

**Nicoletta Marinelli**

**I FONDI PENSIONE  
IN ITALIA**

**Aspetti peculiari  
e confronti  
internazionali**

**FrancoAngeli**



**Nicoletta Marinelli**

**I FONDI PENSIONE  
IN ITALIA**

**Aspetti peculiari  
e confronti  
internazionali**

**FrancoAngeli**

*L'autrice intende esprimere i più sinceri ringraziamenti ai professori GianMario Raggetti e Franco Tutino per i preziosi insegnamenti e alla professoressa Ida Claudia Panetta per il tempo dedicato alla discussione dell'impostazione della ricerca.*

Copyright © 2011 by FrancoAngeli s.r.l., Milano, Italy

*L'opera, comprese tutte le sue parti, è tutelata dalla legge sul diritto d'autore. L'Utente nel momento in cui effettua il download dell'opera accetta tutte le condizioni della licenza d'uso dell'opera previste e comunicate sul sito [www.francoangeli.it](http://www.francoangeli.it).*

# INDICE

<b>Considerazioni introduttive</b>	pag.	7
<b>1. Le diverse tipologie di fondi pensione: una tassonomia iniziale</b>	»	11
1.1. I fondi pensione: quale ruolo nel processo di intermediazione finanziaria?	»	11
1.2. I fondi pensione come operatori previdenziali	»	16
1.3. Una tassonomia dei fondi pensione	»	20
1.3.1. I rapporti con il sistema pensionistico pubblico	»	20
1.3.2. Le modalità di contribuzione e la trasferibilità dei diritti maturati	»	22
1.3.3. Le modalità di funzionamento	»	24
1.3.4. La tipologia degli impegni assunti	»	27
1.3.5. La tipologia di prestazione erogata	»	33
1.3.6. L'indicizzazione all'inflazione delle prestazioni erogate	»	36
<b>2. Il funzionamento dei fondi pensione nei maggiori contesti previdenziali europei</b>	»	39
2.1. Il sistema pensionistico nel Regno Unito	»	40
2.1.1. I caratteri strutturali dei fondi pensione	»	47
2.1.2. Le dimensioni del fenomeno	»	51
2.2. Il sistema pensionistico in Germania	»	57
2.2.1. I caratteri strutturali dei fondi pensione	»	62
2.2.2. Le dimensioni del fenomeno	»	66
2.3. Il sistema pensionistico in Francia	»	68
2.3.1. I caratteri strutturali dei fondi pensione	»	72
2.3.2. Le dimensioni del fenomeno	»	79

<b>3. La previdenza complementare in Italia: luci e ombre del regime attuale</b>	pag.	83
3.1 Il processo di cambiamento del sistema previdenziale italiano: le tappe evolutive	»	84
3.2. Il quadro regolamentare della previdenza complementare in Italia	»	91
3.3. I principi organizzativi dei fondi pensione chiusi	»	93
3.3.1. Le modalità di contribuzione	»	95
3.3.2. La trasferibilità dei diritti maturati	»	102
3.4. I principi organizzativi dei fondi pensione aperti	»	103
3.5. Le dimensioni della previdenza complementare in Italia	»	109
<b>4. Il significato delle riforme estere: una riflessione sulla previdenza complementare in Italia</b>	»	117
4.1. Il <i>crowding-out effect</i>	»	118
4.2. La <i>fictio iuris</i> della prestazione definita	»	123
4.3. Le soluzioni per entrare e uscire dal fondo pensione	»	126
4.4. L'alternativa tra rendita e capitale	»	129
4.5. Lo sviluppo della previdenza complementare in Italia	»	132
4.5.1. Una prima leva di intervento: il processo di “(in)formazione”	»	133
4.5.2. Una seconda leva di intervento: la “localizzazione” del rischio	»	135
<b>Considerazioni conclusive</b>	»	143
<b>Bibliografia</b>	»	149

