



Università  
Ca' Foscari  
Venezia

Corso di Laurea magistrale (*ordinamento  
ex D.M. 270/2004*)  
in Economia e Finanza

Tesi di Laurea

—

Ca' Foscari  
Dorsoduro 3246  
30123 Venezia

# La Previdenza Complementare: analisi e performance dei fondi pensione

**Relatore**

Ch. Prof. Diana Barro

**Correlatore**

Prof. Paolo Pianca

**Laureando**

Giorgia Giacomini

Matricola 824017

**Anno Accademico**

**2013 / 2014**



# Sommario

INTRODUZIONE .....	9
CAPITOLO 1: LA SITUAZIONE PREVIDENZIALE ITALIANA ED ESTERA: UN QUADRO GENERALE .....	11
1.1 LE RADICI DEI SISTEMI PENSIONISTICI EUROPEI .....	11
1.2 I TRE PILASTRI DELLA PREVIDENZA.....	12
1.2.1 LA FUNZIONE DELLA PREVIDENZA COMPLEMENTARE .....	13
1.3 CONTESTO PER LO SVILUPPO DEI FONDI PENSIONE E BREVE DEFINIZIONE .....	14
1.4 LA NASCITA E L'EVOLUZIONE DELLA PREVIDENZA COMPLEMENTARE IN ITALIA .....	15
1.4.1 LE PRESTAZIONI.....	20
1.4.2 LE PRIME RIFORME .....	21
1.4.3 PROPOSTE RECENTI E SCENARI FUTURI .....	27
1.5 I FONDI PENSIONE .....	27
1.5.1 COME NASCE UN FONDO PENSIONE E CARATTERISTICHE .....	35
1.5.2 AUTORIZZAZIONE DELLA COVIP E L'ATTIVITA' ISPETTIVA .....	38
1.5.3 IL SISTEMA DI COMUNICAZIONE ED INFORMAZIONE DEI FONDI PENSIONE.....	39
1.5.4 DOCUMENTI CONTABILI DEI FONDI A CONTRIBUZIONE DEFINITA .....	41
1.6 EUROPA e LE ESPERIENZE ESTERE .....	46
1.6.1 STATI UNITI.....	46
1.6.2 GRAN BRETAGNA .....	48
1.6.3 GERMANIA.....	50
1.6.4 FRANCIA.....	51
CAPITOLO 2 IL FINANZIAMENTO.....	53
2.1 PANORAMICA INTERNAZIONALE .....	53
2.1.1 INIZIATIVE IN ITALIA .....	54
2.2 IL FUNZIONAMENTO DEI FONDI PENSIONE.....	55
2.3 LE FONTI DI FINANZIAMENTO .....	57
2.3.1 IL CONTRIBUTO DEL DATORE DI LAVORO .....	58
2.3.2 IL CONTRIBUTO DEL LAVORATORE.....	59
2.3.3 IL TFR.....	59
2.4 I COSTI, LA SPESA E LE IMPOSTE SUI RENDIMENTI .....	59

2.5 LA LEVA FISCALE ED IL REGIME FISCALE DELLE PRESTAZIONI .....	60
2.5.1 LE PRESTAZIONI.....	60
2.6 I VANTAGGI.....	61
2.6.1 I VANTAGGI FISCALI.....	62
2.6.2 I VANTAGGI TRIBUTARI .....	65
2.6.3 I VANTAGGI FINANZIARI .....	65
2.6.4 LE AGEVOLAZIONI .....	65
2.7 GLI EFFETTI DEI FONDI PENSIONE NEL MERCATO FINANZIARIO .....	66
2.7 CINQUE BUONI MOTIVI PER INVESTIRE CON I FONDI PENSIONE .....	67
CAPITOLO 3 LA GESTIONE DEI FONDI PENSIONE .....	68
3.1 ASSET MANAGEMENT .....	68
3.1.1 IL PROCESSO DI ASSET MANAGEMENT .....	70
3.1.2 RENDIMENTO, RISCHIO ED ORIZZONTE TEMPORALE .....	70
3.1.3 I VINCOLI DELLA GESTIONE.....	72
3.2 L'ASSET ALLOCATION .....	72
3.3 LA GESTIONE DEGLI INVESTIMENTI .....	73
3.3.1 LA MISURAZIONE DELLE PERFORMANCE E LE DECISIONI DI FEED – BACK.....	74
3.3.2 STRATEGIE GESTIONALI ATTIVE/PASSIVE E CONSEGUENZE ORGANIZZATIVE SUL GESTORE .....	76
3.3.3 LE LEVE DI SELEZIONE E MONITORAGGIO DEGLI ASSET MANAGER DA PARTE DEI FONDI PENSIONE.....	77
3.4 LE POLITICHE DI INVESTIMENTO.....	78
3.4.1 LA MISURAZIONE DELLA PERFORMANCE DEI FONDI PENSIONE: IL BENCHMARK	79
CAPITOLO 4 ANALISI DEI FONDI PENSIONE .....	82
4.1 GLI ISCRITTI .....	82
4.2 LE RISORSE ED I CONTRIBUTI.....	90
4.2.1 I COMPARTI .....	93
4.2.2 LA COMPOSIZIONE DEL PATRIMONIO .....	97
4.3 I RENDIMENTI DELLE FORME PENSIONISTICHE COMPLEMENTARI .....	102
4.3.1 I RENDIMENTI DEI FONDI PENSIONE NELL'ULTIMO DECENNIO.....	102
4.3.2 I RENDIMENTI PER TIPOLOGIA DI COMPARTO .....	103
4.3.3 L'ANALISI DEI COMPARTI DEI FONDI PENSIONE NEGOZIALI.....	106

CONCLUSIONI.....	123
Bibliografia.....	124
Siti .....	127

## INDICE DELLE FIGURE

Figura 1 Forme pensionistiche complementari. ....	29
Figura 2 Destinatari dei fondi pensione aperti e chiusi. ....	36
Figura 3: L'indicatore sintetico dei costi. ....	40
Figura 4: Il bilancio dei fondi pensione a contribuzione definita. ....	42
Figura 5: Le attività dello Stato Patrimoniale nei fondi pensione negoziali. ....	43
Figura 6: Le passività dello Stato Patrimoniale nei fondi pensione negoziali. ....	43
Figura 7: Il Conto Economico dei fondi pensione negoziali. ....	44
Figura 8: il Trattamento di Fine Rapporto. ....	57
Figura 9: Esempio numerico del contributo del datore. ....	58
Figura 10: La tassazione dei fondi pensione. ....	60
Figura 11: Le imposte sulle prestazioni. ....	61
Figura 12: Un esempio dei vantaggi fiscali dei fondi pensione. ....	62
Figura 13: Le anticipazioni sulle prestazioni. ....	63
Figura 14: Le varie tipologie di riscatto nei fondi pensione. ....	64
Figura 15: La tassazione dei riscatti nei fondi pensione. ....	64
Figura 16: Le caratteristiche degli investitori istituzionali. ....	69
Figura 17: Gli indicatori Time Weighted. ....	75
Figura 18: I vantaggi e gli svantaggi degli indicatori di rischio. ....	76
Figura 19: Gli stili della gestione dei fondi pensione e le previsioni dell'asset manager. ....	76
Figura 20: Andamento degli iscritti ai fondi pensione 2007 - 2013. ....	82
Figura 21: L'evoluzione degli iscritti alle forme pensionistiche complementari (2006 – 2013). ....	82
Figura 22: Andamento degli iscritti alle forme pensionistiche complementari dal 2007 al 2013. ....	83
Figura 23: Il numero dei fondi pensione dal 2006 al 2013. ....	83
Figura 24: Il numero delle forme pensionistiche complementari dal 2006 al 2013. ....	84
Figura 25: Il numero dei fondi pensione dal 2006 al 2013. ....	84
Figura 26: La distribuzione degli iscritti tipologia di forma pensionistica e classi di età al 31.12.2013. ....	85
Figura 27: La distribuzione degli iscritti per area geografica al 31.12.2013. ....	86
Figura 28: Andamento degli iscritti ai fondi pensione aperti per condizione professionale (2003 – 2013). ....	86
Figura 29: L'andamento degli iscritti per condizione professionale nei fondi pensione negoziali. ....	87
Figura 30: L'andamento dei lavoratori dipendenti nei fondi pensione negoziali. ....	87
Figura 31: L'andamento dei lavoratori autonomi nei fondi pensione negoziali. ....	87
Figura 32: L'andamento degli iscritti per condizione professionale nei Piani Individuali Pensionistici. ....	88
Figura 33: La distribuzione degli iscritti nei fondi pensione al 31 dicembre 2013. ....	89
Figura 34: L'andamento degli iscritti ai fondi pensione dal 2012 a settembre 2014. ....	89
Figura 35: Le adesioni della previdenza complementare nel 2014. ....	89
Figura 36: Andamento degli iscritti alla previdenza complementare nel periodo dicembre '13-settembre '14. ....	90

Figura 37: La percentuale degli iscritti ai fondi pensione al 30 settembre 2014. ....	90
Figura 38: Risorse e contributi delle forme pensionistiche complementari 2012 – 2013 (Dati in milioni di euro).....	91
Figura 39: Andamento delle risorse e dei contributi nei fondi pensione aperti. (2003 – 2013).....	92
Figura 40: L'andamento delle risorse e dei contributi nei fondi pensione chiusi (2003 – 2013). ....	92
Figura 41: L'Andamento delle risorse e dei contributi nei PIP (2003 – 2013). ....	93
Figura 42: Classificazione dei fondi pensione in base ai titoli azionari detenibili in portafoglio.....	94
Figura 43: Le forme pensionistiche complementari e la ripartizione degli iscritti per comparto al 31.12.2013.....	94
Figura 44: La ripartizione degli iscritti per tipologia di comparto al 31.12.2013. ....	95
Figura 45: Ripartizione degli iscritti per comparti al 31.12.2013.....	95
Figura 46: L'andamento degli iscritti per tipologia di comparto nei fondi pensione aperti (2008 – 2013).....	96
Figura 47: La ripartizione degli iscritti per tipologia di comparto nei fondi pensione negoziali. ....	96
Figura 48: La ripartizione degli iscritti per tipologia di comparto nei PIP (2008 – 2013) ....	97
Figura 49: Risorse in gestione per tipologia di intermediario nei Fondi pensione negoziali (2012 – 2013) ....	98
Figura 50: La composizione delle risorse in gestione nei fondi pensione negoziali (2004 – 2013).....	98
Figura 51: La ripartizione dei gestori nei fondi pensione aperti (2012 – 2013). ....	99
Figura 52: La composizione del patrimonio nei fondi pensione aperti (2004 – 2013) ....	99
Figura 53: La composizione del patrimonio del ramo I nei PIP (2008 – 2013). ....	100
Figura 54: La composizione del patrimonio nel ramo III dei PIP (2008 – 2013). ....	101
Figura 55: La composizione degli investimenti in titoli di debito nei fondi pensione per area geografica (dati percentuali, fine 2013) ....	101
Figura 56: La composizione degli investimenti in titoli di capitale per area geografica (dati percentuali, fine 2013) ....	102
Figura 57: I rendimenti delle forme pensionistiche complementari (2003 – 2013; dati percentuali) ....	103
Figura 58: L'andamento dei rendimenti nei fondi pensione negoziali per tipologia di comparto (2003 – 2013, dati percentuali).....	104
Figura 59: L'andamento dei rendimenti nei fondi pensione aperti per tipologia di comparto (dati percentuali, 2003 – 2013).....	104
Figura 60: I rendimenti dei PIP per il ramo I e per il ramo III (2008 – 2013) ....	105
Figura 61: I rendimenti dei PIP per tipologia di linea di investimento (2008 – 2013).....	105
Figura 62: La Deviazione Standard nei fondi pensione (dati percentuali).....	108
Figura 63: La Deviazione Standard nei comparti garantito e azionario (dati percentuali).....	108
Figura 64: I rendimenti dei comparti garantiti (dati percentuali) ....	108
Figura 65: I rendimenti dei comparti garantiti di Alifond, Arco, Astri, Byblos, Cometa, Concreto, Cooperlavoro, Eurofer, Filcoop (dati percentuali).....	109
Figura 66: I rendimenti dei comparti garantiti dei fondi Fiprem, Fonte, Foncer, Fonchim, Gommoplastica, Fondenergia, Fondoposte, Fopadiva, Fopen (dati percentuali).....	109
Figura 67: I rendimenti dei comparti garantiti dei fondi Laborfonds, Mediafond, Pegaso, Prevaer, Prevedi, Previcooper, Previmoda, Priamo, Quadri e Capi Fiat, Solidarietà Veneto, Telemaco (dati percentuali).....	110
Figura 68: I rendimenti dei comparti azionari (dati percentuali). ....	110

Figura 69: I rendimenti dei comparti azionari dei fondi Alifond, Arco, Byblos, Cometa, Cooperlavoro, Espero, Eurofer, Fonte, Foncer, Fonchim (dati percentuali) .....	110
Figura 70: I rendimenti dei comparti azionari dei fondi Fondaereo, Fondenergia, Gommplastica, Fopen, Laborfonds, Pegaso, Prevaer, Previcoper, Quadri e Capi Fiat, Solidarietà Veneto, Telemaco (dati percentuali) .....	111
Figura 71: Il Tracking Error nei fondi pensione negoziali (dati percentuali) .....	112
Figura 72: Il Tracking Error nei comparti garantito e azionario (dati percentuali) .....	113
Figura 73: Il Tracking Error nei comparti garantiti (dati percentuali) .....	113
Figura 74: Il TE nei comparti garantiti dei fondi Alifond, Arco, Astri, Byblos, Cometa, Concreto, Cooperlavoro, Eurofer, Filcoop, Fiprem (dati percentuali) .....	114
Figura 75: Il TE dei comparti garantiti dei fondi Fonte, Foncer, Fonchim, Gommplastica, Fondenergia, Fondoposte, Fopadiva, Fopen, Laborfonds, Mediafond (dati percentuali) .....	114
Figura 76: Il TE dei comparti garantiti dei fondi Pegaso, Prevaer, Prevedi, Previcoper, Previmoda, Priamo, Quadri e Capi Fiat, Solidarietà Veneto, Telemaco (dati percentuali) .....	115
Figura 77: Il Tracking Error nei comparti azionari (dati percentuali) .....	115
Figura 78: Il TE nei comparti azionari dei fondi Alifond, Arco, Byblos, Cometa, Cooperlavoro, Espero, Eurofer, Fonte, Foncer, Fonchim, Fondaereo (dati percentuali) .....	116
Figura 79: Il TE nei comparti azionari dei fondi Fondenergia, Gommplastica, Fopen, Laborfonds, Pegaso, Prevaer, Previcoper, Quadri e Capi Fiat, Solidarietà Veneto, Telemaco (dati percentuali) .....	116
Figura 80: L'andamento della Tracking Error Volatility (dati percentuali) .....	117
Figura 81: La Tracking Error Volatility nei comparti garantito e azionario (dati percentuali) .....	117
Figura 82: La Tracking Error Volatility nei comparti garantiti (dati percentuali) .....	118
Figura 83: La TEV nei comparti garantiti dei fondi Alifond, Arco, Astri, Byblos, Cometa, Concreto, Cooperlavoro, Eurofer, Filcoop, Fiprem (dati percentuali) .....	118
Figura 84: La TEV nei comparti garantiti dei fondi Foncer, Fonchim, Fonte, Fondenergia, Gommplastica, Fondoposte, Fopadiva, Fopen, Laborfonds, Mediafond (dati percentuali) .....	118
Figura 85: La TEV nei comparti garantiti dei fondi Pegaso, Prevaer, Prevedi, Previcoper, Previmoda, Priamo, Quadri e Capi Fiat, Solidarietà Veneto, Telemaco (dati percentuali) .....	119
Figura 86: La Tracking Error Volatility nei comparti azionari (dati percentuali) .....	119
Figura 87: La TEV nei comparti azionari dei fondi Alifond, Arco, Byblos, Cometa, Cooperlavoro, Espero, Eurofer, Fonte, Foncer, Fonchi (dati percentuali) .....	Errore. Il segnalibro non è definito.
Figura 88: L'Information Ratio nei fondi pensione negoziali (dati percentuali) .....	120
Figura 89: Rendimenti, Deviazione Standard, Tracking Error e Tracking Error Volatility nei comparti azionari dei fondi pensione negoziali (2005 – 2013) .....	121
Figura 90: Information Ratio, Sharpe Ratio e Treynor Ratio nei comparti azionari dei fondi pensione negoziali (2005 – 2013) .....	122

# INTRODUZIONE

Il progressivo invecchiamento della popolazione, il contestuale allungamento della vita media ed il contemporaneo calo della natalità che hanno caratterizzato gli anni '80 nel nostro Paese hanno reso necessario un cambiamento al sistema pensionistico pubblico obbligatorio: con il Decreto Legislativo n. 124 del 1993 si è affermata definitivamente la previdenza complementare, il cui obiettivo è erogare trattamenti integrativi alla pensione di base per garantire un reddito più o meno in linea con quello percepito durante il servizio lavorativo e, quindi, un adeguato livello di copertura previdenziale.

L'Italia, per conformarsi ai parametri imposti dall'Unione Europea, negli ultimi vent'anni è stata colpita da numerose riforme in ambito previdenziale e le principali sono essenzialmente tre: la Riforma Amato del 1992, la Riforma Dini del 1995, la Riforma Maroni del 2004, il cui comune denominatore è l'innalzamento della pensione di vecchiaia.

La prima parte del lavoro descrive l'evoluzione storica del sistema pensionistico italiano, in particolare di quello complementare, facendo una breve panoramica delle principali riforme e considerando le quattro tipologie di forme pensionistiche, ossia i fondi pensione negoziali, i fondi pensione aperti, i fondi preesistenti ed i Piani Individuali Pensionistici (i cosiddetti PIP), delle quali si osservano le caratteristiche essenziali, le categorie di iscritti, le modalità di adesione, i contributi da versare, le prestazioni erogate, nonché il sistema informativo ed il bilancio; dopo una breve descrizione di tali aspetti, si considerano anche i sistemi previdenziali di alcuni Paesi, quali gli Stati Uniti, la Gran Bretagna, la Germania e la Francia, per comprendere analogie e differenze con il nostro sistema pensionistico.

Il secondo capitolo è dedicato al finanziamento dei fondi pensione, descrivendo le tre fonti principali, ossia i contributi del lavoratore, i contributi del datore di lavoro (assenti nel caso di lavoratori autonomi e libero professionisti) ed il TFR (Trattamento di Fine Rapporto); in questa parte si fa una breve considerazione delle prestazioni e della relativa tassazione, dei vantaggi di tipo fiscale, tributario e finanziario derivante dall'iscrizione ad una forma pensionistica complementare.

La terza parte è incentrata sulla gestione dei fondi pensione, di cui si osservano il processo di asset management e di asset allocation, descrivendo in breve le fasi; per quanto riguarda la misurazione delle performance, si prendono in considerazione i principali indicatori di rischio e di rendimento e si pone successivamente l'attenzione sul benchmark, un parametro di riferimento composto da un indice o da una combinazione di indici utili per confrontare l'andamento dei fondi pensione con quello del mercato.

L'ultima parte è dedicata all'analisi dei Fondi Pensione: dopo una breve panoramica relativa all'andamento degli iscritti per ogni tipologia di forma pensionistica complementare e per ogni comparto negli ultimi dieci anni, si analizzano le linee di investimento garantita ed azionaria della categoria dei Fondi Negoziati, osservando i rendimenti e le performance; nei paragrafi conclusivi si pone l'attenzione sui soli comparti

azionari di questi fondi, dei quali si calcolano alcuni indici di rischio e di performance per comprenderne l'andamento negli anni passati ed effettuare una classifica, dai migliori ai peggiori.

# CAPITOLO 1: LA SITUAZIONE PREVIDENZIALE ITALIANA ED ESTERA: UN QUADRO GENERALE

## 1.1 LE RADICI DEI SISTEMI PENSIONISTICI EUROPEI

I sistemi pensionistici pubblici dei Paesi Europei hanno fatto il loro ingresso nel mercato attorno alla seconda metà del XIX° secolo; è possibile fare una identificazione dei due principali modelli: quello occupazionale di origine Bismarkiana e quello universalistico di stampo Beveridgiano<sup>1</sup>.

Il primo modello prende il nome dal Cancelliere tedesco Otto von Bismark, il quale, nella seconda metà dell'Ottocento, introdusse, assieme al concetto di "Welfare State", ossia il piano di protezione sociale attuato dallo Stato, un sistema di assicurazione sociale obbligatoria a protezione dei lavoratori dell'industria contro i rischi di malattia, infortunio, invalidità e premorienza; la finalità è di tipo assicurativo e non assistenziale, poiché le prestazioni sono finanziate dal pagamento dei contributi a carico dei lavoratori e dei datori; tale modello può essere considerato quello tipico dei Paesi dell'Europa continentale; egli, inoltre, propose la prima legge a tutela dei lavoratori, stabilendo in particolare a quale età si potesse usufruire di tale beneficio e con cui lo Stato si mobilitò per cercare una migliore qualità di vita della popolazione, eliminando, o perlomeno riducendo, le situazioni di miseria.

Un sistema previdenziale totalmente diverso è stato attuato dai Paesi Anglosassoni; sebbene la sua origine sia attribuita ai Paesi Scandinavi, tale modello prende il nome dal politico ed economista inglese William Beveridge, il quale lo introdusse nel 1942, e garantisce solamente un tetto minimo di sussistenza per le classi disagiate, lasciando all'iniziativa del lavoratore la creazione della propria previdenza: qui le prestazioni sono assistenziali e finanziate per mezzo della fiscalità generale<sup>2</sup>.

In generale, i regimi pensionistici di Paesi quali Italia, Spagna, Germania e Francia, sono basati sul primo modello, mentre nei Paesi Anglosassoni sono presenti strutture di previdenza sociale impostate sul modello Beveridgiano.

Con il passare del tempo questi modelli si sono evoluti; infatti il sistema Bismarkiano ha visto la nascita di nuovi strumenti assistenziali e i Paesi scandinavi si sono avvicinati a tale modello.

---

<sup>1</sup> Proto A., "Intermediari finanziari non bancari", 2013, McGraw – Hill, cap 12 "Il fabbisogno di previdenza complementare", paragrafo 12.1 "Elementi base di economia dei sistemi previdenziali", pag 185.

<sup>2</sup> Proto A., "Intermediari finanziari non bancari", 2013, McGraw – Hill, cap 12 "Il fabbisogno di previdenza complementare", Approfondimento 12.1 "Le radici dei sistemi pensionistici europei", pag 186

## 1.2 I TRE PILASTRI DELLA PREVIDENZA

La previdenza sociale rappresenta uno dei principali obiettivi degli Stati moderni e riguarda la tutela dei lavoratori che hanno terminato il loro percorso lavorativo per motivi legati essenzialmente all'età o che sono momentaneamente o definitivamente incapaci di proseguirlo (per ragioni dovute alla malattia, agli infortuni o alla maternità)<sup>3</sup>. Quando si manifestano tali situazioni, è diritto di ciascun lavoratore ricevere una somma di denaro mensile; se si smette di lavorare per il raggiungimento dell'età minima, viene pagata la pensione, ossia una rendita vitalizia, la quale è reversibile.

Per poter beneficiare della previdenza sociale, ai lavoratori spetta il pagamento mensile di una somma di denaro (trattenuta dal loro stipendio), che costituisce i cosiddetti contributi previdenziali, ai quali si aggiungono i contributi versati dal datore di lavoro<sup>4</sup>.

Ormai, si parla di tre distinti pilastri su cui poggia il sistema pensionistico dei paesi economicamente più avanzati:

- la pensione obbligatoria, che deriva dal pagamento dei contributi obbligatori per legge, rappresenta il primo pilastro della previdenza<sup>5</sup> (la cosiddetta previdenza pubblica di base) e le sue prestazioni sono erogate da enti previdenziali statali, quali l'INPS (Istituto Nazionale della Previdenza Sociale, che si occupa in larga misura dei lavoratori privati), l'INPDAP (Istituto Nazionale di Previdenza e assistenza per i Dipendenti dell'Amministrazione Pubblica, che si interessa prevalentemente dei lavoratori pubblici) e l'ENPALS (Ente Nazionale di Previdenza e Assistenza per i Lavoratori dello Spettacolo, le cui funzioni sono state affidate dal 24 dicembre 2011 all'INPS, secondo quanto stabilito dalla legge n.214); il sistema su cui si basa questo tipo di pensione è quello della ripartizione, di cui si dirà in seguito;
- i fondi pensione, che erogano prestazioni complementari a quelle del regime di base, costituiscono il secondo pilastro, nonché la previdenza complementare collettiva; l'obiettivo principale di questi strumenti è rappresentato dalla garanzia di livelli di copertura previdenziale più elevati ed il metodo di finanziamento operante in questo pilastro è a capitalizzazione (di cui si tratterà nei prossimi

---

<sup>3</sup> [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it), Home › Servizi al pubblico › Cultura finanziaria › L'educazione economica e finanziaria › Le informazioni di base › La pensione: i tre pilastri della previdenza

<sup>4</sup> [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it) → Home › Servizi al pubblico › Cultura finanziaria › L'educazione economica e finanziaria › Le informazioni di base › La pensione: i tre pilastri della previdenza

<sup>5</sup> [www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it) → Home › Servizi al pubblico › Cultura finanziaria › L'educazione economica e finanziaria › Le informazioni di base › La pensione: i tre pilastri della previdenza

paragrafi); i fondi pensione si occupano della trasformazione della base patrimoniale versata all'atto della sottoscrizione in rendita; una trattazione più dettagliata di questi strumenti verrà fornita in seguito;

- la pensione integrativa individuale, frutto della discrezionalità dei singoli lavoratori che accantonano risparmi per la costituzione della pensione, forma il terzo pilastro (previdenza complementare individuale); anche questo pilastro, come il precedente, regge su un sistema a capitalizzazione e viene realizzato attraverso delle polizze assicurative, i cosiddetti “contratti di assicurazione sulla vita a scopo previdenziale”; queste forme previdenziali sono i Piani Individuali Pensionistici, i PIP.

In ciascuno di questi pilastri ci sono degli aspetti specifici per quanto riguarda l'adesione al sistema previdenziale, la raccolta dei contributi, i metodi di calcolo delle prestazioni e le loro erogazioni; per tutti e tre, però, lo scopo è la garanzia di reddito del singolo individuo, anche una volta concluso il ciclo di vita lavorativa.

Per colmare le lacune del sistema pubblico, il legislatore ha concesso la partecipazione dei lavoratori a forme di previdenza complementare, su base privatistica e con adesione volontaria, organizzate in forma individuale o collettiva<sup>6</sup>, come si vedrà in seguito.

### **1.2.1 LA FUNZIONE DELLA PREVIDENZA COMPLEMENTARE**

Il compito rivestito dalla previdenza complementare riguarda l'integrazione della pensione pubblica, la quale, dopo i numerosi cambiamenti nella dinamica demografica della popolazione e nelle condizioni economiche dei Paesi maggiormente industrializzati, ha risentito di un marcato calo nel suo utilizzo.

La previdenza complementare, come quella pubblica, viene calcolata in termini di tasso di sostituzione, ossia il rapporto tra la pensione e l'ultima retribuzione ricevute, il cui valore si dovrebbe aggirare attorno all'80 %.

La fase di raccolta e di investimento dei contributi prende il nome di fase di contribuzione o di accumulo o I fase del rapporto tra il lavoratore e la forma previdenziale<sup>7</sup>.

La trasformazione del montante costituisce la fase di erogazione o di accumulo o II fase del rapporto; e la parte rimanente rappresenta il premio per ottenere la rendita previdenziale.

---

<sup>6</sup> Proto A., “Intermediari finanziari non bancari 2012 – 2013”, McGraw-Hill, 2013; cap 13 “Le forme di previdenza complementare”, parag 13.4 “I fondi pensione negoziali”, pag 214

<sup>7</sup> Proto A., “Intermediari finanziari non bancari 2012 – 2013”, McGraw-Hill, 2013; cap 13 “Le forme di previdenza complementare”, parag 13.1 “La funzione della previdenza complementare”, pag 202

Più in generale, il sistema previdenziale svolge numerose funzioni, classificabili nel seguente modo:

- previdenziale pura: garantisce un tenore di vita adeguato alle esigenze di ciascun lavoratore, anche in un momento successivo al pensionamento, qualora il singolo individuo non sia più in grado di creare reddito da lavoro;
- assicurativa: si raccolgono le risorse dei risparmiatori, in modo da trasferire nel futuro parte del loro reddito e così facendo si attenuano i rischi connessi con il risparmio;
- assistenziale: assicura a tutti i soggetti anziani un reddito minimo, indipendentemente dall'ammontare dei contributi versati;
- redistributiva: avviene un trasferimento delle risorse dalle generazioni presenti a quelle future<sup>8</sup>.

Le ultime due funzioni sono affidate allo Stato, poiché ispirate a principi di giustizia sociale, che le finanzia mediante il prelievo fiscale e la spesa pubblica.

### 1.3 CONTESTO PER LO SVILUPPO DEI FONDI PENSIONE E BREVE DEFINIZIONE

Nel nostro Paese, la nascita e la diffusione dei fondi pensione sono stati favoriti grazie alla situazione presente agli inizi degli anni '90: la popolazione e la forza lavoro in continua crescita permettono lo sviluppo di un sistema pensionistico di tipo Pay-As-You-Go, il cosiddetto PAYG, ovvero il pagamento delle pensioni avviene per mezzo dei contributi versati da coloro che svolgono al momento un'attività lavorativa. Le cose, però, negli ultimi anni hanno subito dei cambiamenti: la crisi, infatti, ha provocato il rallentamento dello sviluppo ed il continuo invecchiamento della popolazione; tutto ciò mette in evidenza le debolezze e le fragilità di questo sistema pensionistico e si inizia ad osservare con maggior attenzione i regimi privati, quindi quelli a capitalizzazione, nei quali l'interesse verso l'aspetto demografico della popolazione è praticamente nullo e si riescono ad integrare i vantaggi tratti dal sistema pubblico; in questo contesto emerge il ruolo marginale dello Stato e la necessità di creare un sistema pensionistico complementare, volto ad assicurare la copertura pubblica: si tratta del secondo e del terzo pilastro; il primo riguarda la collettività, il secondo, invece, si interessa al singolo individuo.

I fondi pensione sono, a grandi linee, istituzioni autonome il cui obiettivo è rappresentato dal realizzare risparmio di lungo termine in modo efficiente da versare sotto forma di prestazioni previdenziali<sup>9</sup>.

---

<sup>8</sup> [www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it), "Le funzioni del sistema previdenziale"

<sup>9</sup> Marinelli N., "I fondi pensione in Italia, aspetti peculiari e confronti internazionali", 2011, Milano, FrancoAngeli editore, cap 1 "Le diverse tipologie di fondi pensione: una tassonomia iniziale", Pag 11

Il singolo lavoratore versa costantemente e continuamente dei contributi al fondo pensione (svolge questa attività pure il datore di lavoro, nel caso in cui il lavoratore sia un dipendente); in questo modo, si accumulano delle risorse che saranno più cospicue qualora si effettui una gestione basata sulle politiche di investimento a medio - lungo termine. La formazione di queste risorse permette al fondo pensione di erogare un trattamento pensionistico, dopo un ammontare specifico di contributi versati, agli iscritti.

I fondi pensione presentano dei flussi prevedibili: per quanto riguarda quelli in entrata, essi sono rappresentati dai contributi regolari e il cui ammontare è noto; i flussi in uscita sono, invece, costituiti dai trattamenti previdenziali; quindi, il settore dei fondi pensione, data l'elevata prevedibilità dei flussi, non presenta alcun rischio e non si manifestano fenomeni di illiquidità, grazie alla presenza di flussi regolari<sup>10</sup>.

#### 1.4 LA NASCITA E L'EVOLUZIONE DELLA PREVIDENZA COMPLEMENTARE IN ITALIA

La vigente previdenza complementare italiana è molto recente: nel 1993, infatti, nascono i fondi pensione grazie all'entrata in vigore della relativa legge (Decreto Legislativo n. 124) e nel 1997 si ottiene l'autorizzazione all'esercizio dell'attività per il primo fondo pensione<sup>11</sup>; ciò nonostante, si avevano forme pensionistiche di questi fondi nel settore dell'intermediazione finanziaria (banche ed assicurazioni), oggi denominate Preesistenti, i quali rivestono tutt'ora un ruolo notevole nella previdenza complementare italiana; si attribuisce loro questa specificazione per distinguerli dai nuovi fondi, classificati in Fondi pensione aperti e chiusi o negoziali, i quali presentano un numero di aderenti maggiore rispetto ai primi; a partire dagli anni 2000, si inizia a parlare dei "Piani Individuali Pensionistici" (PIP), assimilabili a polizze assicurative previdenziali<sup>12</sup>.

Nel nostro Paese il sistema pensionistico attribuisce una marcata rilevanza al pilastro complementare, il quale viene incaricato di un arduo se non irrealizzabile compito: ridurre il livello del tasso di sostituzione della previdenza pubblica; questo obiettivo presenta notevoli difficoltà dovute principalmente alle scarsissime fonti di finanziamento ai Fondi pensione.

---

<sup>10</sup> Marinelli N., "I fondi pensione in Italia, aspetti peculiari e confronti internazionali", 2011, Milano, FrancoAngeli editore, cap 1 "Le diverse tipologie di fondi pensione: una tassonomia iniziale", paragrafo 1.1 "I fondi pensione: quale ruolo nel processo di intermediazione finanziaria?", pag 14

<sup>11</sup> Messori M., "La previdenza complementare in Italia", 2006, editore Il Mulino, Prefazione di Guido Cammarano, "La Previdenza complementare in Italia: quadro introduttivo", pag. 17,

<sup>12</sup> Messori M., "La previdenza complementare in Italia", 2006, editore Il Mulino, Prefazione di Guido Cammarano, "La Previdenza complementare in Italia: quadro introduttivo", pag. 17

## *IN ITALIA*

La nascita dei primi sistemi previdenziali avviene nella seconda metà del XIX secolo, durante il periodo di massimo sviluppo industriale, in un clima di rivendicazione dei propri diritti da parte della classe operaia, anche in ambito assistenziale<sup>13</sup>.

In Italia, la legge del 17 marzo 1898 n. 80, relativa all'assicurazione obbligatoria contro gli infortuni sul lavoro, segna l'introduzione delle assicurazioni sociali nel nostro Paese e la conseguente costituzione del "diritto della previdenza sociale"<sup>14</sup>.

In quello stesso anno si istituisce la Cassa Nazionale di Previdenza per l'invalidità e la vecchiaia degli operai, la cui adesione è facoltativa<sup>15</sup>.

Nel 1912 venne alla luce l'INA (Istituto Nazionale delle Assicurazioni), attraverso una legge che affidò allo Stato il monopolio delle assicurazioni sulla vita.

Sette anni più tardi, al termine della Prima Guerra Mondiale, venne creato un nuovo sistema reso migliore con delle riforme il cui obiettivo era l'istituzione di un sistema che potesse coprire il lavoratore da eventuali fattori negativi; in tal modo si arrivò ad un modello con le seguenti caratteristiche:

- regime assicurativo a capitalizzazione;
- calcolo in base ai contributi versati (regime contributivo), di cui si dirà in seguito;
- intervento Statale praticamente assente;
- età pensionabile pari a 65 anni, sia per gli uomini che per le donne.

Tale meccanismo divenne ingestibile con la Seconda Guerra Mondiale per il fatto che i capitali raccolti finora vennero "mangiati" in pochissimo tempo, ciò dovuto a motivi di elevatissima inflazione.

Di conseguenza, le prestazioni non erano più sufficienti ed il meccanismo crollò.

A questi interventi se ne aggiunsero altri che portarono alla nascita di un vero e proprio sistema previdenziale esteso a categorie sempre più ampie di lavoratori<sup>16</sup>; in particolare, venne introdotta l'assicurazione

---

<sup>13</sup> Manelli A., "I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", 2000, Isedi Editore, , cap. 1 "La previdenza obbligatoria tra crisi e riforme", paragrafo 1.3 "La previdenza obbligatoria in Italia: origine ed evoluzione", pag. 12

<sup>14</sup> Cinelli M., "Diritto della previdenza sociale", 1998, Giappichelli, Torino, pag. 25

<sup>15</sup> Proto A., "Intermediari finanziari non bancari 2012 – 2013", McGraw – Hill, 2013; cap 12 "Il fabbisogno di previdenza complementare", pag 187

obbligatoria contro l'invalidità e la vecchiaia e nacque, nel periodo Fascista, l'Istituto Nazionale per la Previdenza Sociale (INPS), il quale si occupa della gestione assicurativa per quanto riguarda la malattia, gli infortuni, la vecchiaia e l'invalidità.

Nell'evoluzione del sistema pensionistico italiano, due date costituiscono gli anni del cambiamento: il 1945 e il 1968. Nel primo dopoguerra, infatti, si cominciò a modificare il modo in cui finanziare la previdenza pubblica, affiancando al regime a capitalizzazione (tipico delle assicurazioni private) quello a ripartizione, destinato a diventare in pochi anni il sistema predominante<sup>17</sup>.

Nel sistema a ripartizione (Pay-As-You-Go system, in acronimo PAYG) i contributi pagati dai lavoratori in un dato momento vengono utilizzati per finanziare le pensioni di chi non è in grado di provvedere a sé stesso<sup>18</sup>; inoltre, non si presenta alcuna forma di accumulo di risorse, che vengono attinte dai redditi dei lavoratori e quindi confluiscono nelle pensioni; invece, nel sistema a capitalizzazione i contributi del lavoratore vengono accantonati ed investiti nel mercato dei capitali per finanziare le pensioni future<sup>19</sup>; in questo sistema non si trasferiscono risorse, ma piuttosto il singolo individuo si occupa della propria situazione contributiva, e c'è perfetto equilibrio tra prestazioni e contributi.

In un sistema a capitalizzazione avvengono due fasi essenziali:

1. fase di accumulo (o di contribuzione): essa è relativa al periodo di versamento dei contributi da parte del lavoratore, del datore di lavoro e del Trattamento di Fine Rapporto (il cosiddetto TFR), raccolti dal fondo; la quota da destinare al fondo pensione viene decisa dalle parti durante l'accordo istitutivo; il montante ottenuto una volta conclusosi il rapporto corrisponde alla sommatoria dei versamenti effettivamente versati e degli interessi; il capitale finale, dunque, è influenzato da tre componenti:
  - importo dei contributi versati;
  - orizzonte temporale dei versamenti contributivi;
  - rendimento del fondo.

