo aspetto è che attraverso la destinazione del TFR ai Fondi Pensione il legislatore non ha coperto affatto il vuoto prodottosi nel tasso di sostituzione del primo pilastro. Per il semplice fatto che è ricorso a qualcosa che era già nella disponibilità futura dei lavoratori, trasformando una componente retributiva *differita*, in una

risorsa *previdenziale*. Il terz'ultimo aspetto, strettamente connesso al secondo, è che con la devoluzione del TFR i lavoratori perdono un importante ammortizzatore sociale, in caso di licenziamento. Ciononostante, è innegabile che attraverso i Fondi Pensione Negoziali si siano prodotti alcuni vantaggi, prima inesistenti, come:

- La possibilità di trasformare il montante in una rendita, con tanto di benefici fiscali in fase di accumulo, gestione e liquidazione;
- La possibilità di fruire di versamenti aggiuntivi da parte delle imprese, concordati in sede di *ccnl*, quindi nel pieno dell'autonomia negoziale delle parti sociali;
- La possibilità di incassare rendimenti superiori alla rivalutazione del TFR, contenendo il rischio, tramite la gestione accentrata e professionale del risparmio, cioè attraverso la diversificazione di portafoglio.

E' altresì evidente che il passaggio a un sistema multipilastro non abbia risolto, ne automaticamente, ne completamente, i problemi posti a quello previgente dalla chiusura della nostra *finestra demografica*. Non solo; il nuovo valzer ballato su due gambe, per arrivare a una pensione decente, comprende, sia costi, sia benefici possibili, di cui resta da calcolare se i primi siano adeguatamente compensati dai secondi. Questo, sia a livello individuale, che a livello collettivo e di equilibrio intergenerazionale. E' soprattutto su questi ultimi due aspetti che s'impone una valutazione d'ordine macroeconomico, da cui far discendere eventuali correttivi, così come azioni di rinforzo alle soluzioni più adeguate. Nicholas Barr e Peter Diamond, in diversi lavori scritti assieme, sostengono che non esista un sistema pensionistico, anche multipilastro, valido per sempre, o per tutte le situazioni. In ogni caso, la questione dirimente è una sola: la crescita economica. *“What matters is not financial accumulation but output. If output increases, it becomes easier to meet the claims both of workers and pensioners. The solution to population ageing lies not in funding per se but in output growth”*³¹. Da qui discende un'importante indicazione per la gestione dei nostri Fondi Pensione Negoziali: il maggiore risparmio si deve tradurre in maggiore investimento; a sua volta questo deve risultare soprattutto di tipo 'produttivo', cioè in grado di riflettersi positivamente sul PIL e sull'occupazione del Paese. Che non significa che non si debba investire anche all'estero, per calmierare i rischi, bensì che non ci si debba lasciar guidare solo dai rendimenti finanziari, ma anche dalle ripercussioni indirette delle scelte operate sul fronte degli *asset class*. *“The link between an increase in saving and increased investment is complex – some savings will simply increase prices of existing assets. In the 1970s a British trade union famously invested part of its pension fund in valuable paintings, creating not new factories or machinery. Part of*

increased saving can drive up the prices of assets in limited supply, such as urban land. (...) Thus it is wrong to use financial return as a measure of the return to society ..."³². La soluzione, quindi, sta nel modo specifico in cui i Fondi Pensione Negoziali assolvono al loro ruolo di *investitori istituzionali* a lungo termine.

Facciamo, perciò, una rapida analisi di come sia stato allocato, finora, il risparmio previdenziale da parte dei Fondi Pensione Negoziali (*asset management*). La relazione annuale della COVIP (2012), indica che la parte del leone è tuttora svolta dai Titoli di Stato, anche se non solo italiani, con una quota complessiva del 60% rispetto al totale. Seguono le obbligazioni societarie, per lo più di grandi imprese quotate, e le azioni emesse dal medesimo tipo d'impresa, soprattutto estere, per un totale pari al 27%. Gli investimenti meno tradizionali passano attraverso la sottoscrizione di quote di fondi OICR³³ per una quota di poco inferiore all'8%; a loro volta essi investono in attività mobiliari e anche immobiliari. Per quanto riguarda l'orizzonte temporale degli investimenti, se si considerano quelli con scadenza predeterminata (titoli di stato e bond), che sono nettamente prevalenti, essendo il 77% del totale, la *duration*³⁴ media è di 3,8 anni. Tale valore rende bene l'idea di quale sia il baricentro temporale del risparmio previdenziale, indubbiamente molto distante dall'ottica di lungo periodo che dovrebbe costituire la sua finalità funzionale. Inoltre, se si considera la composizione per area geografica dei portafogli titoli, si scopre che ben due terzi degli impieghi, nel 2012, risulti a favore di emittenti esteri. Come dimostra la Tabella n. 2 prodotta dalla COVIP.

In definitiva, l'analisi dell'*asset allocation* attuata dai Fondi Pensione Negoziali conferma il giudizio per cui il risparmio previdenziale italiano tende ad essere poco paziente e troppo prudente. Soprattutto in questi anni di crisi, dove il frequente ricorso alle anticipazioni (c.d. bancomat previdenziale), insieme alla generale fuga dal rischio, ma anche a causa della struttura temporale delle convenzioni coi gestori, hanno spinto verso il breve termine e verso gli investimenti decorrelati, in termini di rischio Paese. Al punto da dirottare buona parte delle risorse, dall'economia nazionale che le produce, a qualche altra economia nazionale, ritenuta meno rischiosa. Si tratta, in un certo senso, dell'apoteosi della prudenza, ma anche del motivo tecnico per cui un sistema pensionistico finanziato a capitalizzazione può risultare superiore a uno a ripartizione, come affermato nel primo capitolo. La ragione sta alla base del principio di diversificazione: ripartendo l'impiego del risparmio su più classi di attività e su più titoli per ogni classe, si ottiene di poter sommare tra di loro risultati economici diversi, dove quelli maggiormente positivi compenseranno quelli che risultano meno redditizi, facendo emergere un rendimento medio non troppo distante da quello 'atteso'³⁵. Tuttavia, per ottenere una buona diversificazione, non basta suddividere il patrimonio fra molti titoli diversi; occorre fare in

modo che i loro andamenti non siano *correlati*, cioè che non reagiscano con la stessa intensità e nello stesso senso, a fronte del medesimo evento.

Siccome gli eventi ritenuti, ad un tempo, più probabili e destabilizzanti in una fase di crisi recessiva connessa agli squilibri dei bilanci pubblici rientrano nel cosiddetto *rischio Paese*, se ne deve concludere che il modo migliore di *decorrelare* e, quindi, diversificare un portafoglio, stia nel ripartire gli investimenti tra emittenti di Paesi diversi. Ed è esattamente ciò che hanno fatto e continuano a fare i nostri Fondi Pensione Negoziati che, in questo modo, soddisfano il principio dell'investitore prudente (*prudent man*). A tanta prudenza, inevitabilmente, corrisponde poca crescita. Perché, mentre si persegue l'obiettivo di diluire i rischi, si concorre ad alimentare un effetto pro ciclico per l'economia nazionale. Soprattutto se la decorrelazione operata dai nostri gestori non è compensata da un'analogia operatività da parte dei gestori stranieri, che acquistino *asset* italiani per diversificare i loro portafogli. Infatti, come ci ricordano Barr e Diamond, tutto ciò che esce, o non entra, nel circuito produttivo di un Paese ne riduce le possibilità di sviluppo. Significa che, alla lunga, la disoccupazione aumenta. Siccome i capitali inseguono le prospettive di rendimento a livello globale, si tende a rimanere catturati dalla circolarità delle profezie che si autoalimentano. O a quella che George Soros indica col termine di 'riflessività'; "*markets can influence the events that they anticipate*"³⁶. C'è da chiedersi, quindi, chi possa mai sostenere un'economia in crisi, se la fuga dal rischio impedisce di capitalizzare localmente almeno parte dei suoi stessi proventi; se non ci crediamo noi, nel nostro futuro, chi mai dovrebbe crederci? Molto probabilmente è una questione di gradi; di giusto equilibrio tra il troppo e il troppo poco. Per altro, va sottolineato che il nostro mercato finanziario offra ancora scarse possibilità d'impiego produttivo al risparmio previdenziale. In un certo senso, si tratta del solito problema d'incontro tra domanda e offerta.