## CONSIDERAZIONI INTRODUTTIVE

Il tema dei fondi pensione non è nuovo. Neppure in Italia. Fa parte della più ampia problematica attinente la struttura dei sistemi previdenziali e, al loro interno, il ruolo e l'attività che possono svolgere gli intermediari finanziari, con particolare riguardo, fra essi, a quanti sono deputati alla gestione del risparmio. Nel nostro Paese, la nascita e lo sviluppo dei fondi pensione si inseriscono all'interno di un quadro ormai noto. Per molti decenni un'evoluzione demografica favorevole ed una crescita percentuale della forza lavoro rispetto al totale della popolazione creano, in Italia come nella maggior parte dei paesi industrializzati, un clima fertile allo sviluppo di un sistema pensionistico pubblico di tipo *Pay-As-You-Go* (PAYG), cioè tale per cui le risorse necessarie per il pagamento delle pensioni sono attinte dalle contribuzioni della generazione contemporaneamente attiva, senza costituzione di riserve specifiche. Da qualche tempo, la storia mostra un'inversione di tendenza. L'odierna situazione di crisi, generata dal rallentamento dello sviluppo e dal progressivo invecchiamento della popolazione ed acuita dalla mancanza di meccanismi automatici di correzione degli squilibri, pone notevolmente sotto pressione i sistemi PAYG e sollecita soluzioni che, evitando di provocare lacerazioni troppo forti nel tessuto sociale, siano, però, in grado di porre rimedio a dinamiche insostenibili dei sistemi previdenziali. In un clima in cui vengono prese in esame le possibili alternative per arginare il problema nel breve termine e per evitarne il perdurare nel lungo periodo, grande attenzione è posta sui sistemi pensionistici privati, generalmente a capitalizzazione, quindi, immuni dal problema demografico ed in grado, in un'ottica a più breve raggio, di integrare i benefici derivanti dal sistema pubblico. Il secondo ed il terzo pilastro pensionisti-

co costituiscono tali alternative al ruolo dello Stato, sebbene con modalità differenti: piani pensionistici collettivi nel primo caso, assicurazioni individuali nel secondo. Si consideri, inoltre, che l'istituzionalizzazione del risparmio previdenziale di tipo complementare non solo può contribuire a difendere il lavoratore dal rischio di inadeguatezza della futura copertura pensionistica pubblica, ma rappresenta anche un'opportunità per gli operatori professionali specializzati nell'attività di asset management che assisteranno inevitabilmente ad un incremento delle risorse gestite. La peculiarità dei fondi pensione si esplicita proprio nella loro natura ambivalente, al contempo previdenziale e finanziaria: da un lato, essi rappresentano strumenti di previdenza, in grado di fornire un trattamento pensionistico integrativo, dall'altro, essi diventano un veicolo di investimento del risparmio, capace di immettere le risorse gestite nei circuiti di mercato.

Il presente volume si focalizza sul funzionamento dei fondi pensione nella loro veste di strumenti previdenziali. L'idea sottostante è che solamente chiarendo i connotati istituzionali e le modalità operative caratterizzanti si possano creare le basi per discutere efficacemente i profili più strettamente finanziari, senza rischiare di equiparare erroneamente il risparmio previdenziale alle forme di gestione dell'altro risparmio, cosiddetto "eccedente". L'obiettivo perseguito è, in questa prospettiva, duplice: da un lato, analizzare il funzionamento dei fondi pensione nella loro declinazione nazionale, mettendolo a confronto con quanto si riscontra in altri Paesi europei, dall'altro, porre in evidenza i nodi che occorre sciogliere per aiutare uno sviluppo consapevole e duraturo della previdenza complementare italiana. Rispetto alla letteratura di settore, il presente volume offre una discussione delle peculiarità del sistema di previdenza complementare italiano e delle criticità tuttora presenti non solo in una logica di sostenibilità del sistema, ma anche in quella, meno discussa, di adeguatezza del regime pensionistico complementare.

Nella prima parte del lavoro si analizzano i caratteri strutturali ed il meccanismo di funzionamento dei fondi pensione analizzati come istituzioni previdenziali. In tale ambito, numerosi sono gli spunti per comparazioni di tipo *cross-country*, condotte con l'intento di individuare modelli da imitare o, semplicemente, confrontare i risultati conseguiti da sistemi differenti. Tuttavia, la varietà delle caratteristiche dei piani in questione e la mancanza, in ambito internazionale, di un *set* riconosciuto di elementi fondanti costituiscono un ostacolo significativo al successo di tali paragoni. Per que-