---

<sup>16</sup> Manelli A., "I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", 2000, Isedi Editore, Torino, cap. 1 "La previdenza obbligatoria tra crisi e riforme", paragrafo 1.3 "La previdenza obbligatoria in Italia: origine ed evoluzione", pag. 12,

<sup>17</sup> Cesari R., "I fondi pensione", IL SOLE 24 ORE, 2007, edizione Il Mulino, Bologna, cap 2 "La pensione pubblica: nascita, sviluppo e crisi", pag 29

<sup>18</sup> Proto A., "Intermediari finanziari non bancari", 2013, McGraw – Hill, cap 12 "Il fabbisogno di previdenza complementare", pag 183

<sup>19</sup> Proto A. "Intermediari finanziari non bancari", 2013, McGraw – Hill, cap 12 "Il fabbisogno di previdenza complementare", pag 183

Il metodo delle quote permette di stabilire, al momento dell'avvio dell'accordo previdenziale, il valore dell'ammontare che ciascun contribuente verserà periodicamente e l'entità dell'importo iniziale è pari ad un numero di quote date dal rapporto tra capitale versato e valore unitario precedentemente deciso. Il patrimonio iniziale del fondo, quindi, corrisponde ai versamenti di tutti i partecipanti ed è pari al prodotto tra il numero delle quote totali ed il loro valore unitario. Nel momento successivo alla raccolta, il gestore finanziario si occupa dell'investimento del patrimonio disponibile in titoli azionari ed obbligazionari, secondo quanto stabilito. Se dalla gestione ne deriva un esito positivo, quindi i titoli investiti subiscono un incremento nel valore, si avrà un aumento anche nel patrimonio del fondo e dunque un conseguente aumento nel valore unitario delle quote;

2. fase di erogazione (o di decumulo): la quota accumulata nella fase precedente viene devoluta all'aderente una volta raggiunta l'età per il pensionamento;

Nel primo dei due modelli siamo in presenza di equilibrio qualora risulti verificata la seguente uguaglianza<sup>20</sup>:

$$P_m N_p = C W_m N_l$$

Dove:

$P_m$  = ammontare medio delle prestazioni previdenziali erogate dall'ente gestore

$N_p$  = numero dei pensionati

$C$  = aliquota contributiva

$W_m$  = retribuzione media percepita dai lavoratori

$N_l$  = numero dei lavoratori iscritti all'ente gestore

L'aliquota contributiva, che costituisce l'ammontare delle contribuzioni da versare da parte degli iscritti, permette l'equilibrio finanziario del sistema a ripartizione ed è espressa in tale modo<sup>21</sup>:

---

<sup>20</sup> Manelli A. "I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", 2000, Isedi Editore, Torino, cap. 1 "La previdenza obbligatoria tra crisi e riforme", par. 2 "Caratteri dei sistemi previdenziali", pag. 8

<sup>21</sup> Manelli A. "I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", 2000, Isedi Editore, Torino, cap. 1 "La previdenza obbligatoria tra crisi e riforme", par. 2 "Caratteri dei sistemi previdenziali", pag. 8

$$C = \frac{P_m N_p}{W_m N_l}$$

Il primo elemento del prodotto ( $P_m/W_m$ ) rappresenta il rapporto tra la pensione media e il salario medio e dipende dalla normativa vigente in ambito pensionistico; un indicatore al quale si ricorre spesso per spiegare il livello di copertura di un sistema pensionistico è il tasso di sostituzione, vale a dire la pensione media rapportata all'ultima retribuzione percepita dal lavoratore.

Nel rapporto del secondo elemento ( $N_p/N_l$ ) troviamo al numeratore il numero dei pensionati e al denominatore il numero dei lavoratori attivi; esso dipende principalmente dalla durata media della vita e dal tasso di natalità e di frequente viene indicato con l'indice di dipendenza strutturale degli anziani, dato dal rapporto tra ultra – sessantacinquenni e popolazione attiva tra i 15 ed i 64 anni<sup>22</sup>.

In generale, si può riscrivere tale rapporto nella seguente relazione:

$$C = \frac{P}{M}$$

Dove:

P = spesa pensionistica

M = ammontare dei salari

I due sistemi finanziari sono opposti per quanto riguarda il finanziamento delle pensioni; alcune ricerche economiche hanno però evidenziato che, qualora si presenti una particolare situazione, essi possono apparire equivalenti: tasso di crescita del salario e tasso di rendimento medio delle attività finanziarie si eguagliano; se il primo dato risulta maggiore del tasso di interesse, il sistema a ripartizione permette un rendimento più elevato, quindi prestazioni superiori rispetto al sistema a capitalizzazione<sup>23</sup>.

Una combinazione del sistema a ripartizione e di quello a capitalizzazione è fornita dal cosiddetto “Sistema misto”; esso viene applicato a tutti quei soggetti che sono in attività dal 1979 in poi, perciò aventi meno di 18 anni di contributi versati in data 31 dicembre 1995; una quota dell'assegno è legata all'ammontare dello

<sup>22</sup> Proto A., “Intermediari finanziari non bancari”, 2013, McGraw – Hill, cap 12 “Il fabbisogno di previdenza complementare”, paragrafo 1 “Elementi base di economia dei sistemi previdenziali”, pag 183

<sup>23</sup> Manelli A., “I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda”, 2000, Isedi Editore, Torino, cap. 1 “La previdenza obbligatoria tra crisi e riforme”, paragrafo 2 “Caratteri dei sistemi previdenziali”, pag. 9

stipendio dell'ultimo periodo lavorativo, quindi si fa riferimento al sistema retributivo, e la restante quota è collegata ai versamenti relativi al periodo che va dal 1996 in poi, secondo quanto avviene nel regime contributivo.

Nella scelta tra il sistema a ripartizione e quello a capitalizzazione vanno considerati varie tipologie di rischio:

- rischio demografico: si tratta del rischio più diffuso, data l'enorme difficoltà nello stabilire l'evoluzione della natalità, del miglioramento della speranza di vita, ecc.;
- rischio finanziario: riguarda il rischio di ricevere un reddito inferiore qualora si entri in pensione; tale rischio, avrà maggiori conseguenze sul sistema a capitalizzazione per il semplice fatto che esso è influenzato dall'andamento del mercato;
- rischio di inflazione: caratterizza il sistema a capitalizzazione dato che i contributi versati sono colpiti dalla rivalutazione/svalutazione dei prezzi;
- rischio di governo: riguarda il possibile verificarsi di una modifica al sistema pensionistico che provoca dei cambiamenti ai parametri, ad esempio l'età pensionabile; esso si trova in entrambi i sistemi, con maggiori conseguenze nel regime a ripartizione, essendo quest'ultimo affidato allo Stato.

#### 1.4.1 LE PRESTAZIONI

I fondi pensione hanno la possibilità di erogare due tipologie di prestazioni previdenziali:

1. pensione complementare di vecchiaia: essa può essere richiesta una volta raggiunta l'età pensionabile prevista dal regime pensionistico obbligatorio a cui si appartiene; tale diritto si viene a creare, secondo quanto stabilito dal comma 1 della legge n. 335 del 1995:
  - una volta compiuti i 57 anni di età, a meno che non spetti al singolo lavoratore un tempo minimo di permanenza (la cosiddetta anzianità contributiva) pari a 40 anni;
  - con almeno 5 anni di contributi effettivamente versati;
  - soltanto se l'individuo abbia terminato il servizio lavorativo<sup>24</sup>;

Oltre a questi requisiti, si deve partecipare al fondo pensione da almeno 5 anni.

---

<sup>24</sup> Gaboardi G., "Fondi pensione: strumenti per l'uso", FrancoAngeli, Milano, 1997, cap 6 "Prestazioni", paragr 2 "Pensione complementare di vecchiaia", pag 90

2. pensione complementare di anzianità (o di vecchiaia anticipata): essa può essere erogata a favore del lavoratore qualora:
- abbia concluso l'attività lavorativa;
  - appartenga al fondo pensione da almeno 15 anni;
  - la sua età non sia inferiore di più di dieci anni di quella richiesta per il pensionamento di vecchiaia dall'ente a cui appartiene<sup>25</sup>.

Inoltre, ci sono dei benefici pensionistici, aventi natura assicurativa, quali:

- pensione di invalidità ed inabilità: le prestazioni vengono erogate a coloro che, per motivi fisici o mentali, hanno perso la capacità di lavorare rispettivamente in misura totale o ridotta;
- pensione di reversibilità (o ai superstiti): la pensione viene liquidata ai familiari qualora venga a mancare il titolare della pensione;
- pensione (o assegno) sociale: prende il nome di pensione anche alcune prestazioni che vengono erogate a quegli individui privi di mezzi sufficienti a soddisfare i propri bisogni; questo tipo di pensioni, a differenza delle precedenti, è di natura prettamente assistenziale.

#### **1.4.2 LE PRIME RIFORME**

Per quanto riguarda l'evoluzione della previdenza obbligatoria in Italia, gli anni '50 e '60 videro la nascita di due riforme:

- Rubinacci (legge n° 218/1952), con la quale diviene sempre più diffuso il metodo a ripartizione, la cui scelta fu supportata dalla presenza di condizioni economiche e finanziarie favorevoli, ma in particolare da pressioni politiche che miravano all'assicurare livelli minimi di sussistenza anche a quei soggetti che non potevano contare sull'esistenza di precedente posizione contributiva<sup>26</sup>;

---

<sup>25</sup> Gaboardi G., "Fondi pensione: strumenti per l'uso", FrancoAngeli, Milano, 1997, cap 6 "Prestazioni", paragrafo 3 "Pensione complementare di anzianità", pag 91

<sup>26</sup> Manelli A., "I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", 2000, Isedi Editore, Torino, cap. 1 "La previdenza obbligatoria tra crisi e riforme", paragrafo 3 "La previdenza obbligatoria in Italia: origine ed evoluzione", pag. 13

- Brodolini (legge n° 153/1969), con cui si adottò definitivamente il sistema a ripartizione ed avvenne il passaggio dal criterio contributivo a quello retributivo<sup>27</sup>; nel primo le prestazioni vengono calcolate sulla base dei contributi effettivamente versati dal soggetto durante la sua vita lavorativa; invece, nel criterio retributivo l'ammontare delle pensioni viene stabilito in base alle retribuzioni percepite dal singolo individuo precedentemente all'uscita dal mondo del lavoro; in tal modo si cerca di garantire al beneficiario un reddito costante.

All'inizio degli anni '70 il sistema previdenziale italiano presentava le caratteristiche tipiche di un sistema di tipo previdenziale – assistenziale: assicurava una pensione minima a tutti i soggetti e garantiva ai lavoratori pubblici e privati, sia dipendenti che autonomi, dei diritti previdenziali le cui prestazioni erano legate all'ultima retribuzione media (si parla infatti di regime a ripartizione); dalla metà degli anni '70 il sistema previdenziale italiano entrò in una fase di progressivo disavanzo: il rapporto tra prestazioni previdenziali e contributi è salito da un valore vicino al 100% (1976) e quindi di sostanziale equilibrio tra entrate ed uscite, al 135% del 1986<sup>28</sup>; per questa situazione, vennero varate nuove riforme, che, però, divennero effettive solamente negli anni Novanta.

A partire dagli anni '90, è stato intrapreso un percorso verso le riforme strutturali che hanno toccato anche il settore pensionistico<sup>29</sup>; questo bisogno di cambiamento deriva dalla necessità di adeguare il livello del rapporto tra spesa per pensioni e PIL ai parametri imposti dall'Unione Europea, allo scopo di assicurare l'ingresso del nostro Paese nel sistema della moneta unica.

### ***LE RIFORME – LE MODIFICHE NORMATIVE DELLA PREVIDENZA COMPLEMENTARE ITALIANA***

Le principali novità introdotte in Italia in ambito previdenziale sono:

- fino a dicembre 1992: il lavoratore iscritto all'INPS riceveva una pensione il cui importo era collegato alla retribuzione percepita negli ultimi anni di lavoro; con una rivalutazione media del 2 % per ogni anno di contribuzione, per 40 anni di versamenti, veniva erogata una pensione pari all'80 % circa della retribuzione percepita nell'ultimo periodo di attività lavorativa; inoltre, la pensione in

---

<sup>27</sup> Proto A. “Intermediari finanziari non bancari”, 2013, McGraw – Hill, cap 12 “Il fabbisogno di previdenza complementare”, pag 188

<sup>28</sup> Cesari R., “I fondi pensione”, IL SOLE 24 ORE, 2007, edizione Il Mulino, Bologna, cap 2 “La pensione pubblica: nascita, sviluppo e crisi”, pag 37

<sup>29</sup> www.covip.it , Area Divulgativa, Per saperne di più, “L'evoluzione del sistema pensionistico in Italia” , pag. 1

pagamento veniva rivalutata negli anni successivi tenendo conto di due elementi fondamentali: l'aumento dei prezzi e l'innalzamento dei salari reali<sup>30</sup>; in questo periodo solo nelle banche e in alcune aziende con appositi fondi pensione a favore dei dipendenti la previdenza complementare è già conosciuta;

- con la riforma Amato del 1992 (D. Lgs. 503/1992), lo scenario assunse sembianze diverse: si innalzava di 5 anni l'età per la pensione di vecchiaia, in particolare da 60 a 65 anni per gli uomini e da 55 a 60 per le donne, e si estendeva gradualmente, fino all'intera vita lavorativa, il periodo di contribuzione valido per il calcolo della pensione. Tale riforma ha dato inizio ad un processo di armonizzazione delle regole tra i vari regimi previdenziali, però ha contemporaneamente portato ad una riduzione del grado di copertura pensionistica, rispetto all'ultimo stipendio percepito<sup>31</sup>; è stata necessaria l'introduzione di una disciplina organica della previdenza complementare e quindi l'istituzione dei fondi pensione ad adesione collettiva negoziali e aperti (D. Lgs. 124/1993); questo decreto legislativo prevede sfortunatamente ingenti tagli, in particolare per i neoassunti o per coloro che avevano una limitata anzianità contributiva, corrispondente a meno di 15 anni: per tale motivo questi lavoratori ebbero la necessità di costituirsi una previdenza aggiuntiva a quella obbligatoria, la previdenza complementare;
- con la riforma Dini del 1995 (legge 335/1995) si passò definitivamente dal sistema retributivo a quello contributivo. La differenza tra i due sistemi è marcata:
  - nel sistema retributivo, detto anche reddituale, la pensione corrisponde ad una percentuale dello stipendio del lavoratore<sup>32</sup>: essa dipende dall'anzianità contributiva e dalle retribuzioni, in particolare quelle percepite nell'ultimo periodo della vita lavorativa; per esempio, se per ciascun anno di lavoro si riconosce una percentuale pari al 2% dell'ultima retribuzione, un lavoratore con 40 anni di contributi riceverà l'80% dell'ultimo stipendio<sup>33</sup>; in tale meccanismo di calcolo delle prestazioni, il vantaggio della pensione non dipende assolutamente dall'età del lavoratore una volta terminato il servizio; quindi, una conseguenza del metodo retributivo è rappresentata da un ammontare della pensione molto cospicua paragonata all'importo effettivamente versato dei contributi;

---

<sup>30</sup> [www.covip.it](http://www.covip.it) , Area Divulgativa, Per saperne di più, “L’evoluzione del sistema pensionistico in Italia” , pag. 3

<sup>31</sup> [www.covip.it](http://www.covip.it) , Area Divulgativa, Per saperne di più, “L’evoluzione del sistema pensionistico in Italia” , pag. 3

<sup>32</sup> [www.covip.it](http://www.covip.it) , Area Divulgativa, Per saperne di più, “L’evoluzione del sistema pensionistico in Italia”, pag. 3

<sup>33</sup> Proto A., “Intermediari finanziari non bancari”, 2013, McGraw – Hill, cap 12 “Il fabbisogno di previdenza complementare”, pag 184

- nel sistema contributivo, l'importo della pensione deriva dall'ammontare dei contributi effettivamente versati dal lavoratore nell'arco della vita lavorativa<sup>34</sup>, moltiplicati per un fattore di capitalizzazione (corrisponde al rendimento realizzato investendo contributi soltanto qualora questi siano accantonati per conto del lavoratore e trasferiti nel tempo)<sup>35</sup> e per un coefficiente di trasformazione in rendita che considera la speranza di vita dell'individuo una volta interrotta l'attività lavorativa.

Il passaggio dall'uno all'altro sistema di calcolo è avvenuto in modo graduale, individuando i lavoratori a seconda dell'anzianità contributiva. In tal modo si sono delineate tre differenti situazioni:

1. i lavoratori con almeno 18 anni di anzianità contributiva a fine 1995 hanno mantenuto il metodo contributivo;
  2. i lavoratori con un'anzianità contributiva inferiore ai 18 anni alla fine del 1995 hanno un sistema misto, ossia retributivo fino a tale data e contributivo successivamente;
  3. i neoassunti dopo il 1995 si vedono applicare il metodo contributivo.
- la mini – riforma Prodi (legge 449/1997) accorciò i tempi per il passaggio ai più rigidi requisiti di accesso alle pensioni di vecchiaia ed anzianità e per l'innalzamento delle aliquote contributive a carico dei lavoratori autonomi<sup>36</sup> ; questa iniziativa permise ingenti risparmi di spesa, essenziali per l'equilibrio delle finanze pubbliche durante il periodo precedente l'adozione della moneta unica.

Le riforme Amato, Prodi e Dini sono state essenziali per il nostro Paese, poiché ne hanno evitato il tracollo; nonostante queste riforme, però, si sono presentate delle difficoltà e delle mancanze in tali tre interventi: in particolare la riforma Dini addossava l'arduo compito del risanamento alle future generazioni, le quali si sarebbero fatte carico di oneri molto elevati per finanziare le pensioni, pur sapendo che la loro prestazione pensionistica sarebbe stata notevolmente inferiore.

- con il D. Lgs 47/2000 venne perfezionato il trattamento fiscale per coloro i quali aderivano ad un fondo pensione e vennero introdotte nuove opportunità per chi desiderava far parte della previdenza

---

<sup>34</sup> [www.covip.it](http://www.covip.it) , Area Divulgativa, Per saperne di più, “L'evoluzione del sistema pensionistico in Italia”, pag. 3

<sup>35</sup> Proto A., “Intermediari finanziari non bancari”, 2013, McGraw – Hill, cap 12 “Il fabbisogno di previdenza complementare”, pag 185

<sup>36</sup> Proto A., “Intermediari finanziari non bancari 2012 – 2013”, McGraw-Hill, 2013; cap 12 “Il fabbisogno di previdenza complementare”, pag 194

- complementare in modo individuale per mezzo dell'iscrizione ad un fondo pensione aperto o ad un Piano Individuale Pensionistico (il cosiddetto PIP)<sup>37</sup>; tale decreto, quindi, avviava un processo di armonizzazione fiscale tra le diverse forme pensionistiche complementari;
- con la riforma Maroni del 2004 (Legge delega 243 del 23 agosto 2004), in linea con il continuo aumento della speranza di vita, si innalzarono i requisiti di accesso alle pensioni, attraverso il seguente intervento: si introdusse un meccanismo che invogliava i dipendenti del settore privato che avessero maturato i requisiti per la pensione di anzianità entro il 31/12/2007 a rimanere a lavoro<sup>38</sup>; chi sceglieva di posticipare la pensione di anzianità poteva beneficiare di un “super bonus”, il quale consisteva nel versamento in busta paga dei contributi previdenziali che sarebbero stati versati all'ente di previdenza (un importo pari a circa un terzo dello stipendio)<sup>39</sup>; inoltre, si manifestava un incremento dell'età anagrafica per le pensioni di anzianità e di vecchiaia; soltanto per le donne restava la possibilità di andare in pensione a 57 anni, ma con marcati tagli all'assegno di pensione.
  - con il D. Lgs n. 252 del 5 dicembre 2005 venne attuata la predetta Legge delega, sostituendo completamente il D. Lgs 124/1993; esso prevedeva che l'intero flusso di contribuzione trattenuto dalle imprese come trattamento di fine rapporto (TFR) venisse destinato ai fondi pensione, ad esclusione delle situazioni in cui il lavoratore facesse richiesta di “depositare” il TFR in azienda: si trattava del cosiddetto “silenzio – assenso”, precisamente tale trattamento veniva confluito in automatico nei fondi pensione;
  - con la mini – riforma Damiano – Padoa Schioppa (Legge 247/2007) si introdusse il meccanismo delle “quote” per l'accesso alla pensione di anzianità, determinate dalla somma dell'età e degli anni lavorati: nel 2009 la quota da raggiungere era 95 (con almeno 59 anni di età); dal 2011 si passò a quota 96 (con almeno 60 di età), invece dal 2013 si toccò quota 97 (con almeno 61 anni di età); si rese inoltre automatica e triennale la revisione dei coefficienti di calcolo della pensione obbligatoria in funzione della vita media calcolata su dati ISTAT<sup>40</sup>;
  - con il D. Lgs 78/2009, recante misure anti – crisi e poi convertito in legge 102/2009<sup>41</sup> si stabilì che:

---

<sup>37</sup> www.covip.it , Area Divulgativa, Per saperne di più, “L'evoluzione del sistema pensionistico in Italia”, pag. 4

<sup>38</sup> Proto A., “Intermediari finanziari non bancari”, 2013, McGraw – Hill, cap 12 “Il fabbisogno di previdenza complementare”, pag 195

<sup>39</sup> www.covip.it , Area Divulgativa, Per saperne di più, “L'evoluzione del sistema pensionistico in Italia”, pag. 4

<sup>40</sup> www.covip.it , Area Divulgativa, Per saperne di più, “L'evoluzione del sistema pensionistico in Italia”, pag. 5

<sup>41</sup> Proto A., “Intermediari finanziari non bancari”, 2013, cap 12 “Il fabbisogno di previdenza complementare”, pag 197, McGraw - Hill

- dal 1° gennaio 2010 l'età di pensionamento prevista per le lavoratrici del pubblico impiego aumentasse progressivamente fino a raggiungere i 65 anni;
- dal 1° gennaio 2015 l'adeguamento dei requisiti anagrafici per il pensionamento dovesse essere legato all'aumento della speranza di vita accertato dall'ISTAT e certificato dall'EUROSTAT<sup>42</sup>;

Nel 2009 il sistema pensionistico italiano era il più costoso di tutti i Paesi OCSE (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico o Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD): la spesa pubblica per pensioni di vecchiaia raggiungeva il 15.4% del reddito nazionale, contro una media OCSE del 7.8%<sup>43</sup>.

Fortunatamente questa situazione si è modificata nel corso degli anni.

La riforma internazionale del sistema previdenziale del dicembre 2011 ha aiutato il nostro Paese nel migliorare la propria assistenza sociale; le principali novità introdotte dalla riforma sono relative a:

- passaggio immediato al sistema contributivo (applicato a tutti i lavoratori a partire da gennaio 2012, anziché dalla metà del 2020);
- aumento dell'età pensionabile (anche questo da gennaio 2012);
- avvio del processo di armonizzazione dei sistemi pensionistici sia pubblici che privati, per gli uomini e per le donne;

Nel 2011 gli uomini e le donne potevano andare in pensione rispettivamente a 65 e 60 anni; la riforma dell'anno successivo ha innalzato l'età pensionabile a 66 anni per gli uomini (e per le donne del settore pubblico), che verrà stabilita anche per le donne entro il 2018; a partire da tale anno, l'età pensionabile aumenterà sia per gli uomini che per le donne con la speranza di vita<sup>44</sup>.

A partire dal 1° gennaio 2012, le anzianità contributive maturate in data successiva al 31 dicembre 2011 sono calcolate per tutti con il sistema contributivo; inoltre, sempre da tale data, la pensione di anzianità non ci sarà, poiché verrà sostituita dalla pensione anticipata: per l'anno 2012 sono necessari 41 anni ed 1 mese per le donne e 42 anni ed 1 mese per gli uomini.

---

<sup>42</sup> [www.covip.it](http://www.covip.it), Area Divulgativa, Per saperne di più, "L'evoluzione del sistema pensionistico in Italia", pag. 5

<sup>43</sup> [www.Oecd.org](http://www.Oecd.org), "Pension at a glance", pag 1

<sup>44</sup> [www.Oecd.org](http://www.Oecd.org), "Pensions At A Glance", 2013, Highlights Italy, pag 1

### 1.4.3 PROPOSTE RECENTI E SCENARI FUTURI

Nel 2009 l'OECD, con il documento "Pension At Glance", ha analizzato la situazione pensionistica nel nostro Paese: in Italia troviamo un sistema Pay – As – You – Go valevole per tutte le categorie di lavoratori e che mira alla copertura di tutti coloro che sono occupati ed è interessato a tutelarli dai rischi; allo stato attuale, il sistema è a contribuzione definita e viene finanziato per il 33 % dai lavoratori e per il 67 % dai datori di lavoro.

Nel 2011 c'è stata la Riforma Fornero, dal nome del Ministro del Governo Tecnico Monti, le cui novità più importanti sono:

- metodo contributivo pro – rata e conseguente abbandono del sistema retributivo;
- innalzamento dell'età pensionabile, in particolare 42 anni e un mese per gli uomini e 41 anni e un mese per le donne;
- abolizione della pensione di anzianità e ingresso di quella anticipata.

Dal 1° gennaio 2012 c'è stata un'equiparazione delle regole di calcolo delle pensioni, le quali verranno calcolate moltiplicando il montante contributivo (dato dall'ammontare dei contributi del lavoratore rivalutati al 31 dicembre di ogni anno al tasso di capitalizzazione calcolato dall'Istat) per il coefficiente di trasformazione (in base all'età del lavoratore al momento dell'ingresso al pensionamento).

## 1.5 I FONDI PENSIONE

Un fondo pensione può essere definito come strumento previdenziale a carattere collettivo ad adesione volontaria, finalizzato ad erogare prestazioni complementari a quelle offerte dal sistema pubblico di base, in modo da consentire agli aderenti di mantenere un tenore di vita comparabile a quello goduto nel periodo lavorativo<sup>45</sup>; svolge, quindi, un ruolo di gestore dei risparmi dei lavoratori, consentendo loro di avere la garanzia di una futura pensione<sup>46</sup>.

---

<sup>45</sup> Gismondi F., Micocci M., "La gestione finanziaria dei fondi pensione: aspetti economico – finanziari e attuariali, modelli finanziari per la valutazione e la gestione del rischio d' investimento negli schemi previdenziali", IL SOLE 24 ORE, Milano, 2004, cap 1 "I fondi pensione e le forme tecniche previste dalla normativa: il quadro italiano", parag. 1 "La riforma del sistema previdenziale", pag 3

<sup>46</sup> Cazzola G. "Fondi pensione: istruzioni per l'uso", Bancaria Editrice, Milano, 2008, cap 2 "Principi generali", pag 79.

## **TIPOLOGIE DI FONDI PENSIONE – IL SISTEMA PREVIDENZIALE ITALIANO**

Le forme pensionistiche complementari sono finalizzate alla costituzione di una prestazione pensionistica integrativa, autorizzate e sottoposte alla vigilanza di una autorità pubblica, la COVIP (Commissione di Vigilanza sulle Forme Pensionistiche complementari)<sup>47</sup>; possiamo racchiudere all'interno di queste forme previdenziali quattro tipi di fondi pensione:

1. i fondi pensione negoziali;
2. i fondi pensione aperti;
3. i piani individuali;
4. i fondi pensione preesistenti.

Per quanto riguarda le fonti istitutive, quelle previste dalla legge sono:

- i contratti collettivi;
- gli accordi tra i lavoratori;
- i regolamenti di enti o di aziende.

A secondo delle fonti istitutive, le forme pensionistiche complementari, come si può notare dalla figura 1, si distinguono in:

- collettive (o occupazionali), qualora l'adesione venga stabilita in modo collettivo e riguardi un gruppo di lavoratori individuati in base all'appartenenza ad una determinata azienda, gruppo di aziende, comparto o settore produttivo<sup>48</sup>;
- individuali, in cui l'adesione avviene in modo individuale, a prescindere dal tipo di attività prestata e dall'esercizio o meno di attività lavorativa<sup>49</sup>.

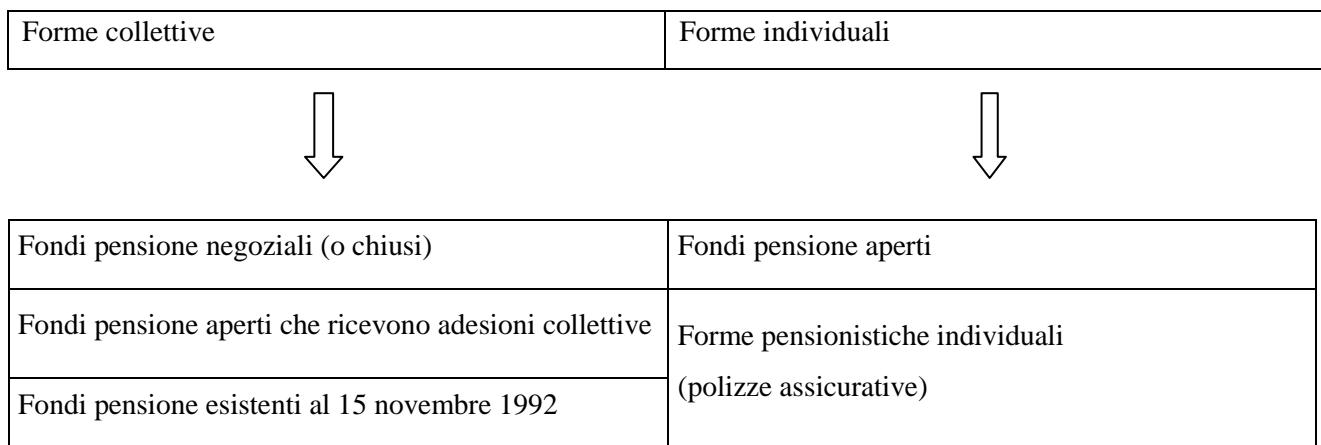
---

<sup>47</sup> Cazzola G. "Fondi pensione: istruzioni per l'uso", Bancaria Editrice, Milano, 2008, cap 2 "Principi generali", pag 84

<sup>48</sup> "Agenzia informa" periodico 2008, "I vantaggi fiscali della previdenza complementare" pag 5 agenzia delle entrate

<sup>49</sup> "Agenzia informa" periodico 2008, "I vantaggi fiscali della previdenza complementare" pag 5 agenzia delle entrate

Figura 1 Forme pensionistiche complementari.



Fonte: Agenzia delle Entrate, “Agenzia Informa”, pag 5

Alla prima tipologia appartengono i fondi pensione negoziali o chiusi, i fondi pensione aperti e i fondi preesistenti; vediamoli in dettaglio:

- fondi chiusi o negoziali: sono soggetti giuridici di natura associativa<sup>50</sup> istituiti tramite contratti ed accordi collettivi, anche aziendali; la loro attività consiste nella raccolta delle adesioni e dei contributi e nell’individuazione della politica di investimento delle risorse, le quali vengono affidate a soggetti esterni specializzati nella gestione finanziaria<sup>51</sup>; essi sono destinati a specifiche categorie di lavoratori:
- dipendenti privati che appartengono alla medesima categoria contrattuale, impresa o gruppo di imprese, territorio;
- dipendenti pubblici di specifici comparti di contrattazione;
- soci lavoratori di cooperative;
- autonomi e liberi professionisti<sup>52</sup>;

Essi sono definiti “chiusi” perché sono accessibili solo agli appartenenti a specifiche categorie di lavoratori, settori o imprese; inoltre, per legge, ai lavoratori dipendenti spettano solamente fondi a contribuzione definita.

Come soggetto giuridico, il fondo pensione negoziale dispone di tre organi statuari:

<sup>50</sup> Cesari R., “I fondi pensione”, IL SOLE 24 ORE, 2007, edizione Il Mulino, Bologna, cap. 4 “Come funzionano i fondi pensione, pag 61

<sup>51</sup> Cazzola G. “Fondi pensione: istruzioni per l’uso”, Bancaria Editrice, Milano, 2008, cap 2 “Principi generali”, paragrafo 6 “I fondi chiusi”, pag 84

<sup>52</sup> www.covip.it “Fondi negoziali” pag 1

- l'Assemblea dei Rappresentanti, composta in misura paritetica dai rappresentanti dei lavoratori e dei datori di lavoro, eletti, secondo le modalità stabilite dallo Statuto, da tutti gli aderenti<sup>53</sup>; ad essa competono decisioni di ordinaria e straordinaria amministrazione per quanto concerne il funzionamento e la gestione del fondo; in particolare, l'Assemblea ordinaria si occupa dell'indirizzo generale del fondo, dell'approvazione del bilancio, dell'ammontare della quota associativa (che costituisce la principale fonte di finanziamento per il bilanciamento delle spese amministrative del fondo) e dell'elezione dei componenti del Consiglio Di Amministrazione e del Collegio dei Sindaci, dei quali ne determina il compenso; in sede straordinaria, essa delibera lo scioglimento del fondo, nomina i liquidatori e ne determina i poteri;
- il Consiglio di Amministrazione, la cui composizione viene definita dallo Statuto, è costituito da un numero prefissato di membri in modo da rispettare la partecipazione paritetica di rappresentanti scelti dagli iscritti e di rappresentanti indicati dall'azienda; i suoi consiglieri devono possedere i requisiti di onorabilità e professionalità ed essere privi di cause di ineleggibilità ed incompatibilità; inoltre, il Consiglio di amministrazione elegge al suo interno il Presidente, avente la rappresentanza legale del fondo, e il Vicepresidente;
- il Collegio dei Sindaci, che rappresenta l'organo di controllo ed ha l'obbligo di comunicare alla Commissione di Vigilanza ogni eventuale irregolarità della gestione del fondo; la sua composizione viene stabilita dall'atto costitutivo e non può variare da un minimo ad un massimo, come avviene nel caso degli amministratori; durante la fase della nomina del Collegio Sindacale, si scelgono i sindaci effettivi e due supplenti, allo scopo di garantire il corretto funzionamento di tale organo;

L'adesione ad un fondo pensione negoziale è volontaria.

Il patrimonio del fondo è custodito presso la Banca Depositaria, la quale si occupa di eseguire le istruzioni dei gestori finanziari, verificandone la correttezza, di controllare il rispetto dei vincoli imposti alla gestione dalla legge, dallo statuto e dal contratto; accanto a questo insieme di servizi fondamentali, essa può fornire una serie di prestazioni allo scopo di aumentare il valore del servizio offerto (ad esempio, servizi di consulenza, di valutazione della performance del gestore, ecc.)<sup>54</sup>.

---

<sup>53</sup> Proto A., "Intermediari finanziari non bancari", 2013, McGraw – Hill, cap 13 "Le forme di previdenza complementare", pag 212.

<sup>54</sup> Gismondi F., Micocci M., "La gestione finanziaria dei fondi pensione: aspetti economico – finanziari e attuariali, modelli finanziari per la valutazione e la gestione del rischio d' investimento negli schemi previdenziali", IL SOLE 24 ORE, Milano, 2004, cap 1 "I fondi pensione e le forme tecniche previste dalla normativa: il quadro italiano", parag. 1 "La riforma del sistema previdenziale", pag 13

- fondi aperti: previsti dall'articolo 9 del Decreto Legislativo n. 124 del 21 aprile del 1993, sono forme pensionistiche complementari le quali sono destinate a tutti i lavoratori, sia autonomi che dipendenti, privi di fondi negoziali e che intendono costruirsi una rendita integrativa della pensione di base; essi sono promossi dalle istituzioni finanziarie abilitate per legge alla loro gestione, vale a dire banche, Società di Intermediazione Mobiliare (SIM), Società di Gestione del Risparmio (SGR) e compagnie di assicurazione, le quali aprono un fondo patrimoniale di destinazione, autonomo e separato dal patrimonio, oltre agli altri fondi eventualmente gestiti dal gestore e del singolo aderente, dell'istituzione promotrice, dove affluiscono i contributi raccolti ed i relativi frutti della gestione finanziaria<sup>55</sup>; ciò comporta l'inattaccabilità del patrimonio del fondo da parte dei creditori del datore di lavoro; questi fondi vengono raccolti esclusivamente per pagare le prestazioni agli iscritti e non possono essere usati per il soddisfacimento dei diritti dei creditori qualora la società fallisca. Per conferire una maggiore garanzia agli aderenti, la legge ha stabilito dei presupposti, necessari per l'ottenimento dell'autorizzazione ad istituire un fondo aperto, che la società promotrice deve:
  - avere forma giuridica di società per azioni o in accomandita per azioni;
  - essere sottoposta a controlli contabili e certificazione del bilancio per gli ultimi due esercizi antecedenti la richiesta di autorizzazione;
  - essere dotata di strutture gestionali, amministrative e contabili separate<sup>56</sup>;

L'attività di un fondo pensione aperto viene decisa dal Regolamento: tale documento stabilisce quali siano gli elementi che identificano il fondo (come la destinazione, l'istituzione e lo scopo), le sue caratteristiche (l'ammontare dei contributi, la tipologia di calcolo delle prestazioni, le regole di investimento), i profili dell'organizzazione (il Responsabile del Fondo e la struttura amministrativa) e i rapporti con gli aderenti<sup>57</sup>.

La struttura di governance del fondo aperto prevede l'attività dei seguenti organi:

- Responsabile del Fondo: egli viene nominato dal Consiglio di Amministrazione del gestore, però svolge la sua attività in maniera del tutto autonoma ed indipendente e nell'interesse degli aderenti; il CdA ne determina il compenso per tutta il periodo dell'incarico, che dura tre anni con la possibilità di rinnovarlo solamente una volta; per la sua nomina, il Responsabile deve possedere i requisiti di

---

<sup>55</sup> Cesari R., "I fondi pensione", IL SOLE 24 ORE, editore Il Mulino, Bologna, 2007, cap. 4 "Come funzionano i fondi pensione", pag 60

<sup>56</sup> Gismondi F., Micocci M., "La gestione finanziaria dei fondi pensione: aspetti economico – finanziari e attuariali, modelli finanziari per la valutazione e la gestione del rischio d'investimento negli schemi previdenziali", IL SOLE 24 ORE, Milano, 2004, cap 1 "I fondi pensione e le forme tecniche previste dalla normativa: il quadro italiano" paragrafo 3 "Struttura e funzionamento di un fondo pensione", pag 10

<sup>57</sup> www.covip.it, Area Divulgativa, Per saperne di più, "Fondi pensione aperti" pag. 50

onorabilità e professionalità; per quanto attiene alla revoca, questa può avvenire solo per giusta causa, dopo aver sentito il parere dell'organo di controllo del gestore; invece, relativamente alla sua sostituzione prima della scadenza, si dare comunicazione alla Covip entro 15 giorni dalla scelta del CdA; l'attività di controllo del Responsabile del Fondo tocca tre tipi di gestione:

- gestione finanziaria (riguarda la politica di investimento e di governo dei relativi rischi) e la gestione delle rendite (vigilanza sull'erogazione delle rendite), oltre al controllo della banca depositaria;
- gestione amministrativa: egli controlla che le operazioni svolte dal gestore per conto del fondo sia separate da quelle effettuate nel suo interesse;
- gestione dei rapporti con gli aderenti: egli si assicura che il gestore soddisfi le esigenze informative degli aderenti, sia durante l'adesione sia in situazioni successive; molto importante in questo tipo di gestione è il controllo sui costi: il Responsabile, infatti, si occupa della vigilanza sul calcolo degli oneri di gestione e della loro esatta applicazione;
- Organismo di Sorveglianza: come il Responsabile del Fondo, viene nominato dal CdA del gestore; esso è costituito da due membri e da uno supplente e decide a maggioranza; inoltre, esso può eleggere un presidente.

Per quanto riguarda l'adesione ad un fondo pensione aperto, essa è riconosciuta agli stessi destinatari dei fondi chiusi (lavoratori dipendenti pubblici e privati, lavoratori autonomi e libero professionisti, soci di cooperative di produzione e lavoro), è volontaria e non è obbligatoriamente connessa con la situazioni di lavoro; ad esempio, ci si può iscrivere anche nel caso cui al momento non si svolga alcuna attività lavorativa. Il lavoratore dipendente privato può aderire al fondo aperto in due modi:

- su base individuale: al momento dell'adesione sceglie l'importo e la periodicità della contribuzione, che possono venire modificati in un successivo momento;
- su base collettiva: i dipendenti di un'impresa vi aderiscono secondo quanto i contratti di lavoro, gli accordi o i regolamenti aziendali stabiliscono; questo tipo di adesione può aver luogo anche in forma 'tacita': se entro i termini stabiliti il lavoratore non esprime alcuna decisione relativamente alla destinazione del proprio TFR viene iscritto al fondo identificato dall'accordo dell'azienda.; il lavoratore dipendente pubblico e il lavoratore autonomo o libero professionista, invece, possono aderire ad un fondo pensione aperto solamente su base individuale.