Tabella n. 2

	2011						2012
	Totale	Tipologia di comparto					Totale
		Garantito	Obblig. puro	Obblig. misto	Bilanciato	Azionario	
Titoli di debito	79,0	97,6	100,0	80,0	65,8	37,8	76,7
Italia	28,9	64,7	71,9	24,6	16,3	8,1	29,7
Altri paesi dell'area euro	41,7	30,0	26,3	40,8	36,4	24,4	35,9
Altri paesi dell'UE	3,0	2,2	0,8	5,0	6,4	2,3	4,8
Stati Uniti	3,5	0,5	0,8	5,8	4,5	2,1	4,0
Giappone	1,2	-	-	2,5	0,6	0,1	1,1
Altri paesi aderenti OCSE	0,7	0,2	0,2	1,1	1,5	0,8	1,1
Paesi non aderenti OCSE	0,1	..	-	0,1	0,1	..	0,1
Titoli di capitale	21,0	2,4	-	20,0	34,2	62,2	23,3
Italia	0,8	0,2	-	1,3	1,7	3,3	1,3
Altri paesi dell'area euro	7,8	1,3	-	6,8	13,1	26,1	8,7
Altri paesi dell'UE	3,4	0,3	-	3,4	4,6	8,4	3,4
Stati Uniti	6,0	0,4	-	5,7	9,5	18,1	6,5
Giappone	1,0	0,1	-	0,7	1,8	2,1	1,1
Altri paesi aderenti OCSE	1,8	0,2	-	1,9	3,2	4,1	2,2
Paesi non aderenti OCSE	0,1	..	-	0,2	0,2	0,2	0,2
Totale portafoglio titoli	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) Per l'allocazione geografica si fa riferimento al Paese di residenza degli emittenti. La tavola comprende sia i titoli detenuti direttamente sia quelli detenuti per il tramite degli OICR (cosiddetto principio del *look through*).

Fonte: COVIP, *Relazione anno 2012*.

Prima di procedere oltre, anche per non dare l'impressione di aver completamente sbagliato strada, è bene chiedersi se la gestione dei Fondi Pensione Negoziati abbia sortito degli effetti positivi, dal punto di vista dei singoli aderenti. Del resto, il fatto stesso di aver fatto passare indenne il valore del risparmio accumulato negli ultimi anni, in una fase di grande incertezza e instabilità, è da considerarsi come un grande successo, che va apprezzato. Non significa, però, che si debba proseguire per inerzia, rinunciando a svolgere anche un ruolo propulsivo. La risposta alla domanda, comunque, è affermativa, per ben quattro motivi che riguardano: il costo, il rendimento, il basso rischio e la convenienza fiscale. E' utile entrare in qualche dettaglio:

- Costo molto contenuto: per ogni iscritto, l'azienda d'appartenenza versa un contributo aggiuntivo, annuo, che aumenta l'accumulo di risparmio previdenziale e, soprattutto, concorre a coprire i costi di gestione di tale risparmio. Non per nulla il costo caricato sul sottoscrittore dai Fondi Pensione Negoziati, è il più basso, se rapportato, per esempio, a quello dei PIP (piani individuali di previdenza). La misura dell'onerosità di ciascuna forma pensionistica complementare è sintetizzata dall'indicatore sintetico dei costi (ISC)³⁷ elaborato dalla COVIP. Esso 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 istituzione³⁸. Come evidenziano i dati riportati nella Tabella n. 3, nei Fondi Pensione Negoziali l'ISC è dell'1% per periodi di partecipazione di 2 anni e si abbassa fino ad arrivare allo 0,2% su 35 anni. Sugli stessi orizzonti temporali, l'ISC passa dal 2,1% all' 1,1% nei Fondi Pensione Aperti e dal 3,5% all'1,5% nei PIP. Su periodi lunghi, differenze anche piccole nei costi producono effetti di rilievo sulla prestazione finale. Ad esempio, su un orizzonte temporale di 35 anni, a parità di altre condizioni, la maggiore onerosità media dei PIP, rispetto ai Fondi Pensione Negoziali, si traduce in una prestazione finale più bassa di ben il 23%.

Tabella n. 3

Fondi pensione e PIP "nuovi". Indicatore sintetico dei costi.⁽¹⁾ (dati di fine 2012; valori percentuali)				
	Indicatore sintetico dei costi (ISC)			
	2 anni	5 anni	10 anni	35 anni
Fondi pensione negoziali	1,0	0,5	0,4	0,2
<i>Minimo</i>	0,5	0,4	0,2	0,1
<i>Massimo</i>	2,6	1,3	0,8	0,5
Fondi pensione aperti	2,1	1,4	1,2	1,1
<i>Minimo</i>	0,6	0,6	0,6	0,5
<i>Massimo</i>	4,5	2,8	2,1	1,7
PIP "nuovi"	3,5	2,3	1,9	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: COVIP, Relazione anno 2012.

- Rendimento della gestione: è risultato, in media, superiore al tasso di rivalutazione del TFR, da considerarsi come un *benchmark* amministrativo, giacché la sua determinazione avviene su parametri di legge e non è, quindi, una concreta alternativa di mercato. Per un confronto dei rendimenti medi si veda la Tabella n. 4.

Tabella n. 4
RENDIMENTI DELLA PREVIDENZA COMPLEMENTARE

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	Media	Dev.St.
FP Negoziali	-6,3%	8,5%	3,0%	0,1%	8,2%	5,4%	3,2%	0,06
FP Aperti	-14,0%	11,3%	4,2%	-2,4%	9,1%	8,1%	2,7%	0,09
PIP "nuovi"	-24,9%	16,3%	5,2%	-5,7%	8,9%	12,2%	2,0%	0,15
Rival. TFR	2,7%	2,0%	2,6%	3,5%	2,9%	1,7%	2,6%	0,01

Fonte: Elaborazione su dati COVIP, Dati statistici quarto trimestre 2013.

- Basso rischio: è l'aspetto di maggior rilievo; sia per il grado di diversificazione di portafoglio che è possibile ottenere attraverso i Fondi Pensione, sia in termini di esigua variabilità dei risultati conseguiti, misurata in prima approssimazione attraverso la deviazione standard rispetto alla media semplice dei rendimenti annui. A ben vedere, la crisi finanziaria ha operato una sorta di *stress test* a carico dei Fondi Pensione Negoziali, che hanno ampiamente confermato la loro *resilienza*.
- Fiscalità agevolata: i contributi ai Fondi Pensione Negoziali sono deducibili sino a 5.164 € annui, mentre i rendimenti sono tassati con aliquota dell'11,50% e le prestazioni sono colpite al momento dell'erogazione, con una ritenuta alla fonte dal 15 al 9% a titolo definitivo e decrescente, in funzione degli anni di partecipazione al Fondo Pensione.

Ovviamente l'effettiva convenienza di una pensione integrativa a contribuzione definita, dove per definizione si conosce il costo, ma fino alla fine non si sa il risultato, può e deve essere misurata a livello individuale calcolando il rendimento interno (*irr*) tra i flussi contributivi e il montante, che si rende disponibile per il calcolo della rendita. Attualmente sono ancora pochi i pensionati che godono di una pensione integrativa, proprio perché il 'secondo pilastro' ha avuto un avvio recente ed è probabile che le coorti dei primi sottoscrittori si trovassero, per lo più, a metà strada della loro carriera lavorativa. Questo significa che l'erogazione delle rendite dovrebbe assumere una certa consistenza solo nei prossimi anni. E' significativa, comunque, la differenza che emerge in termini di convenienza, tra chi ha aderito ad un Fondo Pensione Negoziale e chi si è limitato a mantenere il proprio TFR in azienda, beneficiando della relativa rivalutazione. Il montante lordo risulta superiore, in un caso rispetto all'altro, tra il 23 e il 25 per cento, a seconda del lasso di tempo; maggiore il periodo di accumulo, più alto il divario. Nella Tabella n. 5 sono riportati i conteggi esemplificativi pubblicati dal Fondo Cometa, considerando un iscritto e un non iscritto, a parità di retribuzione, per il periodo dal 1998 al 2013.