sto motivo, si propone una fase definitoria iniziale, utile a chiarire il concetto di fondo pensione ed a formulare alcune categorizzazioni possibili di natura teorica, con l'intento di creare una base omogenea per il confronto *cross-country* condotto successivamente. Nella fase seguente, l'analisi è interamente dedicata alla presentazione delle caratteristiche istituzionali dei fondi pensione all'interno del sistema pensionistico di tre Paesi europei: Regno Unito, Germania, Francia. Nel tentativo di facilitare il confronto, i piani pensionistici di tali sistemi vengono analizzati facendo riferimento al legame con il regime pensionistico complessivo, alle tipologie presenti tra quelle possibili delineate nella fase definitoria iniziale ed alle dimensioni assunte. Il lavoro si completa prendendo in considerazione il caso italiano, con l'obiettivo di fornire una collocazione consona del sistema domestico rispetto alle categorie illustrate in precedenza. In tale ambito, si descrivono le tappe normative fondamentali che conducono all'assetto attuale del sistema pensionistico e si cerca di formulare una valutazione critica delle scelte operate dal Legislatore domestico, anche alla luce delle esperienze maturate nei Paesi europei oggetto di trattazione.

Lo sviluppo continuo dei fondi pensione costituisce per l'economia degli intermediari finanziari una sfida (quella di adeguare gli strumenti di gestione tradizionalmente utilizzati per le scelte di portafoglio) ed un'opportunità (quella di introdurre varie innovazioni che consentano agli intermediari finanziari di emergere in un mercato sempre più competitivo). Seguendo tale logica, la parte conclusiva dell'elaborato dedica spazio alle criticità, a volte palesi, a volte sfuggenti, che tuttora gravano sullo sviluppo dei fondi pensione in Italia. L'intento non è quello di avanzare proposte di *policy* per aumentare la probabilità di sviluppo della nostra previdenza complementare, essendo consapevoli che il percorso legislativo passato appare già sufficientemente travagliato. Lo sforzo è piuttosto quello di fotografare alcuni aspetti della situazione attuale e di far emergere una serie di criticità, così da mostrarne le cause e la loro possibile evoluzione.



# 1. LE DIVERSE TIPOLOGIE DI FONDI PENSIONE: UNA TASSONOMIA INIZIALE

Questo capitolo affronta due profili di analisi. Nella prima parte si definisce che cosa si intenda per fondo pensione e quale sia la sua collocazione all'interno del sistema finanziario e pensionistico di un Paese. Nella seconda parte, si offre una tassonomia delle tipologie possibili di fondi pensione, individuando criteri distintivi di carattere generale che consentano di classificare e di comparare la generalità dei piani pensionistici esistenti. L'approccio seguito nello sviluppo della tassonomia si basa su due fasi. In primo luogo, sono state raccolte le informazioni relative alla struttura operativa dei fondi pensione nei Paesi che saranno analizzati successivamente. In secondo luogo, si è cercato di raggruppare le caratteristiche individuate in modo tale da creare una classificazione dei fondi pensione basata su criteri descrittivi di ordine generale. La tassonomia proposta costituisce un tentativo per schematizzare in maniera sistematica le diverse tipologie di fondi pensione finora sperimentate al fine di creare una base condivisa per condurre in maniera coerente ed ordinata il confronto internazionale sviluppato nel prosieguo del lavoro.

## **1.1. I fondi pensione: quale ruolo nel processo di intermediazione finanziaria?**

I fondi pensione sono, in termini generali, istituzioni autonome il cui scopo consiste nella realizzazione efficiente di programmi di risparmio a lungo termine, finalizzati ad erogare prestazioni previdenziali ad un gruppo di soggetti, in forza di un contratto stipulato su base collettiva.

Attraverso l'afflusso costante di contribuzioni a favore del fondo pensione da parte del lavoratore e, se si tratta di dipendenti, anche del datore di lavoro,

si formano delle disponibilità che si incrementano con una gestione orientata verso politiche di investimento a medio e lungo termine. Tali disponibilità costituiscono le riserve con le quali il fondo pensione assolve l'obbligo di erogare, superato un predeterminato periodo contributivo, trattamenti pensionistici ai propri iscritti sotto forma di capitale in un'unica soluzione o di rendita.

La funzione naturale attribuita ai fondi pensione consiste proprio nell'erogare trattamenti previdenziali a favore di soggetti che cessano l'attività lavorativa. Tuttavia, dall'analisi della loro operatività emerge come la caratteristica peculiare dei fondi pensione sia quella di operare su un terreno, per così dire, di *cerniera tra welfare e settore finanziario*: essi sono al tempo stesso *soggetti previdenziali*, in quanto forniscono un trattamento pensionistico integrativo, e *soggetti finanziari*, in quanto, operando prevalentemente con il meccanismo della capitalizzazione<sup>1</sup>, investono le proprie riserve sui mercati.