Due anni successivi all'adesione, l'iscritto può chiedere che la propria posizione finora maturata venga trasferita ad un'altra forma pensionistica complementare senza il sostenimento di alcuni oneri.

Al momento dell'adesione, il fondo pensione suggerisce uno o più comparti di investimenti, aventi diverse combinazioni di strumenti finanziari e quindi di rischio/rendimento; la strategia di investimento seguita da ogni comparto viene riassunta nel portafoglio "benchmark" che costituisce una parte di patrimonio da destinare alle varie forme di investimento, un parametro oggettivo per verificare i risultati della gestione finanziaria.

I comparti vengono classificati nel seguente modo:

- azionari (investono solo o principalmente in azioni);
- bilanciati (investono in azioni ed in obbligazioni nella stessa percentuale);
- obbligazionari (investono solo o principalmente in obbligazioni);
- garantiti (offrono una garanzia di reddito minimo).
  
- fondi preesistenti: sono forme previdenziali già presenti prima del decreto legislativo n. 124 del 1993, introduttivo in Italia dei fondi pensione; all'interno di questa categoria è opportuno distinguere tra fondi autonomi e fondi interni: i primi sono dotati di personalità giuridica, come associazioni non riconosciute, associazioni riconosciute, fondazioni o enti morali; i secondi ne sono privi e sono costituiti nelle società, quali banche ed imprese di assicurazione, come patrimonio separato o soltanto come posta contabile del passivo.

In generale, i fondi preesistenti sono costituiti da pensionati; inoltre, nel 2005 il legislatore ha stabilito un adeguamento normativo<sup>58</sup> da realizzarsi con un apposito decreto ministeriale (n. 62 del 2007).

L'adesione ad un fondo pensione preesistente è di tipo volontario e riguarda anche i lavoratori assunti in prova e a tempo determinato o assunti in base alle nuove modalità contrattuali se ciò è consentito dall'accordo stipulato tra le parti e lo Statuto.

Tale adesione può svolgersi anche in modo tacito: in questo caso il lavoratore non esprime alcuna preferenza relativamente alla destinazione del proprio TFR ed egli verrà comunque iscritto alla forma pensionistica scelta dall'accordo con l'azienda.

Tra le forme previdenziali individuali troviamo i piani individuali pensionistici, i cosiddetti PIP: questa tipologia viene attuata attraverso dei contratti di assicurazione sulla vita, quindi l'intermediario che gestisce

---

<sup>58</sup> Proto A., "Intermediari finanziari non bancari", 2013, McGraw – Hill, cap 13 "Le forme di previdenza complementare", pag 215

le risorse e che si occupa dell'erogazione delle rendite è la compagnia di assicurazione<sup>59</sup>; come per i fondi pensione aperti, anch'essi presentano un patrimonio separato ed autonomo rispetto a quello dell'impresa di assicurazione che li istituisce; per quanto concerne l'aspetto di gestione, esso può avvenire per il tramite di sottoscrizione di:

- polizze di ramo I (quindi di assicurazione sulla vita): in questo caso la gestione è separata;
- polizze di ramo III (limitatamente alle unit – link): il sottoscrittore paga dei premi gestiti o internamente o attraverso degli Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (i cosiddetti OICR);

Inoltre, all'interno dei PIP è possibile fare una distinzione tra nuovi e vecchi: solo i primi sono coerenti con quanto stabilito dal Decreto Legislativo n. 252 del 2005, poiché sono stati commercializzati dopo il 31 dicembre 2006<sup>60</sup>; i vecchi PIP non sono sottoposti alla vigilanza della COVIP, ma dell'IVASS, l'Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni.

L'adesione ad un Piano Individuale Pensionistico è volontaria e non dipende dalla propria condizione lavorativa.

Il modello di governance dei nuovi piani individuali è assimilabile a quello dei fondi pensione aperti; tuttavia, è necessario fare delle precisazioni: non vi è l'Organismo di Sorveglianza, perciò il Responsabile del PIP riveste maggiori ruoli e si assume maggiori responsabilità di controllo.

Un'ulteriore classificazione può essere fatta tra:

- fondi a contribuzione definita: sono quei fondi in cui, al momento della stipulazione del contratto, viene fissato soltanto l'importo dei contributi da versare regolarmente durante la fase di accumulazione; l'entità della prestazione da ricevere al momento del pensionamento dipenderà dall'andamento della gestione finanziaria e il cui rischio grava sull'aderente; il vantaggio a favore del fondo riguarda il fatto di non doversi assumere il rischio di una prestazione prestabilita; inoltre, il lavoratore è a conoscenza della propria posizione pensionistica, grazie all'esistenza di un suo "conto personale"; questa forma pensionistica è rivolta obbligatoriamente ai fondi pensione creati per i lavoratori dipendenti, invece è facoltativa per gli altri soggetti, quindi per i lavoratori autonomi e per i libero professionisti;

---

<sup>59</sup> Proto A., "Intermediari finanziari non bancari", 2013, McGraw – Hill, cap 13 "Le forme di previdenza complementare", pag 221

<sup>60</sup> Proto A., "Intermediari finanziari non bancari", 2013, McGraw – Hill, cap 13 "Le forme di previdenza complementare", pag 222

- fondi a prestazione definita: sono quei fondi in cui si stabilisce la prestazione dovuta al termine dell'attività lavorativa, indicata come percentuale del livello di reddito o del trattamento pensionistico pubblico del lavoratore; invece, l'importo dei contributi da versare per garantire tale prestazione potrà variare a seconda dei risultati raggiunti dagli investimenti effettuati<sup>61</sup>; il vantaggio per il lavoratore risiede nel fatto che conosce a priori e con certezza il livello della prestazione che riceverà in futuro; lo svantaggio, invece, consiste nella presenza di maggiori costi a suo carico e nella presenza del rischio di non perseguire gli obiettivi prefissati, il cui rischio grava sul gestore; inoltre, questa tipologia di fondi è prevista solo ed esclusivamente per i lavoratori autonomi e per i libero professionisti.

### 1.5.1 COME NASCE UN FONDO PENSIONE E CARATTERISTICHE

Le procedure previste per la costituzione di forme pensionistiche complementari sono piuttosto complesse e richiedono tempi molto lunghi per il completamento delle numerose pratiche burocratiche previste.

L'iter costitutivo di un fondo è formato dalle seguenti fasi:

- preliminare: hanno luogo le procedure propedeutiche all'accordo istitutivo, il quale può risultare da un momento negoziale, qualora si tratti di un fondo bilaterale (datori di lavoro e dipendenti), oppure da un atto unilaterale di carattere collettivo, se sono i lavoratori ad assumere l'iniziativa e a realizzarla per conto loro; inoltre, l'atto costitutivo deve contenere le direttive essenziali del fondo, relative ai criteri di adesione, alle modalità di finanziamento, alle regole delle prestazioni, alle caratteristiche della gestione e a quanto stabilisce la legge<sup>62</sup>;
- istitutiva: in tale fase sono presenti tutti gli atti necessari per l'ottenimento dell'autorizzazione ad esercitare l'attività del fondo e ne fanno parte la scheda informativa, la copia degli atti istitutivi, il modulo di adesione al fondo, una relazione sulle prospettive, la dichiarazione di sussistenza dei requisiti di onorabilità e professionalità degli amministratori e dell'inesistenza di ragioni di incompatibilità<sup>63</sup>;
- operativa: una volta ottenuta l'autorizzazione, si dà il via alla parte operativa, quindi all'individuazione del gestore finanziario, alla stipula della relativa convenzione, alla scelta della

---

<sup>61</sup> Proto A., "Intermediari finanziari non bancari 2012 – 2013", McGraw-Hill, 2013; cap 12 "Il fabbisogno di previdenza complementare", pag 316

<sup>62</sup> Cazzola G., "Guida ai fondi pensione 2005: come e perché investire nei fondi pensione aperti e chiusi", Edibank, Roma, 2005, cap 1 parte seconda, "Come nasce un fondo pensione", pag 111

<sup>63</sup> Cazzola G., "Guida ai fondi pensione 2005: come e perché investire nei fondi pensione aperti e chiusi", Edibank, Roma, 2005, cap 1 parte seconda, "Come nasce un fondo pensione", pag 111

banca depositaria, ecc<sup>64</sup>; i fondi devono ottenere in anticipo un numero di adesioni sufficiente a permettere la continuazione dell'iter autorizzativo, per poter quindi avere una base di partenza che sia in grado di assicurare almeno un equilibrio di gestione<sup>65</sup>.

### **LE FASI DEI FONDI PENSIONE**

I fondi pensione si considerano degli intermediari finanziari, i quali svolgono le seguenti fasi:

- informazione/pubblicità ed adesione;
- raccolta dei contributi;
- accumulazione/investimento dei contributi;
- erogazione delle prestazioni pensionistiche;

### **DESTINATARI DEI FONDI PENSIONE**

La figura 2 elenca i beneficiari della previdenza complementare, distinti nelle seguenti categorie:

Figura 2 Destinatari dei fondi pensione aperti e chiusi.

<b>Tipologia di fondo</b>	<b>A chi sono destinati</b>	<b>Come nascono</b>
<b>Fondi negoziali (o “chiusi”)</b>	Lavoratori dipendenti (pubblici e privati)	Accordi interaziendali e aziendali tra lavoratori ed imprese
	Lavoratori autonomi	Contratti ed accordi collettivi
	Liberi professionisti	Regolamenti aziendali
<b>Fondi aperti</b>	Lavoratori dipendenti (pubblici e privati)	Istituiti direttamente da: banche
	Lavoratori autonomi e professionisti	SIM (Società di Intermediazione Mobiliare)
	Persone che non hanno reddito da lavoro	Compagnie di assicurazione SGR (Società di Gestione del Risparmio)

Fonte: “Guida Previdenza” – Agenzia delle Entrate, pag 10

<sup>64</sup> Cazzola G., “ Guida ai fondi pensione 2005: come e perché investire nei fondi pensione aperti e chiusi”, Edibank, Roma, 2005, cap 1 parte seconda, “Come nasce un fondo pensione”, pag 112

<sup>65</sup> Cazzola G., “ Guida ai fondi pensione 2005: come e perché investire nei fondi pensione aperti e chiusi”, Edibank, Roma, 2005, cap 1 parte seconda, “Come nasce un fondo pensione”, pag 112

1. Lavoratori dipendenti, sia pubblici sia privati: per aderire ad un fondo, essi si possono unire in base a diverse modalità, in particolare:
  - appartenenza alla stessa categoria professionale (ad esempio, metalmeccanici, chimici, ecc.);
  - appartenenza allo stesso comparto o raggruppamento, il quale consiste in un settore circoscritto di una specifica attività produttiva;
  - appartenenza alla stessa impresa: in questa situazione si parla di fondi aziendali o, nel caso in cui siano costituiti in un gruppo di imprese, di fondi interaziendali;
2. Lavoratori autonomi e liberi professionisti, anche organizzati per aree professionali e per territorio; Soci lavoratori e i lavoratori dipendenti di società cooperative di produzione e lavoro: questa categoria è stata introdotta con la legge 335/1995<sup>66</sup>;
3. Lavoratori con un'altra tipologia di contratto (ad esempio un lavoratore a progetto o occasionale)<sup>67</sup>.

### **FORMA GIURIDICA**

I fondi pensione possono essere costituiti:

- come associazioni non riconosciute, distinte dai soggetti promotori dell'iniziativa, ai sensi dell'art. 36 del codice civile;
- come soggetti dotati di personalità giuridica ai sensi dell'art. 12 del codice civile: si fa riferimento alle associazioni riconosciute e alle fondazioni; in queste situazioni, i fondi pensione devono ottenere il riconoscimento della personalità giuridica da parte del Ministero del Lavoro e della Previdenza Sociale<sup>68</sup>.

---

<sup>66</sup> Manelli A., "I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d' azienda", 2000, Isedi Editore, Torino, cap. 2 "I fondi pensione in Italia: caratteri e disciplina", paragr. 2.2 "Le fonti istitutive", pag 35

<sup>67</sup> ministero del lavoro e delle politiche sociali, "previdenza complementare"

<sup>68</sup> Manelli A., "I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d' azienda", 2000, Isedi Editore, Torino, cap. 2 "I fondi pensione in Italia: caratteri e disciplina", paragr. 2.2 "Le fonti istitutive", pag 35

## 1.5.2 AUTORIZZAZIONE DELLA COVIP E L'ATTIVITA' ISPETTIVA

La vigilanza ed il controllo sono affidati a vari organismi pubblici, spesso in conflitto tra di loro; in linea generale, la vigilanza si occupa di diversi poteri di controllo raggruppati in:

- controlli prudenziali, indispensabili per la prevenzione di crisi finanziarie o per la riduzione dell'impatto sul rischio;
- controlli strutturali;
- controlli sulla correttezza e sulla trasparenza delle informazioni.

Per garantire un intervento totale sul fondo pensione si affidano tutti i compiti ad una apposita autorità pubblica: la Commissione di Vigilanza, la COVIP, che vigila, anche attraverso attività ispettiva, sulle forme pensionistiche complementari per garantirne la sana e prudente gestione, il buon funzionamento del sistema e la tutela degli iscritti e dei beneficiari; per attività ispettiva ci si riferisce ad un insieme di controlli effettuati dagli ispettori, durante i quali è necessario favorire i documenti e gli atti indispensabili per la verifica della gestione finanziaria, patrimoniale e contabile.

Lo scopo dell'ispezione è l'accertamento del rispetto delle disposizioni in ambito di previdenza complementare e della presenza delle condizioni favorevoli al corretto svolgimento dell'attività, ovvero strategie coerenti, capacità di gestire il rischio, strutture organizzative e meccanismi di controllo adeguati.

Il controllo sulla sua attività spetta al Ministero del lavoro e della previdenza sociale, al quale annualmente viene trasmessa una relazione sul servizio svolto che verrà inviata in Parlamento.

Entro il 31 maggio di ogni anno, essa dà comunicazione dell'attività di vigilanza effettuata sulle forme pensionistiche complementari.

La stessa COVIP, inoltre, ha il compito di regolare i casi di decadenza dell'autorizzazione qualora il fondo non abbiano cominciato l'attività o non venga raggiunta la base associativa minima prevista dal fondo stesso<sup>69</sup>.

Per poter svolgere la sua attività, la COVIP collabora con un Presidente e quattro membri della commissione, con un direttore generale e con un cospicuo numero di addetti; per quanto riguarda il finanziamento, se ne occupano lo Stato e soggetti vigilati.

In conclusione, il sistema dei controlli sui fondi pensione è incentrato sulla figura della Commissione di Vigilanza, la quale non è l'unico organismo che svolge funzioni ispettive sulla previdenza complementare:

---

<sup>69</sup> Cazzola G., "Guida ai fondi pensione 2005: come e perché investire nei fondi pensione aperti e chiusi", Edibank, Roma, 2005, cap 2 parte prima, "Principi generali", pag 83

- Banca Depositaria: essa si occupa di controllare l'operato dei gestori del patrimonio del fondo ed è distinta dai soggetti incaricati della gestione, dei quali ne esegue le istruzioni, per evitare conflitti di interesse; la sua funzione è obbligatoria per i fondi pensione a contribuzione definita, cosa che non avviene per quelli in regime di prestazione definita, poiché in questa seconda fattispecie il patrimonio è nelle mani di una compagnia di assicurazione; in particolare, oltre a svolgere compiti di controllo, essa è incaricata di custodire il patrimonio del fondo, emettendo tutta la documentazione richiesta delle attività di cui è in possesso ed occupandosi della gestione fiscale, e di eseguire le istruzioni impartite dal gestore.

### 1.5.3 IL SISTEMA DI COMUNICAZIONE ED INFORMAZIONE DEI FONDI PENSIONE

Prima di scegliere a quale tipologia di fondo pensione aderire, il singolo lavoratore deve essere in possesso di tutte le informazioni utili ai fini della decisione; tali comunicazioni vengono fornite dall'Autorità di Vigilanza.

I supporti informativi messi a disposizione in ambito di previdenza complementare sono due:

- I. la Nota Informativa, la quale si occupa della definizione della peculiarità della forma previdenziale di interesse; essa, al suo interno, è costituita da:
  - la scheda sintetica, contenente le informazioni rilevanti per il funzionamento del fondo, vale a dire l'indicazione dei rendimenti storici dei comparti e l'elenco dei costi collegati all'ottenimento di tali risultati<sup>70</sup>; per quanto concerne i costi, essi vengono valutati attraverso l'Indicatore Sintetico dei Costi (il cosiddetto ISC, di cui si ha una breve illustrazione nella figura 3), che si calcola come differenza tra il rendimento di una forma previdenziale su cui non si manifestano dei costi e il rendimento privo di questi; esso consente di avere, in modo semplice e immediato, un'idea di quanto i costi complessivi praticati dalla forma pensionistica complementare incidano percentualmente ogni anno sulla posizione individuale e viene calcolato facendo riferimento a un aderente-tipo che effettua un versamento contributivo annuo di 2.500 euro e ipotizzando un tasso di rendimento annuo del 4%.

---

<sup>70</sup> Proto A., "Intermediari finanziari non bancari", 2013, McGraw – Hill, cap 13 "Le forme di previdenza complementare", pag 208

Figura 3: L'indicatore sintetico dei costi.

L'indicatore sintetico dei costi (ISC) misura quanto incidono annualmente tutti i costi sostenuti aderendo ad una forma pensionistica complementare in percentuale sulla posizione individuale. Il calcolo è effettuato sulla base di diverse ipotesi, quali l'ammontare dei versamenti, i rendimenti e la permanenza nella forma pensionistica complementare. Tale indicatore:

Esprime in un unico valore l'incidenza di tutti i costi sulla posizione individuale (costi di gestione amministrativa, finanziaria,...);

Consente il confronto tra i costi delle varie forme pensionistiche;

Si può consultare nel sito della COVIP ([www.covip.it](http://www.covip.it)).

L'allungamento della permanenza nella forma pensionistica riduce l'ISC visto che gli eventuali costi si ripartiscono su una posizione individuale che cresce nel tempo.

Fonte: Covip, "Guida 2013", "La scelta della forma di previdenza complementare", pag 16

- caratteristiche della forma pensionistica complementare: qui vi sono informazioni precise relativamente alla fase di accumulo e di erogazione;
- informazioni sull'andamento della gestione: riguardano l'assetto del portafoglio di ciascun comparto e il relativo rendimento, oltre al Total Expense Ratio (TER), ovvero un indice che rappresenta i costi effettivamente versati, in particolare indica l'incidenza degli oneri finanziari ed amministrativi sul patrimonio;
- soggetti coinvolti nella gestione;

Gli aspetti di maggior interesse per il lavoratore devono riguardare due elementi:

- la strategia di investimento: da individuare tra le varie proposte e quella scelta dal lavoratore deve essere conforme con il suo profilo di rischio – rendimento, con il suo orizzonte lavorativo (anni mancanti al pensionamento), con l'ammontare di ricchezza attuale e futura e con la performance dei flussi di reddito da lavoro<sup>71</sup>;
  - la finalità del gestore: questo aspetto viene espresso in base al numero di anni mancanti alla pensione, la cosiddetta età pensionabile.
- II. Progetto esemplificativo: l'obiettivo di tale strumento concerne la predisposizione di una stima del tasso di copertura della forma previdenziale; il lavoratore ha a disposizione due tipologie di progetto esemplificativo:

---

<sup>71</sup> Proto A., "Intermediari finanziari non bancari", 2013, McGraw – Hill, pag 209 cap 13 "Le forme di previdenza complementare"

- la prima è quella standardizzata, stabilita dall’Autorità di Vigilanza, le cui ipotesi di calcolo vengono effettuate con riferimento al rendimento delle componenti azionarie (48%) e delle componenti obbligazionarie (2%), al tasso di inflazione (2%) e al tasso atteso di crescita della contribuzione (1%); ciò che maggiormente influisce sulle scelte di una forma previdenziale riguarda la composizione dei comparti e i costi<sup>72</sup>;
- la seconda è di tipo personalizzato, quindi considera le caratteristiche anagrafiche del singolo;

Quando il lavoratore ha deciso a quale forma previdenziale aderire, la fase successiva comporta il monitoraggio dei risultati ottenuti dalla forma scelta, in modo da verificarne la conformità rispetto al suo grado di rischio – rendimento; qualora tale grado risultasse negativo, sarà necessario svolgere uno switch verso altri comparti o ‘spalmare’ la forma previdenziale su più comparti; per questo motivo il lavoratore si vedrà recapitare un estratto conto dei versamenti effettuati, la sua posizione previdenziale aggiornata, il rendimento<sup>73</sup>.

Nel momento in cui il lavoratore sia in possesso dei requisiti minimi per accedere alla pensione pubblica, ed è iscritto alla forma previdenziale dal almeno un quinquennio, gli spetta di diritto la pensione complementare.

#### **1.5.4 DOCUMENTI CONTABILI DEI FONDI A CONTRIBUZIONE DEFINITA**

Nel redigere il bilancio d’esercizio dei fondi pensione a contribuzione definita la COVIP ha rispettato quanto disposto dai principi contabili internazionali; questo documento contiene lo Stato Patrimoniale, il Conto Economico e la Nota Integrativa, i quali vengono integrati con la Relazione sulla Gestione.

Per quanto riguarda l’aspetto strutturale, il bilancio d’esercizio dei fondi pensione presenta notevoli differenze confrontandolo con i documenti contabili delle altre imprese che sono riscontrabili nell’aspetto informativo; come illustrato dalla figura 4, si possono evidenziare delle differenze anche all’interno dei fondi pensione: quelli negoziali contengono un Bilancio, formato da uno schema sintetico dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico e dalla Nota Integrativa; nei fondi aperti, invece, si trova un Rendiconto, costituito dai tre documenti essenziali.

---

<sup>72</sup> Proto A., “Intermediari finanziari non bancari”, 2013, McGraw – Hill, pag 210 cap 13 “Le forme di previdenza complementare”

<sup>73</sup> Proto A., “Intermediari finanziari non bancari”, 2013, McGraw – Hill, pag 211 cap 13 “Le forme di previdenza complementare”

Figura 4: Il bilancio dei fondi pensione a contribuzione definita.

<b>Fondi pensione negoziali</b>	<b>Fondi pensione aperti</b>
<p><b>Bilancio:</b>                      schema sintetico di:                      Stato Patrimoniale                      Conto Economico                      Nota integrativa</p> <p>Informazioni generali</p> <p><b>Rendiconto:</b>                      Bilancio fase di accumulazione (SP, CE, NI)                      Bilancio fase di erogazione (SP, CE, NI)</p>	<p><b>Rendiconto:</b>                      Stato Patrimoniale                      Conto Economico                      Nota Integrativa</p>

Fonte: Manelli A., “I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d’azienda” pag 91

### ***BILANCIO DEI FONDI NEGOZIALI***

I documenti che compongono il bilancio d’esercizio dei fondi pensione chiusi o negoziali sono:

- Schema sintetico dello Stato Patrimoniale
- Schema sintetico del Conto Economico
- Nota Integrativa

I primi due elementi contengono delle voci numerate; per quanto riguarda le informazioni più dettagliate si ci basa sul terzo aspetto, la Nota Integrativa, la quale presenta degli schemi diversi per la fase di accumulo e di erogazione, suddivisi in Stato Patrimoniale, Conto Economico e Nota Integrativa di approfondimento, per distinguerla da quella precedente.

Il bilancio di un fondo negoziale prevede l’approvazione entro quattro mesi dalla data di chiusura dell’esercizio mediante una delibera assembleare; esso, inoltre, entro trenta giorni dalla data stabilita per l’assemblea, viene inviato al collegio sindacale.

Ora si vedono in dettaglio gli aspetti di maggior rilievo del bilancio.

### ***ATTIVITA’***

Le attività dello Stato Patrimoniale (elencate in figura 5) sono raggruppate in quattro categorie, per quanto concerne la fase di accumulo, e non si dice nulla relativamente alla fase di erogazione per il semplice fatto che non vi è ancora una disciplina; in particolare, lo schema delle attività è così rappresentato:

Figura 5: Le attività dello Stato Patrimoniale nei fondi pensione negoziali.

<b>Attività</b>
Fase di accumulo
10 Investimenti diretti
20 Investimenti di gestione
30 Garanzie di risultato acquisite su posizioni individuali
40 Attività della gestione amministrativa
Fase di erogazione

Fonte: Manelli A., “I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d’azienda” pag 93

- fase di accumulo

10 Investimenti diretti: non relativi a convenzioni con intermediari;

20 Investimenti di gestione: realizzati dal gestore;

30 Garanzie di risultato acquisite su posizioni individuali;

40 Attività della gestione amministrativa

- fase di erogazione

### **PASSIVITA'**

Le passività dello Stato Patrimoniale sono costituite dall’insieme degli investimenti effettuati dal fondo e/o dai gestori e da tutto ciò che concerne l’attività amministrativa; come per le attività, anche in questa sezione possiamo distinguere le voci relative alla fase di accumulo e quelle della fase di erogazione, elencate nella figura 6:

Figura 6: Le passività dello Stato Patrimoniale nei fondi pensione negoziali.

<b>Passività</b>
Fase di accumulo
10 Passività della gestione previdenziale
20 Passività della gestione finanziaria
30 Garanzie di risultato riconosciute su posizioni individuali
40 Passività della gestione amministrativa
Fase di erogazione
Conti d’ordine

Fonte: Manelli A., “I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d’azienda” pag 95

- Fase di accumulo

10 Passività della gestione previdenziale: tutto ciò che spetta all'iscritto, quale ad esempio la liquidazione del singolo aderente;

20 Passività della gestione finanziaria;

30 Garanzie di risultato riconosciute su posizioni individuali;

40 Passività della gestione amministrativa.

- Fase di erogazione

Conti d'Ordine: si inseriscono in questo gruppo tutte quelle voci che non rientrano nelle attività e nelle passività; si fa riferimento all'erogazione di prestazioni assicurative ed a quei contributi che spettano di diritto, ma non ancora percepiti.

Per quanto riguarda la gestione finanziaria e previdenziale, la differenza tra le relative attività e passività dà luogo all'Attivo netto destinato alle prestazioni, ovvero misura l'ammontare del risparmio ottenuto grazie ai versamenti dei contributi accumulati nel corso degli anni.

### **CONTO ECONOMICO**

Anche il Conto Economico, come lo Stato Patrimoniale, è formato da uno schema sintetico, le cui voci sono contrassegnate da numeri, in particolare, come rappresentato nella figura 7:

Figura 7: Il Conto Economico dei fondi pensione negoziali.

<b>Conto Economico</b>	
Fase di accumulo	
10	Saldo della gestione previdenziale
20	Risultato della gestione finanziaria diretta
30	Risultato della gestione finanziaria indiretta
40	Oneri di gestione
50	Margine della gestione finanziaria (20+30+40)
60	Saldo della gestione amministrativa
	Variazione dell'attivo netto destinato alle prestazioni (10+50+60)

Fonte: Manelli A., "I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda" pag 97

- fase di accumulo

10 Saldo della gestione previdenziale: ciò che si ottiene dalla differenza tra i ricavi dei contributi dei lavoratori e i costi da questi sostenuti;

20 Risultato della gestione finanziaria diretta: investimenti sostenuti direttamente dal fondo, di scarsa rilevanza per i ricavi ed i costi praticamente nulli;

30 Risultato della gestione finanziaria indiretta;

40 Oneri di gestione: pagamenti effettuati alla società di gestione ed alla banca depositaria;

50 Margine della gestione finanziaria (20+30+40)

60 Saldo della gestione amministrativa

Variazione dell'Attivo netto destinato alle prestazioni (10+50+60)

L'ultima voce di questo schema costituisce il saldo totale della gestione previdenziale, finanziaria ed amministrativa, quindi misura la variazione, positiva o negativa, delle prestazioni, rispetto all'anno precedente.

### ***NOTA INTEGRATIVA***

Data la natura sintetica dello Stato Patrimoniale e del Conto Economico, la Nota integrativa, come si evince dal termine stesso, aggiunge informazioni ulteriori e più dettagliate al bilancio; questo documento è formato da due rendiconti, ciascuno legato alle fasi dei fondi pensione, i quali si compongono di Stato Patrimoniale, Conto Economico e Nota Integrativa di approfondimento; inoltre, all'interno troviamo le "Informazioni generali", volte a fare chiarezza sulle limitate informazioni degli schemi sintetici del bilancio.

### ***LA RELAZIONE SULLA GESTIONE***

Questo documento è incaricato di elencare i fatti principali avvenuti durante l'esercizio e di esprimere un parere a riguardo; inoltre, esso informa gli iscritti sulle performance del fondo: infatti gli amministratori comunicano la strategia gestionale che intendono attuare per ogni investimento, analizzando i relativi rischi e rendimenti, i quali vanno confrontati con i benchmark in modo da studiare le asincronie e scovare le possibili cause.

Un altro ruolo rivestito dalla Relazione sulla Gestione è quello di ricercare le strategie di marketing che si potranno effettuare in futuro per attrarre maggiori aderenti.

### ***BILANCIO DEI FONDI APERTI***

Dal punto di vista terminologico, nei fondi pensione aperti non si parla di bilancio, ma di "rendiconto", il quale è diverso nel nome, ma nella sostanza non cambia: questa scelta è dovuta al fatto che tale tipologia di fondi presenta patrimoni autonomi e separati da quelli del gestore; inoltre, il rendiconto va allegato al bilancio dell'ente proponente.

Anche qui troviamo uno Stato Patrimoniale, un Conto Economico ed una Nota Integrativa, ai quali va aggiunta la Relazione sulla Gestione, tutti redatti dagli amministratori dell'intermediario con l'aiuto del responsabile del fondo.

Il rendiconto presenta una struttura molto simile a quella del bilancio dei fondi negoziali, seppur con alcune differenze: nello Stato Patrimoniale troviamo una sola macroclasse contenente le attività gestite dal soggetto incaricato; nel Conto Economico non si distingue tra gestione diretta ed indiretta.

Il Rendiconto prevede l'approvazione entro tre mesi dalla chiusura dell'esercizio.

## 1.6 EUROPA e LE ESPERIENZE ESTERE

### *PAESI ANGLOSASSONI*

Nei Paesi Anglosassoni la previdenza complementare riveste un ruolo di fondamentale importanza: gli Stati Uniti e la Gran Bretagna, infatti, sono abilissimi nella gestione del risparmio in ambito pensionistico ed in questi Paesi i fondi pensione si sono affermati già da tempo, eliminando in misura marcata l'intervento dello Stato e riscuotendo un successo di tutto rispetto, dovuto alle ridotte prestazioni erogate del settore pubblico, al bisogno di assicurarsi un reddito anche una volta terminato il servizio lavorativo ed alla libertà lasciata al singolo soggetto.

#### 1.6.1 STATI UNITI

La previdenza complementare negli Stati Uniti vede la presenza di moltissimi lavoratori ed altrettante imprese, per questo motivo riveste un ruolo più importante rispetto al sistema pensionistico pubblico, il quale copre il 50 % del reddito fino a 15.000 dollari e del 30 % nella fascia che va dai 68.000 dollari in su<sup>74</sup>.

Per quanto concerne la parte regolamentare dei Fondi Pensione, essa trova posto nell'Employee Retirement Income Security Act (in acronimo E.R.I.S.A. ), entrato in vigore negli USA nel 1974 successivamente al fallimento del piano pensionistico dello Studebaker Corporation avvenuto nel 1964, il quale provocò l'annullamento del reddito ad un numero consistente di lavoratori<sup>75</sup>.

---

<sup>74</sup> Manelli A., "I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", Isedi editore, 2000, Torino, cap 5 "La previdenza complementare e integrativa nell'esperienza estera", paragrafo 2 "I fondi pensione nei Paesi Anglosassoni" pag 153

<sup>75</sup> Manelli A., "I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", Isedi editore, 2000, Torino, cap 5 "La previdenza complementare e integrativa nell'esperienza estera", paragrafo 2 "I fondi pensione nei Paesi Anglosassoni" ", pag 153

La Regolamentazione elenca tre organismi aventi il compito di controllare l'operato dei fondi:

1. Department of Labor, Pensions and Welfare Benefits Administration, il quale vigila su tutto ciò che attiene agli investimenti e al finanziamento dei fondi;
2. Department of Treasury, Internal Revenue Service (il cosiddetto IRS), decide i tetti oltre i quali il finanziamento non può andare per evitare che si usufruisca in modo eccessivo e sproporzionato di benefici fiscali;
3. Pension Benefit Guaranty Corporation (in acronimo PBGC), si occupa di raccogliere i contributi e di erogare le prestazioni<sup>76</sup>.

Come i fondi pensione italiani, anche quelli statunitensi sono suddivisi in:

- Piani a benefici definiti (defined benefit plans): essi predeterminano l'ammontare delle prestazioni pensionistiche e i contributi dei lavoratori dipendono dal trattamento inizialmente scelto;
- Piani a contribuzione definita (defined contribution plans): in questi fondi i contributi sono prestabiliti nell'ammontare e le prestazioni, invece, sono influenzate dal rendimento percepito nella fase di accumulo delle risorse.

Tra le due categorie, quelle che hanno riscosso maggior adesione negli Stati Uniti sono le prime: ultimamente, però, c'è stata un'inversione di tendenza che ha visto un incremento nei piani a contribuzione definita; per quanto riguarda le modalità di decisione delle prestazioni per le prime possiamo distinguere tra:

- Flat – benefit formulas: questo criterio è basato sul tempo di permanenza nel fondo; l'iscritto riceve una certa somma per ogni anno;
- Career – average formulas: si prevedono due tipologie, in cui la prima riconosce una percentuale all'aderente per ogni anno di permanenza e la seconda fa la media delle retribuzioni percepite;
- Final – pay formulas: consiste nella media delle ultime retribuzioni moltiplicata per gli ultimi anni di lavoro; questo criterio sfugge all'inflazione, ma prevede costi elevati a carico del datore di lavoro<sup>77</sup>.

---

<sup>76</sup> Manelli A., "I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", Isedi editore, 2000, Torino, , cap 5 "La previdenza complementare e integrativa nell'esperienza estera", paragrafo 2 "I fondi pensione nei Paesi Angloassoni", pag 154

<sup>77</sup> Manelli A., "I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", Isedi editore, 2000, Torino, cap 5 "La previdenza complementare e integrativa nell'esperienza estera", paragrafo 2 "I fondi pensione nei Paesi Angloassoni", pag 155

I piani a contribuzione definita, invece, stabiliscono criteri differenti:

- Money purchase plan: qui il datore di lavoro effettua dei versamenti a seconda di quanto percepisce il lavoratore;
- Profit sharing plan: i contributi che vengono versati sono legati ai profitti che l'impresa ha ottenuto;
- Target benefit plan: la prestazione è prestabilita e in base al suo ammontare si decide quali sono le contribuzioni da versare periodicamente;
- Employee Stock Ownership Plan (i cosiddetti ESOP): prevedono il versamento da parte dell'impresa di azioni di quest'ultima, le quali contribuiscono ad aumentare la quantità della pensione;
- 401 (k): questi fondi sono chiamati in questo modo per la sezione della normativa fiscale che li contiene; l'aspetto innovativo introdotto da tale tipologia di piano risiede nel fatto che il lavoratore partecipa alle scelte di investimento, indicando quelle più vantaggiose alle sue esigenze ed ai suoi bisogni; quindi, si avranno rendimenti diversi in base alle decisioni del lavoratore ed alle capacità del gestore; questa tipologia di piani, nel mercato statunitense rappresenta il 30 % dei piani a contribuzione definita<sup>78</sup>.

## 1.6.2 GRAN BRETAGNA

Questo Paese poggia sui famosi tre pilastri:

- Pubblico;
- Complementare collettivo;
- Complementare individuale.

In particolare, il sistema pensionistico inglese è formato da:

- Schema pensionistico statale di base;
- Schema pensionistico statale correlato al reddito (il famoso SERPS);
- Schemi pensionistici aziendali;
- Schemi pensionistici individuali (personal pension)<sup>79</sup>.

---

<sup>78</sup> Manelli A., "I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", Isedi editore, 2000, Torino, cap 5 "La previdenza complementare e integrativa nell'esperienza estera", paragrafo 2 "I fondi pensione nei Paesi Angloassoni", pag 156

<sup>79</sup> Manelli A., "I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", Isedi editore, 2000, Torino, cap 5 "La previdenza complementare ed integrativa nell'esperienza estera", paragrafo 2 "I fondi pensione nei paesi Angloassoni", pag 162

Per quanto riguarda il primo pilastro, ovvero la Previdenza pubblica, essa è regolamentata da due documenti: il Social Security Pension Act del 1975 ed il Social Security Act del 1986, il quale tratta essenzialmente la cosiddetta Basic Pension.

Questo tipo di previdenza viene finanziata attraverso dei contributi e dei tributi che vengono destinati al NIF, il National Insurance Fund; invece, le prestazioni vengono erogate dal DSS, ossia il Department o Social Security, e spettano a coloro che sono in età pensionabile (60 anni per le donne e 65 per gli uomini); è possibile posticipare di 5 anni e per ogni settimana aggiuntiva si riceve un 1,7 % in più di pensione<sup>80</sup>.

Una peculiarità della previdenza pubblica risiede nel fatto che l'ammontare della pensione è fisso, a prescindere dal reddito percepito nell'ultimo periodo, il cui valore viene stabilito annualmente dal Parlamento basandosi sul tasso di inflazione raggiunto; quindi, si utilizza come criterio finanziario quello a ripartizione.

Oltre alla Basic Pension, in Gran Bretagna è prevista una previdenza pubblica legata al reddito, il cosiddetto S.E.R.P.S. (State Earnings – Related Pension Scheme): è un trattamento pensionistico integrativo spettante a quei lavoratori che abbiano versato i contributi ed il cui ammontare è stabilito basandosi su un reddito minimo (LEL, Lower Earnings Limit) ed uno massimo (UEL, Upper Earnings Limit)<sup>81</sup>.

Nella Previdenza collettiva, l'adesione a schemi previdenziali privati è volontaria; i fondi pensione rispettano la normativa dei trust, i quali sono accordi istituiti dal fondatore (il settlor) che incarica dei soggetti terzi (i trustees) da lui indicati di gestire i capitali ad esclusivo vantaggio dei beneficiaries<sup>82</sup>.

Il trustee è paragonabile allo statuto ed indica quali sono le modalità di gestione delle risorse e di finanziamento.

In Gran Bretagna la tipologia di fondo pensione maggiormente diffusa è quella a prestazione definita.

Il terzo ed ultimo pilastro, ossia la Previdenza individuale, poggia su un sistema a contribuzione definita e le prestazioni cambiano a seconda dei contributi versati e dei rendimenti raggiunti.

---

<sup>80</sup> Pisani R., "Struttura e funzionamento dei fondi pensione in Gran Bretagna", Egea, Milano, 1991, in aavv "Le imprese di assicurazione e la gestione dei fondi pensione", pag 65

<sup>81</sup> Manelli A., "I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", Isedi editore, 2000, Torino, cap 5 "La previdenza complementare ed integrativa nell'esperienza estera", paragrafo 2 "I fondi pensione nei paesi Angloassoni", pag 163

<sup>82</sup> Manelli A., "I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", Isedi editore, 2000, Torino, cap 5 "La previdenza complementare ed integrativa nell'esperienza estera", paragrafo 2 "I fondi pensione nei paesi Angloassoni", pag 165

### 1.6.3 GERMANIA

Rispetto ai Paesi Anglosassoni, in cui i fondi pensione hanno una funzione assistenziale e sociale, nel sistema tedesco essi hanno un carattere prettamente previdenziale.