I quattro aspetti appena considerati (costo, rendimento, basso rischio e convenienza fiscale) giustificano ampiamente la logica 'complementare' dei Fondi Pensione Negoziali, ma non ne segnano ancora il pieno successo. Come abbiamo ricordato nel capitolo precedente, il numero delle adesioni e il volume della raccolta sono ancora molto limitati e, soprattutto, procede assai a rilento in questi anni di crisi. Dopo il *boom* delle adesioni del 2007, la crescita della previdenza integrativa avviene solo sul fronte dei PIP, non tanto in ragione dei maggiori rendimenti effettivi, giacché soffrono dell'assenza della contribuzione aziendale e dei maggiori caricamenti commissionali a favore della Compagnia di Assicurazione, quanto perché la loro

rete di vendita si dimostra più efficiente. Un'efficienza spesso sostenuta da qualche sotterfugio, come quello di illudere i sottoscrittori di una più facile disponibilità immediata dei risparmi previdenziali, in caso di bisogno.

Tabella n. 5

Confronto tra un aderente a un FPN dal 1998 e il gemello virtuale che non ha aderito a un FPN - Dati al 31/12/2013 - Fonte: Elaborazione da Messaggio Promozionale Cometa.

ADERENTE FPN (COMETA)		POSIZIONE EQUIVALENTE IN CASO DI NON ADESIONE AL FONDO	
Contributo Aderente:	5.125,23	Contributo Aderente:	5.125,23
TFR:	18.049,99	TFR/TFR Silente:	18.049,99
Totale lavoratore:	23.175,22	Totale lavoratore:	23.175,22
Contributo Azienda:	2.899,01	Contributo Azienda:	-
Rendimento Fondo:	7.059,01	Rivalutazione TFR in Azienda:	3.301,65
Tot. Azienda + Rendimento:	9.958,02	Tot. Azienda + Rivalutazione:	3.301,65
Totale Controvalore:	33.133,24	Totale Controvalore:	26.476,87
Scarto tra adesione e no:	25%		

5. Investimenti diretti: il possibile avvio di una soluzione.

Torniamo al punto di vista macroeconomico e affrontiamo alcune perplessità in merito al ruolo propulsivo, che dovrebbe essere svolto dai Fondi Pensione Negoziali. Viste le *performance* comunque ottenute c'è chi si chiede perché mai si dovrebbe modificare la politica di diversificazione fin qui attuata. Essa appare del tutto coerente con le caratteristiche di *risk aversion* del risparmiatore medio. Tuttavia, se si ammette che il lavoratore che aderisce a un Fondo Pensione Negoziale abbia per obiettivo, sia quello di godere di un adeguata rendita pensionistica, sia quello di *arrivare alla pensione* in costanza di un rapporto di lavoro, è ben ipotizzabile che la politica di diversificazione possa non essere totalmente neutra. Infatti, così come il risparmiatore medio preferirà il portafoglio col rendimento più alto ma al rischio più basso, il lavoratore sottoscrittore di un Fondo Pensione Negoziale potrebbe ben preferire il portafoglio che, a parità di rischio e rendimento, aumenti le sue prospettive occupazionali; un po' come hanno fatto i lavoratori americani della Chrysler, aderenti alla UAW. In questa prospettiva, l'eccessivo *short-termism* delle nostre gestioni, la netta preferenza dei *bond* sull'*equity*, degli emittenti pubblici rispetto a quelli privati, dei grandi prenditori di fondi rispetto ai piccoli e, in fine, l'elevata proporzione di investimenti che escono dal nostro Paese,

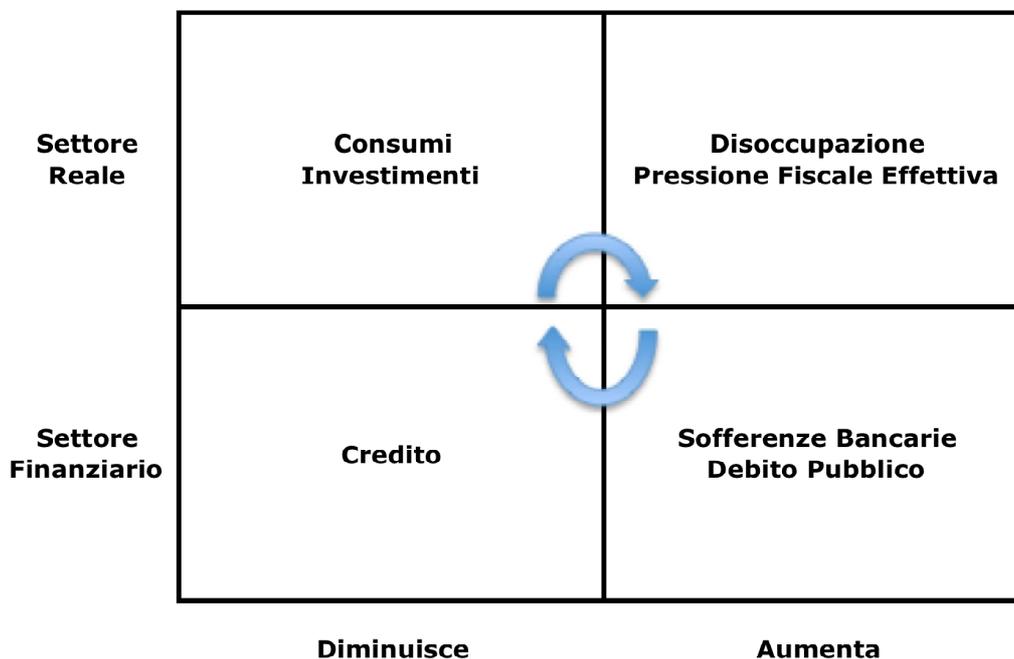
potrebbero essere visti, sia come una prudenza eccessiva, sia come una forma di rinforzo negativo a scapito della nostra economia. Se la fuga dal rischio significa, in qualche modo, salvare il risparmio accumulato, ma perdere la possibilità di accumularne di nuovo, bisogna venire a patti con ciò che si teme e costruire nuove possibilità.

Che cosa succede, infatti, se tutte le risorse finanziarie *fuggono dal rischio*? Lo abbiamo già ricordato: accade esattamente ciò che si teme; l'auspicata crescita si trasforma in una de-crescita progressiva. Dato il circolo vizioso certamente all'opera nell'economia del nostro Paese, dov'è che si colloca il ruolo stabilizzante e propulsivo degli *investitori istituzionali*? Per quanto attiene ai Fondi Pensione Negoziati, sulla base di recenti analisi econometriche³⁹, potremmo dire che l'intonazione stabilizzante c'è, ma è poco efficace, perché il risparmio gestito è ancora una frazione troppo piccola del PIL. Mentre l'effetto propulsivo è assente, per un eccesso di prudenza.

Il circolo vizioso che avviluppa la nostra economia è composto da molti elementi che si sospingono l'un con l'altro; nella matrice descritta nella Tabella n. 6 viene proposta un'elencazione semplificata che prende avvio dal settore finanziario. E' del tutto evidente che il risultato della crisi in corso sfoghi, come già negli anni '30, in sempre minore occupazione. Questo fatto mina ancor di più il sistema previdenziale pubblico, perché il minor reddito da lavoro significa minori contribuzioni. Aumenta, perciò, il disavanzo da finanziare a carico della fiscalità generale, o tramite un incremento del Debito Pubblico, appesantendo il problema di partenza.

E' altresì evidente che il circolo vizioso operi dal settore finanziario, per arrivare a quello reale, per tornare a quello finanziario. L'avvio stesso della crisi, a livello internazionale, si è mosso in tal senso: dai mutui *sub-prime* americani, per poi trasformarsi in una crisi dei debiti sovrani e, quindi, in una prolungata decrescita dell'economia reale. L'effetto concatenato che più si percepisce è quello tra minor credito alle imprese e minor occupazione, che nell'industria italiana è calata di quasi il 13%, tra il 2008 e il 2102. Come sosteneva Hyman Minsky nella sua lettura 'finanziaria' della *Teoria Generale* di Keynes: "*l'opinione degli operatori' circa il rischio del creditore e del debitore (opinione chiaramente influenzata dalle recenti congiunture economiche) regola l'andamento degli investimenti e quindi, in ultima istanza, dell'intera economia*"⁴⁰. Per altro, lo stesso Keynes ammoniva: "*mentre il peggioramento del credito è sufficiente a provocare un crollo, il suo miglioramento, se è condizione necessaria della ripresa, non è condizione sufficiente*"⁴¹.