Sono numerosi gli studiosi in materia che enfatizzano la connotazione finanziaria dei fondi pensione; Davis<sup>2</sup> li definisce veri e propri intermediari finanziari i quali raccolgono e investono fondi su base collettiva per il successivo rimborso ai contribuenti sotto forma di pensione; Blake<sup>3</sup> li include a pieno titolo nella categoria degli investitori istituzionali grazie alla loro capacità di gestire masse rilevanti di risorse ed alla possibilità di scegliere impieghi a lungo termine, essendo limitato il rischio di dover fronteggiare riscatti inaspettati da parte dei sottoscrittori. Nella letteratura italiana, più vicina alle peculiarità del sistema domestico, si mantiene l'inclusione dei fondi pensione all'interno del novero degli intermediari finanziari, ma si osserva contemporaneamente un tentativo più marcato di differenziarli rispetto alla categoria generale attraverso l'assimilazione agli intermediari di genere assicurativo<sup>4</sup> o di tipo "*contractual*"<sup>5</sup> oppure ricorrendo alla categoria degli investitori istituzionali<sup>6</sup>. Tuttavia, definizioni troppo semplicistiche potrebbero risultare fuorvianti; la stessa Commissione di Vigilanza dei Fondi Pensione (COVIP) ha

<sup>1</sup> Come si vedrà nel paragrafo 1.3.3 possono esistere anche fondi pensione che operano con il meccanismo della ripartizione, ma si tratta di realtà circoscritte e residuali.

<sup>2</sup> Si rinvia a Davis E.P., in Porta A. (a cura di), *Fondi pensione e mercati finanziari. Le esperienze internazionali e le prospettive per l'Italia*, Egea, Milano, 1993.

<sup>3</sup> Si rinvia a Blake D., *ibidem*.

<sup>4</sup> In questo senso, Bongini P., Di Battista M.L., Nieri L., Paternello A., *Il sistema finanziario*, il Mulino, Bologna, 2004.

<sup>5</sup> Si veda Colombini F., *Intermediari e mercati finanziari. Teoria e gestione*, Utet, Torino, 2001.

<sup>6</sup> Si rinvia a Onado M.,  *Mercati e intermediari finanziari. Economia e regolamentazione*, il Mulino, Bologna, 2000.

più volte rimarcato le peculiarità che contraddistinguono i fondi pensione, qualificabili come *operatori previdenziali* e non già come meri intermediari finanziari ed assicurativi, soggetti come sono a profili di operatività che, rispetto ai predetti intermediari, presentano aspetti del tutto particolari associati alla funzione previdenziale e sociale svolta. Per tale ragione, le caratteristiche distintive dei fondi pensione possono essere meglio individuate ponendo tali operatori a confronto con altri tipi di operatori finanziari.

Rispetto alla categoria generale degli intermediari finanziari, i fondi pensione condividono la funzione principale di trasferire risorse, ossia potere d'acquisto, tra unità economiche diverse (trasferimento nello spazio) e/o tra momenti temporali diversi (trasferimento nel tempo). Tuttavia, questa duplice funzione allocativa è realizzata attraverso modalità operative proprie. Con riferimento alla funzione di trasferimento delle risorse tra unità economiche (trasferimento nello spazio), i fondi pensione si allontanano dagli intermediari finanziari in senso stretto, come banche e compagnie assicurative, in quanto raccolgono ed incanalano risorse finanziarie da coloro che ne hanno in eccesso (datori di fondi) a coloro che ne sono carenti (prenditori di fondi), senza assumere sul proprio bilancio i rischi del prenditore; in altri termini, i fondi pensione non emettono, al pari delle banche, proprie passività nominali, tipicamente a breve termine, per effettuare impieghi in proprio a più lunga scadenza a favore dei prenditori finali, ma si limitano a raccogliere risorse attraverso piani di contribuzione predefiniti e le impiegano in portafogli di attività finanziarie di pertinenza dei contribuenti. In questo senso, la *trasformazione del rischio* connaturata al processo di trasferimento dei saldi finanziari non avviene attraverso una “trasformazione degli asset” (emissione di passività poco rischiose a fronte dell’impiego in attività con profilo di rischio maggiore), bensì attraverso la partecipazione ad un portafoglio di strumenti finanziari, ossia attraverso una “diversificazione degli asset”<sup>7</sup>. Inoltre, occorre osservare che la funzione di trasferimento delle risorse tra unità economiche è tecnicamente svolta dai fondi pensione solamente nel momento in cui essi si trovano ad investire nel mercato primario.