La previdenza in Germania presenta una struttura sofisticata, le cui radici sono risalenti alla seconda metà dell'Ottocento.

Nel corso degli anni c'è stata l'esigenza di integrare la previdenza pubblica in vari modi, tra cui le più importanti sono:

- Promessa diretta (Direktzusagen): essa corrisponde alla forma previdenziale integrativa più in voga, visto che la troviamo in un grandissimo numero di imprese nel territorio tedesco; inoltre, rappresenta il 60 % delle risorse del sistema pensionistico complementare e c'è la possibilità di delegare a compagnie di assicurazione la gestione delle risorse accantonate; le aziende della Germania sono solite utilizzare praticamente l'intero quantitativo di risorse accantonate per poter finanziare la propria attività, in modo tale da affidarsi sul loro autofinanziamento e senza "comunicare" con il mercato dei capitali; il modello della promessa diretta è molto simile al Trattamento di Fine Rapporto riscontrabile nelle imprese delle nostre Paese;
- Fondi di assistenza (Unterstützungskassen): essi rappresentano una forma pensionistica integrativa molto simile a quella precedente, nel senso che le aziende decidono sul da farsi, ma in questo tipo di previdenza si crea un'entità autonoma e separata, avente la forma giuridica di società a responsabilità limitata o di associazione non riconosciuta; tali fondi si assumono l'onere di assicurare benefici previdenziali attingendo dai contributi versati dai datori di lavoro e le prestazioni non saranno definite poiché il loro ammontare dipende dai risultati della capitalizzazione<sup>83</sup>; questa tipologia di fondi, come la precedente, prevede che l'accumulo di risorse ritorni in azienda sottoforma di prestiti;
- Casse pensione (Pensionkasse): anche in questo caso, le imprese affidano la gestione del proprio risparmio pensionistico a dei soggetti autonomi; per gli elevati costi relativi all'amministrazione, le casse pensione vengono utilizzate nella maggior parte dei casi dalle imprese di notevoli dimensioni;
- Assicurazioni dirette (Direktversicherung): l'adesione a questa tipologia di previdenza complementare è molto diffusa per il fatto che le imprese non si occupano personalmente della

---

<sup>83</sup> Bruni R., "Germania " in Geroldi G., Treu T., "Crisi e riforma dei sistemi pensionistici in Europa" F Angeli, 1993 Milano

gestione delle risorse raccolta, ma delegano questo compito alle istituzioni professionali, in questo modo i costi dell'amministrazione sono più contenuti<sup>84</sup>.

Da quanto esposto, si evince come in Germania non sia presente una vera e propria forma di fondo pensione, ma recentemente con la riforma del 1998 sono stati istituiti gli Altersvorsorge - Sondervermögen<sup>85</sup>, in acronimo AS, ossia dei trattamenti previdenziali del tutto simili ai fondi comuni di investimento; aderirvi è possibile sia da parte delle imprese (si parlerà di fondi pensione aziendali) sia da parte del singolo (con i fondi pensione individuali); la decisione relativa all'ammontare dei loro contributi è molto flessibile e i loro costi di gestione sono davvero contenuti.

#### 1.6.4 FRANCIA

Il sistema pensionistico francese presenta delle peculiarità che, una volta analizzati, lo distinguono in modo significativo dai tre Paesi finora studiati.

Nel 1945 nasce la previdenza obbligatoria di base, costituita da un regime generale che è strutturato in due comparti:

- Funzione assistenziale, che prevede un reddito minimo garantito;
- Pensione legata ai contributi versati durante il servizio lavorativo<sup>86</sup>.

Questo tipo di previdenza è molto complessa e vede al suo interno moltissime suddivisioni e nonostante ciò essa non è sufficiente a garantire pensioni adeguate, poiché non c'è un equilibrio tra la pensione e l'ultima retribuzione.

Questa situazione può essere dovuta al fatto che la Francia abbia sempre voluto regimi previdenziali complementari, i quali sono composti dai fondi pensioni aventi aspetti e caratteristiche che li distinguono da quelli presenti in altri Paesi: innanzitutto, questo sistema pensionistico è obbligatorio e viene utilizzato il criterio finanziario della ripartizione e non quello della capitalizzazione.

---

<sup>84</sup> Manelli A., "I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", Isedi editore, 2000, Torino, cap 5 "La previdenza complementare ed integrativa nell'esperienza estera", paragrafo 3 "I fondi pensione in Germania", pag 175

<sup>85</sup> Manelli A., "I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", Isedi editore, 2000, Torino, cap 5 "La previdenza complementare ed integrativa nell'esperienza estera", paragrafo 3 "I fondi pensione in Germania", pag 180

<sup>86</sup> Manelli A., "I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", Isedi editore, 2000, Torino, cap 5 "La previdenza complementare ed integrativa nell'esperienza estera", paragrafo 4 "I fondi pensione in Francia", pag 182

Tali peculiarità hanno portato alla costituzione di numerose casse pensionistiche facenti parti di due grandi associazioni, raggruppate a seconda di quali siano i ruoli e gli incarichi dei lavoratori nell'impresa; quindi, abbiamo:

- L'AGIRC, Association Générale des Institutions de Retraites des Cadres, istituita nel 1947;
- L'ARRCO, Association des Régimes de Retraites Complémentaires, istituita nel 1961<sup>87</sup>.

Esse sono incaricate di gestire l'operato delle casse pensionistiche che vi partecipano, in maniera abbastanza libera. In questo modo, ogni cassa possiede una propria autonomia nell'amministrazione, che quindi sarà distinta dalle altre, rispettando comunque la normativa delle due associazioni sopra citate, le quali prevedono al loro interno un Consiglio di Amministrazione, il quale è composto in misura paritetica dai rappresentanti dei lavoratori e dei datori di lavoro ed i suoi ruoli più importanti riguardano il controllo sugli istituti, la fissazione del punto di vecchiaia e la garanzia della gestione finanziaria.

Nel sistema complementare francese, il regime in uso è quello a contribuzione definita; le prestazioni vengono calcolate con un criterio secondo il quale si assegna una certa pensione per ogni punto ricevuto nel periodo lavorativo che è dato dal rapporto tra i contributi ed il salario, pari alla media delle retribuzioni annue); i punti finali vengono poi moltiplicati per un valore deciso ogni anno dall'amministrazione. Questa quantità corrisponde, quindi, al trattamento pensionistico.

Per il fatto di avere una gestione a ripartizione, non si manifestano capitali in eccesso, quindi la presenza dei fondi pensione francesi nel mercato è praticamente nulla.

---

<sup>87</sup> Manelli A., "I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", Isedi editore, 2000, Torino, cap 5 "La previdenza complementare ed integrativa nell'esperienza estera", parag 4 "I fondi pensione in Francia", pag 183

# CAPITOLO 2 IL FINANZIAMENTO

## 2.1 PANORAMICA INTERNAZIONALE

In Italia si assiste ad uno sviluppo delle forme pensionistiche complementari molto limitato: secondo un'indagine effettuata dall'OCSE (Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico o Organisation for Economic Co-operation and Development - OECD) su scala internazionale nel 2012 la spesa pubblica per le pensioni era la più elevata ed era pari al 16% del PIL, contro il 10% della media dei Paesi OCSE; di questa spesa, un ammontare inferiore al 2% costituiva le forme pensionistiche private e la rimanente cospicua percentuale si riferiva alla previdenza pubblica.

Un ulteriore dato a conferma del contenuto sviluppo dei fondi pensione viene dagli attivi: nel 2012, infatti, il totale di questa voce ammontava al 5.6% del PIL, contro una media OCSE del 35%<sup>88</sup>.

I lunghi tempi dello sviluppo di forme pensionistiche complementari sono dovuti a molti elementi:

- le riforme manifesteranno i loro effetti solamente nel lungo periodo; questa situazione, affiancata alla carente trasparenza di tali modifiche, provoca una limitata informazione al pubblico per quanto concerne le relative future conseguenze;
- le famiglie sono scettiche in modo marcato nei confronti delle pensioni complementari per il fatto che il calcolo dei rischi e dei benefici è di difficile valutazione; a tutto ciò si aggiunge la scarsa conoscenza in Italia di argomenti di tipo finanziario.

Un buon motivo per scegliere questo tipo di previdenza risiede nella consulenza in tema di investimenti; tuttavia, tale servizio è davvero poco richiesto: alla fine del 2013 i consigli finanziari corrispondevano all'8%, quindi erano molto contenuti. Viceversa, il numero di famiglie che effettua investimenti senza l'ausilio del consulente è molto elevata, si aggira attorno al 38%<sup>89</sup>.

Accanto a queste motivazioni, anche l'ambiente macroeconomico ha partecipato a questa situazione di scarsa diffusione dei fondi pensione, ed in particolare si fa riferimento al livello molto ridotto dei tassi di interesse nelle economie più importanti, che causa un incremento del valore attuale delle passività ed una riduzione di certe attività in cui viene investito il patrimonio del fondo.

---

<sup>88</sup> Audizione "Il finanziamento dell'economia reale e il ruolo dei fondi pensione", 16 aprile 2014, Roma Gaetano Caputi, direttore generale della CONSOB, pag 2

<sup>89</sup> Audizione "Il finanziamento dell'economia reale e il ruolo dei fondi pensione", 16 aprile 2014, Roma Gaetano Caputi, direttore generale della CONSOB, pag 3

Nel contesto Europeo, la regolamentazione a cui sono sottoposti i vari fondi pensione varia da Paese a Paese, anche in modo radicale; questa disarmonia rappresenta un imponente ostacolo alla diffusione della previdenza complementare privata, la quale, infatti, è estremamente limitata, soprattutto nell'Europa Continentale<sup>90</sup>.

Per questa disomogeneità, il legislatore comunitario sta cercando di rivedere le norme relative ai fondi pensione, in particolar modo la Direttiva IORP (Institutions for Occupational Retirement Provision); tale revisione è interessata alla realizzazione dell'armonizzazione normativa, alla diffusione del settore ed allo sviluppo nei mercati finanziari Europei.

Nel 2013 è stato pubblicato un Libro Verde della Commissione Europea relativo al finanziamento a lungo termine ed è stato proposto un regolamento sui fondi pensione Europei a lungo termine, il cosiddetto ELTIF (European Long-Term Investment Funds)<sup>91</sup> e nel marzo del 2014 è stata fatta una proposta relativa alla modifica della Direttiva IORP per rendere maggiormente partecipi i fondi pensione ad investimenti di lungo periodo.

### 2.1.1 INIZIATIVE IN ITALIA

Il tema delle iniziative avviate in Italia è molto importante e di seguito se ne prendono in considerazione quelle di maggior rilievo.

Il progetto “PiùBorsa”, promosso dalla Consob nel 2012, prevede l'ingresso delle piccole e medie imprese nel mercato dei capitali; tra gli obiettivi, emerge la promozione di interventi specifici, quali, ad esempio, lo sviluppo di un fondo di fondi destinato agli investitori istituzionali, come le fondazioni bancarie, le assicurazioni ed i fondi pensione avente l'interesse ad investire il proprio patrimonio in azioni di società a piccola capitalizzazione in modo tale che il mercato azionario possa rappresentare il principale canale in cui far confluire il risparmio verso l'investimento in piccole e medie imprese.

Il “Decreto Crescita” ha apportato delle modifiche al Testo Unico della Finanza (in acronimo T.U.F.) per permettere alle start – up di raccogliere i capitali per mezzo di canali on – line, i cosiddetti “Equity Crowdfunding”<sup>92</sup>; questo strumento di “finanza inclusiva” permette di finanziare progetti innovativi nelle

---

<sup>90</sup> Audizione “Il finanziamento dell'economia reale e il ruolo dei fondi pensione”, 16 aprile 2014, Roma Gaetano Caputi, direttore generale della CONSOB, pag 4

<sup>91</sup> Audizione “Il finanziamento dell'economia reale e il ruolo dei fondi pensione”, 16 aprile 2014, Roma Gaetano Caputi, direttore generale della CONSOB, pag 9

<sup>92</sup> Audizione “Il finanziamento dell'economia reale e il ruolo dei fondi pensione”, 16 aprile 2014, Roma Gaetano Caputi, direttore generale della CONSOB, pag 12

piccole e medie imprese; tale decreto riguarda quegli investimenti effettuati anche da investitori non professionali.

Il “Decreto Sviluppo 2012” e il “Decreto Destinazione Italia” agevolano l’accesso a strumenti di debito che possono rappresentare delle alternative al finanziamento bancario.

In conclusione, si evince che i fondi pensione rivestono un ruolo di primaria importanza per quanto riguarda lo sviluppo di un Paese: essi costituiscono degli investitori istituzionali che meglio si adattano ad investire nel lungo periodo, elemento fondamentale per la crescita dell’economia.

Dunque, incentivare la loro diffusione è vantaggioso dal punto di vista sociale, poiché omogeneizzano il sistema pensionistico, e dal punto di vista dell’espansione, per il fatto che consentono di effettuare degli investimenti di cospicue risorse.

Sarebbe consigliabile favorirne lo sviluppo, che risulta ostacolato dal basso livello di educazione finanziaria tipico degli italiani e quindi dalla contenuta partecipazione al mercato azionario, e, se presente, dalla scarsa diversificazione di portafoglio, nel quale spesso troviamo dei titoli obbligazionari.

Incrementare l’educazione finanziaria in ambito previdenziale è praticamente un obbligo per la diffusione dei fondi pensione; accanto a tale condizione necessaria, si pone la consulenza, fondamentale per eliminare quella diffidenza presente nei confronti della previdenza privata dovuta, la maggior parte delle volte, all’assenza di strumenti conoscitivi in capo agli aderenti.

La fiducia riconosciuta ai fondi pensione dipende soprattutto dalla tutela che viene assicurata agli iscritti da parte del legislatore; in generale, il risparmio previdenziale è protetto per l’importante ruolo che riveste nell’ambito sociale.

I suggerimenti di revisione alla Direttiva IORP sono spinti da motivazioni legate al miglioramento dell’interesse da parte degli aderenti, all’assicurazione dell’autonomia di un consono sistema governativo ed alla garanzia dell’individuazione tempestiva di eventuali conflitti di interesse e della relativa soluzione.

Da questi obiettivi si deduce che l’interesse maggiore è focalizzato sul rafforzamento della governance dei fondi e sull’aumento delle informazioni da fornire agli iscritti.

## 2.2 IL FUNZIONAMENTO DEI FONDI PENSIONE

La previdenza complementare prevede dei finanziamenti mediante il versamento di contributi da parte del lavoratore e del datore di lavoro e mediante il Trattamento di Fine Rapporto, il cosiddetto TFR, qualora sia previsto.

Il problema tipico dei fondi pensione risiede nelle agevolazioni di tipo fiscale e di tipo contributivo; la nuova normativa, relativa al Decreto Legislativo n. 252 del 2005, entrato in vigore il 1 gennaio del 2007, prevede che i soggetti sono liberi di determinare l’ammontare dei contributi da versare nell’ambito della previdenza

complementare che interessa maggiormente loro; inoltre, essi hanno la facoltà di scegliere se effettuare i versamenti solamente con il TFR.

Per i lavoratori dipendenti che si iscrivono a fondi collettivi, quindi secondo degli accordi aziendali e/o tra lavoratori, le modalità e l'ammontare minimo della contribuzione che spetta al datore di lavoro ed al lavoratore vengono stabilite dall'accordo aziendale<sup>93</sup>.

Nel caso di accordi tra lavoratori, si possono decidere l'entità minime delle contribuzioni. Inoltre, c'è la possibilità di integrare la previdenza di base, quindi quella pubblica, per mezzo del Trattamento di Fine Rapporto.

La situazione è diversa qualora sia lo stesso lavoratore che voglia contribuire; in questo caso, si presenteranno due situazioni:

- la contrattazione collettiva stabilisce un contributo aziendale a vantaggio del lavoratore per la previdenza integrativa, ed affluirà al fondo pensione scelto dal lavoratore;
- la contrattazione collettiva non stabilisce un contributo aziendale, ma il lavoratore potrà ricevere un contributo il cui ammontare viene determinato dal datore di lavoro<sup>94</sup>.

La nuova normativa prevede, inoltre, un contributo cosiddetto "di reintegro": i lavoratori hanno la facoltà di chiedere un anticipo sulla loro pensione e questo ne ridurrà il futuro valore; per evitare tale situazione negativa, i lavoratori possono reintegrare la loro posizione anche attraverso dei contributi annuali di valore superiore ai 5.164,57 Euro.

La nuova disciplina concede sei mesi di tempo ai lavoratori per scegliere la destinazione del loro TFR, che può essere rappresentata da due modalità:

- esplicitamente: il lavoratore dichiara per iscritto quello che ha deciso in merito al proprio TFR; la dichiarazione va consegnata al datore di lavoro con un'apposita modulistica<sup>95</sup>;
- Tacitamente: mette in pratica il "silenzio – assenso": se il lavoratore non presenta per iscritto alcuna dichiarazione, il TFR confluirà nella previdenza integrativa e per legge il datore di lavoro è obbligato a:

---

<sup>93</sup> Cazzola G., Fondi pensione: istruzioni per l'uso", Edibank, Bancaria Editrice, Roma, 2008, cap. 2 "Principi generali", par. 2.23 "Il finanziamento dei fondi pensione", pag. 98.

<sup>94</sup> Cazzola G., Fondi pensione: istruzioni per l'uso", Edibank, Bancaria Editrice, Roma, 2008, cap. 2 "Principi generali", par. 2.23 "Il finanziamento dei fondi pensione", pag. 98.

<sup>95</sup> Cazzola G., Fondi pensione: istruzioni per l'uso", Edibank, Bancaria Editrice, Roma, 2008, cap. 2 "Principi generali", par. 2.26 "Il conferimento del tfr", pag. 105.

- destinare il TFR al fondo pensione collettivo, ovvero quello stabilito dal contratto collettivo; se non è previsto un accordo, esso andrà al fondo con un numero maggiore di aderenti;
- confluire il TFR a FondInps, ossia il fondo pensione istituito presso l'INPS, qualora non sia presente un fondo pensione aziendale<sup>96</sup>.

Nella figura 8 troviamo un esempio di calcolo del TFR:

Figura 8: il Trattamento di Fine Rapporto.

È la somma pagata dal datore di lavoro al lavoratore dipendente nel momento in cui conclude il rapporto di lavoro. Esso viene calcolato accantonando per ogni anno di servizio una quota pari al 6,91% dell'importo della retribuzione dovuto per quell'anno; la somma accantonata viene rivalutata sulla base di un tasso fisso dell'1,5% più il 75% dell'aumento dell'indice ISTAT dei prezzi al consumo rilevato a dicembre dell'anno precedente.

Ad esempio, il signor Bianchi è un lavoratore dipendente assunto il 1° gennaio e il cui reddito annuo lordo è di 30.000 euro; alla fine dell'anno il TFR è pari a:

$$30.000 \times 6,91\% = 2.073 \text{ euro (quota annua TFR)}$$

L'anno successivo, ipotizzando lo stesso reddito percepito ed un incremento dell'indice ISTAT dei prezzi al consumo rispetto al dicembre dell'anno precedente del 2%, il TFR è:

$$2.073 \text{ euro (quota annua TFR)}$$

$$2.073 \times [1,5\% + (2\% \times 75\%)] = 62,19 \text{ euro (rivalutazione)}$$

$$\text{Totale TFR accantonato: } 2.073 + 2.073 + 62,19 = 4.208,19 \text{ euro}$$

Fonte: Covip, "Guida 2013"

## 2.3 LE FONTI DI FINANZIAMENTO

Quando si sceglie di iscriversi ad una forma di previdenza complementare è necessario stabilire quali contributi far confluire nelle varie tipologie di previdenza.

Le fonti di finanziamento della previdenza integrativa sono tre: il contributo del datore di lavoro, il contributo del lavoratore ed il TFR.

---

<sup>96</sup> Cazzola G., Fondi pensione: istruzioni per l'uso", Edibank, Bancaria Editrice, Roma, 2008, cap. 2 "Principi generali", paragrafo 2.23 "Il conferimento del tfr", pag. 106.

### 2.3.1 IL CONTRIBUTO DEL DATORE DI LAVORO

Il datore di lavoro può prendere la decisione di versare un contributo aggiuntivo a suo carico a quei soggetti che vogliono iscriversi ad una previdenza complementare; in genere, questo ammontare viene stabilito durante la contrattazione collettiva oppure si trova all'interno dell'accordo aziendale; tuttavia, il datore potrebbe versarlo anche senza un accordo collettivo e qualora il lavoratore decida una forma diversa da quella prestabilita contrattualmente.

Nel caso in cui si aderisca ad un fondo negoziale, se prevista una contribuzione a carico del lavoratore e viene sospesa, la contrattazione collettiva ha la possibilità di prevedere di sospendere i contributi obbligatori a carico del datore.

Se il lavoratore, dopo almeno due anni di adesione ad un fondo stabilito nell'accordo, sceglie di iscriversi ad un altro trattamento pensionistico complementare, rischia di perdere il diritto di ricevere il contributo del datore di lavoro; quindi, è vivamente consigliato essere a conoscenza dei limiti di questi accordi, collettivi od aziendali che siano; troviamo un esempio di quanto esposto nella figura 9.

Figura 9: Esempio numerico del contributo del datore.

Il signor Bianchi è un lavoratore dipendente ed il suo reddito annuo lordo è pari a 30.000 euro. Il primo anno versa un contributo pari all'1,5% della sua retribuzione lorda (450 euro), la quota del TFR maturando pari al 6,91% della sua retribuzione lorda (2.073 euro) e riceve dal datore di lavoro un contributo pari all'1,5% della sua retribuzione lorda (450 euro); l'ammontare del versamento totale è pari a 2.973 euro.

Il signor Rossi è un lavoratore dipendente con lo stesso reddito annuo lordo del signor Bianchi ed aderisce anch'egli alla previdenza complementare senza ricevere il contributo del datore di lavoro. Il suo versamento totale è pari 2.523 euro.

Ipotizzando un rendimento reale (al netto dell'inflazione) del 2% annuo, una crescita reale della retribuzione annua dell'1%, un tasso d'inflazione annuo del 2% e 35 anni di contribuzione, l'ammontare della prima rata di pensione complementare che il signor Bianchi riceverà a 65 anni sarà pari a 6.900 euro circa. Il signor Rossi, invece, riceverà circa 5.900 euro.

Il signor Bianchi, usufruendo del contributo del datore di lavoro riceve una pensione complementare più alta di circa 1.000 euro rispetto al signor Rossi.

Fonte: Covip "Guida 2013", "La scelta della forma pensionistica complementare"

### 2.3.2 IL CONTRIBUTO DEL LAVORATORE

Il singolo aderente ad un fondo pensione ha la totale libertà di scelta per quanto concerne l'ammontare dei contributi a suo carico; egli, oltre al versamento del trattamento di fine rapporto, potrebbe destinare una somma aggiuntiva; nel caso in cui ci siano accordi collettivi, questi determinano la misura minima dei contributi che il lavoratore deve versare; qualora l'individuo sia un lavoratore autonomo, egli ha la piena libertà nel decidere questo ammontare minimo, eccezione fatta per la situazione in cui sia prevista una soglia.

In qualunque caso, la deducibilità dei contributi del reddito imponibile è di 5.164,57 Euro al massimo; entro tale valore fanno parte anche, se ci sono, quei contributi versati a persone fiscalmente a carico<sup>97</sup>.

### 2.3.3 IL TFR

Dal 1° gennaio 2007 è presente la facoltà di destinare il proprio trattamento di fine rapporto ad un fondo pensione, di tipo negoziale o aperto, oppure ad un Pip; il trattamento che matura una volta effettuata la scelta (si parla in questo caso di “adesione esplicita”) o nei successivi sei mesi tramite il cosiddetto “silenzio – assenso” viene spostato dal datore di lavoro alla previdenza.

È fondamentale sapere che si può destinare il TFR solamente ad una forma di previdenza complementare, la quale precedentemente deve aver ottenuto l'autorizzazione dalla COVIP.

## 2.4 I COSTI, LA SPESA E LE IMPOSTE SUI RENDIMENTI

Ai rendimenti dei fondi pensione viene applicata un'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi; in base al regime, tale imposta assume dei valori diversi, ed è necessario effettuare una classificazione, in particolare:

- fondi pensione in regime di contribuzione definita;
- fondi pensione in regime di prestazioni definite;
- fondi pensione che detengono immobili;
- “vecchi” fondi pensione<sup>98</sup>.

Come mostrato nella figura 10, ad eccezione del terzo gruppo, in cui l'imposta sostitutiva è pari allo 0.5 %, negli altri tre casi essa corrisponde all'11%.

---

<sup>97</sup> Assogestioni.it → “Financial education” → “Previdenza complementare” → “Le Fonti di finanziamento”

<sup>98</sup> Agenzia Informa, periodico 2008, “I vantaggi fiscali della previdenza complementare” agenzia delle entrate, “Le imposte sui rendimenti dei fondi pensione”, pag 19

Figura 10: La tassazione dei fondi pensione.

<b>Imposta sostitutiva dell'11%</b>	Fondi pensione in regime di contribuzione definita Fondi pensione in regime di prestazioni definite “vecchi” fondi pensione
<b>Imposta sostitutiva dello 0,5%</b>	Fondi pensione che detengono immobili

Fonte: “Agenzia Informa” periodico, Agenzia Entrate

## 2.5 LA LEVA FISCALE ED IL REGIME FISCALE DELLE PRESTAZIONI

### 2.5.1 LE PRESTAZIONI

Il fondo di previdenza versa le prestazioni in due modi:

- sottoforma di capitale, fino al massimo del 50 % del montante finale accumulato e la rimanente parte va obbligatoriamente erogata come rendita; l'importo massimo che si può erogare viene calcolato nel seguente modo: dal montante finale si detraggono i valori già versati come anticipazione; da tale risultato si misura il 50 %; le prestazioni erogate in questo modo sono soggette ad una tassazione del 15 %, percentuale che annualmente si riduce dello 0.3 % dopo il quindicesimo anno di adesione ad una forma pensionistica complementare<sup>99</sup>, come mostrato in figura 11;
- sottoforma di rendita periodica: essa corrisponde alla differenza tra il montante iniziale ed il valore ottenuto al precedente punto; come per le prestazioni erogate in forma di capitale, anche qui l'imposta è del 15%, con la stessa riduzione dello 0.3%.

In entrambe le situazioni, il prelievo fiscale coinvolge la parte non ancora colpita dalla tassazione nella fase di accumulo: quindi vengono esclusi i contributi non dedotti ed i rendimenti tassati.

Come si può notare dalla figura 11, l'aliquota assume lo stesso ammontare sia per le erogazioni in forma di capitale sia in forma di rendita, ed è pari al 15 %, percentuale che può subire una riduzione massima dopo il trentacinquesimo anno, pari al 6 %.

---

<sup>99</sup> Agenzia Informa, periodico 2008, “I vantaggi fiscali della previdenza complementare”, Agenzia delle Entrate, “Le imposte sui rendimenti dei fondi pensione, pag 23

Figura 11: Le imposte sulle prestazioni.

<b>Anni di partecipazione alle forme pensionistiche</b>	<b>Ritenuta base (a titolo di imposta)</b>	<b>Riduzione</b>	<b>Ritenuta applicabile effettiva</b>
Da 1 a 15	15%	0,00%	15,00%
16	15%	0,30%	14,70%
17	15%	0,60%	14,40%
18	15%	0,90%	14,10%
19	15%	1,20%	13,80%
20	15%	1,50%	13,50%
21	15%	1,80%	13,20%
22	15%	2,10%	12,90%
23	15%	2,40%	12,60%
24	15%	2,70%	12,30%
25	15%	3,00%	12,00%
26	15%	3,30%	11,70%
27	15%	3,60%	11,40%
28	15%	3,90%	11,10%
29	15%	4,20%	10,80%
30	15%	4,50%	10,50%
31	15%	4,80%	10,20%
32	15%	5,10%	9,90%
33	15%	5,40%	9,60%
34	15%	5,70%	9,30%
Da 35 in poi	15%	6,00%	9,00%

Fonte: "Agenzia Informa", periodico, Agenzia delle Entrate, "I vantaggi fiscali della previdenza complementare" pag 25

## 2.6 I VANTAGGI

Passando dal metodo retributivo (secondo cui la pensione è stabilita in base all'importo dell'ultimo stipendio) a quello contributivo (in base ai contributi effettivamente versati nel periodo lavorativo), i tassi di sostituzione, ovvero il rapporto tra l'ultima retribuzione e la prima pensione, si sono abbassati, raggiungendo il 55 %<sup>100</sup>.

In questa situazione, è necessario integrare la pensione obbligatoria, attraverso l'iscrizione ad un sistema di previdenza complementare; conferire il TFR costituisce la principale fonte di finanziamento per le pensioni complementari, le quali si occupano dell'investimento di risorse in modo tale da ottenere un rendimento maggiore rispetto al semplice mantenimento del TFR in azienda.

Altri vantaggi legati all'adesione ad una previdenza complementare sono:

---

<sup>100</sup> Asso gestioni.it → "Previdenza complementare" → "I Vantaggi dell'adesione" pag 1

- anticipazioni concesse all'iscritto durante la fase di accumulo;
- gestione che ben si adatta al proprio profilo di rischio ed all'età;
- agevolazioni fiscali relativamente ai contributi versati ed alle prestazioni;
- maggiore tutela per tutta la durata della partecipazione: una volta avvenuta l'adesione, il TFR fa parte del patrimonio autonomo e separato della forma previdenziale scelta e la gestione avviene secondo le regole di trasparenza, oltre ad esserci la vigilanza delle autorità e l'autorizzazione preventiva della COVIP;
- contributi del datore di lavoro.

### 2.6.1 I VANTAGGI FISCALI

Come si può osservare dalla figura 12, uno dei principali vantaggi fiscali dei fondi pensione consiste nelle agevolazioni fiscali, il cui beneficio è diverso a seconda che si tratti dei contributi, dei rendimenti ottenuti, delle anticipazioni o delle prestazioni.

Per quanto riguarda i contributi versati dal datore di lavoro e dal lavoratore, ad esclusione del solo TFR, essi si possono dedurre totalmente dal reddito complessivo, fino ad un massimo di 5.164,57 Euro all'anno; per coloro che sono stati assunti dopo il 1° gennaio 2007 c'è la possibilità, 20 anni dopo il quinto di occupazione, di superare tale valore, per un ammontare pari alla differenza tra 25.822,85 Euro ed i contributi versati entro i primi cinque anni di iscrizione<sup>101</sup>.

Figura 12: Un esempio dei vantaggi fiscali dei fondi pensione.

Il signor Rossi è un lavoratore dipendente che non aderisce alla previdenza complementare; se il suo reddito annuo lordo ammonta a 30.000 euro, la tassazione sulla base delle aliquote IRPEF è pari a 7.720 euro.

Il signor Bianchi aderisce ad una forma pensionistica complementare e versa un contributo pari al 4% del suo reddito (30.000 euro) e cioè 1.200 euro.

Il signor Bianchi deduce l'importo del suo versamento dal reddito imponibile, che risulta pari a 28.800; la tassazione sulla base delle aliquote IRPEF è pari a 7.264 euro.

Il signor Bianchi aderendo alla previdenza complementare ha beneficiato di una riduzione del carico fiscale di 456 euro.

Fonte: Covip "Guida 2013", "Quali sono i vantaggi fiscali"

Ci sono dei vantaggi anche per i rendimenti: l'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi è pari all'11%; nei paragrafi successivi se ne tratterà in dettaglio.

<sup>101</sup> Assogestioni.it → "Previdenza complementare" → "I Vantaggi dell'adesione" pag 2

Qualora abbia ottenuto i requisiti per poter accedere alla previdenza obbligatoria, l'aderente alla previdenza complementare ha la possibilità di scegliere se ricevere una prestazione sottoforma di capitale o di rendita (di cui si è trattato nel paragrafo precedente).

Inoltre, gli iscritti hanno il diritto di ricevere un'anticipazione oppure un riscatto parziali in alcuni particolari casi; per quanto concerne le anticipazioni (fino al 75 %) richieste per spese sanitarie, esse sono colpite da una tassazione del 15 %, così come avviene per i riscatti nelle situazioni di disoccupazione, mobilità, invalidità e decesso; invece, la percentuale sale al 23 % nei casi di anticipazioni per l'acquisto o la ristrutturazione della prima casa<sup>102</sup>; di quanto esposto, si ha una rappresentazione nella figura 13.

Figura 13: Le anticipazioni sulle prestazioni.

	<b>Quando</b>	<b>In che misura</b>	<b>Motivi della richiesta</b>
A	In qualsiasi momento	Per un importo non superiore al 75% della posizione maturata al momento della richiesta	Spese sanitarie, a seguito di gravissime situazioni relative all'iscritto, al coniuge e ai figli per terapie e interventi straordinari riconosciuti dalle competenti strutture pubbliche
B	Decorsi 8 anni di iscrizione	Per un importo non superiore al 75% della posizione maturata	Acquisto della prima casa, per l'iscritto o per i figli, documentato con atto notarile; ristrutturazione sulla prima casa, documentata come previsto dalla normativa sulla detrazione irpef
C	Decorsi 8 anni di iscrizione	Per un importo non superiore al 30% della posizione maturata	Ulteriori esigenze degli aderenti

Fonte: "Agenzia Informa", periodico, Agenzia delle Entrate

Per quanto riguarda le imposte sulle anticipazioni, va fatta una precisazione, ossia l'aliquota applicata varia in base alla tipologia, ed in particolare:

- anticipazione del gruppo A: essa viene erogata in qualsiasi momento, per spesa sanitarie e per un valore non superiore al 75 %; l'aliquota è pari al 15 %, che può ridursi fino al 6 %;
- anticipazione del gruppo B: essa viene erogata dopo 8 anni di iscrizione, anch'essa per un importo non superiore al 75 %, per l'acquisto o per la ristrutturazione della prima casa; l'aliquota, in questo caso, ammonta al 23 %;
- anticipazione del gruppo C: erogata dopo 8 anni dall'adesione, per un importo non maggiore del 30 % e con aliquota pari al 23 %.

<sup>102</sup> Assogestioni.it→"Previdenza complementare"→ "I Vantaggi dell'adesione" pag 3

Il riscatto può essere parziale (fino al 50 % della posizione individuale maturata), qualora il periodo di disoccupazione, dopo aver cessato l'attività lavorativa, sia compreso tra 12 e 48 mesi; oppure totale, se tale periodo sia superiore ai 48 mesi.

Nel caso di decesso dell'aderente prima di aver maturato il diritto alla pensione, la posizione individuale maturata viene data agli eredi o a coloro che sono stati indicati dall'iscritto; qualora essi dovessero mancare, la posizione passa al fondo o viene devoluta a scopi sociali, espressi dal Ministero del Lavoro e della Previdenza Sociale<sup>103</sup>.

Vediamo quanto affermato nella figura 14:

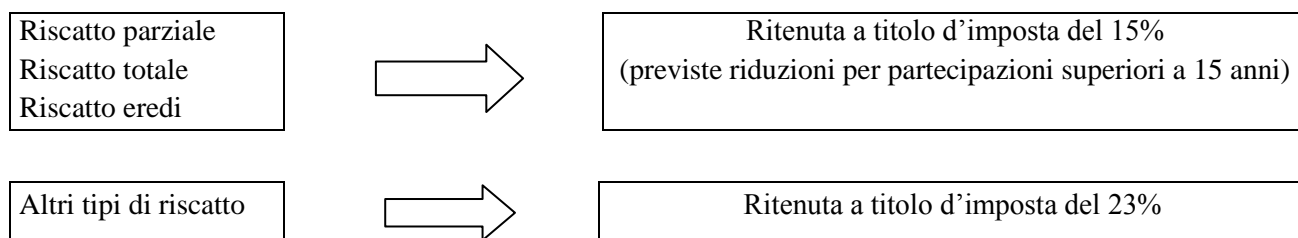
Figura 14: Le varie tipologie di riscatto nei fondi pensione.

<b>Riscatto parziale (50% della posizione individuale maturata)</b>	Nei casi di cessazione dell'attività lavorativa che comporti l'inoccupazione per un periodo di tempo non inferiore a 12 mesi e non superiore a 48 mesi. È ammesso in caso di ricorso da parte del datore di lavoro a procedure di mobilità, cassa integrazione guadagni (ordinaria e straordinaria)
<b>Riscatto totale</b>	Nei casi di invalidità permanente che comporti la riduzione della capacità di lavoro a meno di un terzo e a seguito di cessazione dell'attività lavorativa che comporti l'inoccupazione per un periodo di tempo superiore a 48 mesi.
<b>Riscatto in caso di morte dell'iscritto alla forma pensionistica</b>	In caso di morte dell'aderente, prima che lo stesso abbia maturato il diritto alla pensione. Il riscatto dell'intera posizione individuale maturata dal defunto è esercitato dagli eredi.

Fonte: Agenzia Informa, periodico, Agenzia delle Entrate

Il regime fiscale relativo ai riscatti prevede un'aliquota del 15 % per i casi sopra elencati, con la riduzione massima del 6 %; qualora il riscatto avvenga per motivi diversi, la ritenuta sarà pari al 23 %, come illustrato in figura 15; per individuare questi "motivi diversi", la COVIP ha stabilito che ci si può riferire a quelli già presenti dagli statuti nell'ambito della perdita dei requisiti di partecipazione al fondo.

Figura 15: La tassazione dei riscatti nei fondi pensione.



Fonte: "Agenzia Informa", periodico, Agenzia delle Entrate

<sup>103</sup> Assogestioni.it → "Previdenza complementare" → "Le prestazioni" → "Il riscatto" pag 1

## 2.6.2 I VANTAGGI TRIBUTARI

Il legislatore ha promosso delle strategie di natura fiscale per incentivare il singolo lavoratore ad aderire volontariamente alle forme di previdenza complementare; ad esempio, i benefici a suo favore sono i seguenti:

- i contributi che il lavoratore versa nei fondi pensione sono, nei limiti, esenti dalla tassazione, così che possano confluire per l'intero ammontare nel trattamento pensionistico individuale; lo stesso percorso vale per la quota di Trattamento di Fine Rapporto e per i contributi a carico del datore di lavoro; in poche parole, troviamo una forma di tassazione una volta erogate le prestazioni;
- per quanto riguarda la fase di accumulo, un'imposta sostitutiva ridotta va a colpire le rendite finanziarie, il cosiddetto capital gain;
- raggiunta la fase pensionistica, solamente i contributi restituiti e non tassati precedentemente sono colpiti dalla tassazione; onde evitare doppie imposte, la parte dei rendimenti tassati nella fase di accumulo non sono soggetti a tassazione; il montante erogato come capitale viene tassato, ma separatamente.

Si possono dedurre i contributi versati per un ammontare pari al 12% del reddito ed entro i 5.164,57 Euro; qualora tale limite venga superato, e quindi non sarà possibile effettuare alcuna detrazione, i contributi versati non vengono tassati ed il singolo comunica al fondo ciò, ovvero i contributi versati, ma non dedotti.

## 2.6.3 I VANTAGGI FINANZIARI

L'ammontare dei contributi versati in un fondo pensione è gestito personalmente dal singolo iscritto e ciò comporta dei vantaggi di natura finanziaria:

- minori costi, dovuti al fatto che si gestiscono ingenti quantità di risparmio previdenziale;
- versamenti periodici comportano minori oscillazioni in modo tale da acquistare a prezzi bassi;
- qualora le performance di mercato siano imprevedibili, è vivamente consigliato fare degli investimenti in somme fisse regolarmente ed evitare di ottenere dei risultati negativi dovuti ad un market timing sbagliato.