Tabella n. 6
**IL CIRCOLO VIZIOSO
 DELLA CARENZA DI CREDITO**



Come possiamo ridare credito all'economia reale e, quindi, alla crescita? Dal punto di vista dei Fondi Pensione Negoziali, i problemi sono essenzialmente due:

1. Come essere propulsivi e pazienti, senza smettere di essere prudenti;
2. Come decorrelare i rischi 'specifici' d'investimento senza dover ricorrere, esclusivamente, a panieri nazionali diversi.

Si tratta di problemi che non sono di facile soluzione. Per altro, è evidente che la questione sia, prima di tutto, d'ordine tecnico. Secondo la normativa vigente i Fondi Pensione possano operare secondo due modalità; gestione *indiretta*, o *diretta*. La gestione *indiretta* prevede che il Fondo Pensione conferisca a gestori specializzati, mediante dei bandi pubblici, tutte o parte delle risorse finanziarie a disposizione. Tale tipo di gestione, proprio per le modalità secondo cui è strutturata e controllata, porta all'impiego in *asset* di tipo tradizionale. In ambito di gestione *diretta*, invece, i Fondi Pensione possono detenere quote di fondi chiusi entro il limite totale del 20 per cento del patrimonio del Fondo Pensione e del 25 per cento del valore del singolo fondo chiuso. E' soprattutto attraverso questo canale che il risparmio previdenziale potrebbe giungere a sostenere l'economia reale; per esempio, acquistando quote di fondi di *minibond*, di *venture capital* e di *private equity* a favore del sistema delle imprese, o *project bond*, per finanziare i progetti infrastrutturali. A certe condizioni questi strumenti potrebbero

offrire dei rendimenti decorrelati rispetto agli *asset class* di tipo più tradizionale. Soprattutto dal punto di vista del rischio d'interesse, tenendo presente che il livello particolarmente basso dei tassi, prodotto dalla politica monetaria espansiva di questi ultimi anni, rende ineludibile una particolare attenzione su tale fronte. Tuttavia, proprio il dibattito svoltosi all'interno del mondo dei gestori di Fondi Pensione finora ha portato a evidenziare più le difficoltà, che le effettive possibilità d'investimento con risvolti produttivi. Questo, nonostante i primi interventi legislativi di supporto; anzi, si può quasi dire che la trasformazione in Legge (n. 9 del 21 febbraio 2014) del Decreto 'Destinazione Italia' – che ha posto le premesse per l'investimento in *minibond* da parte dei Fondi Pensione, con la previsione della costituzione e della patrimonializzazione di un apposito Fondo di Garanzia pubblico - abbia più ingenerato delle aspettative, che favorito l'operatività concreta. E' evidente, infatti, che una sottoscrizione *diretta*, per quanto mediata attraverso un fondo chiuso o un SPV, di cui si acquisti solo una *tranche senior debt*, risolve il problema solo in piccola parte.

Ciononostante, si tratta di un punto di snodo nello sviluppo di un circolo virtuoso da contrapporre a quello vizioso, oggi esistente. E' assai probabile che se si riuscisse a essere propulsivi sul fronte dell'economia reale, si favorirebbero l'occupazione e, quindi, l'accumulo di risparmio pensionistico, nonché le sottoscrizioni presso i Fondi Pensione Negoziati. Ciò, a sua volta, aumenterebbe le munizioni da spendere a favore della crescita e dell'occupazione. Se l'uscita dalla crisi prospettata da Keynes, negli anni trenta, poggiava su di un moltiplicatore dei redditi innescato dal *deficit spending*, oggi, lo stesso tipo di moltiplicatore potrebbe meglio operare grazie a una diversa destinazione del risparmio previdenziale.

Va tenuto presente, per altro, che nella maggior parte dei casi si tratta d'investimenti per i quali è necessario dotarsi delle opportune competenze, al fine di svolgere una valutazione puntuale dei rischi, sia nel caso di investimenti in veicoli che hanno come sottostanti titoli di imprese, che nel caso di quelli infrastrutturali legati ai *project bond*, dove si sommano rischi di diversa natura (*rischio di costruzione, rischio di disponibilità e rischio di domanda*). Inoltre, la categoria degli *asset alternativi* è caratterizzata da scarsa liquidità, trattandosi tipicamente di investimenti *buy and hold* e, in alcuni casi, da assenza di garanzie, qualora non sia attivabile il Fondo di Garanzia previsto dal Governo. Ad oggi, poi, andrebbe condiviso un sistema di *best practices* volto a risolvere alcuni nodi tecnico-contabili quali la rappresentazione al *fair value*, o la possibile esistenza di un conflitto d'interessi da parte degli *sponsor* dei singoli fondi chiusi (soprattutto riguardo ai *minibond*), nel caso di operatori di emanazione bancaria.

Sembra di essere finiti in un vicolo cieco. A meno di non far leva, in prima battuta, su di un soggetto capace di costituire una garanzia implicita, sia in termini tecnici, che in termini sostanziali. La soluzione potrebbe passare attraverso una collaborazione sistematica tra i Fondi

Pensione Negoziali e la Cassa depositi e Prestiti. Questo, su almeno due fronti; da una parte, acquistando e quindi finanziando la Cassa per tramite di emissioni dedicate e con destinazioni d'uso condivise, come gli EMTN⁴², strutturate in modo che siano anche funzionali alle esigenze di immunizzazione⁴³ dei portafogli detenuti dai Fondi Pensione. Dall'altra, attraverso la costituzione insieme a Cassa di un *fondo di fondi*, clonando qualche esperienza già attiva, cui assegnare il compito di investire nell'economia reale nazionale, sottoscrivendo in maniera interposta, sia *minibond*, sia *project bond*, o altri titoli alternativi. L'idea di base potrebbe essere quella di avere Cdp come socio di minoranza, ma come gestore e come eventuale acquirente di quote, in caso di necessità, lasciando ai Fondi Pensione il ruolo complessivo iniziale di *main shareholder*. Tale soluzione potrebbe consentire la partecipazione di tutti i Fondi Pensione Negoziali, indipendentemente dalla loro dimensione e anche con fondi limitati. Senza dimenticare che le risorse da destinare a questo tipo di soluzione, oggi risultano impiegate in *asset* tradizionali e andranno disinvestite senza subire perdite, quindi richiedendo un po' di tempo. I calcoli che si fanno sulla possibile gestione 'diretta' dei Fondi Pensione Negoziali sono spesso condizionati dal loro valore limite (20%), ma è del tutto ovvio che qualsiasi primo passo si muoverà per volumi molto più limitati e più vicini a qualche punto percentuale del totale. Si potrebbe stimare, indicativamente, una disponibilità dell' 1-2%, pari a circa mezzo miliardo di Euro.

Per favorire tale soluzione, cioè quella di una collaborazione sistematica tra Fondi Pensioni Negoziali e la Cassa Depositi e Prestiti, si potrebbe ipotizzare l'apertura di un capitolo *ad hoc* nella revisione in corso del d.m. 703/96, oppure attraverso un intervento regolativo specifico da parte del MEF. In un certo senso, l'operatività tra Fondi e Cassa potrebbe incunarsi tra l'attuale definizione di gestione *indiretta* e di quella *diretta*, modificando, soprattutto, i vincoli organizzativi che sovrintendono gli investimenti diretti, per esempio dal punto di vista della *funzione finanza* in ogni singolo Fondo Pensione, o dal punto di vista del computo dei margini commissionali.

6. Opportunità e minacce.

Per essere corretti interpreti del principio della prudenza non possiamo ritenere che basti, da sola, la ricaduta positiva degli investimenti diretti, magari con l'aiuto della Cassa Depositi e Prestiti, per rilanciare l'adesione ai Fondi Pensione Negoziali. Ci vuole più comunicazione e qualche altra innovazione. Per garantire l'esercizio di una libera e consapevole scelta circa l'adesione alla previdenza complementare occorre sviluppare una cultura previdenziale adeguata e un'efficace informazione, sia circa l'effettivo grado di copertura della pensione

pubblica, sia sulle opportunità offerte dalle diverse forme pensionistiche complementari. Da questo punto di vista i Fondi Pensione Negoziali non devono sottrarsi all'impegno di comunicare di più e meglio. E' un dovere questo, anche dell'associazione che li rappresenta, che deve sempre più affermare il ruolo distintivo e propositivo dei Fondi Pensione Negoziali come *investitori istituzionali*. Senza dimenticare che Assofondipensione è forse l'unico caso di organizzazione bilaterale di rappresentanza tematica, condivisa a livello nazionale, dalle parti sociali.