Più caratteristica e meno discutibile è, invece, la funzione di trasferimento delle risorse tra momenti temporali diversi (trasferimento nel tempo), in quanto l’obiettivo previdenziale sotteso ai fondi pensione si traduce finanzia-

<sup>7</sup> Sul concetto di gestione del rischio attraverso la “trasformazione degli asset” e la “diversificazione degli asset” si veda Forestieri G., Munari P., *Il sistema finanziario*, Egea, Milano, 2009.

riamente proprio in un trasferimento intertemporale della ricchezza, realizzato al fine di mantenere in capo al soggetto una capacità di reddito anche al termine dell'attività lavorativa. In questo senso, i fondi pensione sono annoverabili all'interno della categoria degli investitori istituzionali, caratterizzati dal fatto di investire un patrimonio per conto di unità in surplus. Ciò può avvenire per effetto di una intermediazione in senso stretto, come nel caso delle compagnie assicurative nelle polizze vita tradizionali, oppure in conseguenza di un mandato specifico ad investire su base collettiva, come nei fondi pensione e nei fondi comuni di investimento. Rispetto ai fondi comuni, i fondi pensione si contraddistinguono per l'*elevata prevedibilità dei flussi*, sia in entrata che in uscita<sup>8</sup>; i flussi in entrata, costituiti dal gettito contributivo versato dai lavoratori e dai datori di lavoro, sono definiti a priori su base contrattuale e risultano pertanto regolari<sup>9</sup>. Anche i flussi in uscita, rappresentati dalle prestazioni previdenziali, si caratterizzano per un certo grado di certezza nel lungo periodo, tenuto anche conto dei vincoli che in genere limitano i prelievi anticipati. Si evince, pertanto, come i fondi pensione possano operare senza dover fronteggiare un elevato rischio di illiquidità, proprio in conseguenza della significativa regolarità dei flussi.

I fondi pensione si distinguono dai fondi comuni di investimento anche per il *profilo di lungo periodo caratterizzante le passività*. Infatti, nella misura in cui queste ultime hanno una natura strettamente previdenziale e, quindi, sono limitati i diritti di trasferibilità, di riscatto e le coperture assistenziali<sup>10</sup>, le passività si caratterizzano per un orizzonte temporale nettamente superiore a quello delle passività dei fondi comuni di investimento aperti, data la facoltà riconosciuta agli aderenti di questi ultimi di riscattare liberamente la posizione investita.

<sup>8</sup> Si veda Mishkin F.S., Eakins S.C., *Financial markets and institutions*, Prentice Hall, Upper Saddle River, NJ, 2009.

<sup>9</sup> Va precisato che nei fondi pensione a beneficio definito la regolarità riguarda solo il tempo di versamento dei contributi e non la loro entità, mentre nei fondi pensione a contribuzione definita il contratto stabilisce sia la data del pagamento sia l'ammontare delle contribuzioni periodiche. Tale argomento verrà affrontato in dettaglio nel paragrafo 1.3.4.

<sup>10</sup> Al fine di evitare che richieste di recesso anticipato possano creare problemi di instabilità finanziaria ai fondi pensione incidendo sulle possibilità di programmazione degli investimenti, di norma sono previsti limiti legislativi di permanenza minima per maturare il diritto di trasferimento ad altro fondo o di riscatto della posizione individuale. Le coperture assistenziali sono associate al verificarsi di eventi quali la morte, la malattia o la sopravvenuta invalidità del lavoratore.

Sotto questo profilo il fondo pensione può essere avvicinato ai fondi comuni di investimento chiusi. Tale analogia, tuttavia, viene meno se si considerano altri aspetti. In primo luogo, i fondi chiusi, a differenza dei fondi pensione, emettono passività di mercato, nella forma di quote di sottoscrizione, potenzialmente scambiabili. In secondo luogo, la politica di investimento del fondo chiuso è principalmente orientata verso l'assunzione di partecipazioni in imprese non quotate e, quindi, si caratterizza per un *rapporto rischio/rendimento* elevato e di norma non compatibile con la necessità di garantire la tutela dei diritti pensionistici dei lavoratori. In terzo luogo, dato il profilo di rischio dell'attivo, la *politica della raccolta* posta in essere dai fondi chiusi si orienta prevalentemente verso investitori istituzionali interessati alle prospettive di rivalutazione delle quote nel lungo periodo. Si tratta, quindi, di intermediari di secondo livello che raccolgono risorse presso altri grandi investitori in grado di operare su un orizzonte temporale di lungo periodo. I fondi pensione, al contrario, hanno una politica di raccolta orientata verso una clientela di tipo non istituzionale.