## 2.6.4 LE AGEVOLAZIONI

I contributi che vengono versati alle forme di previdenza complementare da parte del lavoratore e del datore di lavoro si possono dedurre dal reddito complessivo per un valore non superiore a 5.164,57 Euro, come esposto nei paragrafi precedenti.

Una deduzione più cospicua è stabilita verso coloro che si trovano in una situazione di prima occupazione, in data successiva al 1° gennaio 2007, ovvero verso quei soggetti che all'entrata in vigore del Decreto Legislativo n. 252 del 2005 non avevano ancora una posizione contributiva in un ente previdenziale obbligatorio: tali soggetti hanno la facoltà di dedurre, a partire dal sesto anno successivo a quello di adesione, fino a 7.746,86 Euro.

Un'agevolazione fiscale si presenta anche nel caso in cui ci siano familiari a carico, ossia individui in possesso di un reddito complessivo che non superi i 2.840,51 Euro; in questa situazione, la deduzione spetta per l'importo non dedotto e di questo va fatta comunicazione al fondo, specificando che la quota non dedotta dall'aderente non è stata dedotta neppure dal soggetto a carico.

Inoltre, ci sono delle agevolazioni anche in capo al datore di lavoro:

- egli, infatti, può dedurre, dal reddito d'impresa, fino al 4 % del TFR che annualmente viene destinato alle forme pensionistiche complementari; le imprese aventi un numero di addetti inferiore a 50 hanno la facoltà di dedurre fino al 6 %;
- egli non deve versare il contributo al Fondo di Garanzia;
- egli si vede ridotto il costo del lavoro, che coinvolge gli assegni familiari, la maternità e la disoccupazione<sup>104</sup>.

## 2.7 GLI EFFETTI DEI FONDI PENSIONE NEL MERCATO FINANZIARIO

Grazie al carattere collettivo dei fondi pensione, si vedono coinvolti moltissimi soggetti e di conseguenza anche l'ammontare del risparmio è davvero elevato.

Gestire collettivamente permette di ridurre i costi unitari e di diversificare il portafoglio in modo più efficiente.

I fondi pensione sono strumenti in grado di raccogliere flussi regolari e periodici di risparmio di ammontare non elevato ed investirlo nel medio – lungo periodo, comportando così significativi vantaggi per il mercato dei capitali.

I vantaggi legati a questi strumenti finanziari sono:

---

<sup>104</sup> Agenzia entrate.it, “Agenzia informa”, periodico 2008, pag 17

- la riallocazione tra diverse tipologie di attività finanziarie: da quelle più liquide, ma meno collegate al circuito produttivo (come i titoli del debito pubblico), a quelle meno liquide, ma aventi l'obiettivo di finanziare gli investimenti;
- alla migliore diffusione di informazioni, elemento fondamentale per diversificare il rischio;
- all'incentivazione in una specializzazione tecnologica<sup>105</sup>(Fornero, 1999).

In conclusione, i fondi pensione sono in grado di “attivare” i mercati finanziari, incrementando la loro stabilità, e di finanziare la loro diffusione.

## 2.7 CINQUE BUONI MOTIVI PER INVESTIRE CON I FONDI PENSIONE

Secondo Assogestioni, l'associazione del risparmio gestito, questo settore riveste un ruolo importantissimo nell'ambito della tutela del risparmio ed il suo direttore Marcello Messori enuncia quali sono le ragioni che spingono a scegliere i fondi pensione; vediamole nel dettaglio:

- autonomia: il patrimonio del fondo è autonomo e separato da quello della società che lo gestisce;
- controllo: il mercato è governato da regole molto severe;
- diversificazione: i fondi effettuano degli investimenti in mercati e titoli diversi per ridurre il rischio;
- trasparenza: il singolo soggetto è sempre a conoscenza dell'ammontare dei suoi fondi e della loro gestione;
- solidità: aiutano i risparmiatori a superare le situazioni difficili.

---

<sup>105</sup> Fornero E. “L'economia dei fondi pensione, potenzialità e limiti della previdenza privata in Italia”, 1999, società editrice “Il mulino”, Bologna, cap 1 “Le ragioni a favore di un sistema pensionistico misto”, pag 44.

# CAPITOLO 3 LA GESTIONE DEI FONDI PENSIONE

## 3.1 ASSET MANAGEMENT

L'asset management, o gestione professionale del risparmio, riguarda l'attività di raccolta di risparmio e il relativo investimento nel settore finanziario da parte di operatori specializzati<sup>106</sup>.

Per l'individuazione di questi soggetti si ricorre essenzialmente a tre criteri:

- institution driven: riguarda la configurazione istituzionale di colui il quale svolge l'attività di asset management<sup>107</sup>; l'asset manager si occupa della raccolta delle attività finanziarie (il cosiddetto "asset pooling") e per questo tali soggetti sono riconducibili agli investitori istituzionali, ai quali si contrappongono gli investitori individuali ("retail"), le cui scelte di negoziazione sui mercati vengono effettuate in completa autonomia; inoltre, tali soggetti si possono differenziare a seconda del tipo di raccolta e soprattutto della tipologia di rapporto giuridico che si instaura tra risparmiatore ed investitore istituzionale; solitamente si crea un contratto di mandato, in cui si delega all'investitore la gestione del portafoglio del singolo; secondo questa classificazione, gli investitori istituzionali sono i fondi pensione, le compagnie di assicurazione e le imprese d'investimento, dei quali si ha una breve descrizione nella figura 16.

---

<sup>106</sup> Manelli A., "I fondi pensione, aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", 2004, ISEDI editore, Torino, cap. 6 "L'asset management per i fondi pensione", pag. 194.

<sup>107</sup> Manelli A., "I fondi pensione, aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", 2004, ISEDI editore, Torino, cap. 6 "L'asset management per i fondi pensione", pag. 196.

Figura 16: Le caratteristiche degli investitori istituzionali.

	<b>Motivazione economica</b>	<b>Natura del mandato (tipo di contratto/prodotto)</b>	<b>Modalità di svolgimento della gestione del portafoglio</b>
Fondo pensione		-Fondi a contribuzione definita (defined contribution plan); -Fondi a prestazione definita (defined benefit plan).	La gestione viene in genere delegata a soggetti specializzati. Alcune decisioni salienti <sup>1</sup> , se consentito dalla legge, possono essere riservate agli organi del fondo.
Compagnie di assicurazione	di Accumulazione del capitale; esigenze previdenziali	-Contratti di natura finanziaria (polizze di capitale, di rendita e miste); -Contratti di natura finanziaria (index linked <sup>2</sup> , unit linked <sup>3</sup> );	La gestione può essere effettuata internamente o può essere delegata a soggetti esterni specializzati.
Imprese di investimento	di	-Contratti di gestione collettiva ed individuale.	La gestione può essere effettuata internamente o può essere delegata a soggetti esterni specializzati <sup>4</sup> .

<sup>1</sup>Si tratta generalmente di decisioni legate all'asset allocation del fondo.

<sup>2</sup>Le polizze index linked sono contratti vita che legano le prestazioni verso l'assicurato a uno o più indici di Borsa.

<sup>3</sup>Le polizze vita unit linked costituiscono una sintesi tra un fondo di investimento ed una polizza; si differenziano dalle tradizionali polizze per la destinazione degli investimenti dei premi che è formata da quote di fondi comuni e non da portafoglio di titoli.

<sup>4</sup>Rispetto al passato, è consentito alle società di gestione del risparmio di delegare a soggetti esterni la gestione dei fondi.

Fonte: Manelli A., "Fondi pensione, aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", pag 195.

- customer driven: riguarda la tipologia di clientela a cui si rivolge il gestore, il quale effettua delle strategie di segmentazione personalizzate; con questo criterio, la clientela viene raggruppata in base alle dimensioni medie del portafoglio offerto in gestione: gli investitori retail con portafogli contenuti riguardano la clientela privata ed i gestori sono definiti "private banker"; quelli wholesale hanno portafogli più consistenti e la clientela è di tipo istituzionale ed i gestori sono i cosiddetti "Fund manager"; i limiti relativi a questo secondo criterio sono numerosi: non c'è sempre corrispondenza tra clientela privata – piccole dimensioni e viceversa; spesso i gestori più competitivi seguono mercati retail e wholesale, specializzando il loro processo di produzione;
- production driven: riguarda la conoscenza dell'asset manager mediante processi produttivi, operativi e distributivi; è di notevole importanza l'analisi di tutto il processo gestionale; questo ultimo criterio rappresenta quello essenziale, quindi è necessario specificare le varie attività di cui si compone il processo di asset management.

### 3.1.1 IL PROCESSO DI ASSET MANAGEMENT

L'obiettivo del processo di asset management di un fondo pensione è assicurare ad ogni iscritto un ritorno degli investimenti tale per cui egli possa mantenere, una volta maturati i diritti pensionistici, un tenore di vita adeguato<sup>108</sup>. Quindi può considerarsi un'attività che consiste nell'investimento delle risorse finanziarie raccolte dal fondo pensione; in tale processo si verificano determinate e specifiche fasi:

- analisi degli obiettivi perseguiti, per quanto riguarda le risorse finanziarie della gestione ponendo l'attenzione al rischio/rendimento/orizzonte temporale (il cosiddetto Holding Period);
- individuazione dei vincoli che potrebbero influenzare i futuri investimenti collocabili in portafoglio;
- elenco delle politiche di investimento (ossia l'Asset Allocation Strategica), definendo le macro – classi di attività (Asset Class) in cui posizionare le risorse finanziarie in modo tale da avvicinarsi agli obiettivi preposti relativamente al connubio rischio/rendimento;
- allargare le politiche di investimento attraverso la creazione di pesi per le asset class (si tratta della Asset Allocation Tattica o Market Timing) e la selezione di titoli per ogni classe (Stock o Security Selection);
- misurare le performance e controllare i risultati ottenuti<sup>109</sup>.

### 3.1.2 RENDIMENTO, RISCHIO ED ORIZZONTE TEMPORALE

L'iscrizione ad un fondo pensione ha sempre un contenuto di garanzia contro:

- l'eventualità di godere di un reddito insufficiente nel periodo post – lavorativo;
- i tagli sul sistema previdenziale pubblico;
- la durata della vita superiore alle proprie aspettative<sup>110</sup>.

I rischi principali riscontrabili nei fondi pensione riguardano essenzialmente stime inesatte relativamente a:

- rendimenti sulle attività più bassi rispetto a quelli attesi;

---

<sup>108</sup> Manelli A., “I fondi pensione, aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d’azienda”, 2004, ISEDI editore, Torino, cap. 6 “L’asset management per i fondi pensione”, pag. 200.

<sup>109</sup> Manelli A., “I fondi pensione, aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d’azienda”, 2004, ISEDI editore, Torino, cap. 6 “L’asset management per i fondi pensione”, pag. 200.

<sup>110</sup> Gaboardi G., Settini P., “Fondi pensione: strumenti per l’uso”, in collaborazione con Ernst&Young, FrancoAngeli editore, Milano, 2007, parte seconda “La gestione finanziaria delle risorse”, cap. 12 “La politica degli investimenti”, pag. 148.

- mortalità dei partecipanti maggiore di quella media<sup>111</sup>.

Nell'ambito della gestione si individuano due tipi di rischio:

- il rischio finanziario, che incide sulla liquidità aziendale; esso è legato all'equilibrio tra flussi monetari in entrata e in uscita; quindi, è definito come la variabilità indefinita (o volatilità) degli investimenti, includendo ovviamente perdite potenziali come allo stesso modo inaspettati guadagni; è l'**incertezza** legata al valore futuro di un'attività o di uno strumento finanziario o, più in generale, di un qualsiasi investimento; si intende la probabilità di ottenere un rendimento più basso su un'attività o strumento finanziario, o in generale su un investimento, rispetto a quello atteso;
- il rischio demografico, ovvero la differenza tra la durata della vita di una persona e la durata media della vita della popolazione; esso si verifica sia nel caso in cui la durata della vita dell'assicurato sia inferiore alla media statistica (rischio premorienza), sia nel caso in cui sia superiore (rischio longevità).

L'aderente ha sempre una visione generica del rendimento da lui desiderato e viene generalmente rappresentato come percentuale di rivalutazione dell'investimento<sup>112</sup> in un certo orizzonte temporale; questo soggetto spesso trascurava il rischio inevitabile da assumere per ottenere un certo rendimento.

Compito del gestore risiede, quindi, nel rendere chiara questa visione troppo generica del singolo individuo, in modo tale da poter conoscere le necessità dei propri clienti ed indirizzarli così verso le decisioni di investimento più adatte.

Un ruolo molto importante è rivestito dal benchmark, ossia un portafoglio – tipo avente particolari caratteristiche di rischio/rendimento e viene considerato come punto di riferimento per gli investitori, i quali scelgono le migliori combinazioni di tale connubio in modo tale che i gestori possano controllare quasi immediatamente quanto le loro decisioni di gestione siano state efficienti.

Relativamente all'orizzonte temporale, il cosiddetto “Holding Period”, nel caso dei fondi pensione esso viene prestabilito contrattualmente.

---

<sup>111</sup> Gaboardi G., Settini P., “Fondi pensione: strumenti per l'uso”, in collaborazione con Ernst&Young, FrancoAngeli editore, Milano, 2007, parte seconda “La gestione finanziaria delle risorse”, cap. 12 “La politica degli investimenti”, pag. 148.

<sup>112</sup> Manelli A., “I fondi pensione, aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda”, 2004, ISEDI editore, Torino, cap. 6 “L'asset management per i fondi pensione”, pag. 201.

### 3.1.3 I VINCOLI DELLA GESTIONE

I vincoli che potrebbero influenzare le scelte di portafoglio possono essere di due tipi:

- vincoli di natura istituzionale: sono limitazioni al fondo pensione per quanto riguarda la sua attività; per questi vale ciò che è disposto nel decreto del ministero del tesoro n. 673 del 21 novembre 1996, relativo alla gestione delle risorse finanziarie dei fondi pensione, in particolare ai limiti di investimento ed alle regole in materia di conflitto di interessi; in definitiva, si devono rispettare la diversificazione di investimenti e rischi, il contenimento dei costi, la gestione efficiente del portafoglio e la massimizzazione dei rendimenti netti<sup>113</sup>.
- vincoli di natura gestionale: essi riguardano situazioni temporanee; infatti, un portafoglio, la cui composizione dipenda dalle decisioni passate, costituisce un esempio di vincolo per le future scelte del gestore visto che può influire sul raggiungimento delle performance; le esigenze degli investitori relativamente al rischio/rendimento influiscono sulle scelte di investimento del gestore.

### 3.2 L'ASSET ALLOCATION

Per "Asset Allocation" si intende un processo articolato, il cui obiettivo è trovare la composizione ottimale di portafoglio, in base alle esigenze degli investitori relativamente al rapporto rischio/rendimento e all' Holdind Period<sup>114</sup>; in sintesi, possiamo dire che rappresenta <<la procedura formale utilizzata per ottenere la migliore composizione di portafoglio>><sup>115</sup>.

In particolare, possiamo distinguere tre tipi di Asset Allocation:

- strategica: essa riguarda il primo step delle decisioni di investimento che costituiscono la base della composizione di portafoglio; in particolare, si prevede la definizione delle varie classi di attività tale per cui, in un orizzonte temporale di lungo periodo, si massimizzi il rendimento e si minimizzi il

---

<sup>113</sup> Manelli A., "I fondi pensione, aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", 2004, ISEDI editore, Torino, cap. 6 "L'asset management per i fondi pensione", pag. 207.

<sup>114</sup> Manelli A., "I fondi pensione, aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", 2004, ISEDI editore, Torino, cap. 6 "L'asset management per i fondi pensione", pag. 210.

<sup>115</sup> Alemanni B., "L'attività di asset management", in P. Musile Tanzi, "Il manuale del private banker", EGEA, Milano, 1996, pag. 54.

rischio attesi degli investimenti<sup>116</sup>; questo tipo di asset allocation si potrebbe scomporre in: individuazione delle macro classi di attività, analisi storica per meglio definire il rischio/rendimento attesi e determinazione degli obiettivi degli investitori<sup>117</sup>;

- tattica: è detta così quell'allocazione (con un orizzonte temporale breve) che considera la situazione di mercato contingente e quindi adatta gli investimenti di conseguenza. Se è stata definita in precedenza un'allocazione strategica, la tattica modifica temporaneamente la composizione del portafoglio per sfruttare trend di mercato. Deve comunque sussistere una coerenza fra allocazione strategica e allocazione tattica;
- dinamica: è un'allocazione degli investimenti ancora più orientata verso un orizzonte di breve periodo; essa viene scelta per spiegare rapidi adattamenti del portafoglio a marcate variazioni del mercato.

### 3.3 LA GESTIONE DEGLI INVESTIMENTI

Questa attività consiste nel mettere in pratica le decisioni prese nella politica di investimento realizzata tramite l'asset allocation strategica ed è definita asset allocation tattica o market timing, con cui il gestore osserva i movimenti di mercato per investire o meno nel momento più opportuno<sup>118</sup>.

Ci sono due operazioni importanti:

- stabilire quali siano le scelte di breve periodo, occupandosi soprattutto di affibiare i pesi più idonei ad ogni asset class, distinguendo tra quelli relativi al breve e quelli al lungo periodo;
- scegliere quali investimenti effettuare per ogni asset class: operazione che prende il nome di “stock” o “Security selection”.

In base alla tecnica che si impiega, si ha una certa velocità e frequenza di ricomposizione del portafoglio.

---

<sup>116</sup> Manelli A., “I fondi pensione, aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d’azienda”, 2004, ISEDI editore, Torino, cap. 6 “L’asset management per i fondi pensione”, pag. 211.

<sup>117</sup> Manelli A., “I fondi pensione, aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d’azienda”, 2004, ISEDI editore, Torino, cap. 6 “L’asset management per i fondi pensione”, pag. 211.

<sup>118</sup> Manelli A., “I fondi pensione, aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d’azienda”, 2004, ISEDI editore, Torino, cap. 6 “L’asset management per i fondi pensione”, pag. 221.

### 3.3.1 LA MISURAZIONE DELLE PERFORMANCE E LE DECISIONI DI FEED – BACK

La valutazione delle performance mira a valutare la capacità del gestore ad agire effettivamente nell'interesse degli iscritti<sup>119</sup>; tale operazione viene effettuata attraverso il confronto con il benchmark stabilito (di cui si discuterà in dettaglio nei prossimi paragrafi), facendo opportune considerazioni, quali: il rischio sopportato, mediante degli indicatori di performance corretti per il rischio; compiere una valutazione in un'ottica di lungo periodo.

Per quanto riguarda le tecniche di misurazione, è buona norma effettuare un'analisi su tre piani:

- determinazione di indicatori di rendimento di portafoglio;
- determinazione di indicatori di rischio di portafoglio;
- determinazione di indicatori di performance complessiva di portafoglio.

Gli indicatori relativi al rendimento sono:

- misure di money – weighted return: considera il rendimento basandosi sul capitale investito; esse sono spesso usate per conoscere la performance effettiva di un investimento;
- misure di time – weighted return: queste tecniche permettono di misurare la capacità del gestore nell'ottenere le performance e non prendono in considerazione l'effetto dei flussi finanziari in entrata ed in uscita; di tale tipologia di indicatori si discute nella figura 17;

---

<sup>119</sup> Micocci M., Gismondi F., “La gestione finanziaria dei fondi pensione”, Pirola, Gismondi & Associati, cap. 1 “I fondi pensione e le forme tecniche previste dalla normativa: il quadro italiano”, pag. 29, 2004, il Sole 24 ore.

Figura 17: Gli indicatori Time Weighted.

<b>Misure di total return</b>	<b>Misure di relative return</b>
Si misura il rendimento totale complessivo di un determinato investimento.	Si misura il rendimento solo su base differenziale, confrontandolo con quello di altre attività. Le misure più diffuse sono:
L'indicatore tipico è il Time Weighted rate of return: si suddivide l'arco temporale in sottoperiodi in base ai flussi esterni; i rendimenti si calcolano come incremento percentuale del valore di mercato del portfolio.	<p>Excess return (R-Rf): misura la differenza tra il total return dell'investimento ed il risk free;</p> <p>Tracking error (R-Rb): misura il rendimento in eccesso conseguito dal gestore rispetto al benchmark;</p> <p>Exceptional return: misura il rendimento del gestore e individua la parte dovuta al market timing;</p>

Fonte: Manelli A., "Fondi pensione, aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", pag. 229.

Dopo aver analizzato gli indicatori di rendimento, si passano in rassegna quelli relativi al rischio; come fatto in precedenza, anche in questo caso è opportuno effettuare una distinzione:

- rischio ex – ante: questo indicatore fornisce le informazioni sul massimo rischio che si potrebbe accollare al gestore; riguarda un momento definito della gestione;
- rischio ex – post: esso indica i rischi effettivi in capo al gestore, relativamente a tutto il periodo.

Troviamo, inoltre, indicatori con accezione simmetrica ed asimmetrica; per quanto riguarda i primi essi sono:

- Deviazione standard ( $\sigma$ ): misura la dispersione del rendimento attorno alla media osservata in un certo orizzonte temporale;
- Beta di portafoglio ( $\beta$ ): misura la componente del rischio sistematico di un investimento di natura azionaria.

Gli indicatori asimmetrici, invece, riguardano ad esempio, la probabilità di perdita, misurata dal value at risk e dal downside risk.

Nella figura 18 sono illustrati i vantaggi e gli svantaggi della deviazione standard, del beta del portafoglio e del down side risk.

Figura 18: I vantaggi e gli svantaggi degli indicatori di rischio.

	<b>Vantaggi</b>	<b>Svantaggi</b>
Deviazione standard	Semplicità di calcolo ed oggettività.	L'ipotesi di normalità dei rendimenti non permette di ottenere informazioni rilevanti per la valutazione del rischio complessivo.
Beta di portafoglio	Informa su reattività del portafoglio a variazioni attese del mercato.	Limitato ad investimenti di natura azionaria. Calcolo basato sul CAPM (Capital Asset Pricing Model) non sempre sostenibile.
Downside risk	Costruzione della distribuzione del rischio più realistica.	Problemi di calcolo. Indicatori di rischio troppo personalizzati e poco adatti a gestioni collettive.

Fonte: Manelli A., "Fondi pensione, aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", pag. 231.

### 3.3.2 STRATEGIE GESTIONALI ATTIVE/PASSIVE E CONSEGUENZE ORGANIZZATIVE SUL GESTORE

Un gestore che segue una strategia di gestione attiva cerca di cogliere disallineamenti tra prezzi di mercato delle attività finanziarie ad il loro valore intrinseco; nel caso di strategia passiva, invece, ci si allinea con il mercato per ottenere gli stessi rendimenti; quanto esposto viene rappresentato in figura 19.

Figura 19: Gli stili della gestione dei fondi pensione e le previsioni dell'asset manager.

	<b>Stile gestionale attivo</b>	<b>Stile gestionale passivo</b>
Ipotesi sottostanti	Mercati finanziari non efficienti; con previsioni ed interventi di negoziazione si possono ottenere performance superiori a quelle del mercato	Mercati finanziari efficienti; inutile "battere il mercato"
Ampiezza offerta	Prodotti anche in numero ridotto, visto che sono di qualità elevata.	Prodotti numerosi; diversificazione
Ruolo tecnologia	Supporto alle decisioni ed elaborazione informazioni di mercato	Distribuzione prodotti
Costi sostenuti	Costi di transazione e di informazione elevati	Costi di gestione elevati

Fonte: Manelli A., "Fondi pensione, aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", pag. 241

### 3.3.3 LE LEVE DI SELEZIONE E MONITORAGGIO DEGLI ASSET MANAGER DA PARTE DEI FONDI PENSIONE

Il legislatore ha stabilito un'elevata segmentazione delle varie fasi dell'asset management, diversificando anche i soggetti coinvolti, vale a dire il soggetto promotore, il gestore delle risorse, la banca depositaria ed il gestore delle rendite.

Quindi, risulta evidente che nell'ambito dei fondi pensione si sia cercato di esternalizzare tale processo, facendo in modo che se ne occupino professionisti specializzati, come le banche, le SIM, le SGR o le compagnie di assicurazione.

Uno strumento utile per selezionare gli asset manager più efficienti nella gestione e per controllarne l'operato è rappresentato dal benchmark, uno per ogni linea di gestione, che va segnalato nel prospetto informativo, secondo quanto disposto dalla COVIP.

In particolare, il modello stabilito dalla normativa per la selezione dei gestori mira alla trasparenza delle decisioni; la scelta, infatti è un processo complesso che considera la valutazione delle commissioni di gestione, della solidità patrimoniale del gestore, della sua organizzazione e la sua esperienza sui mercati finanziari<sup>120</sup>.

Inoltre, il fondo ha la possibilità di cambiare il gestore.

Tra gli obblighi della gestione finanziaria (della quale si discuterà a breve) troviamo la sana e prudente gestione del patrimonio; in particolare, gli obiettivi che deve perseguire il fondo sono:

- diversificazione degli investimenti;
- efficiente gestione del portafoglio;
- diversificazione dei rischi;
- contenimento dei costi di transazione, gestione e funzionamento del fondo;
- massimizzazione dei rendimenti netti<sup>121</sup>.

Per quanto riguarda la gestione finanziaria, i flussi di un fondo pensione sono rappresentati, come più volte affermato, dai versamenti dei lavoratori e/o del datore che danno origine ad ulteriori flussi, poiché dal loro

---

<sup>120</sup> Micocci M., Gismondi F., “La gestione finanziaria dei fondi pensione”, 2004, il Sole 24 ore, Pirola, Gismondi & Associati, cap. 1 “I fondi pensione e le forme tecniche previste dalla normativa: il quadro italiano”, pag. 15.

<sup>121</sup> Micocci M., Gismondi F., “La gestione finanziaria dei fondi pensione”, 2004, il Sole 24 ore, Pirola, Gismondi & Associati, cap. 1 “I fondi pensione e le forme tecniche previste dalla normativa: il quadro italiano”, pag. 16.

investimento in titoli si ottiene un rendimento<sup>122</sup>; i flussi in uscita, invece, consistono nelle prestazioni pagate agli iscritti, ossia le passività. Quindi, le attività sono il montante dei contributi; le passività rappresentano il valore attuale delle prestazioni future.

### 3.4 LE POLITICHE DI INVESTIMENTO

I capitali che vengono raccolti passano successivamente nelle mani di intermediari specializzati (poiché gestione e proprietà sono tipicamente separate), i quali li impiegano nei vari servizi offerti dal mercato finanziario.

Esistono delle logiche relative alle scelte di investimento di un fondo pensione, che, a differenza degli altri investitori istituzionali, presentano caratteristiche ben precise:

- lungo orizzonte temporale che inizia con l'adesione al fondo e termina alla maturazione dei diritti pensionistici, coprendo (in linea teorica) l'intera vita lavorativa del soggetto;
- regolarità ed indipendenza dei flussi contributivi rispetto agli andamenti di mercato;

Questi aspetti costituiscono gli elementi che il CdA ed il manager devono considerare nella "Asset Allocation"<sup>123</sup>.

Il primo step da svolgere riguarda la "stesura" di un piano di investimenti delle risorse contenente gli obiettivi da raggiungere mediante l'asset allocation.

Si elencano, quindi, in maniera minuziosa, gli interessi e le aspettative dei vari soggetti, vale a dire:

- iscritti al fondo, desiderosi di una remunerazione elevata (nel caso di fondi a contribuzione definita) o di un trattamento pensionistico pattuito (ipotesi di fondi a prestazione definita);
- organismi amministrativi e di controllo del fondo, interessati al rispetto delle promesse assunte;
- società di gestione, che puntano l'attenzione ai rendimenti;
- la collettività.

Terminata tale individuazione degli obiettivi, si avrà l'obiettivo "target", ossia massimizzare il valore del capitale accumulato e garantire un livello minimo di rendimento<sup>124</sup>.

---

<sup>122</sup> Micocci M., Gismondi F., "La gestione finanziaria dei fondi pensione", 2004, il Sole 24 ore, Pirola, Gismondi & Associati, cap. 1 "I fondi pensione e le forme tecniche previste dalla normativa: il quadro italiano", pag. 20.

<sup>123</sup> Manelli A., "I fondi pensione, aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", 2004, ISEDI editore, Torino, cap. 7 "Fondi pensione, mercati finanziari e struttura finanziaria d'impresa", pag. 263.

Successivamente si passa al vero fulcro dell'asset allocation, le cui scelte toccano logiche top – down, ovvero si parte da una considerazione delle variabili macroeconomiche.

Il primo passo nella pianificazione è definito “asset allocation strategica”, che suddivide le varie attività in macro – classi e stabilisce le linee guida da perseguire durante il periodo della cassa pensionistica<sup>125</sup>.

Il passo seguente riguarda l' “asset allocation tattica” e prevede l'elenco delle decisioni da compiere per meglio adattare la politica scelta alle condizioni di mercato.

È importante decidere, anche, se adottare una strategia attiva o passiva: la prima prevede di perseguire performance migliori rispetto alla media; la seconda, invece, di adeguarsi alle scelte fatte da altri<sup>126</sup>.

Per quanto concerne il binomio rischio/rendimento si possono manifestare tre situazioni:

- il rendimento ed il rischio vengono stabiliti dal singolo lavoratore; ciò riguarda prettamente i fondi pensione a contribuzione definita nei quali l'attività del gestore viene premiata attraverso le commissioni, però non è legata alle performance della gestione. In questa situazione il rischio è nelle mani del risparmiatore, il quale riceve il montante del capitale maturato, ovvero il capitale con gli interessi, senza vedersi garantito un rendimento minimo;
- il rendimento ed il rischio sono totalmente a carico del gestore ed il caso tipico è quello dei fondi pensione a prestazione definita nei quali è prestabilita una prestazione pensionistica, incorrelata con l'andamento della gestione;
- il rendimento ed il rischio vengono suddivisi tra l'iscritto ed il gestore; si manifesta tale circostanza nella situazione di un fondo pensione con garanzia di restituzione del capitale o con rendimento minimo garantito<sup>127</sup>.

### **3.4.1 LA MISURAZIONE DELLA PERFORMANCE DEI FONDI PENSIONE: IL BENCHMARK**

Le politiche di investimento, ossia l'identificazione dei criteri per mezzo dei quali investire le attività del fondo pensione in modo tale per cui esse siano sufficienti a garantire l'erogazione delle prestazioni agli

---

<sup>124</sup> Manelli A., “I fondi pensione, aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda”, 2004, ISEDI editore, Torino, cap. 7 “Fondi pensione, mercati finanziari e struttura finanziaria d' impresa”, pag. 263.

<sup>125</sup> Manelli A., “I fondi pensione, aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda”, 2004, ISEDI editore, Torino, cap. 7 “Fondi pensione, mercati finanziari e struttura finanziaria d' impresa”, pag. 264.

<sup>126</sup> Manelli A., “I fondi pensione, aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda”, 2004, ISEDI editore, Torino, cap. 7 “Fondi pensione, mercati finanziari e struttura finanziaria d' impresa”, pag. 265.

<sup>127</sup> Manelli A., “I fondi pensione, aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda”, 2004, ISEDI editore, Torino, cap. 7 “Fondi pensione, mercati finanziari e struttura finanziaria d' impresa”, pag. 266.

aventi diritto<sup>128</sup>, devono assicurare che si effettuino delle scelte coerenti con il rischio – rendimento, soprattutto riguardanti la verifica degli obiettivi ed il loro raggiungimento che, qualora non venissero ottenuti, si cercherà di capirne le cause.

Si è toccato questo argomento nel decreto del Ministro del Tesoro n. 703 del 1996 in cui si fa riferimento al benchmark, un parametro che indica la redditività e la rischiosità relative alle scelte di asset allocation dei fondi pensione ed è composto da un indice o da una combinazione di indici utili per confrontare uno strumento finanziario; inoltre, tale indicatore permette di far confronti con prodotti simili.

Prima di proseguire con la trattazione, si elencano i vantaggi derivanti dall'individuazione di tale indice:

- si può verificare in ogni momento la performance della gestione;
- si forma un'interdipendenza tra la pianificazione strategica e la sua realizzazione<sup>129</sup>;
- si separano i ruoli del fondo pensione e del gestore: il fondo individua le scelte relative alla gestione ed il gestore attua le direttive;
- si manifesta la concorrenza tra i gestori poiché il fondo pensione può confrontare l'operato di diversi gestori.

Inoltre, il benchmark deve possedere dei requisiti specifici: coerenza rispetto alle scelte allocative effettuate dal gestore, ed in particolare definite nello statuto, nel regolamento e nella convenzione di gestione; oggettività, nel senso che esso viene elaborato da soggetti esterni; trasparenza nella sua composizione; facilità di calcolo e di confronto<sup>130</sup>.

Tuttavia, questo parametro può comportare delle problematiche: per il fatto che il profilo rischio – rendimento è scelto dagli iscritti, risulta difficile utilizzare dei benchmark

già creati e che soddisfino le esigenze del singolo; inoltre, viene limitata la libertà di operato dei gestori che si vedono obbligati a seguire gli “ordini” del CdA relativi alla strategia.

La scelta del benchmark segue una logica di tipo top – down, la quale prevede la massimizzazione della performance ed ha inizio con l'identificazione degli obiettivi di asset allocation, definita strategica; questa è seguita da quella tattica, durante la quale si mettono in atto le strategie gestorie, che potrebbero essere di tipo

---

<sup>128</sup> Gaboardi G., Settini P., “Fondi pensione: strumenti per l'uso”, collaborazione con Ernst&Young, FrancoAngeli editore, Milano, 2007, parte seconda “La gestione finanziaria delle risorse”, cap. 12 “La politica degli investimenti”, pag. 137.

<sup>129</sup> Manelli A., “I fondi pensione, aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda”, 2004, ISEDI editore, Torino, cap. 7 “Fondi pensione, mercati finanziari e struttura finanziaria d'impresa”, pag. 274.

<sup>130</sup> DeFelice M., Morriconi F., 1999, “Definizione dei benchmark, misurazione delle performance e valutazione dei costi nei fondi pensione con minimo garantito, in CONSOB, “Studi in materia di intermediari non bancari”, Quaderni di finanza, n. 36, ottobre, pag. 68.

attivo (obiettivo è ottenere un rendimento maggiore del benchmark), passivo (replicare semplicemente il parametro di riferimento) oppure misto.

Il passo successivo all'individuazione di questo parametro riguarda l'analisi dell'attività del gestore e la misurazione delle performance.

Analizzando il processo di investimento, si possono individuare tre fasi:

- individuazione e misurazione della propensione media al rischio degli iscritti, generalmente raggruppati in base alle caratteristiche demografiche e finanziarie omogenee;
- scelta dell'asset allocation, ossia dell'identificazione della migliore correlazione del portafoglio di attività finanziarie;
- assegnazione al gestore degli obiettivi per gestire in modo professionale tale portafoglio<sup>131</sup>.

In conclusione, questo parametro deve essere obbligatoriamente introdotto nel prospetto informativo che accompagna l'offerta di investimenti da parte dell'intermediario finanziario, secondo quanto stabilito dalla normativa, allo scopo di garantire la trasparenza nel rapporto gestore – investitore.

---

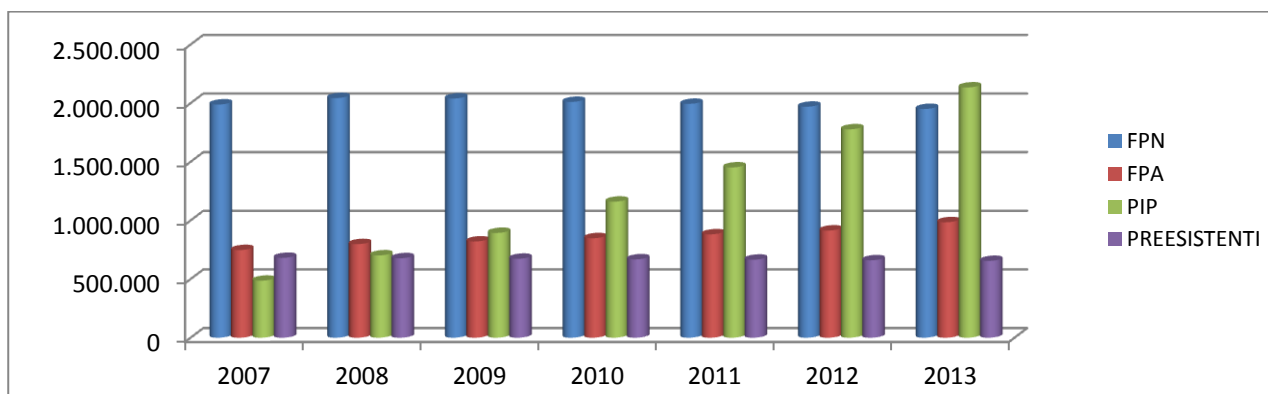
<sup>131</sup> Gaboardi G., Settini P., "Fondi pensione: strumenti per l'uso", collaborazione con Ernst&Young, FrancoAngeli editore, Milano, 2007, parte seconda "La gestione finanziaria delle risorse", cap. 12 "La politica degli investimenti", pag. 140.

## CAPITOLO 4 ANALISI DEI FONDI PENSIONE

### 4.1 GLI ISCRITTI

Nell'ambito della previdenza complementare si possono individuare quattro tipologie di fondi pensione: i fondi negoziali, i fondi aperti, i fondi preesistenti ed i Piani Individuali Pensionistici; l'andamento degli iscritti a partire dal 2007 (anno di nascita dei Piani Individuali Pensionistici) si è sviluppato come rappresentato dalla figura 20:

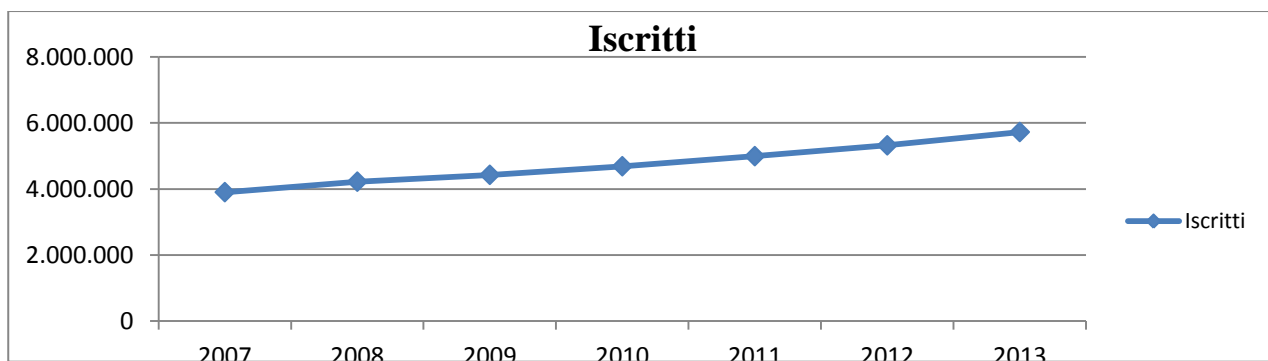
Figura 20: Andamento degli iscritti ai fondi pensione 2007 - 2013



Fonte: Elaborazione su dati Covip.

La figura 21 descrive l'andamento degli iscritti alle forme pensione complementari dal 2007 al 2013: come si può notare, esse hanno visto una crescita costante negli anni, raggiungendo i 5.723.801 iscritti al 31 dicembre 2013, la maggior parte dei quali ha aderito ad un Piano Individuale Pensionistico, seguito dai Fondi pensione negoziali, i cui aderenti sono stati i più numerosi fino all'anno precedente, ossia il 2012, anno in cui i PIP hanno subito un incremento notevole.