Riguardo all'innovazione essa non dovrebbe sfogare solo sul fronte degli impieghi finanziari, ma anche su quello dell'offerta delle prestazioni accessorie. L'idea principale, in questo senso, è quella di integrare e allargare la gamma di coperture assicurative, a latere dell'accantonamento previdenziale, che in nessun caso deve essere intaccato per far fronte ai sinistri. Si tratta della logica definita come *welfare integrato*, fortemente raccomandata anche dalla COVIP, in cui piccoli premi aggiuntivi, versati assieme ai contributi dagli iscritti e/o dalle rispettive aziende, consentirebbe al Fondo Pensione di assicurare a costo contenuto alcuni rischi, sia del ramo vita, sia in materia sanitaria.

Esempi in questo senso ce ne sono già e vanno ulteriormente ampliati e diffusi, tenendo presente che i problemi del nostro *welfare system* non riguardano solo la previdenza ma, in prospettiva, anche la piena accessibilità alle prestazioni sanitarie.

Un'altra opportunità per lo sviluppo dei Fondi Pensione Negoziali sarebbe l'auspicato avvio della previdenza complementare per i dipendenti del settore pubblico, dove, com'è noto, il Trattamento di Fine Servizio non viene per niente accantonato. Se si potesse operare progressivamente almeno per un terzo del valore maturando, si potrebbero liberare delle risorse ingenti, da indirizzare a favore della previdenza integrativa e dell'economia del Paese.

Così come ci sono delle opportunità di sviluppo, per i Fondi Pensione Negoziali, ci sono anche delle minacce, che appaiono tanto più pressanti quanto meno si riuscisse a dare consistenza al loro ruolo. Queste minacce fanno capo, essenzialmente, a quattro tipologie di rischio: a) economico; b) politico; c) sociale e d) concorrenziale. Verrà spontaneo rilevare l'assenza di qualsiasi riferimento alla variegata famiglia dei rischi finanziari e attuariali, ma ciò dipende dal fatto che essi sono il motivo dell'esistenza stessa dei Fondi Pensione Negoziali e non costituiscono una specifica minaccia al loro sviluppo complessivo.

Analizzando velocemente i quattro aspetti testé richiamati, precisiamo che il rischio economico dipende dalla crescita della disoccupazione e dalle carriere lavorative intermittenti, che possono via via impedire, o ridurre, il risparmio previdenziale, rendendo la seconda gamba a capitalizzazione individuale del tutto asfittica, o comunque poco efficiente.

Tabella n. 7

Punti di Forza	Punti di Debolezza
Hanno le caratteristiche tipiche degli investitori istituzionali Hanno origine dall'autonomia negoziale delle parti sociali Molta prudenza Basso costo, basso rischio e buon rendimento Convenienza fiscale (anche se in logica ett)	Non hanno ancora la consistenza tipica degli investitori istituzionali Sono numerosi e, alcuni, troppo piccoli Poca pazienza e bassa incidenza sulla crescita economica del Paese Non hanno una 'rete di vendita' efficiente Le frequenti anticipazioni e i riscatti forzano a una gestione di breve termine
Opportunità	Minacce
Il calo del Tasso di Sostituzione della Pensione Pubblica rende essenziale il secondo pilastro Assumere pienamente il ruolo degli investitori istituzionali Unire prudenza, pazienza e propulsività Welfare integrato Avvio FPN nel settore pubblico	Disoccupazione e carriere intermittenti rendono difficile il risparmio previdenziale (rischio economico) Rischio di cattura dei Fondi da parte dello Stato (rischio politico) Rigetto della logica negoziale da parte delle generazioni più giovani (rischio sociale) Concorrenza aggressiva dei PIP

Il rischio politico, oggi più che mai, soffia sul collo dei Fondi Pensione Negoziali facendo temere una qualche forma di nazionalizzazione della loro gestione, a favore del sostegno al Debito Pubblico; sulla falsariga di quanto già accaduto con il versamento del TFR inoptato presso il fondo di tesoreria dell'INPS.

Il rischio sociale è quello che si presenta come più difficile da trattare, ma anche come quello più sfidante; tutti i sondaggi effettuati, anche di recente, hanno rilevato una scarsa sensibilità dei giovani verso la problematica previdenziale, ma pochi di questi lavori sul campo hanno indagato l'eventuale correlazione esistente con la disaffezione verso il mondo della rappresentanza, a tutti i livelli, sia sindacale che datoriale.

L'ultima minaccia è di tipo competitivo; c'è il rischio che i PIP abbiano la meglio, non come terzo pilastro, ma in sostituzione del secondo, pur in assenza di un'evidente superiorità a livello di *performance* effettive. Non è il caso, qui, di analizzare ulteriormente queste minacce, ma è bene sottolineare che il modo migliore di allontanarle stia nel cogliere tutte le opportunità, facendo leva sui punti di forza e minimizzando quelli di debolezza che ancora assillano i nostri Fondi. Per questo, anche in modo riepilogativo, si rimanda alla Tabella n. 7 che offre una rappresentazione tipo SWOT⁴⁴.

7. Conclusioni

*Le mie merci non sono affidate a una nave sola e a un viaggio solo,
né il mio patrimonio dipende soltanto dalla fortuna di quest'anno;
non sono, vi ripeto, i miei affari a rattristarmi.*

William Shakespeare, Il mercante di Venezia, Atto I, Scena I.

Ciò che rende conveniente il secondo pilastro finanziato a capitalizzazione, rispetto a quello pubblico a ripartizione, dipende, in ultima istanza, dalla minore sensibilità agli *shock demografici*. Tale risultato è frutto, in primo luogo, della diversificazione di portafoglio, che si realizza impiegando il risparmio previdenziale in una molteplicità di titoli con diverse caratteristiche di rendimento e volatilità. Siccome la volatilità complessiva si attenua con la riduzione della correlazione tra i titoli e siccome in una fase di crisi dei debiti sovrani ciò che impatta maggiormente sulle attività finanziarie è il cosiddetto *rischio paese*, la prudenza dei gestori si è tradotta in un'ampia diversificazione dei *panieri nazionali*. In pratica, mentre le pensioni sono essenzialmente un problema locale, la gestione del risparmio previdenziale può trovare delle soluzioni di tipo globale.

Queste soluzioni sono alla portata solo della previdenza complementare, perché basata sulla capitalizzazione, ma hanno, nel complesso, un *lieve difetto*; che il disaccoppiamento tra origine del risparmio e luogo del suo impiego produttivo, se eccessivo, può trasformarsi in un amplificatore pro-ciclico. Soprattutto se l'investimento all'estero non è compensato dall'arrivo in patria di capitali stranieri.

Il *lieve difetto* si somma a un *piccolo costo*, per il sistema delle imprese, connesso alla devoluzione del TFR maturando. Cosa che, a sua volta, ha un effetto pro-ciclico; quindi, per quanto sia piccolo il costo, l'effetto può risultare comunque ragguardevole. Tenendo presente che il trasferimento in discorso e il venir meno di un possibile strumento di autofinanziamento dell'attività produttiva si è tradotto in una maggiore necessità di mezzi di terzi (indebitamento), proprio in una fase di *credit crunch*; gli effetti pro ciclici hanno fatto sì che il costo si trasformasse, alla fine, in termini di minore occupazione. Considerando, poi, la decisione politica di trasferire al fondo di tesoreria presso l'INPS il cosiddetto *inoptato* delle aziende sopra i 50 dipendenti, viene da ritenere che si sia voluta passare la stampella finanziaria, dalle imprese, al bilancio pubblico, con le conseguenze per la crescita del PIL che sono sotto gli occhi di tutti.