In definitiva, i fondi pensione condividono con gli altri intermediari finanziari la funzione di trasferimento delle risorse nello spazio e nel tempo; tuttavia, le modalità operative attraverso cui tale funzione è svolta tendono ad assimilare i fondi pensione alla categoria degli investitori istituzionali piuttosto che a quella degli intermediari finanziari in senso stretto, stante la mancata assunzione all'interno del proprio bilancio dei rischi dei prenditori e la trasformazione degli stessi realizzata attraverso una diversificazione degli asset, anziché attraverso una loro trasformazione. All'interno della categoria degli investitori istituzionali, i fondi pensione si distinguono per alcune caratteristiche salienti:

- politica della raccolta orientata verso una clientela non istituzionale;
- stabilità e prevedibilità dei flussi in entrata, generalmente stabiliti per contratto in termini sia di ammontare che di durata;
- relativa programmabilità dei flussi di cassa in uscita, costituiti dalle prestazioni previdenziali riconosciute agli aderenti;
- passività a lungo termine e suscettibili di rimborso anticipato esclusivamente a condizioni restrittive e particolari;
- orizzonte temporale di lungo periodo relativamente agli impieghi di portafoglio.

L'esclusione dei fondi pensione dalla categoria degli intermediari finanziari in senso stretto risulta particolarmente calzante per il contesto italiano; in Italia, i fondi pensione si spogliano, per legge, della loro veste di intermediari finan-

ziari ed assumono, piuttosto, lo *status* di strumenti di raccolta e di investimento del risparmio, essendo previsto dalla normativa che le risorse raccolte tramite le contribuzioni siano gestite da altri soggetti finanziari autorizzati attraverso la stipula di specifiche convenzioni di gestione<sup>11</sup>. Sono quindi quest'ultimi, e solo questi, a svolgere attività di intermediazione finanziaria, sebbene sotto il mandato stretto conferito dal fondo pensione.

A queste connotazioni di carattere finanziario, occorre aggiungere che i fondi pensione, diversamente da quanto avviene per altri operatori istituzionali del risparmio, si trovano a fronteggiare problemi del tutto peculiari legati alla loro funzione sociale e concernenti, nella sostanza, la *sostenibilità della promessa previdenziale nel lungo periodo*. Tra questi, si segnalano la definizione di politiche di investimento idonee in funzione dei bisogni previdenziali degli aderenti, la gestione dei percorsi previdenziali degli aderenti anche attraverso l'uso di tecniche attuariali, il mantenimento del valore del montante accumulato e la conversione efficiente dello stesso in rendita. Per tale ragione, l'assimilazione della gestione del risparmio previdenziale alle forme di gestione dell'altro risparmio, cosiddetto "eccedente", risulta erronea; l'obiettivo di investimento da preservare è, infatti, nei due casi differente, risultando strettamente finanziario nel secondo e svolgendo una funzione anche sociale nel primo.

## **1.2. I fondi pensione come operatori previdenziali**

I fondi pensione, oltre a svolgere un ruolo all'interno del processo di intermediazione finanziaria, si inseriscono nel più vasto contesto del sistema pensionistico nazionale. Pertanto, è opportuno inquadrare gli stessi in una cornice di riferimento più ampia, che comprenda tutto l'ambito pensionistico di uno Stato. Il sistema a cui si farà riferimento è quello cosiddetto dei "tre pilastri"<sup>12</sup>.

Secondo questa impostazione, ciascun sistema pensionistico può essere idealmente suddiviso in tre categorie, dette "pilastri".

<sup>11</sup> La gestione diretta delle risorse da parte del fondo pensione è circoscritta ad ipotesi limitate: sottoscrizione o acquisizione di quote/azioni in società immobiliari e fondi chiusi, entro limiti prestabiliti.

<sup>12</sup> Il sistema dei "tre pilastri" viene inizialmente utilizzato per il contesto svizzero, ma in seguito entra nel gergo comune per descrivere la struttura previdenziale dei Paesi economicamente e socialmente avanzati.