Figura 21: L'evoluzione degli iscritti alle forme pensionistiche complementari (2006 – 2013).



Fonte: Elaborazione su dati Covip.

Figura 22: Andamento degli iscritti alle forme pensionistiche complementari dal 2007 al 2013.

	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Fondi negoziali	1.988.639	2.043.509	2.040.150	2.010.904	1.994.280	1.969.771	1.950.552
Fondi aperti	747.264	798.007	820.385	848.415	881.311	913.913	984.584
Fondi preesistenti	680.673	677.453	673.039	667.930	664.957	659.920	654.627
Pip “nuovi”	486.017	701.819	893.547	1.160.187	1.451.995	1.777.024	2.134.038
<b>Totale</b>	<b>3.902.593</b>	<b>4.220.778</b>	<b>4.427.121</b>	<b>4.687.436</b>	<b>4.992.543</b>	<b>5.320.628</b>	<b>5.723.801</b>

Fonte: Elaborazione su dati Covip.

Si può notare che il numero degli aderenti ai Fondi Pensione Negoziali (FPN) e preesistenti, ossia quella tipologia di intermediari già presenti al momento dell’entrata in vigore del decreto attuativo dei Fondi Pensione, si sia mantenuto costante nel tempo (aggirandosi rispettivamente attorno ai 2 milioni ed ai 700.000 di iscritti), con un lieve decremento a partire dal 2008, anno critico per l’economia mondiale, a seguito del fallimento della Lehman Brothers; per quanto riguarda le altre tre tipologie di fondi, emerge, invece, una continua crescita, notevolmente marcata per la categoria dei PIP, il cui numero di iscritti quadruplica nel corso degli anni, passando dai 486 mila ai 2 milioni.

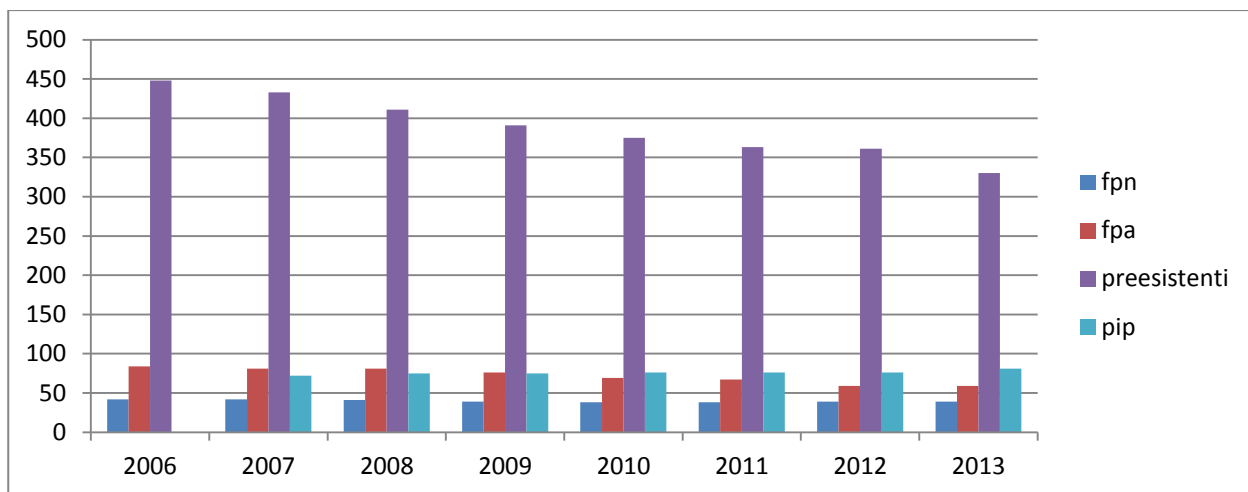
Relativamente al numero di fondi presenti, dalle figure 23 e 24 emerge come quelli preesistenti prevalgano su tutti gli altri, superando le 300 unità, a differenza dei fondi aperti, chiusi ed i PIP nuovi che non raggiungono il centinaio. Nel corso degli anni, inoltre, l’andamento del numero dei fondi pensione ha visto un decremento per tutte le tipologie; ciò significa che i fondi di piccole dimensioni sono stati incorporati in quelli di dimensioni maggiori o, semplicemente, sono stati chiusi.

Figura 23: Il numero dei fondi pensione dal 2006 al 2013.

	<b>2006</b>	<b>2007</b>	<b>2008</b>	<b>2009</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
Fondi pensione negoziali	42	42	41	39	38	38	39	39
Fondi pensione aperti	84	81	81	76	69	67	59	59
Fondi pensione preesistenti	448	433	411	391	375	363	361	330
Autonomi	307	294	273	255	245	237	233	212
Interni	141	139	138	136	130	126	128	118
Pip “nuovi”	-	72	75	75	76	76	76	81
<b>Totale</b>	<b>574</b>	<b>629</b>	<b>609</b>	<b>582</b>	<b>559</b>	<b>545</b>	<b>536</b>	<b>510</b>

Fonte: Elaborazione su dati Covip.

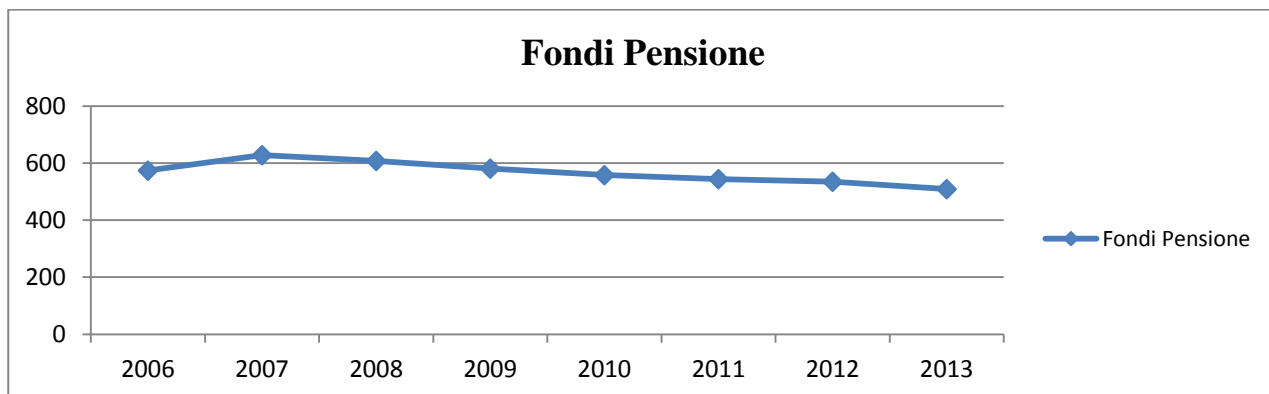
Figura 24: Il numero delle forme pensionistiche complementari dal 2006 al 2013.



Fonte: Elaborazione su dati Covip.

Complessivamente l'andamento delle forme pensionistiche complementari nel periodo 2006 – 2013 si è evoluto secondo quanto illustrato dalla figura 25: si può osservare come il loro numero abbia raggiunto il massimo nel 2007, superando le 600 unità, di cui più della metà sono fondi pensione preesistenti, per poi diminuire gradualmente nel corso degli anni, arrivando a 509 al 31 dicembre 2013.

Figura 25: Il numero dei fondi pensione dal 2006 al 2013.



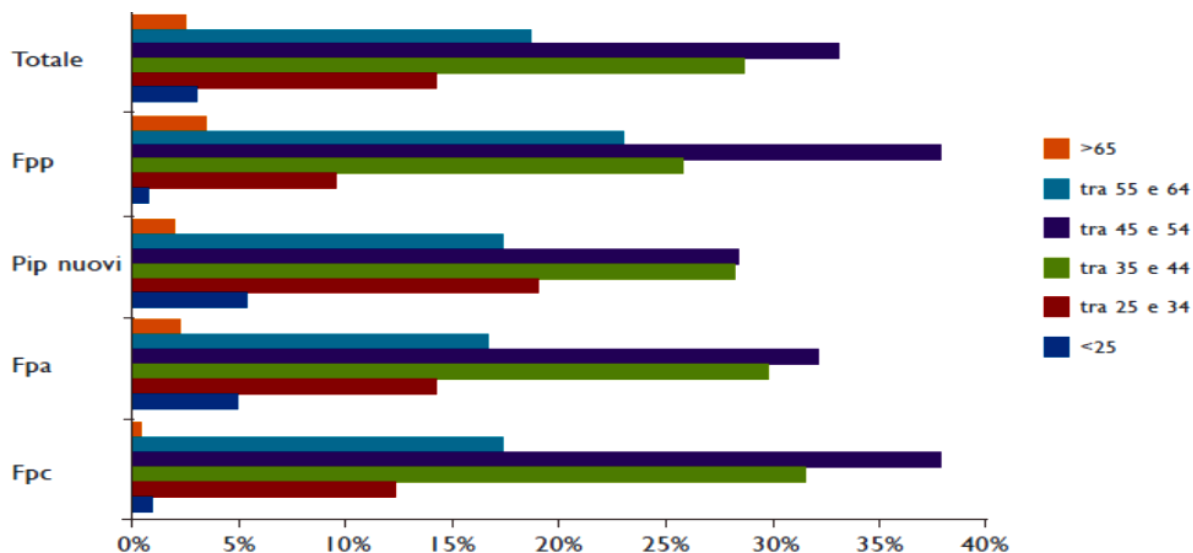
Fonte: Elaborazione su dati Covip.

Analizzando la figura 26 relativa alla distribuzione degli iscritti per classi di età, si può osservare come il maggior numero di aderenti ad un fondo pensione si ha nella fascia che va dai 45 ai 54 anni, ossia per coloro più prossimi alla pensione, ed è, invece, praticamente assente tra i giovani, dato deludente dovuto al fatto che questi soggetti possiedono una conoscenza molto limitata della previdenza complementare; inoltre, la distribuzione degli aderenti è tutto sommato omogenea tra le varie tipologie di fondi.

La categoria relativa ai soggetti aventi più di 65 anni presenta un numero molto ridotto di aderenti soprattutto ai fondi pensione negoziali, per i quali, invece, si ha il maggior numero di iscritti di età compresa tra i 45 ed i

54 anni; nell'ambito dei Piani Individuali Pensionistici non si ha una prevalenza di tali individui, ma questi sono alla pari in termini di unità con i soggetti più giovani, ossia tra i 35 ed i 44 anni.

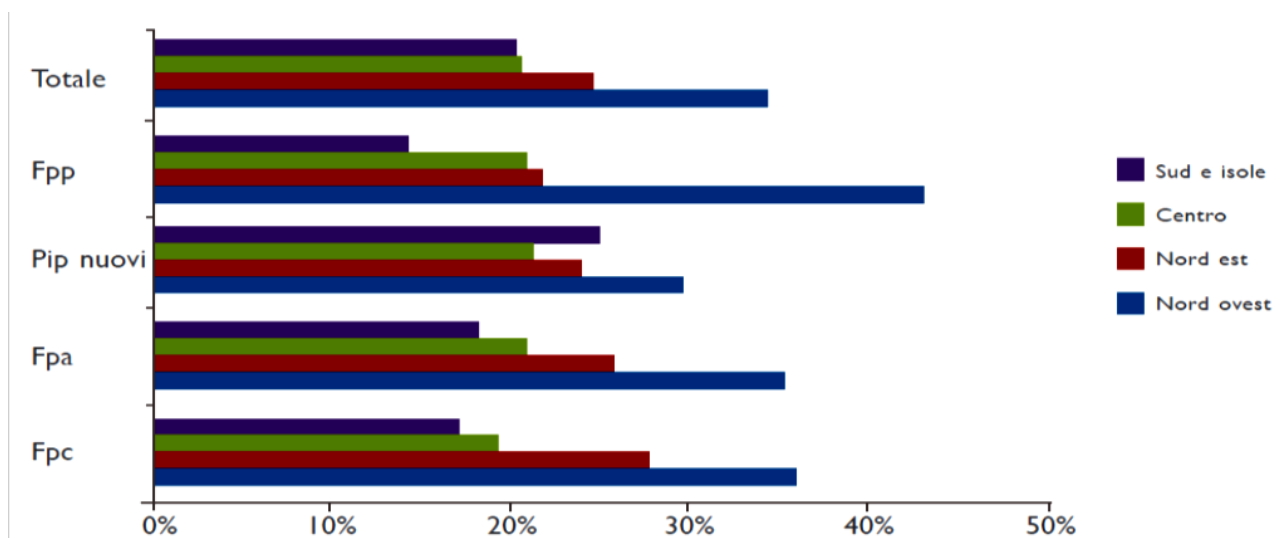
Figura 26: La distribuzione degli iscritti tipologia di forma pensionistica e classi di età al 31.12.2013.



Fonte: Elaborazione su dati Mefop.

Proseguendo con la trattazione degli iscritti, la figura 27 delinea la distribuzione degli aderenti per area geografica: la percentuale più elevata di soggetti che scelgono una forma pensionistica complementare è presente nel Nord Ovest del nostro Paese, seguita con una certa distanza dal Nord Est, eccezion fatta per i Piani Individuali Pensionistici nuovi, in cui emerge la prevalenza del Sud ed isole sul Triveneto; la maggior parte degli aderenti dell'Italia occidentale si iscrive ad un fondo pensione preesistente, superando il 40%. Nel complesso, la presenza minore di iscritti si ha nel Sud ed isole e nell'Italia centrale, quasi a pari merito, seguiti dal Nord Est, i cui abitanti si iscrivono soprattutto ai Fondi pensione negoziali, e dal Nord Ovest.

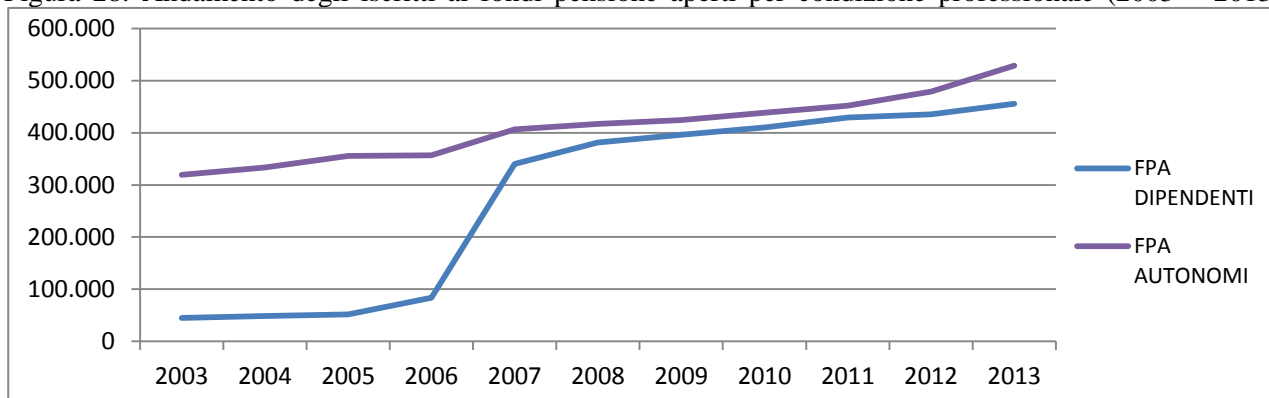
Figura 27: La distribuzione degli iscritti per area geografica al 31.12.2013.



Fonte: Elaborazione su dati Mefop

Procedendo con l'analisi degli iscritti, si osserva dalla figura 28 l'andamento degli aderenti per condizione professionale: nella categoria dei fondi pensione aperti il numero dei dipendenti è cresciuto costantemente nel corso degli anni, cosa che è avvenuta in misura più consistente per gli autonomi, in particolare nel biennio 2006 – 2008, durante il quale si è vista un incremento considerevole degli iscritti; a partire dal secondo semestre del 2006 questo picco si è assestato, mantenendo costante la differenza tra le due tipologie di professioni.

Figura 28: Andamento degli iscritti ai fondi pensione aperti per condizione professionale (2003 – 2013).



Fonte: Elaborazione su dati Covip.

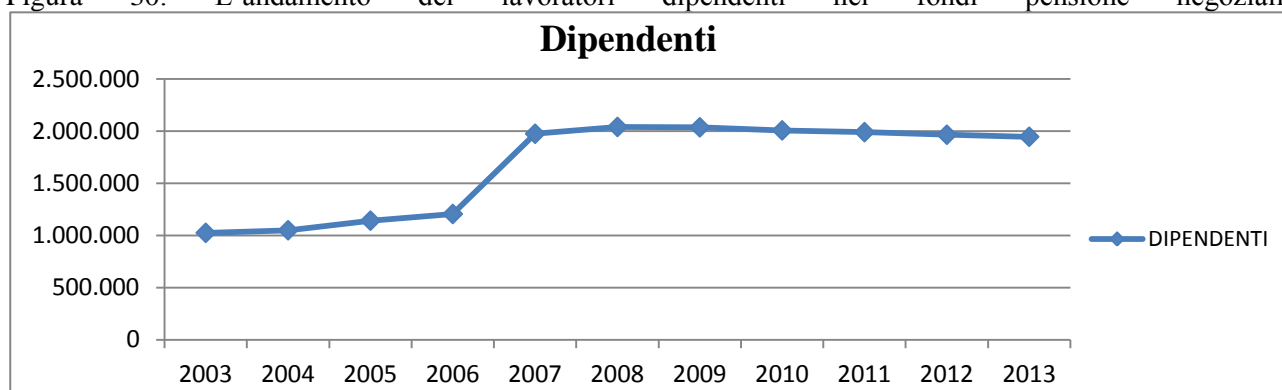
Figura 29: L'andamento degli iscritti per condizione professionale nei fondi pensione negoziali.

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Dipendenti	1.974.898	2.040.049	2.036.495	2.006.996	1.990.173	1.965.425	1.945.876
<b>Autonomi</b>	<b>13.741</b>	<b>3.460</b>	<b>3.655</b>	<b>3.908</b>	<b>4.107</b>	<b>4.346</b>	<b>4.676</b>

Fonte: Elaborazione su dati Covip.

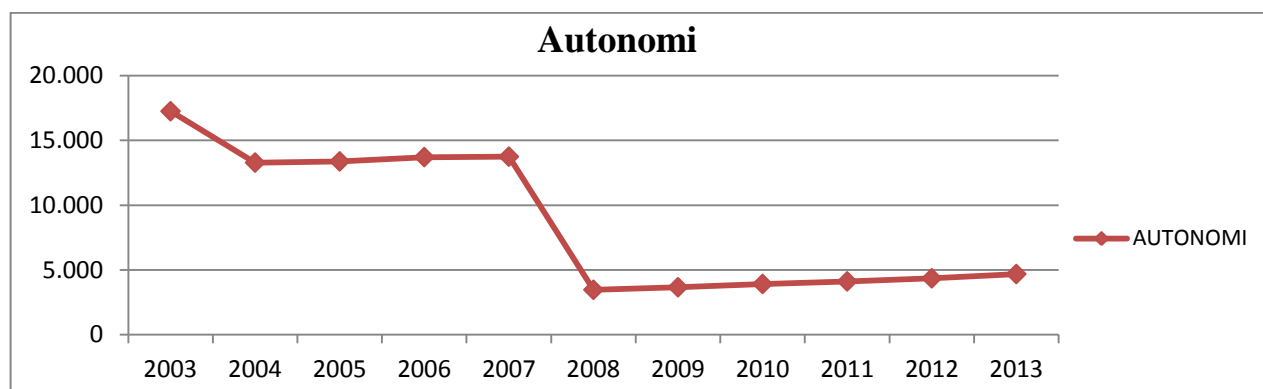
Dalla figura 29 emerge come la maggior parte degli iscritti ad un fondo pensione negoziale appartenga al settore dei lavoratori dipendenti, aggirandosi attorno ai 2 milioni, valori raddoppiati nel corso degli ultimi anni, come illustra la figura 30; gli autonomi, invece, rappresentano una parte molto contenuta, non toccando neppure le 5 mila unità, dato in brusca diminuzione nel biennio 2007 – 2009 ed in costante, seppur lieve, crescita a partire dal 2009, come emerge dalla figura 31.

Figura 30: L'andamento dei lavoratori dipendenti nei fondi pensione negoziali.



Fonte: Elaborazione su dati Covip.

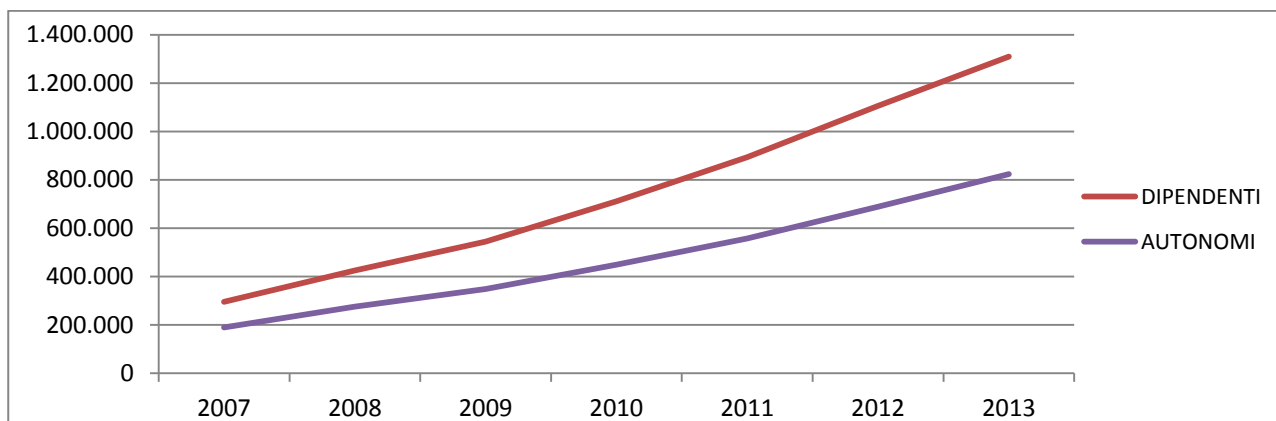
Figura 31: L'andamento dei lavoratori autonomi nei fondi pensione negoziali.



Fonte: Elaborazione su dati Covip.

Tale situazione di accentuata decrescita non si è verificata nei Piani Individuali Pensionistici, dove il numero degli iscritti appartenenti alla categoria dei lavoratori autonomi non è così ridotta: nel corso degli anni, infatti, si ha assistito ad un loro costante e considerevole aumento, come è avvenuto anche per le categorie di soggetti dipendenti, i cui aderenti sono notevolmente più numerosi, come si può osservare dalla figura 32:

Figura 32: L'andamento degli iscritti per condizione professionale nei Piani Individuali Pensionistici.



Fonte: Elaborazione su dati Covip.

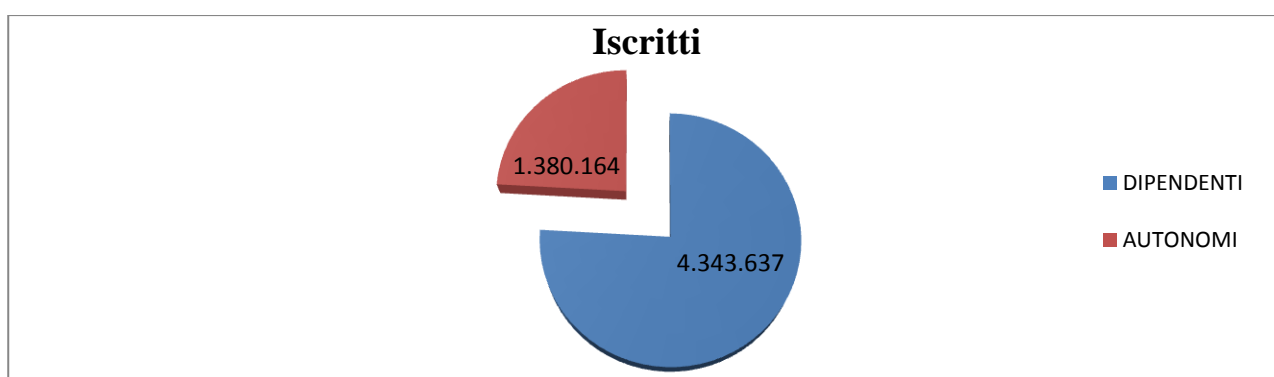
Si procede con l'analisi dell'andamento degli iscritti relativa ad un periodo più recente.

Come illustrato dalla figura 33, la maggior parte degli iscritti alle forme pensionistiche complementari appartiene alla categoria dei lavoratori dipendenti, sia pubblici che privati, superando il 75 % del totale degli aderenti; per quanto riguarda i lavoratori autonomi, essi si aggirano attorno al milione e 300 mila unità, dato corrispondente al 25 % dell'intero gruppo di lavoro.

Come si può osservare dalla figura 34, il numero degli aderenti è stato pressochè costante nei fondi pensione negoziali, aperti e preesistenti, evento che non si manifesta nei Piani Individuali Pensionistici, nei quali si assiste ad una crescita nel corso del 2013 e ad un leggero calo nell'anno appena concluso.

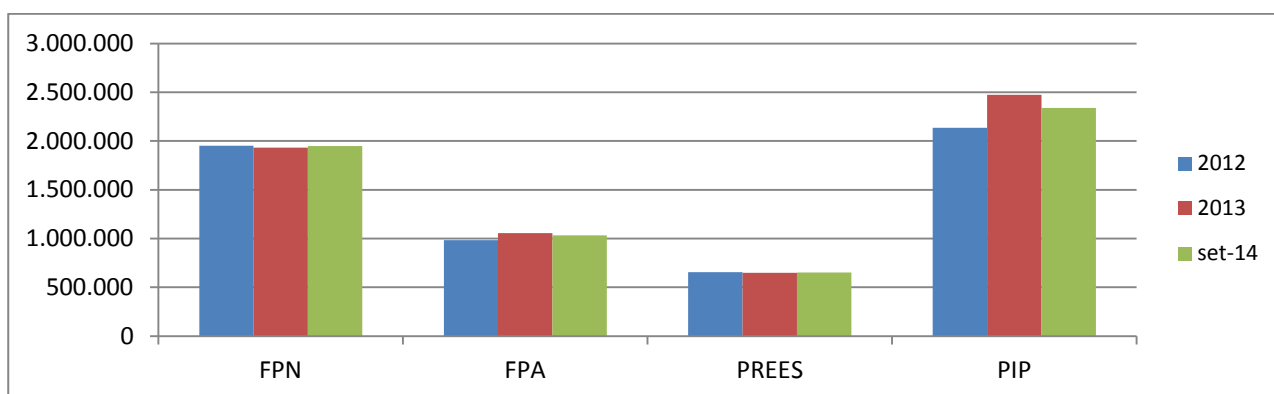
Andando nel dettaglio ed analizzando l'evolversi degli iscritti nel 2014, la figura 35 mostra come l'unica variazione in negativo relativa al periodo dicembre 2013 – settembre 2014 si sia manifestata per i fondi pensione negoziali, i quali hanno visto il numero degli iscritti ridursi dello 0,2 %; situazione opposta si è presentata per le altre tre tipologie di fondi, dove l'andamento è stato positivo, con un incremento più accentuato per i Piani Individuali Pensionistici nuovi, aumentati del 9,6% contro il 4,9 ed il 4 % rispettivamente dei fondi pensione aperti e di quelli preesistenti.

Figura 33: La distribuzione degli iscritti nei fondi pensione al 31 dicembre 2013.



Fonte: Elaborazione su dati Covip.

Figura 34: L'andamento degli iscritti ai fondi pensione dal 2012 a settembre 2014.



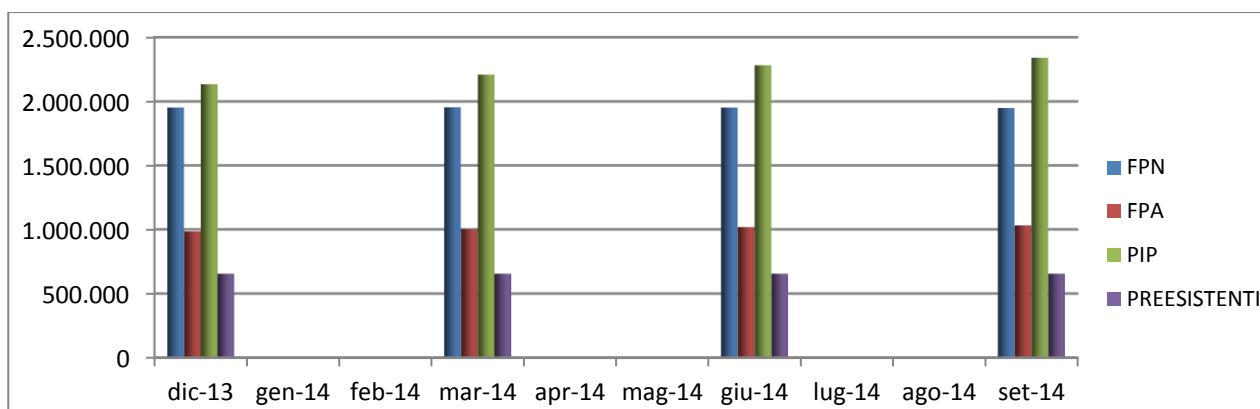
Fonte: Elaborazione su dati Covip.

Figura 35: Le adesioni della previdenza complementare nel 2014.

	<b>Settembre 2014</b>	<b>Giugno 2014</b>	<b>Marzo 2014</b>	<b>Dicembre 2013</b>	<b>Δ% Set 14/ Dic 13</b>
Fondi pensione negoziali	1.947.363	1.950.644	1.952.656	1.950.552	-0,2
Fondi pensione aperti	1.032.737	1.018.740	1.002.604	984.584	4,9
PIP "nuovi"	2.338.681	2.282.032	2.209.050	2.134.038	9,6
Fondi pensione preesistenti	654.000	654.000	654.000	654.627	4,0
<b>Totale</b>	<b>5.972.781</b>	<b>5.905.416</b>	<b>5.818.310</b>	<b>5.723.801</b>	<b>4,0</b>

Fonte: Elaborazione su dati Covip.

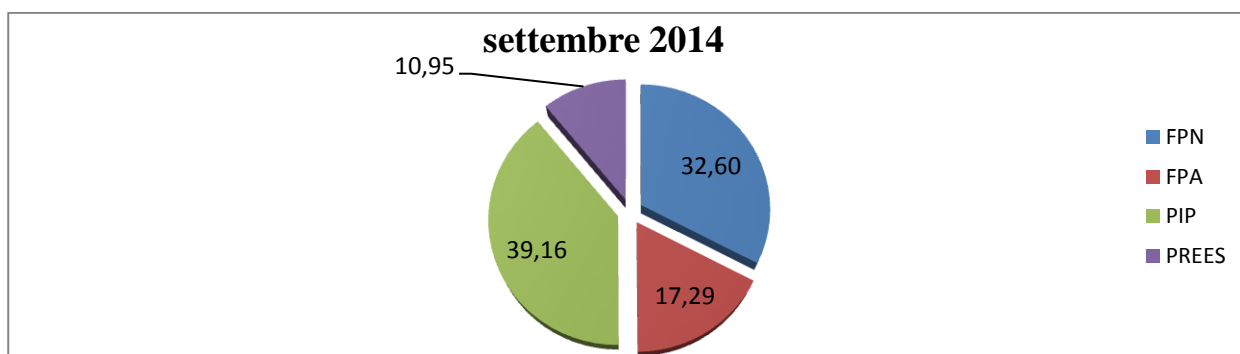
Figura 36: Andamento degli iscritti alla previdenza complementare nel periodo dicembre '13-settembre '14.



Fonte: Elaborazione su dati Covip.

La figura 37 illustra la suddivisione degli iscritti al 30 settembre 2014, periodo in cui la percentuale maggiore di aderenti è collocata nei PIP, dove tocca quasi il 40%, seguiti, a poca distanza, dai fondi pensione negoziali; con uno stacco più marcato, corrispondente ad una percentuale del 17 e dell'11%, si posizionano rispettivamente i fondi pensione aperti e quelli preesistenti.

Figura 37: La percentuale degli iscritti ai fondi pensione al 30 settembre 2014.



Fonte: Elaborazione su dati Covip.

## 4.2 LE RISORSE ED I CONTRIBUTI

Per quanto riguarda il patrimonio dei fondi pensione e le risorse destinate alle prestazioni va fatta una precisazione: queste ultime corrispondono all'attivo netto destinato alle prestazioni, ossia l'ANDP, dato dalla differenza tra le attività e le passività, per i fondi pensione negoziali e aperti e per i fondi preesistenti dotati di soggettività giuridica che detengono direttamente le risorse; alle riserve matematiche (ossia l'importo che deve esser accantonato dalla compagnia assicurativa per far fronte agli obblighi futuri assunti verso la massa

degli assicurati) per i fondi preesistenti privi di soggettività giuridica, per i PIP di tipo tradizionale ed al valore complessivo delle quote per i PIP tipo unit linked<sup>132</sup>, vale a dire quella tipologia di “contratti assicurativi di ramo III rispetto ai quali l’ammontare delle prestazioni è legato all’andamento di un fondo interno o di un OICR”<sup>133</sup> (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio).

Come illustrato dalla figura 38 le risorse destinate alle prestazioni delle forme pensionistiche complementari al 31 dicembre 2013 ammontano a 109.944 milioni di euro, incrementandosi dell’11,6% rispetto all’anno precedente; l’importo maggiore proviene dai fondi pensione preesistenti, i cui flussi sono pari a 50 milioni di euro, il cui aumento, però, è stato più limitato rispetto al 2012 (del 5%); la variazione positiva più consistente si è manifestata nei PIP nuovi, toccando il 32,6%; per quanto riguarda i flussi contributivi, essi ammontano a 11.913 milioni di euro, il cui importo più elevato proviene dai fondi pensione negoziali, i quali apportano quasi un terzo dell’intero ammontare; ruolo opposto rivestono i fondi pensione aperti, che si vedono versare quasi 1.300 milioni di euro.

Figura 38: Risorse e contributi delle forme pensionistiche complementari 2012 – 2013 (Dati in milioni di euro).

	Risorse destinate alle prestazioni		Contributi	
	Importi	Δ% 2013/2012	Importi	Di cui TFR
Fondi pensione negoziali	34.504	14,4	4.308	2.733
Fondi pensione aperti	11.990	19,0	1.296	477
Fondi pensione preesistenti	50.376	5,0	3.694	1.552
PIP “nuovi”	13.014	32,6	2.607	417
Totale	109.944	12,1	11.913	5.187

Fonte: Elaborazione su dati Covip

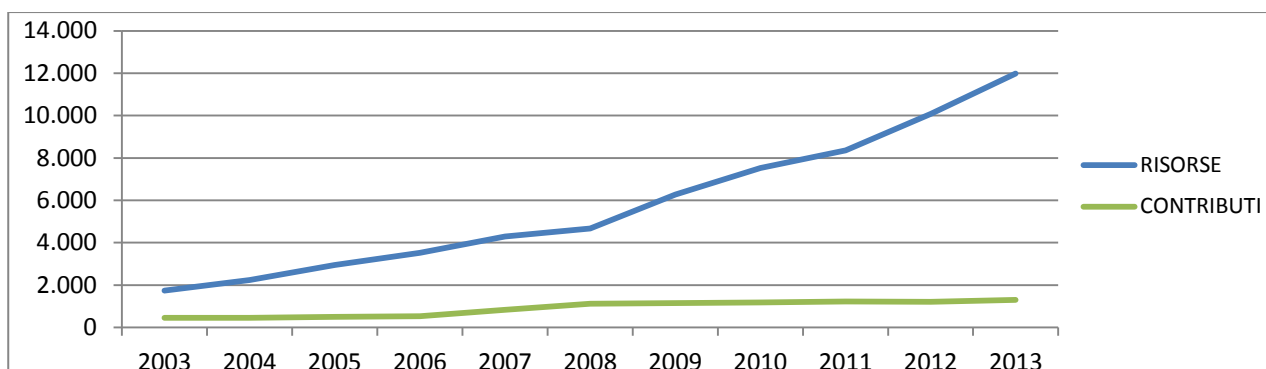
L’analisi del patrimonio è stata effettuata prendendo in considerazione i fondi pensione negoziali ed aperti e i Piani Individuali Pensionistici.

Per quanto riguarda i fondi pensione aperti, le risorse destinate alle prestazioni hanno subito un incremento notevole nel corso degli anni: sono passati, infatti, da 1.731 milioni di euro del 2003 ai quasi 12.000 milioni di euro del 2013; questa crescita è stata molto più contenuta per i contributi, i cui importi sono sempre stati inferiori ai 2.000 milioni di euro, come si può notare dalla figura 39; negli ultimi 10 anni, quindi, l’andamento dei contributi è stato praticamente costante.

<sup>132</sup> Covip.it→”Glossario”

<sup>133</sup> Covip.it→”Glossario”

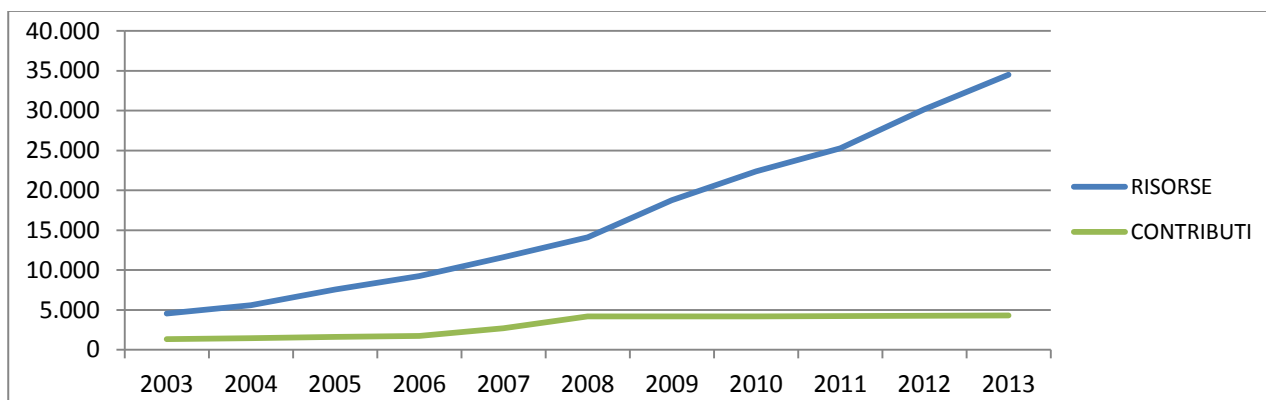
Figura 39: Andamento delle risorse e dei contributi nei fondi pensione aperti. (2003 – 2013)



Fonte: Elaborazione su dati Covip

Proseguendo con l'analisi del patrimonio dei fondi pensione negoziali, la situazione non è molto differente dalla precedente: come illustrato in figura 40, si presenta, infatti, una crescita sostenuta delle risorse, raggiungendo i 35.000 milioni di euro al 31 dicembre 2013 (erano 4.500 milioni nel 2003), e un lieve, ma costante incremento dei flussi contributivi, che nel corso degli ultimi 5 anni si sono mantenuti pressochè invariati; rispetto a quelli aperti, inoltre, l'ammontare degli importi è notevolmente maggiore nei fondi pensione negoziali.