Ciononostante, tutto questo non ha fatto venir meno la convenienza della previdenza complementare per i beneficiari per cui è stata espressamente pensata. Soprattutto quella dei Fondi Pensione Negoziati, anche grazie al contributo datoriale riconosciuto dalle imprese, in

esecuzione agli accordi sottoscritti in sede di rinnovo dei *ccnl*, o dei contratti aziendali, e dei minori costi complessivi. Tuttavia, pur dopo l'impulso dato alle sottoscrizioni dalla regola del 'silenzio assenso' introdotta nel 2007, la previdenza complementare non ha ancora assunto quella consistenza sufficiente per fare il doppio lavoro che serve e che caratterizza i Fondi Pensione negli altri Paesi avanzati; da una parte, quello di sostenere il peso del futuro pensionistico degli iscritti, dall'altra, quello di spingere il presente dell'economia reale verso la crescita, così che i lavoratori possano continuare ad accantonare del risparmio previdenziale.

La mitigazione del *lieve difetto* e la copertura del *piccolo costo* passa attraverso la ricerca di modalità d'investimento che permettano ai Fondi Pensione Negoziali di essere, al contempo, *prudenti e pazienti*, nonché *propulsivi*. Interpretando, così, pienamente, il ruolo finanziario che è proprio degli *investitori istituzionali*. La questione è più che altro d'ordine tecnico, in termine di individuazione degli *asset class* e dei 'veicoli' adeguati. Non sta nel '*se fare*', ma nel '*come*'.

Il dibattito, attualmente in corso, sugli investimenti diretti dei Fondi Pensione Negoziali, ha messo in luce le molte difficoltà e i tanti timori; per questo è bene aprire la strada con una soluzione di tipo 'istituzionale' al massimo grado, cioè attraverso una collaborazione strategica con Cassa Depositi e Prestiti. Ciò, senza escludere la possibilità di percorrere anche altre vie; cosa che potrebbe risultare più semplice dopo una prima esperienza 'facilitata' e di più sicuro successo.

In epigrafe a quest'ultimo capitolo c'è una battuta tratta da un'opera di Shakespeare. Essa dimostra quanto sia radicata nell'esperienza umana l'idea della diversificazione dei rischi: c'è quella che si attua distribuendo le risorse in più panieri, come fossero tante navi in viaggio verso la medesima meta ma seguendo una diversa rotta, e c'è quella che si realizza ripartendo nel tempo l'alternanza di vincite e sconfitte. Se non si vuol dipendere dalla fortuna, o dalla sfortuna, di un solo momento è bene essere, tanto prudenti, quanto pazienti. Sta nel connubio di questi due atteggiamenti, uniti alla consapevolezza che si raccoglie solo ciò che si semina, che si può ritrovare una prospettiva di crescita. Perché solo la crescita economica, alla fine, potrà risolvere il problema dell'invecchiamento della popolazione.

Proprio per questo, la previdenza complementare non si assicura mettendo al sicuro i soldi in un cassetto, ma trasformando il risparmio in investimenti produttivi e destinati allo sviluppo. Così, dobbiamo proseguire il nostro cammino su almeno due gambe; quella pubblica obbligatoria segna il passo, quella privata e di natura negoziale deve ritrovare il ritmo. Insieme, possiamo fare di più, perché anche lo sforzo da compiere è duplice: dobbiamo sostenere il peso del futuro pensionistico dei lavoratori, così come spingere il presente dell'economia, per far sì che gli aderenti possano lavorare e risparmiare per la loro pensione.

Nel '69 ci s'illuse di *sorti magnifiche e progressive*; oggi potremmo fare l'errore opposto. Per questo, dovremmo ricordarci di aver preso in prestito il mondo dai nostri figli: proprio per non lasciare a loro le nostre colpe omissive da espiare.

(Versione controllata al 30 Giugno 2014)

Bibliografia

- Amato G., Graziosi A. (2013), *Grandi Illusioni. Ragionando sull'Italia*, Il Mulino, Bologna.
- Amato G., Marè M. (2001), *Le pensioni. Il pilastro mancante*, Il Mulino, Bologna.
- Anginer D., Warburton J.A. (2011), «The Chrysler Effect: The Impact of the Auto Bailout on Borrowing Costs», *World Bank Policy Research Working Paper*, 5462.
- Bardazzi R., Paziienza M.G. (2005), «Il TFR e il Costo per le Imprese Minori: un Contributo al Dibattito in Corso», *Argomenti di Discussione*, 7/05, CERP.
- Barr N., Diamond P. (2006), «The economics of pensions», *Oxford Review of Economic Policy*, 22(1).
- Blake D. (2006), *Pension Economics*, John Wiley, Chichester.
- Bosi P. (1996), *Corso di Scienza delle Finanze*, Il Mulino, Bologna, Sesta Edizione 2012.
- Di Galleonardo L. (2011), «Il Ruolo delle Aziende e le Misure Compensative», *La Previdenza Complementare: Quale Futuro*, Marè M. (a cura di), Il Mulino, Bologna.
- Di Galleonardo L., Luzi S., Marè M., Motroni A. (2011), «Strategie d'investimento contrarian o di momentum: evidenze dai Fondi Pensione Negoziati italiani», *Il Ruolo dei Fondi Pensione in un'Economia Globale*, Bongini P. e Impavido G. (a cura di), Il Mulino, Bologna.
- Fornero E. (2011), «Fondi pensione e sviluppo economico», *Il Ruolo dei Fondi Pensione in un'Economia Globale*, Bongini P. e Impavido G. (a cura di), Il Mulino, Bologna.
- Golini A., Marini C. (2004), *A domestic and an international view on population from a demographic window*, Giornata di Studio, "The European Welfare in a Counterageing Society", Università La Sapienza, Roma.
- Gronchi S., Gismondi F. (2011), «Il "Sistema Contributivo": Questo Sconosciuto», in *La Previdenza Complementare: Quale futuro?*, M. Marè (a cura di), Il Mulino, Bologna.
- ISTAT (2012), *Trattamenti pensionistici e beneficiari*, Comunicato del 2 aprile 2014.
- Keynes J.M. (1936), *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, edizione italiana Utet, Torino, 2005.
- Markowitz H. (1952), «Portfolio Selection», *The Journal of Finance*, 7(1).
- MEF-RGS (2013), *Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario*, Rapporto n. 14 – Nota di aggiornamento, settembre.

- Minsky H.P. (1975), *Keynes e l'instabilità del capitalismo*, edizione italiana. Bollati Boringhieri, Torino, 2009.
- Modigliani F. (1999), *Avventure di un economista*, Laterza, Bari.
- Modigliani F., Ceprini M.L. (2000), «Come salvare la pensione riformando il metodo di finanziamento dei sistemi previdenziali europei: il caso dell'Italia», *Rivista di Politica Economica*, luglio-agosto.
- Modigliani F., Ceprini M.L., Muralidhar A. (1999), «A Solution for the Social Security Crisis from MIT Team», *Working Paper*, 4051, Sloan School of Management, MIT, 4° revision 2000.
- OECD (2006), *OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management*
- OECD (2013), *Pensions at a Glance 2013*.
- Soros G. (1994), *The alchemy of finance*, John Wiley & Sons, New York.
- Trusted Sources (2011), *Insurance Companies and Pension Funds as Institutional Investors: Global Investment Patterns*, City of London.

Ringraziamenti.