1. *Primo pilastro*: è rappresentato dal sistema previdenziale pubblico, destinato ad erogare trattamenti pensionistici di base. Si tratta di una parte del cosiddetto “sistema di *welfare*” volto a garantire a tutti i cittadini un livello minimo di reddito e finanziato prevalentemente con un sistema a ripartizione<sup>13</sup> (*Pay-As-You-Go*: PAYG), senza costituzione di riserve.

2. *Secondo pilastro*: è costituito dalla previdenza complementare collettiva, ovvero i fondi pensione. Questi sono, in genere, gestiti con il criterio della capitalizzazione ed integrano il primo pilastro contribuendo ad innalzare il tasso di sostituzione salariale<sup>14</sup>.

3. *Terzo pilastro*: è costituito dalla previdenza integrativa individuale, che opera su base volontaria tramite la predisposizione di strumenti finanziari ed assicurativi da parte del singolo individuo. Tali prodotti, generalmente amministrati nell’ambito delle assicurazioni, consentono al lavoratore di incrementare il proprio reddito in età avanzata e di scegliere tempi e modi nell’erogazione delle prestazioni.

I fondi pensione appartenenti al secondo pilastro, di cui si occupa questo studio, formano, dunque, un cuneo tra il primo pilastro, interamente collettivo e obbligatorio, e il terzo, completamente individuale. Le ragioni primarie che portano alla nascita e alla crescita nel tempo di questa posizione intermedia possono essere ricondotte alle problematiche associate agli altri due pilastri:

- i sistemi previdenziali pubblici si dimostrano, nel tempo, incapaci di offrire un livello di copertura pensionistica adeguato e sostenibile nel medio-lungo periodo, a seguito di cambiamenti nella dinamica economica e demografica;
- il terzo pilastro, oltre a comportare rischi finanziari dovuti alla gestione privata dei fondi, si regge esclusivamente sull’ottica previdenziale degli individui, rischiando di non fornire adeguato sostegno in età avanzata per quei soggetti che si siano rivelati imprevidenti.

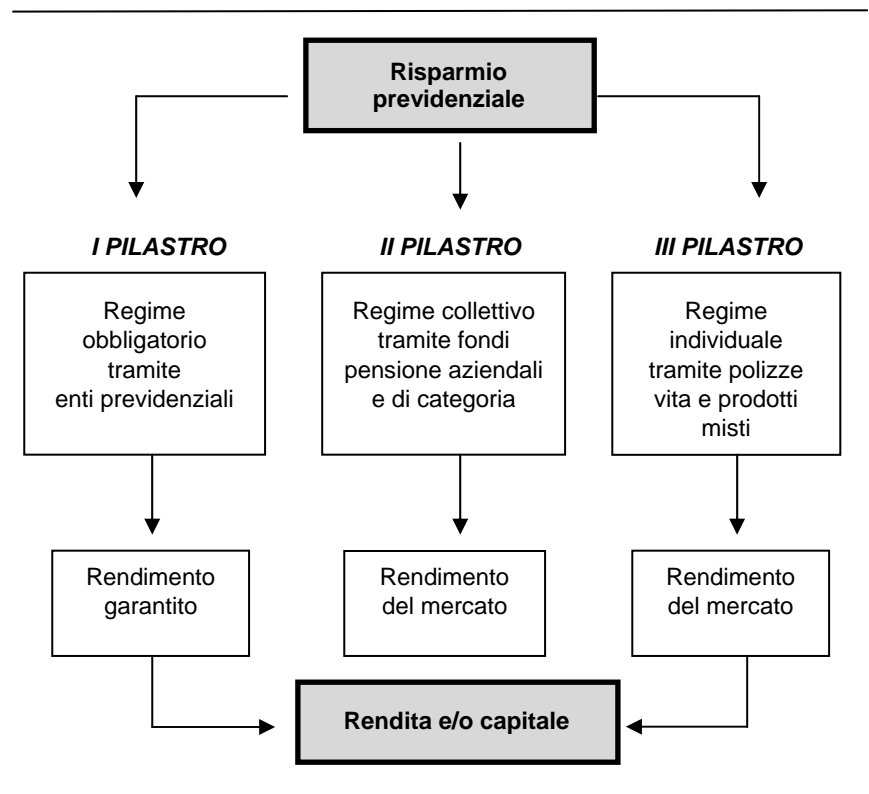
Ognuno di questi pilastri presenta caratteristiche proprie; tutti, però, condividono il perseguimento del medesimo fine: garantire al beneficiario

<sup>13</sup> Sulla differenza tra un sistema finanziario di gestione a ripartizione ed uno a capitalizzazione si rimanda al paragrafo 1.3.3.