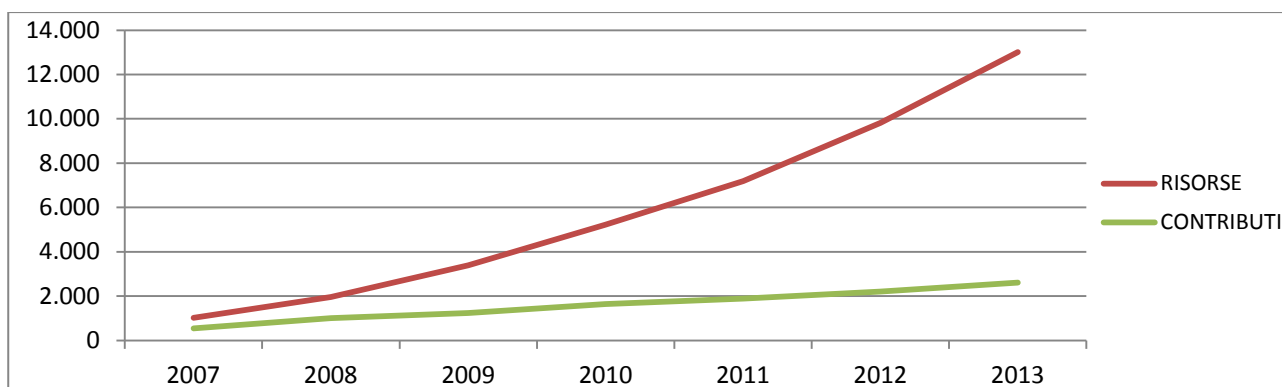
Figura 40: L'andamento delle risorse e dei contributi nei fondi pensione chiusi (2003 – 2013).



Fonte: Elaborazione su dati Covip

Per quanto riguarda i Piani Individuali Pensionistici, la figura 41 illustra l'andamento delle risorse e dei contributi: anche per questa tipologia di fondi pensione lo stacco tra risorse e contributi è notevole; le prime sono passate da circa 1.000 milioni di euro nel 2003 ai 13.000 milioni di euro nel 2013, evidenziando una crescita fortemente sostenuta, ed i contributi, come nelle precedenti situazioni, si sono incrementati anch'essi, ma in misura molto minore delle risorse destinate alle prestazioni.

Figura 41: L'Andamento delle risorse e dei contributi nei PIP (2003 – 2013).



Fonte: Elaborazione su dati Covip

#### 4.2.1 I COMPARTI

Prima di procedere con l'analisi per comparti, si esaminano in modo sintetico le varie linee di investimento a disposizione del singolo aderente ad un fondo pensione; nella figura 42 sono illustrati i diversi comparti, che si possono raggruppare nel seguente modo in base alla percentuale minima e/o massima di titoli azionari detenibili in portafoglio ed alle caratteristiche di quest'ultimo:

- azionari: almeno il 70 %; gli investimenti sono dinamici, i rendimenti volatili, i risultati variabili, l'orizzonte temporale è di medio – lungo termine e gli individui sono propensi al rischio;
- bilanciati azionari: dal 50 al 90 % di titoli azionari;
- bilanciati: dal 30 al 70 % di titoli azionari; si mira alla diversificazione degli investimenti, l'orizzonte temporale è di medio periodo; l'investimento viene effettuato cogliendo le opportunità del mercato azionario ed obbligazionario;
- bilanciati obbligazionari: dallo 0 (zero) al 50 % di titoli azionari;
- obbligazionari: 0 (zero) % di titoli azionari, con duration massima di portafoglio di 1 anno; prevale la continuità dei risultati, l'orizzonte temporale è di breve – medio periodo e gli individui sono avversi al rischio; in questa categoria troviamo gli obbligazionari misti, la cui percentuale in titoli azionari oscilla tra lo 0 (zero) ed il 20 %;
- monetari (o garantiti): 0 (zero) % di titoli azionari, con duration massima di portafoglio di 2 anni; le caratteristiche di questa tipologia di titoli è del tutto simile a quella precedente;
- flessibili: dallo 0 (zero) al 100 %; essi si definiscono flessibili poiché non sono soggetti a vincoli di asset allocation azionaria (o di base).

Figura 42: Classificazione dei fondi pensione in base ai titoli azionari detenibili in portafoglio

Azionari	Almeno il 70%
Bilanciati azionari	Da 50% a 90%
Bilanciati	Da 30% a 70%
Bilanciati obbligazionari	Da 0% a 50%
Obbligazionari	0%, con duration massima di ptf di 1 anno
Monetari	0%, con duration massima di ptf di 2 anni
Flessibili	Da 0% a 100%

Fonte: Assogestioni.it “Classificazione dei fondi pensione”.

Ora l’analisi è incentrata sulla distribuzione degli iscritti e dell’attivo netto destinato alle prestazioni per comparto o linea di investimento; la figura 43 chiarisce la distribuzione degli aderenti ai fondi pensione per tipologia di linea di investimento relativa a fine dicembre 2013: il maggior flusso di iscritti è presente nel comparto garantito, in cui il 46 % dei lavoratori vi aderisce, seguito da quelli bilanciato ed obbligazionario, rispettivamente con il 23,5 % ed il 19,4 %; questi due comparti possiedono caratteristiche molto simili dal punto di vista degli investimenti, poiché si mira alla loro diversificazione, l’orizzonte temporale è di breve – medio periodo e gli individui sono avversi al rischio, ma differiscono per la percentuale azionaria presente nel portafoglio (oscilla tra il 30 ed il 70 % nei primi ed è nulla nel comparto obbligazionario); solamente un individuo su dieci sceglie di aderire ad una linea di investimento azionaria.

Si può notare, inoltre, che nei fondi pensione negoziali si ha una ripartizione piuttosto omogenea tra i comparti garantito, obbligazionario e bilanciato, fattore che non si manifesta nei casi dei fondi aperti e dei PIP: nei primi prevale il comparto bilanciato con quasi il 32 %, a seguire il garantito e l’azionario con una percentuale molto vicina (la differenza è di un solo punto percentuale); nei PIP, invece, la situazione è totalmente diversa, con una preponderanza marcata del garantito (il 73 % vi aderisce!) ed una minore adesione verso l’azionario (quasi 13 iscritti su 100) e l’obbligazionario e il bilanciato solo per il 7 %.

Figura 43: Le forme pensionistiche complementari e la ripartizione degli iscritti per comparto al 31.12.2013.

Tipologia di linea	Fondi negoziali	Fondi aperti	PIP “nuovi”	Totale
Garantito <sup>1</sup>	23,5	26,2	72,9	46,0
Obbligazionario	35,7	16,8	7,5	19,4
Bilanciato <sup>2</sup>	39,3	31,9	7,0	23,5
Azionario	1,5	25,1	12,6	11,1
<b>Totale</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

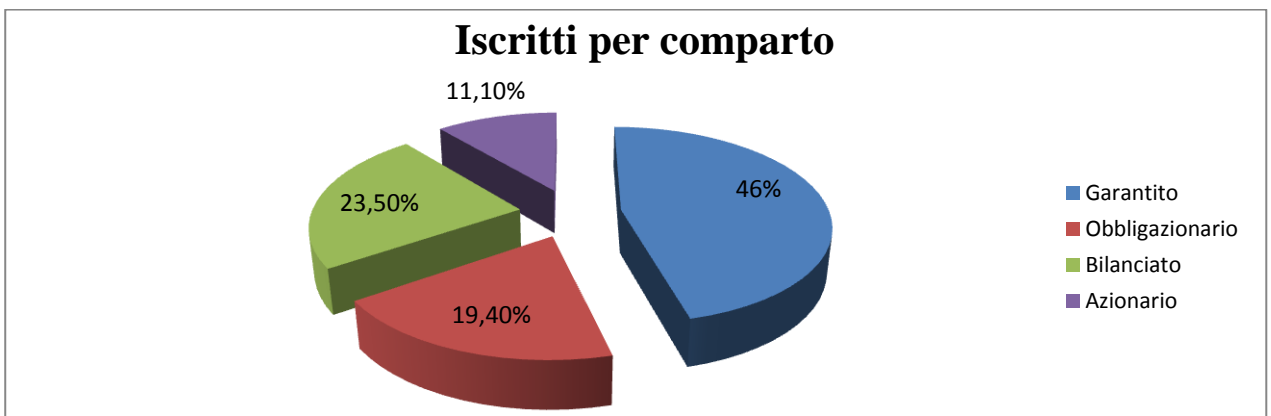
<sup>1</sup> Si tratta della gestione separata (ramo I) nei PIP “nuovi”

<sup>2</sup> Comprende le linee cosiddette flessibili

Fonte: Elaborazione su dati Covip.

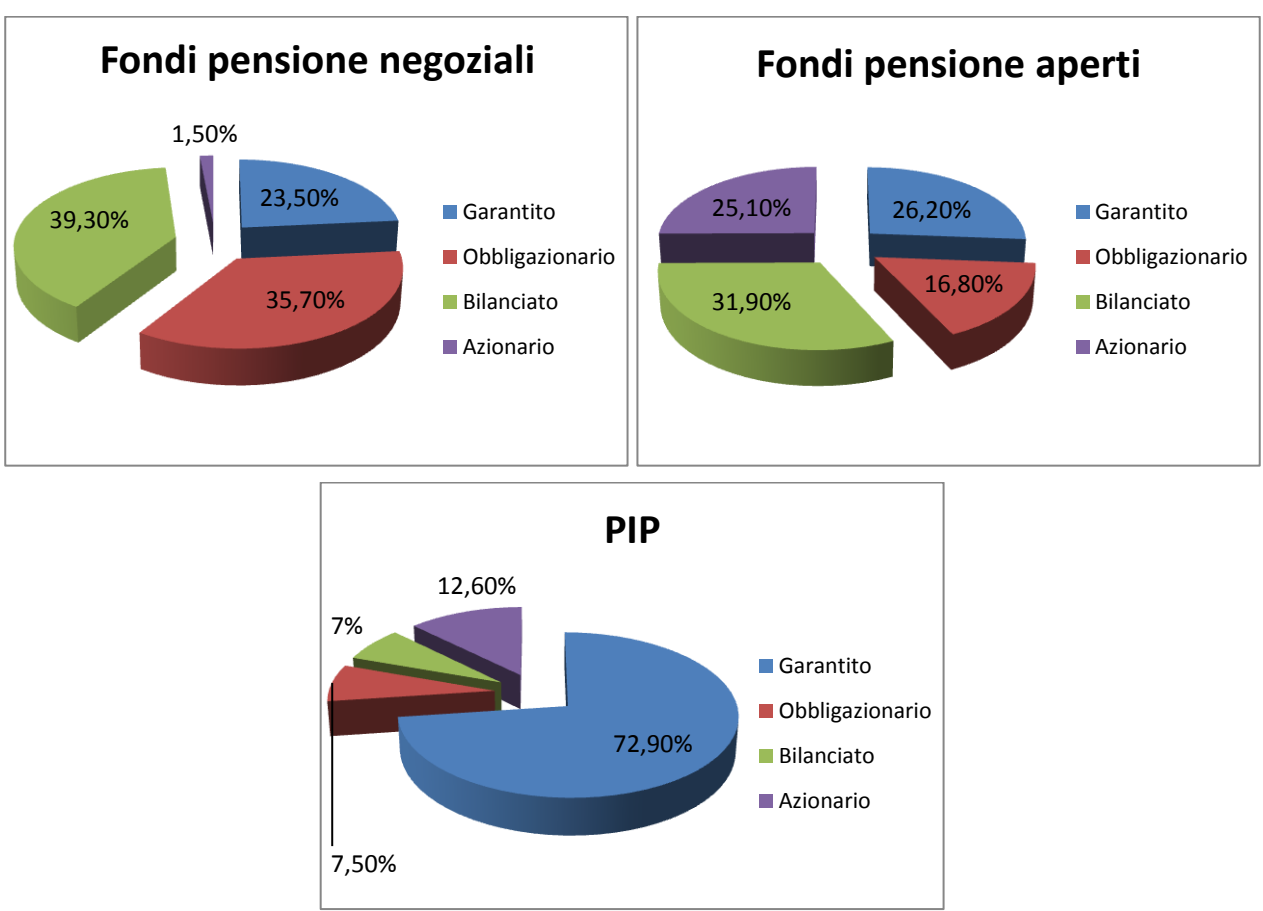
Per chiarire questa distribuzione, di seguito viene illustrata la ripartizione per questi comparti nella figura 51 e più in dettaglio nella figura 44, dove si illustra la suddivisione nei fondi pensione negoziali, aperti e nei Piani Individuali Pensionistici.

Figura 44: La ripartizione degli iscritti per tipologia di comparto al 31.12.2013.



Fonte: Elaborazione su dati Covip.

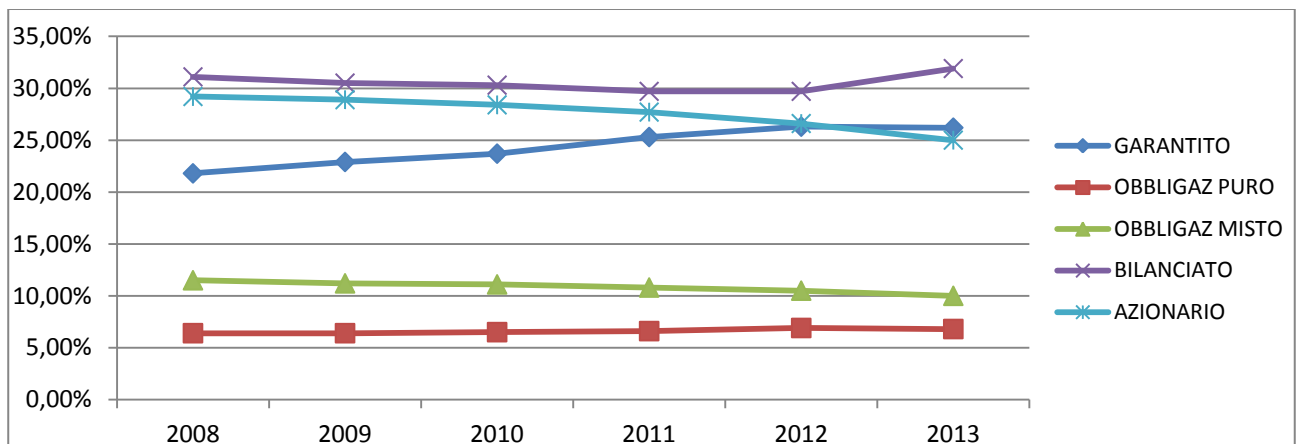
Figura 45: Ripartizione degli iscritti per comparti al 31.12.2013.



Fonte: Elaborazione su dati Covip.

L'analisi per tipologia di comparto prosegue con la ripartizione nei Fondi pensione aperti, come esposto in figura 46: dal 2008 alla fine del 2013 per la linea obbligazionaria, sia mista che pura, l'andamento è stato pressochè costante, mantenendosi attorno al 10 – 11 % per la prima ed al 7 % per la tipologia pura; performance di crescita si è verificata nei comparti bilanciato, dove l'incremento è avvenuto a partire dal 2012, e garantito, il quale ha visto un aumento costante, superando il 26 % a fine dicembre 2013; l'unica linea di investimento che ha avuto un andamento negativo non di poco rilievo è stata quella azionaria, passando dal 29,2 % al 25 %.

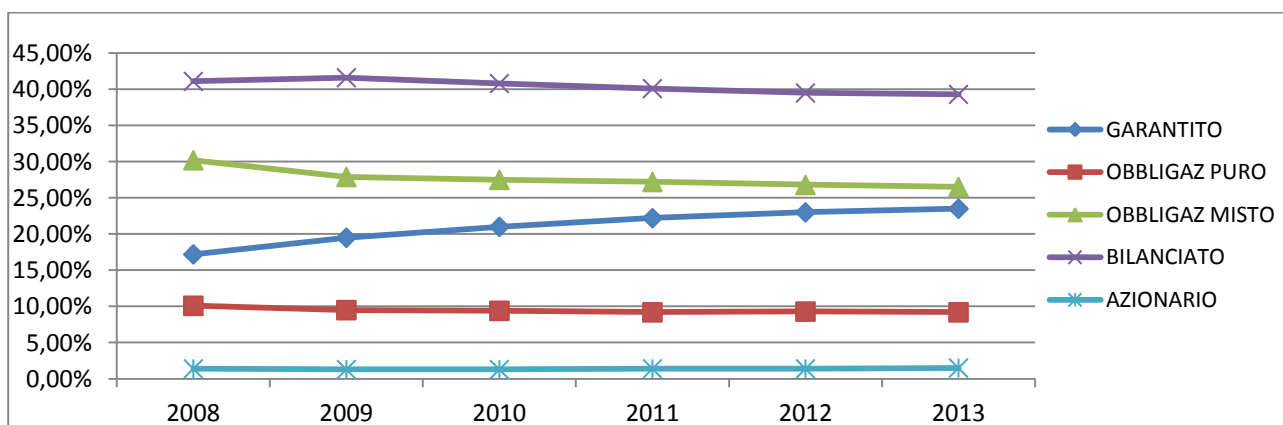
Figura 46: L'andamento degli iscritti per tipologia di comparto nei fondi pensione aperti (2008 – 2013).



Fonte: Elaborazione su dati Covip

Per quanto riguarda i fondi pensione negoziali, la figura 47 illustra la ripartizione degli iscritti: la componente azionaria è stata contenuta, ma costante nel tempo, non superando mai l'1,5 %; si nota un andamento negativo per i comparti obbligazionario puro, bilanciato ed obbligazionario misto, il quale ha assistito alla riduzione maggiore, quasi del 4 %; l'unica linea di investimento che ha avuto una crescita nel numero di iscritto è quella garantita, passando dal 17,2 % al 23,5 %.

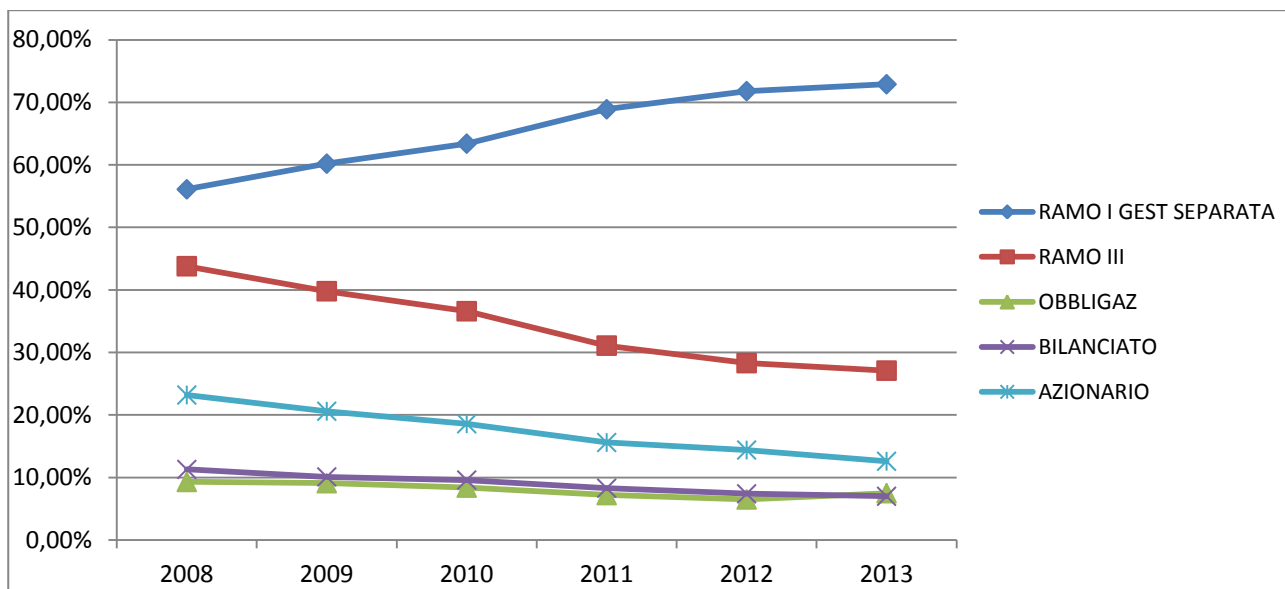
Figura 47: La ripartizione degli iscritti per tipologia di comparto nei fondi pensione negoziali.



Fonte: Elaborazione su dati Covip.

La ripartizione dei comparti nei Piani Individuali Pensionistici lievemente diversa rispetto a quella dei due fondi analizzati in precedenza: essa, infatti, prevede due linee denominate “rami”, le quali si dividono in ramo I, la cui gestione è separata e corrisponde al comparto garantito, e ramo III, il quale contiene i comparti obbligazionario, bilanciato ed azionario; si può notare questa ripartizione nella figura 48 si può notare come la percentuale maggiore di aderenti ad un PIP è presente nel ramo I, quindi nel comparto garantito, il quale ha sempre avuto un andamento crescente, arrivando al 73 % circa di iscritti; il ramo III, invece, ha assistito ad una costante riduzione del numero di iscritti, passando dal 43,8 % al 27,1 %; di questo ramo, la percentuale più elevata di individui è collocata nella linea azionaria, seguita da quelle obbligazionaria e bilanciata, che si discostano di un solo punto percentuale.

Figura 48: La ripartizione degli iscritti per tipologia di comparto nei PIP (2008 – 2013)

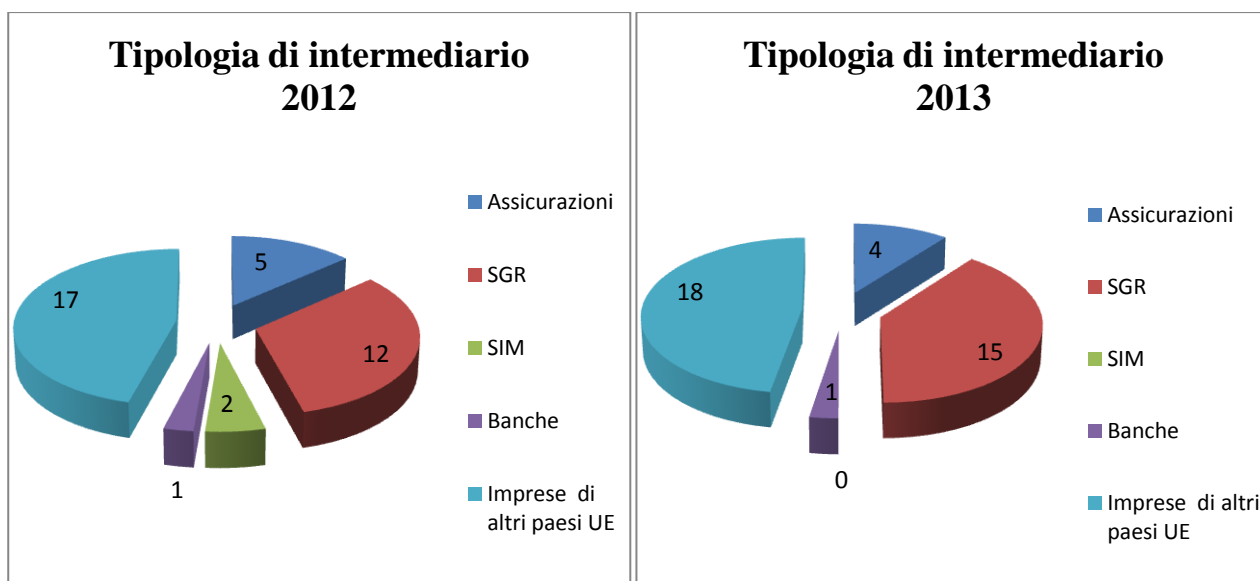


Fonte: Elaborazione su dati Covip

#### 4.2.2 LA COMPOSIZIONE DEL PATRIMONIO

La ripartizione del mercato tra le diverse tipologie di intermediari nell’ambito dei fondi pensione negoziali è cambiata di poco rispetto al 2012: come si può osservare dalla figura 49 le assicurazioni, le imprese di altri paesi Ue e le banche sono rimaste invariate; le SGR hanno visto un incremento di tre unità; le SIM, invece, non sono più presenti.

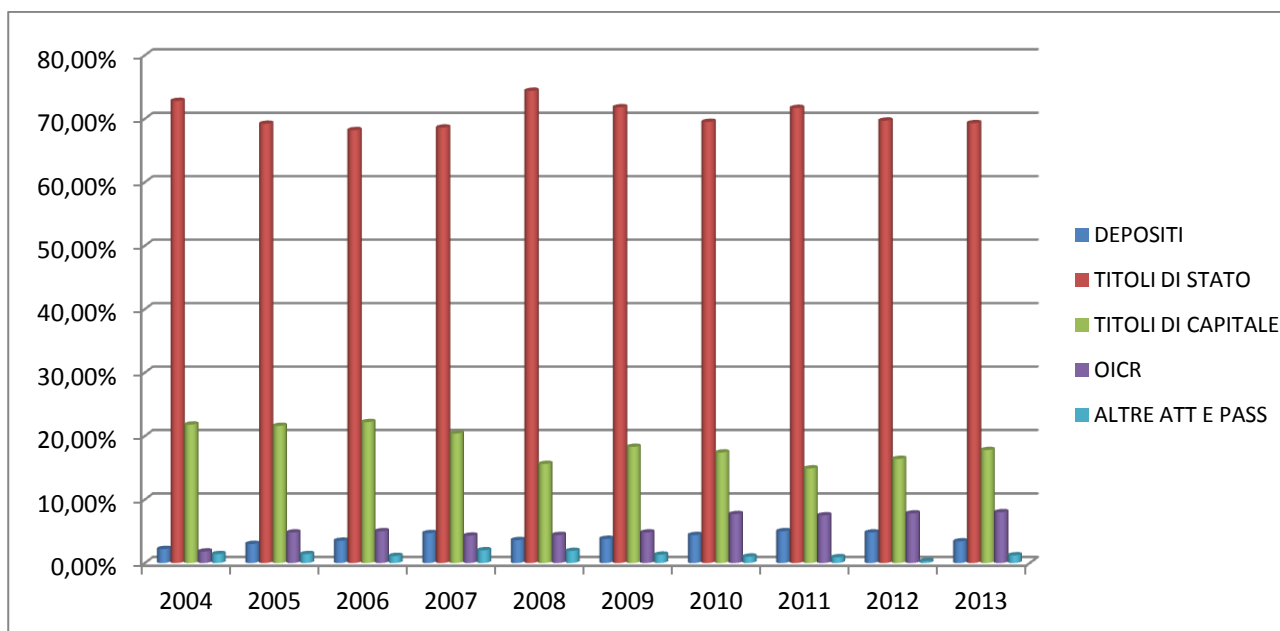
Figura 49: Risorse in gestione per tipologia di intermediario nei Fondi pensione negoziali (2012 – 2013)



Fonte: Elaborazione su dati Covip

La composizione del patrimonio dei fondi pensione negoziali continua ad essere rappresentata dalla preponderanza dei titoli di debito, sfiorando il 70%, seguiti a grande distanza dai titoli di capitale, che, rispetto al 2012, si sono incrementati di 1,4 punti, dopo un visibile calo nel biennio 2008 - 2009; rimangono pressoché stabili gli investimenti in OICR, i quali negli ultimi anni sono cresciuti costantemente.

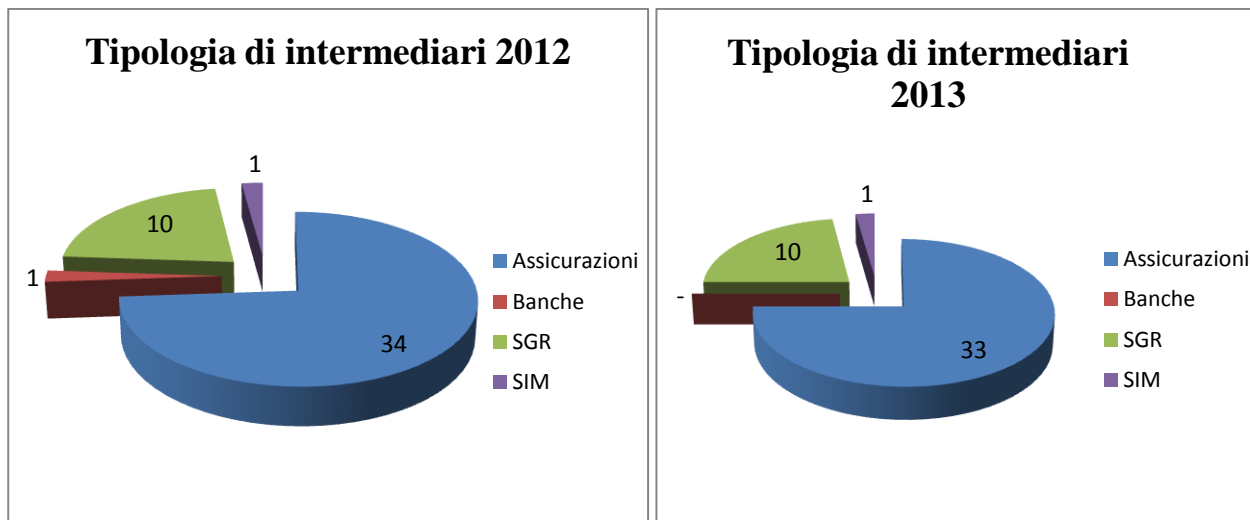
Figura 50: La composizione delle risorse in gestione nei fondi pensione negoziali (2004 – 2013)



Fonte: Elaborazione su dati Covip

Osservando la figura 51 relativa ai fondi pensione aperti, si nota come la situazione resti invariata, tranne per il trasferimento della gestione da una banca ad una SIM.

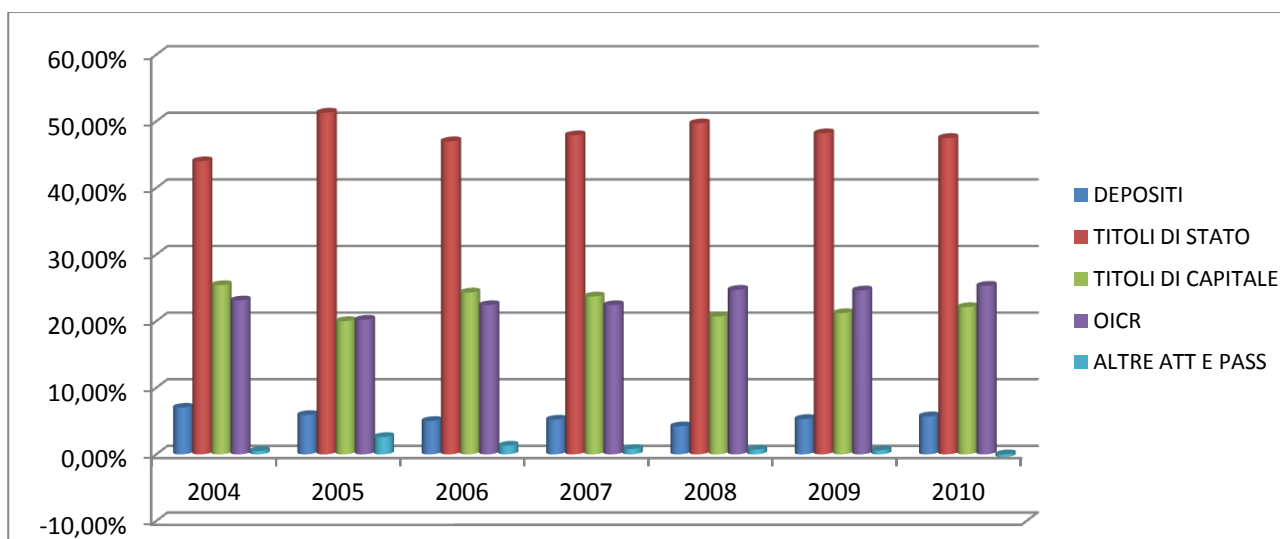
Figura 51: La ripartizione dei gestori nei fondi pensione aperti (2012 – 2013).



Fonte: Elaborazione su dati Covip

La figura 52 chiarisce com'è strutturato il patrimonio, considerando gli anni che vanno dal 2004 al 2013: la prevalenza è ancora rappresentata dai titoli di Stato, i quali nei fondi pensione aperti non raggiungono il 50% (nei fondi negoziali arrivano al 70%); l'investimento in OICR si è mantenuto costante negli ultimi anni, come è accaduto per i titoli di capitale.

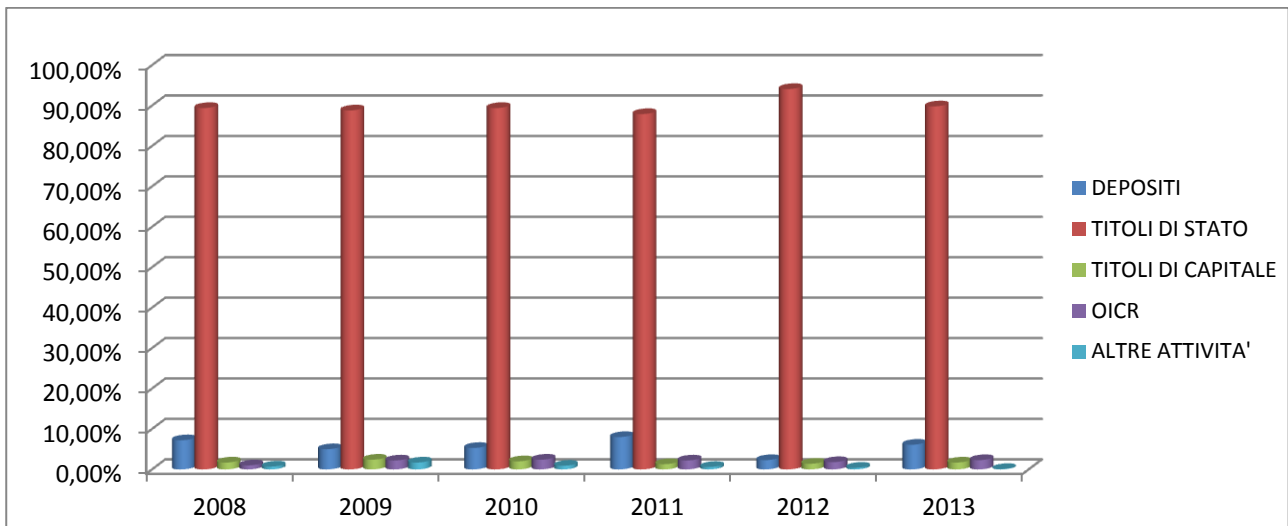
Figura 52: La composizione del patrimonio nei fondi pensione aperti (2004 – 2013)



Fonte: Elaborazione su dati Covip

Per quanto riguarda la ripartizione del patrimonio nei Piani Individuali Pensionistici, l'analisi va effettuata osservando i due rami distintamente; dalla figura 53 emerge come, nel ramo I, la netta prevalenza degli investimenti sia orientata verso i titoli di stato, sfiorando il 90 % a fine 2013, data la peculiarità di essere una gestione separata e quindi garantita; le percentuali delle altre attività è praticamente nulla, tranne per i depositi, i quali riescono a raggiungere il 10%.

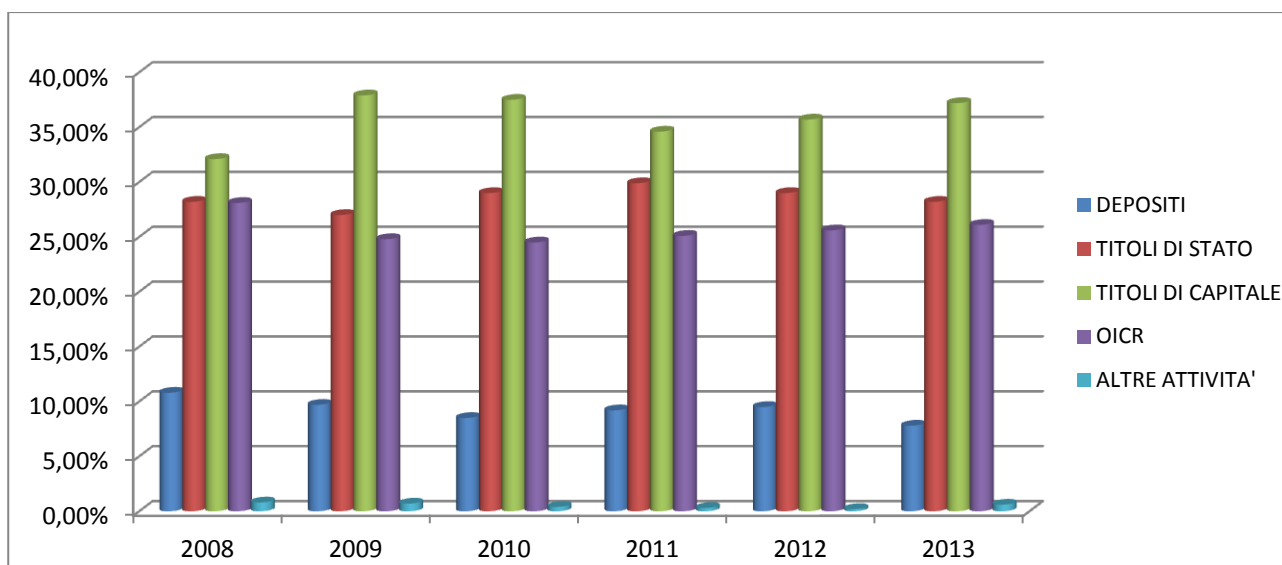
Figura 53: La composizione del patrimonio del ramo I nei PIP (2008 – 2013).



Fonte: Elaborazione su dati Covip

Situazione totalmente diversa si presenta nel caso del ramo III: la figura 54 illustra come in questo comparto la prevalenza degli investimenti si abbia nei titoli di capitale, che hanno visto un incremento negli ultimi anni; i titoli di stato, nettamente superiori nel ramo I, qui si sono mantenuti costanti negli anni, senza mai toccare il 30%.

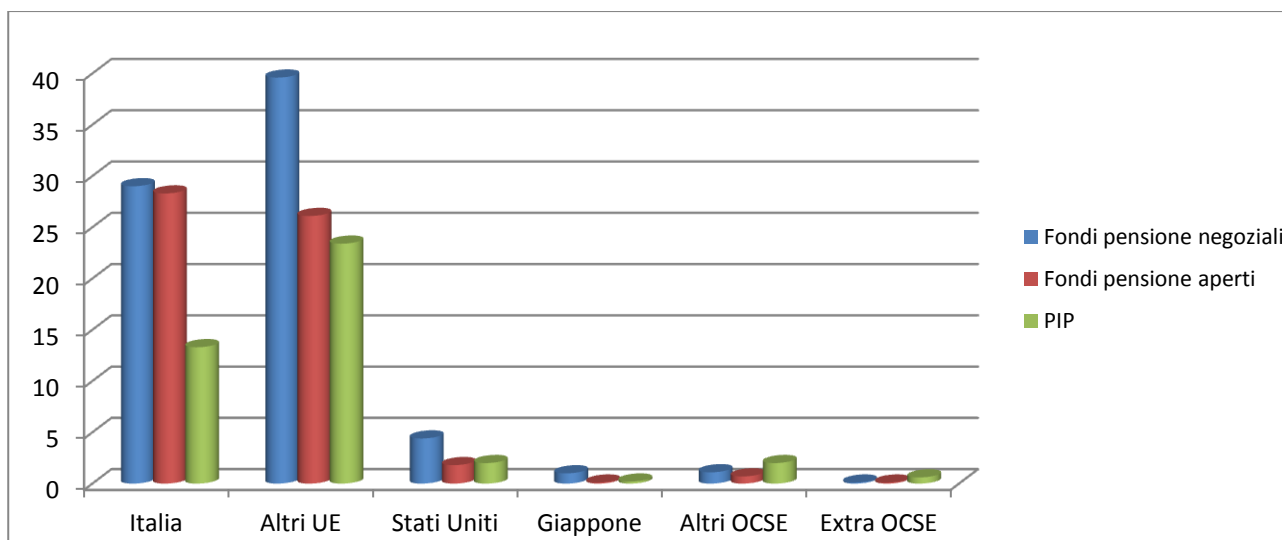
Figura 54: La composizione del patrimonio nel ramo III dei PIP (2008 – 2013).