Questo saggio sulla previdenza integrativa è stato elaborato nell'ambito delle celebrazioni per il decennale di Assofondipensione (2003-2013), l'associazione dei fondi pensione negoziali. Anche per questo, nel corso della sua redazione, protrattasi per alcuni mesi e ancora in corso di affinamento, ho potuto avvalermi del confronto con diversi studiosi, a vario titolo, che hanno letto le prime bozze e segnalato delle correzioni, o delle integrazioni. O anche solo incoraggiato a proseguire nella stesura. Ovviamente, la responsabilità per gli errori è solo mia. Così come alcune opinioni sono da intendersi solo a titolo personale e non come posizioni ufficiali dell'associazione che, pro tempore, ho l'onore di presiedere. Desidero quindi ringraziare: Anna Gervasoni, Direttore Generale di AIFI e docente LIUC; Pierangelo Albini, Direttore Area Lavoro e Welfare di Confindustria nonché docente LIUC; Giulio De Caprariis e Simona Palone dell'Area Lavoro e Welfare di Confindustria; Mauro Marè, Presidente di MEFOP e docente presso l'Università della Tuscia; Gianluca Brenna, Presidente di Previmoda. Un grazie sincero va ai miei più diretti collaboratori presso la sede romana dell'associazione: Salvatore Cardillo e Roberto Maglione. Sono ormai vent'anni che alterno il lavoro in azienda, con l'attività di rappresentanza, cui abbino lo studio dei temi a cui mi devo dedicare, in forza degli incarichi assunti. Sono partito da Varese (UNIVA) e arrivato a Brussels (Euratex), tornato a Milano (SMI) e ora a Roma (Assofondipensione e Simest); sono passato dai temi del commercio internazionale, ai diritti di proprietà intellettuale e alle problematiche della rappresentanza associativa, passando per quelle delle relazioni industriali. Per arrivare, ora, ai grandi temi del *welfare state*. Uno dei fili conduttori che lega tra loro queste esperienze è l'esigenza di coniugare il più possibile l'azione diretta sul campo, che comprende l'interlocuzione coi *policy maker* ai vari livelli, con la riflessione teorica. Questo, sia per ottenere preventivamente quel minimo di competenze *per capire e farsi capire*, sia per favorire reciproche contaminazioni e arricchimenti. Da questo punto di vista la LIUC di Castellanza ha costituito, per me, un'occasione formidabile di formazione continua e di confronto prezioso. Anche per questo, ringrazio Rodolfo Helg con cui dura da anni lo scambio di idee sui vari temi e che, ancora una volta, ha accolto di buon grado di pubblicare questo mio nuovo lavoro nell'ambito della sua collana di *papers*, intitolata ai problemi dell'economia e dell'impresa.

Note

- ¹ Ci riferiremo, inoltre, solo alle pensioni per i lavoratori dipendenti nel settore privato, senza considerare le differenze per i lavoratori autonomi, o per i dipendenti nel settore pubblico.
- ² Legge n. 153 del 30 Aprile 1969.
- ³ Per la precisione il meccanismo prevedeva un coefficiente del 2% per ogni anno di retribuzione pensionabile, applicato fino ad un massimo di 40 anni lavorativi. Il tasso di sostituzione dell'80% veniva raggiunto, in realtà, da ben poche persone, soprattutto se donne.
- ⁴ Amato G. e Graziosi A., *Grandi Illusioni. Ragionando sull'Italia*. Il Mulino, Bologna, 2013, pag. 98.
- ⁵ Il riferimento è ad uno scandalo finanziario che scoppiò in America, nel 1916, dove un emigrato italiano, Ponzi appunto, creò un fondo d'investimento che pagava lautissimi dividendi, senza impiegare realmente le somme ricevute dai risparmiatori. Non faceva altro che pagare i vecchi investitori con i soldi ricevuti dai nuovi sottoscrittori, realizzando quella che viene anche chiamata: 'catena di Sant'Antonio'. Nel mondo della finanza questo schema molto semplice si ripropone assai di frequente, occultato da parvenze complicate, come è capitato per certi *hedge fund*; si pensi al recente caso di Bernard Madoff. L'equiparazione del sistema a ripartizione a uno schema Ponzi appare, anche, in Modigliani F., *Avventure di un economista*. Laterza, Bari, 1999, pag. 282.
- ⁶ Amato G. e Marè M., *Le pensioni. Il pilastro mancante*. Il Mulino, Bologna, 2001, pag. 22.
- ⁷ "... a demographic timebomb, the intergenerational risk that there will be insufficient younger workers to pay the pensions of the large numbers of pensioners". Blake D., *Pension Economics*. John Wiley, Chichester, 2006, pag. 193.
- ⁸ La finestra demografica di una data popolazione è il periodo, calcolato solitamente in decenni, in cui il numero di individui in età lavorativa 'mantiene' un numero relativamente basso di anziani e di giovani a carico. Nel caso Italiano vi è stata la contemporanea caduta della produttività e l'aumento della speranza di vita: per una definizione recente della finestra demografica, cfr. Golini A. e Marini C., *A domestic and an international view on population from a demographic window*. Giornata di Studio, "The European Welfare in a Counterageing Society". Università La Sapienza, Roma, 2004.
- ⁹ Bosi P., *Corso di Scienza delle Finanze*. Il Mulino, Bologna, 1996, Sesta Edizione 2012, pag. 420.
- ¹⁰ Nel sistema pensionistico italiano ci sono due aliquote, con trattamenti differenziati; da una parte quella per i lavoratori del settore privato, al 33%, dall'altra i lavoratori autonomi, al 20%.
- ¹¹ A causa dell'allungamento della vita media e della bassa natalità.
- ¹² ISTAT, *Trattamenti pensionistici e beneficiari, Anno 2012*. Comunicato del 2 aprile 2014.
- ¹³ Gronchi S. e Gismondi F., *Il "Sistema Contributivo": Questo Sconosciuto*. In, *La Previdenza Complementare: Quale futuro?* A cura di M. Marè, Il Mulino, Bologna, 2011, pag. 26.
- ¹⁴ MEF-RGS, *Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario*. Rapporto n. 14 – Nota di aggiornamento, settembre 2013.
- ¹⁵ In effetti, la distinzione tra beneficio definito e contribuzione definita si utilizza solo con riferimento ai sistemi a capitalizzazione, per individuare su chi ricada il rischio finanziario.
- ¹⁶ "...l'enorme prelievo dell'oltre 30% per la previdenza sociale può essere visto come una tassa invece che come risparmio obbligatorio". Modigliani F. Op. Cit.
- ¹⁷ Modigliani F., Ceprini M.L., Muralidhar A., *A Solution for the Social Security Crisis from MIT Team Sloan*. 1999, 4° revisione 2000, Working Paper n. 4051.
- ¹⁸ Modigliani F. e Ceprini M.L., "Come salvare la pensione riformando il metodo di finanziamento dei sistemi previdenziali europei: il caso dell'Italia", in *'Rivista di Politica Economica'*, luglio-agosto 2000.
- ¹⁹ Gronchi S. e Gismondi F., Op. Cit. pag. 34.
- ²⁰ Ibidem, pag. 34.
- ²¹ Cioè il 'silenzio assenso' per l'adesione ai Fondi Pensione Negoziati, con il conseguente boom delle adesioni.
- ²² Siccome si è passati dal *piccolo è bello* alla vergogna per le aziende più piccole, d'un tratto ritenute residuali, invece che aiutarle a crescere le si è messe in condizione di chiudere, credendo di agevolare la *selezione darwiniana*.
- ²³ *Spessore*, in termini di quantità scambiata di titoli; *ampiezza*, in termini di varietà di strumenti finanziari.