<sup>14</sup> È il cosiddetto *replacement rate*: il rapporto tra il beneficio pensionistico percepito da un individuo e il salario che lo stesso riscuoteva durante l’attività lavorativa. A seconda dei casi, il salario di riferimento è una media vitalizia oppure una media degli ultimi x anni, dove x è un numero predefinito.

l'ottenimento di una fonte di reddito anche al termine della sua attività lavorativa<sup>15</sup>. La struttura di un sistema previdenziale in tre pilastri può essere sintetizzata nelle sue caratteristiche essenziali utilizzando lo schema seguente.

Fig. 1 – I tre pilastri: definizione e meccanismi di funzionamento



<sup>15</sup> Va precisato che tale affermazione risulta veritiera in termini generali; tuttavia, si deve tener conto anche degli aspetti specifici che contraddistinguono ogni singolo pilastro: ad esempio, le polizze assicurative possono prevedere nel contratto l'erogazione della prestazione, sotto forma di capitale o di rendita, a partire da una data diversa da quella del pensionamento.

L'articolazione di un sistema pensionistico in tre pilastri, tra loro alternativi, non sempre trova riscontro nella realtà empirica: in molti Paesi, anche tra quelli che verranno trattati più approfonditamente nel seguito del lavoro, la distinzione tra pilastri non è sempre di facile individuazione, soprattutto quando si tratta di separare il secondo dal terzo, né a ciascun pilastro è sempre riconosciuta una funzione suppletiva rispetto ai precedenti<sup>16</sup>. La questione, pur essendo strettamente nominalistica, pone difficoltà nell'interpretare e nel comparare realtà nazionali differenti.

Peraltro, l'articolazione di un assetto previdenziale "misto", ossia fondato su un pilastro a ripartizione e su uno o più pilastri a capitalizzazione, alimenta da tempo un dibattito in merito alla struttura previdenziale ottimale. Da un lato, vi sono i sostenitori della superiorità degli schemi a capitalizzazione<sup>17</sup>, i quali sottolineano che un sistema a ripartizione basato sulla fiscalità è destinato a creare distorsioni all'interno del mercato del lavoro e conduce a rendimenti subottimali. Dall'altro, tali posizioni vengono sottoposte a critiche, in quanto il passaggio da un sistema a ripartizione ad uno a capitalizzazione comporterebbe costi di transizione elevati; inoltre, i rischi associati alla previsione di un rendimento di mercato sarebbero posti interamente a carico dei partecipanti<sup>18</sup>. Oggi l'evidenza empirica mostra l'affermarsi progressivo di un assetto previdenziale misto, permanendo il dibattito in merito al peso da attribuire ai singoli pilastri<sup>19</sup>.

<sup>16</sup> Il Regno Unito funge da esempio: il sistema pensionistico pubblico può essere parzialmente sostituito con uno schema pensionistico privato predisposto da una società e ciascun lavoratore può, a sua volta, sostituire quest'ultimo con un'assicurazione personale, rendendo i confini tra pilastri molto individualizzati e, dunque, aleatori. Per approfondimenti, si rimanda al paragrafo 2.1.

<sup>17</sup> Ad esempio, Feldstein M., "The missing piece in policy analysis: social security reform", *American Economic Review*, 86 (2), 1996, pp. 1-14 e Feldstein M., "Structural reform of social security", *Journal of Economic Perspectives*, 19 (2), 2005, pp. 33-55.

<sup>18</sup> Per un riferimento in merito al dibattito sopra citato rispetto alla situazione italiana si veda la proposta contenuta in Modigliani F., Ceprini M.L., "Come salvare la pensione riformando il metodo di finanziamento dei sistemi previdenziali europei: il caso dell'Italia", *Rivista di Politica Economica*, 90 (7-8), 2000, pp. 185-203 e le critiche successive.

<sup>19</sup> Al riguardo, si veda Diamond P., Orszag P.R., "Saving social security: the Diamond-Orszag plan", *Journal of Economic Perspectives*, 19 (2), 2005, pp. 11-32 e Stiglitz J., "Securing social security for the future", *The Economists' Voice*, 2 (1), article 5, 2005.