- ²⁴ Secondo il principio della “persona prudente”, previsto dalla direttiva europea 2003/41/CE relativa alle attività e alla supervisione degli enti pensionistici aziendali o professionali (cd. direttiva Epap), recepita dal nostro ordinamento con il D.Lgs 6 febbraio 2007 n. 28. Cfr. anche le linee guida stabilite dall’OCSE nel 2006 – OECD Guidelines on Pension Fund Asset Management - “*the governing body of the pension plan or fund and other appropriate parties should be subject to a “prudent person standard” such that the investment of pension assets is undertaken with care, the skill of an expert, prudence and due diligence*”.
- ²⁵ OECD, *Pensions at a Glance 2013*.
- ²⁶ La garanzia in discorso opera per tramite di un’assicurazione obbligatoria che le imprese pagano all’INPS in ragione dello 0,20% della retribuzione imponibile, in ottemperanza all’articolo 2 della citata Legge 297/82. Il fatto stesso che il legislatore si premuri di garantire con un’assicurazione a titolo oneroso il pagamento del TFR fa intendere che sia consapevole del fatto che lo stesso possa costituire un debito nominale, senza effettivo accantonamento, da parte della singola impresa.
- ²⁷ Bardazzi R. e Pazienza M.G., *Il TFR e il Costo per le Imprese Minori: un Contributo al Dibattito in Corso*. CERP, Argomenti di Discussione 7/05. Si veda anche: Di Gialleonardo L., *Il Ruolo delle Aziende e le Misure Compensative*. In, Marè M. (a cura di), *La Previdenza Complementare: Quale Futuro*. Il Mulino, Bologna, 2011.
- ²⁸ *Ibidem*.
- ²⁹ Nelle intenzioni dell’allora Ministro Damiano tali risorse “straordinarie” dovevano confluire in un fondo per gli investimenti nelle infrastrutture. Successivamente, il Ministro Tremonti trasformò questi conferimenti in entrate ordinarie dello Stato senza alcuna particolare finalizzazione e senza alcuna rendicontazione, come più volte segnalato dalla Corte dei Conti, che non a caso ha denunciato la natura espropriativa di “*una operazione senza indennizzo o comunque di prelievo fiscale indiretto nei confronti di categorie interessate a versamenti finalizzati a scopi ben diversi dal sostegno alla finanza pubblica*” (Corte dei Conti, Deliberazione n. 1/2011/G).
- ³⁰ Si parla di Nuova Chrysler per indicare la *newco* uscita dalla procedura fallimentare cui la vecchia società ha dovuto ricorrere per contenere le pretese dei creditori. L’operazione con cui la UAW ha salvaguardato i propri vecchi crediti, trasformandoli in azioni della *newco*, è particolarmente articolata ed è stata anche fonte di contenziosi legali. Ciò, visto che l’amministrazione Bush, prima, e quella di Obama, poi, diedero priorità al fondo pensione più direttamente coinvolto con le maestranze aziendali, a scapito di altri creditori formalmente privilegiati. Su tutta l’operazione e sui riflessi per il mercato finanziario si veda: Anginer D. & Warburton J.A., *The Chrysler Effect: the Impact of the Chrysler Bailout on Borrowing Costs*. May 2011.
- ³¹ Barr N. & Diamond P., *The economics of pensions*. Oxford Review of Economic Policy. Vol. 22, N. 1, 2006.
- ³² *Ibidem*.
- ³³ Organismi d’Investimento Collettivo del Risparmio, lettera m) art. 1 TUF.
- ³⁴ La *duration* di uno strumento finanziario a scadenza e rendimento certi è una media ponderata dei tempi dei flussi di cassa da esso prodotti; in pratica, indipendentemente dal metodo di calcolo (es. *duration* di Macaulay) si tratta di un tempo intermedio tra quello del primo e dell’ultimo pagamento. Il calcolo della *duration* può essere effettuato anche con riferimento a un intero portafoglio costituito da obbligazioni con scadenze differenti, dando preziose indicazioni in merito ai possibili effetti producibili da una variazione dei tassi d’interesse.
- ³⁵ Il concetto alla base della diversificazione si trova già nel detto popolare per cui si deve evitare di mettere tutte le uova nel medesimo paniere. In campo finanziario l’argomentazione è applicata alla formazione di un portafoglio numeroso di titoli e risale a un lavoro seminale di Harry Markowitz (Portfolio Selection. The Journal of Finance, Vol. 7, N. 1, Mar. 1952). Egli partì dall’idea di valutare un titolo sulla base del rendimento atteso (media dei risultati probabili, o dei risultati storici ponderati per le frequenze relative) e della varianza dei risultati, rispetto al valore atteso, quale indicatore di rischio. Mettendo assieme più titoli, così da formare un portafoglio, il rendimento medio atteso sarà la media ponderata dei rendimenti attesi di ciascun titolo, ma la varianza complessiva del portafoglio risulterà addirittura più bassa della media delle varianze, se ci si premurerà di selezionare i titoli con una bassa covarianza tra di loro (la covarianza è la misura di quanto due titoli possano variare assieme, in dipendenza ai medesimi eventi). Per semplificare la sua esposizione matematica, Markowitz scrisse: “*The adequacy of diversification is not thought by investors to depend solely on the number of different securities held. A portfolio with sixty different railway securities, for example, would not be as well diversified as the same size portfolio with some railroad, some public*

utility, mining, various sort of manufacturing, etc. The reason is that it is generally more likely for firms within the same industry to do poorly at the same time than for firms in dissimilar industries. Similarly in trying to make variance small it is not enough to invest in many securities. It is necessary to avoid investing in securities with high covariances among themselves.”

³⁶ Soros G., *The alchemy of finance*. John Wiley & Sons, New York, 1994.

³⁷ L'ISC esprime l'incidenza delle spese sostenute dall'aderente sulla propria posizione individuale per ogni anno di partecipazione alla forma stessa.

³⁸ In particolare, è dato dalla differenza tra due tassi di rendimento (entrambi al netto del prelievo fiscale): quello relativo a un ipotetico piano di investimento che non prevede costi e il tasso interno di un piano che li considera. L'ISC viene riportato per 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. Nel calcolo si fa riferimento a un aderente-tipo che effettua un versamento 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).

³⁹ Di Gialleonardo L., Luzi S., Marè M. e Motroni A., *Strategie d'investimento contrarian o di momentum: evidenze dai Fondi Pensione Negoziati italiani*. In, Bongini P. e Impavido G. (a cura di), *Il Ruolo dei Fondi Pensione in un'Economia Globale*. Il Mulino, Bologna, 2011.

⁴⁰ Minsky H.P., *Keynes e l'instabilità del capitalismo*. (1975) Bollati Boringhieri, Torino, 2009, pag. 151.

⁴¹ Keynes J.M., *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*. (1936) Utet, Torino, 2005, pag. 344.

⁴² *Euro Medium Term Note* – emissioni obbligazionarie riservate a investitori istituzionali, con piazzamento per lo più privato.

⁴³ Si tratta della ricerca di proteggere un portafoglio titoli dalle conseguenze di variazione dei tassi d'interesse.

⁴⁴ Acronimo che sta per: *strenghts, weaknesses, opportunities and threats*.

Sommario

Ciò che rende conveniente il secondo pilastro finanziato a capitalizzazione, rispetto a quello pubblico a ripartizione, dipende dalla minore sensibilità agli *shock demografici*. Tale risultato è frutto della diversificazione di portafoglio, che si realizza impiegando il risparmio previdenziale in una molteplicità di titoli con diverse caratteristiche di rendimento e volatilità. Siccome in una fase di crisi dei debiti sovrani ciò che impatta maggiormente sulle attività finanziarie è il cosiddetto *rischio paese*, la prudenza dei gestori si è tradotta in un'ampia diversificazione dei *panieri nazionali*. In pratica, mentre le pensioni sono essenzialmente un problema locale, la gestione del risparmio previdenziale può trovare soluzioni di tipo globale. Questo ha comportato, però, che l'allocazione del nostro risparmio previdenziale sia finito per quasi due terzi in un impiego estero, mentre il terzo rimasto qui è stato collocato in titoli di stato. La prudenza è stata premiata perché ha permesso di passare indenni le turbolenze finanziarie di questi ultimi anni, ma si è accompagnata ad un *lieve difetto*. Quello per cui il disaccoppiamento tra origine del risparmio e luogo del suo impiego produttivo, se eccessivo, può trasformarsi in un amplificatore pro-ciclico. La mitigazione di tale difetto passa attraverso la ricerca di modalità d'investimento che permettano ai Fondi Pensione Negoziali di essere, al contempo, *prudenti e pazienti*, nonché *propulsivi*. Interpretando, così, pienamente, il ruolo finanziario che è proprio degli *investitori istituzionali*.

Abstract

This paper talks about multi-pillar pension system in Italy, focusing most on the impact of Pension Funds established by trade unions and employers associations. Minor sensitivity to demographic shocks is what makes funding appealing in respect of public pay-as-you-go scheme. Benefit comes from portfolio diversification, not only in terms of asset class but also in terms of national baskets. If Social Security is properly a local problem its solution can be a global one, because savings can be channeled into investments abroad improving the efficiency of funding. Exactly what happened in Italy in the last six years during which two thirds of the resources accumulated by our occupational Pension Funds were allocated in foreign markets. Caution was rewarded because it allowed to go through financial turmoil. Nonetheless the strong decoupling between the origin of savings and the place of their investment had some sort of a side effect on national real economy. It operated as a pro-cyclical amplifier. The mitigation of this side effect depends on the way we will reallocate a larger part of our savings in Italian economy using special purpose instruments. Only then our Pension Funds will completely assume the financial role of institutional investors.

Nota biografica sugli autori

Michele Tronconi

Nato nel 1962, si è laureato in Scienze Politiche e Sociali presso l'Università Cattolica di Milano. Imprenditore tessile, ha ricoperto diverse cariche di rappresentanza associativa, tra cui la presidenza di Euratex, a Brussels, e di Sistema Moda Italia, a livello nazionale. Attualmente è presidente di Assofondipensione; membro della Giunta di Confindustria e consigliere di amministrazione di Simest. Altre informazioni sono sul sito *www.micheletronconi.it*