Fonte: Elaborazione su dati Covip

Relativamente ai titoli di debito, gli investimenti prevalenti si presentano in titoli di emittenti di paesi dell'area euro e dell'Unione Europea nei fondi pensione negoziali e nei PIP, in ambito domestico nei fondi aperti, come chiariscono la figura 55.

Figura 55: La composizione degli investimenti in titoli di debito nei fondi pensione per area geografica (dati percentuali, fine 2013)

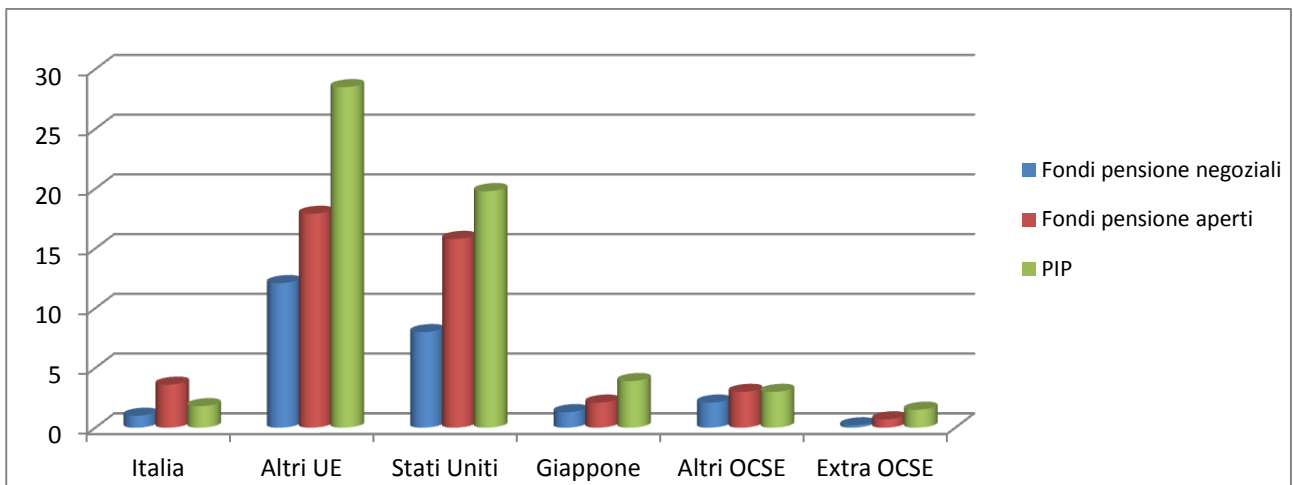


Fonte: Elaborazione su dati Covip

Nell'ambito dei titoli di capitale, troviamo una maggiore diversificazione in relazione al paese dell'emittente e l'investimento in ambito europeo, nonostante sia il preferito in tutte e tre le forme pensionistiche, è più ridotto nei fondi pensione negoziali rispetto ai titoli di debito (39,6%), invece si incrementa di 5 punti

percentuali nei PIP; emerge dalla figura 56 che la percentuale delle azioni emesse da emittenti Statunitensi è marcata nei Piani Individuali Pensionistici e nei fondi pensione aperti, dove sfiora rispettivamente il 20% ed il 16%. L'incidenza delle azioni emesse in ambito domestico è molto contenuta, aggirandosi attorno al 3,6% nei fondi aperti, al 2% nei PIP ed appena all'1% nei negoziali.

Figura 56: La composizione degli investimenti in titoli di capitale per area geografica (dati percentuali, fine 2013)



Fonte: Elaborazione su dati Covip

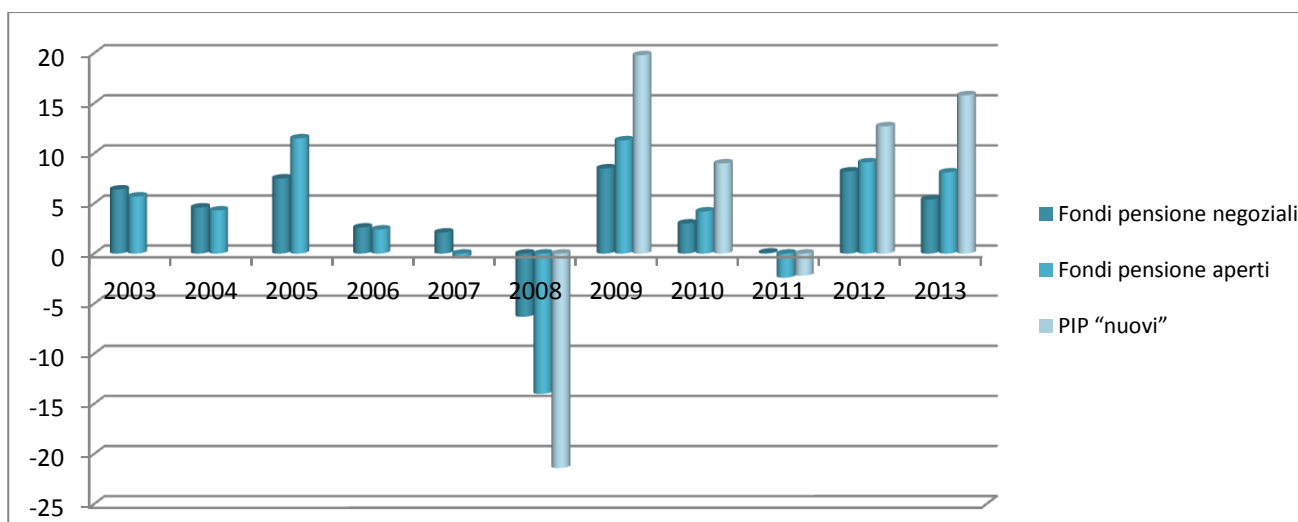
## 4.3 I RENDIMENTI DELLE FORME PENSIONISTICHE COMPLEMENTARI

### 4.3.1 I RENDIMENTI DEI FONDI PENSIONE NELL'ULTIMO DECENNIO

A partire dal 2003 le forme pensionistiche complementari hanno registrato dei rendimenti piuttosto altalenanti, dovuti al contesto economico ed in particolare alla crisi in seguito al fallimento della Lehman Brothers; come emerge dalla figura 57, le performance dei fondi pensione sono state contenute agli inizi del decennio considerato, con una leggera ripresa nel 2005, per poi crollare nel 2008, data critica per l'economia mondiale: a partire da quest'anno si considerano anche i rendimenti dei PIP, poiché la loro nascita risale alla fine del 2007. I PIP presentano la performance peggiore rispetto ai fondi pensione negoziali (-6,9%) ed ai fondi pensione aperti (-14,0%), infatti raggiungono il -21,4%.

Fortunatamente, la ripresa è stata immediata: nei due anni successivi, infatti, queste forme pensionistiche hanno performato positivamente e l'andamento migliore è stato registrato per i PIP in entrambi i periodi; le cose cambiano nel 2011, quando per tutte e tre le tipologie previdenziali i rendimenti scendono sotto lo zero in misura lieve; l'ultimo biennio, invece, è caratterizzato da performance migliori, decrescenti per i fondi pensione negoziali ed aperti, i quali registrano una variazione negativa rispettivamente del 2,8% e dell'1%, e crescenti per i PIP, incrementandosi di 3,1 punti percentuali.

Figura 57: I rendimenti delle forme pensionistiche complementari (2003 – 2013; dati percentuali)



Fonte: Elaborazione su dati Covip

#### 4.3.2 I RENDIMENTI PER TIPOLOGIA DI COMPARTO

Le differenze riscontrate negli andamenti delle varie forme pensionistiche complementari sono dovute essenzialmente alla diversa asset allocation scelta: i migliori risultati sono stati raggiunti in quei fondi in cui ci sia una prevalenza della componente azionaria, grazie alle buone performance dei principali indici azionari del mondo.

Vediamo l'andamento dei rendimenti nelle varie forme pensionistiche complementari e in ogni linea di investimento.

Nell'ambito dei fondi pensione negoziali, il comparto che ha mantenuto più o meno costanti i suoi rendimenti nel corso degli anni è quello obbligazionario puro aggirandosi in media attorno al 2,1%, senza manifestare performance negative; situazione opposta si è presentata per la linea azionaria, la quale ha visto andamenti irregolari: nel 2005 e nel 2009 si sono registrati i rendimenti migliori con il 14,9% ed il 16,1%, nel 2008, invece, la performance è stata segnatamente negativa, toccando il 25%, come chiarisce la figura 58.

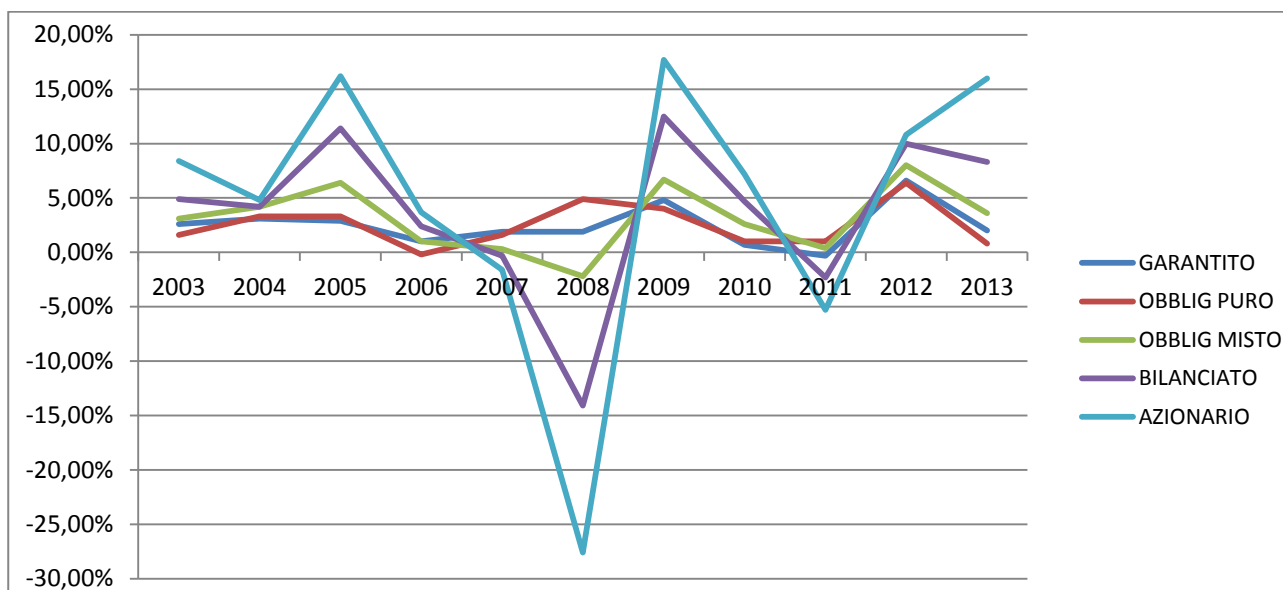
Figura 58: L'andamento dei rendimenti nei fondi pensione negoziali per tipologia di comparto (2003 – 2013, dati percentuali)



Fonte: Elaborazione su dati Covip

Analizzando i rendimenti dei fondi pensione aperti si riscontra una situazione diversa: tutti i comparti, nel decennio considerato, hanno ottenuto performance altalenanti, in particolare quelli bilanciato ed azionario, come emerge dalla figura 59; l'anno critico è stato, come previsto, il 2008, in cui tutte le linee, eccetto quelle garantite ed obbligazionaria pura, hanno avuto rendimenti negativi, in particolar modo per l'azionaria, che ha raggiunto il 27,6%; nel 2013, invece, questo comparto ha registrato il rendimento maggiore, pari al 16%.

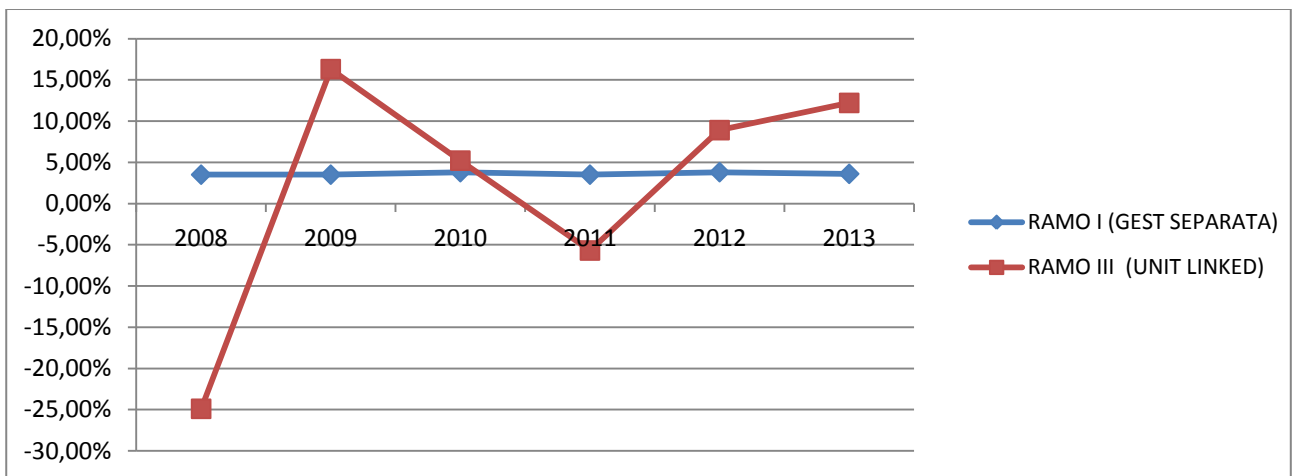
Figura 59: L'andamento dei rendimenti nei fondi pensione aperti per tipologia di comparto (dati percentuali, 2003 – 2013)



Fonte: Elaborazione su dati Covip

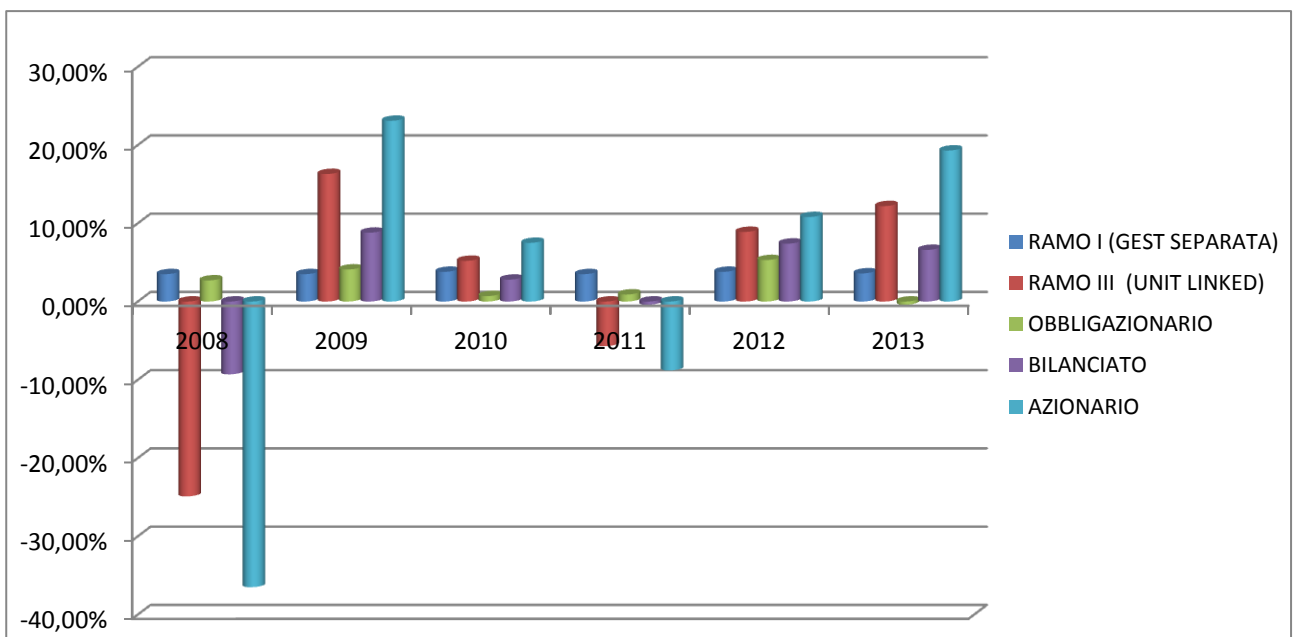
La situazione dei rendimenti dei PIP è illustrata in figura 60, in cui il periodo analizzato parte dal 2008, poiché la nascita di questa tipologia di forme pensionistiche è avvenuta alla fine del 2007: le performance del ramo I sono state costanti dal 2008 al 2013, mantenendosi attorno al 3,6 %; la situazione è totalmente diversa nel ramo III, relativo alle unit linked, i cui andamenti sono stati irregolari, come mostrato in figura 61, ottenendo il peggior rendimento nel 2008 (-24,9%) ed il migliore l'anno successivo (16,3%); in particolar modo, tali picchi sono dovuti principalmente alle performance del comparto azionario, il quale, come si può notare, nel 2008 ha ottenuto un rendimento del -36,5% e nel 2009 del 23,1%.

Figura 60: I rendimenti dei PIP per il ramo I e per il ramo III (2008 – 2013)



Fonte: Elaborazione su dati Covip

Figura 61: I rendimenti dei PIP per tipologia di linea di investimento (2008 – 2013)



Fonte: Elaborazione su dati Covip

### 4.3.3 L'ANALISI DEI COMPARTI DEI FONDI PENSIONE NEGOZIALI

Ora si pone l'attenzione verso i fondi pensione negoziali, i cui iscritti alla fine di settembre 2014 erano quasi 1.5 milioni, rappresentando circa il 33 % dell'ammontare totale degli aderenti ad una forma pensionistica complementare.

Secondo la "Relazione Annuale" della Covip, nel 2013 il numero dei fondi pensione negoziali ammontava a 39 con 109 comparti; su questi è stata effettuata un'analisi delle performance, considerando come indicatori di rischio la Deviazione Standard, il Tracking Error, la Tracking Error Volatility e l'Information Ratio.

La Deviazione Standard ( $\sigma$ ) è una misura statistica di dispersione attorno alla media ed indica quanto è stata ampia, in un determinato orizzonte temporale, la variazione dei rendimenti; essa rappresenta il rischio di un investimento che è tanto più elevato quanto maggiore è il valore della Deviazione Standard; qualora, invece, quest'ultima assuma valori piccoli, significa che la probabilità di ottenere un rendimento vicino a quello medio è maggiore. La formula di questo indicatore è la seguente:

$$\sigma_{(t)} = \sqrt{\frac{(R_{(t)} - R_{m(t)})^2}{n}}$$

Dove:

$\sigma_{(t)}$  = deviazione standard al tempo t

$R_{(t)}$  = Rendimento del comparto al tempo t

$R_{m(t)}$  = rendimento medio al tempo t

$n$  = numero di comparti

Il Tracking Error (TE) indica lo scostamento di performance di un'attività finanziaria rispetto al suo benchmark e quindi misura il valore aggiunto che il fondo pensione ha realizzato rispetto all'indice di riferimento, qualora sia positivo; in formula esso viene rappresentato nel seguente modo:

$$TE_{(t)} = R_{(t)} - R_{b(t)}$$

Dove:

$TE_{(t)}$  = valore del Tracking Error al tempo t

$R$  = rendimento del portafoglio gestito

$R_{b(t)}$  = rendimento del benchmark

Tale indicatore misura la capacità del gestore di “battere” il mercato; nel caso in cui il differenziale sia negativo significa che egli ha performato peggio dell’indice di riferimento, viceversa se il TE è positivo.

Un altro indicatore è la Tracking Error Volatility (TEV), ovvero la deviazione standard degli scarti calcolati nel Tracking Error; essa permette di valutare la fedeltà con cui il gestore ha cercato di replicare il benchmark; rappresenta un rischio aggiuntivo assunto dal gestore rispetto all’indice di riferimento; la formula della TEV è:

$$TEV_{(t)} = \sqrt{\frac{(TE_{(t)} - TE_{m(t)})^2}{n - 1}}$$

Dove:

$TEV_{(t)}$  = Tracking Error Volatility al tempo t

$TE_{m(t)}$  = Tracking Error media

n = numero di comparti

Quanto più il suo valore si avvicina allo zero, tanto maggiore è la somiglianza tra la performance del fondo e quella del benchmark. Se la TEV presenta un valore elevato significa che il portafoglio è caratterizzato da una gestione attiva, al contrario si è in presenza di una gestione passiva, che si è semplicemente limitata a replicare il benchmark.

Un indicatore che lega la TE e la TEV è l’Information Ratio (IR), che rapporta queste due misure; qualora esso sia prossimo allo zero significa che il gestore ha applicato una strategia passiva; nel caso in cui l’IR sia positivo il fondo è riuscito ad ottenere un rendimento maggiore del mercato; esso indica l’abilità del gestore di creare extra rendimento rispetto al benchmark; la formula relativa all’Information Ratio è la seguente:

$$IR_{(t)} = \frac{TE_{(t)}}{TEV_{(t)}}$$

Di seguito presentiamo i risultati ottenuti nei 109 comparti dei fondi pensione negoziali, i cui dati sono stati ottenuti dai siti delle varie forme di previdenza complementare.

Il calcolo della Deviazione Standard permette di capire quanto i rendimenti siano stati lontani dalla media; in particolare, dalla figura 62 si può notare che i fondi pensione hanno registrato dei valori mediamente bassi della  $\sigma$ , a conferma di ritorni poco distanti dalla loro media.

Figura 62: La Deviazione Standard nei fondi pensione (dati percentuali)

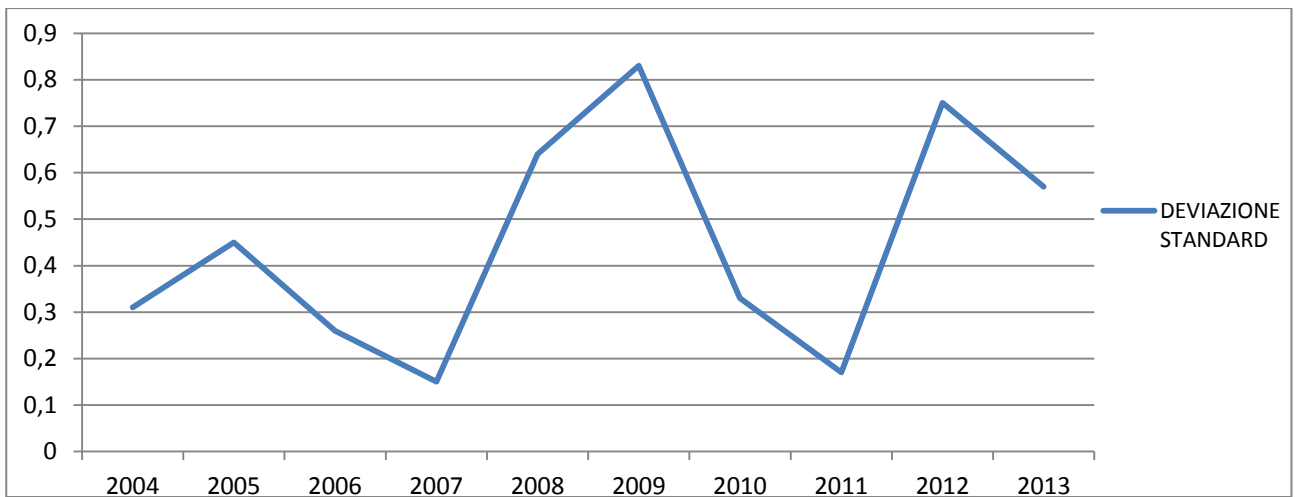


Figura 63: La Deviazione Standard nei comparti garantito e azionario (dati percentuali)

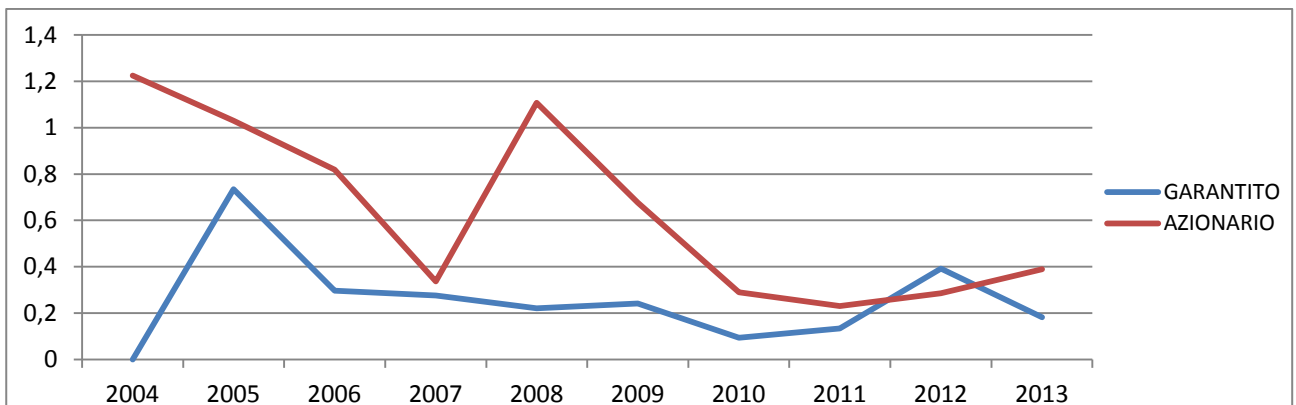


Figura 64: I rendimenti dei comparti garantiti (dati percentuali)

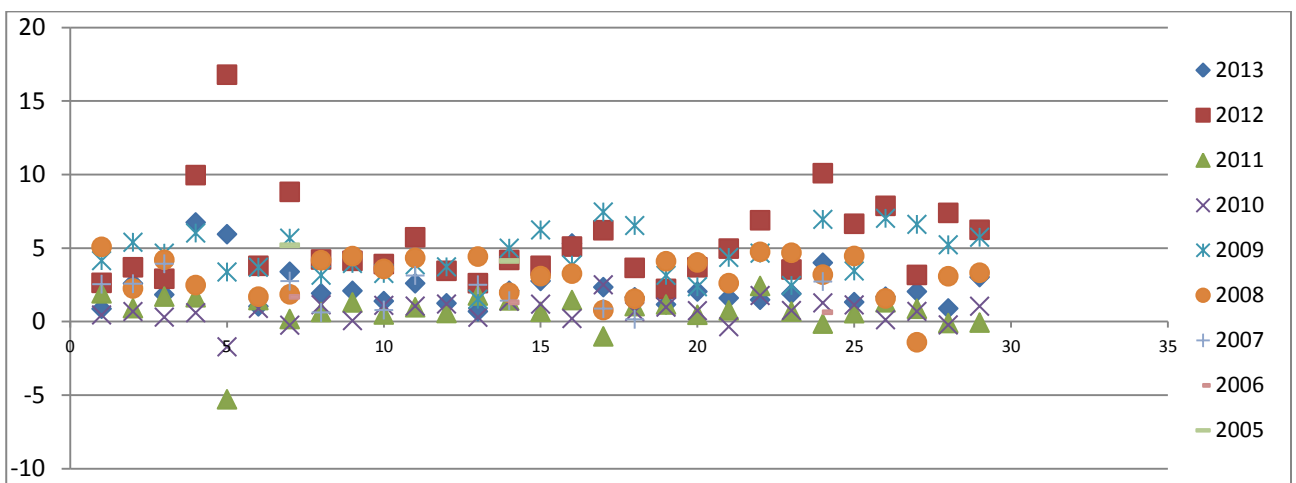


Figura 65: I rendimenti dei comparti garantiti di Alifond, Arco, Astri, Byblos, Cometa, Concreto, Cooperlavoro, Eurofer, Filcoop (dati percentuali)

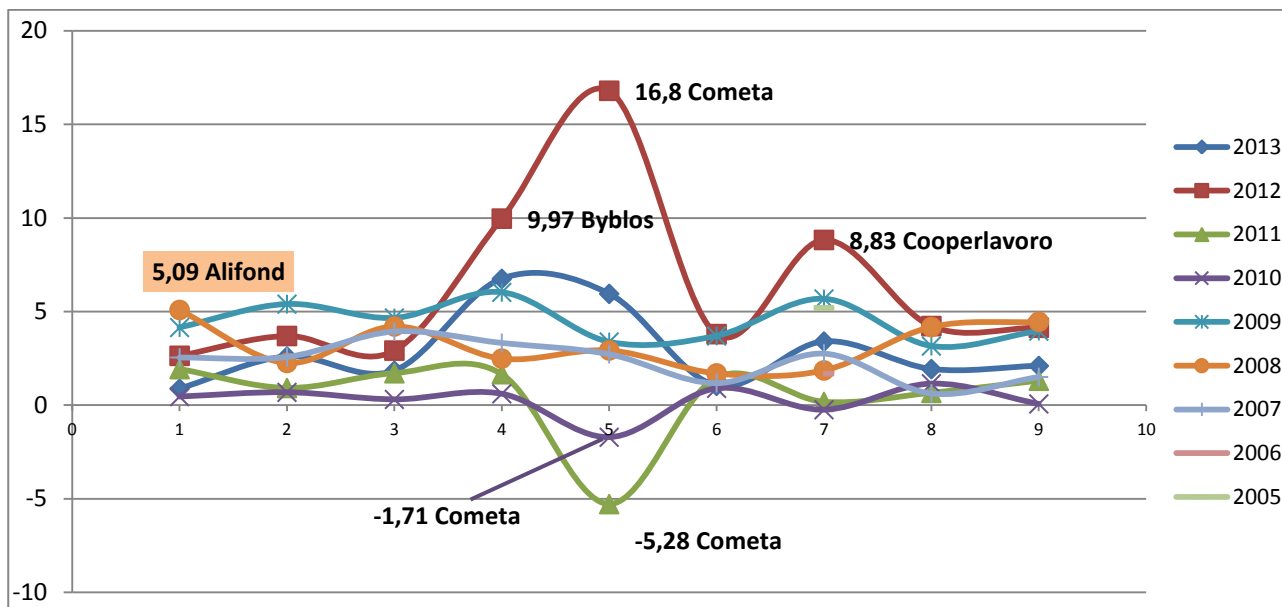


Figura 66: I rendimenti dei comparti garantiti dei fondi Fiprem, Fonte, Foncer, Fonchim, Gommplastica, Fondenergia, Fondoposte, Fopadiva, Fopen (dati percentuali)

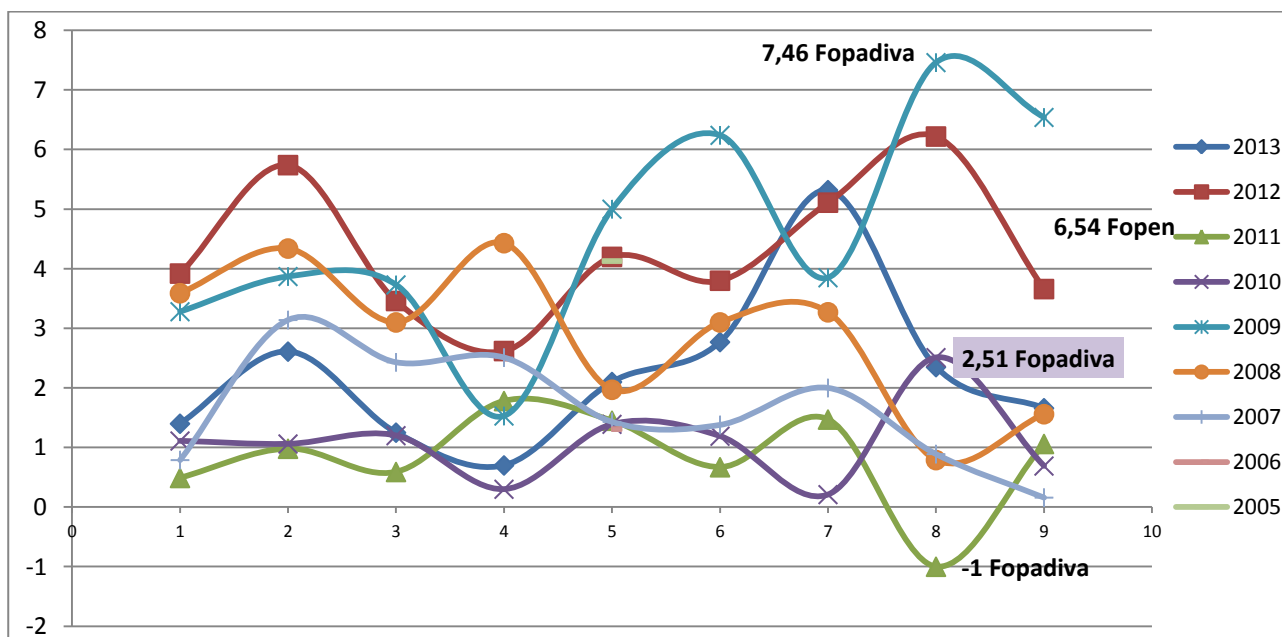


Figura 67: I rendimenti dei comparti garantiti dei fondi Laborfonds, Mediafond, Pegaso, Prevaer, Prevedi, Previcoper, Previmoda, Priamo, Quadri e Capi Fiat, Solidarietà Veneto, Telemaco (dati percentuali)

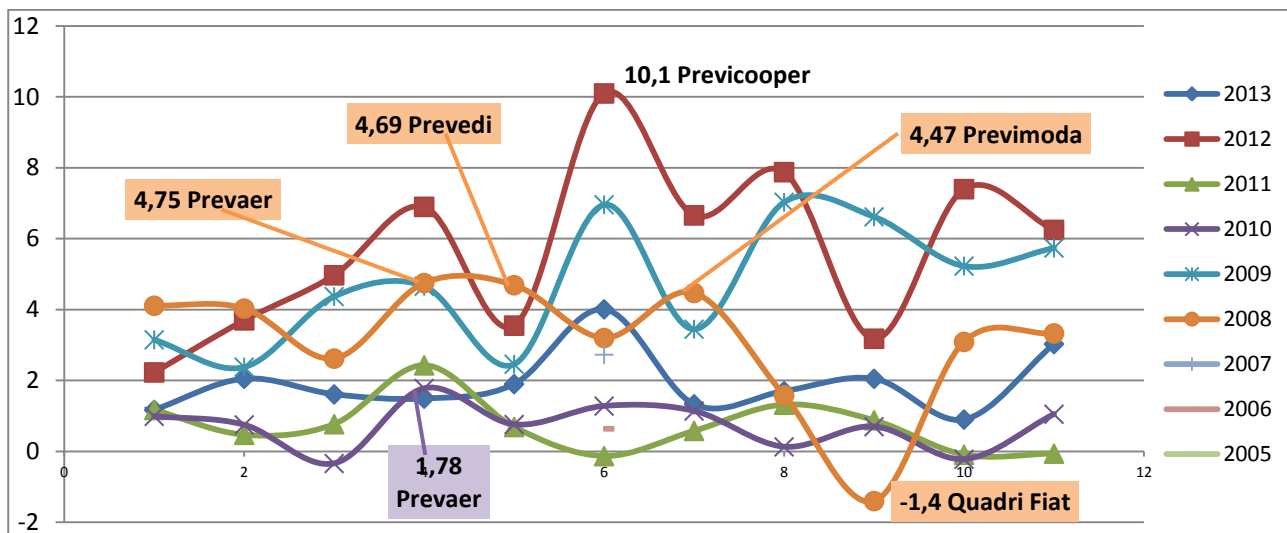


Figura 68: I rendimenti dei comparti azionari (dati percentuali).

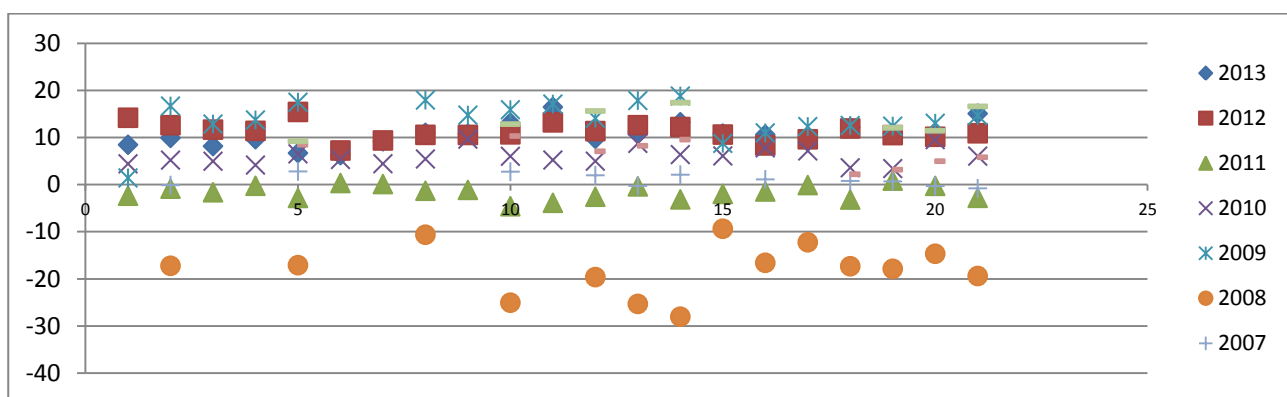


Figura 69: I rendimenti dei comparti azionari dei fondi Alifond, Arco, Byblos, Cometa, Cooperlavoro, Espero, Eurofer, Fonte, Foncer, Fonchim (dati percentuali)

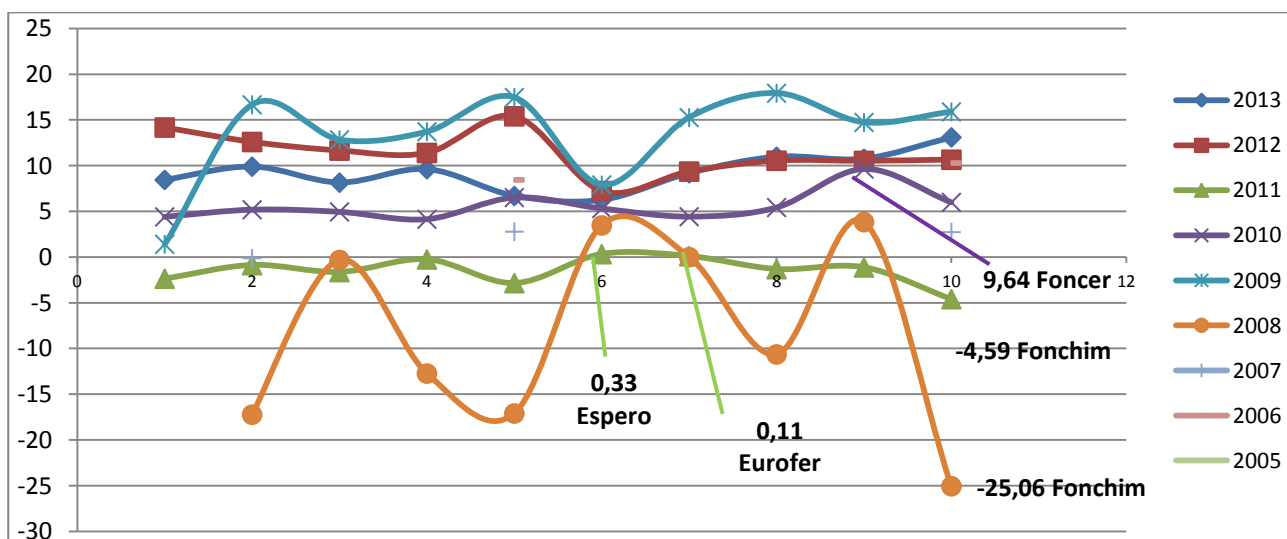
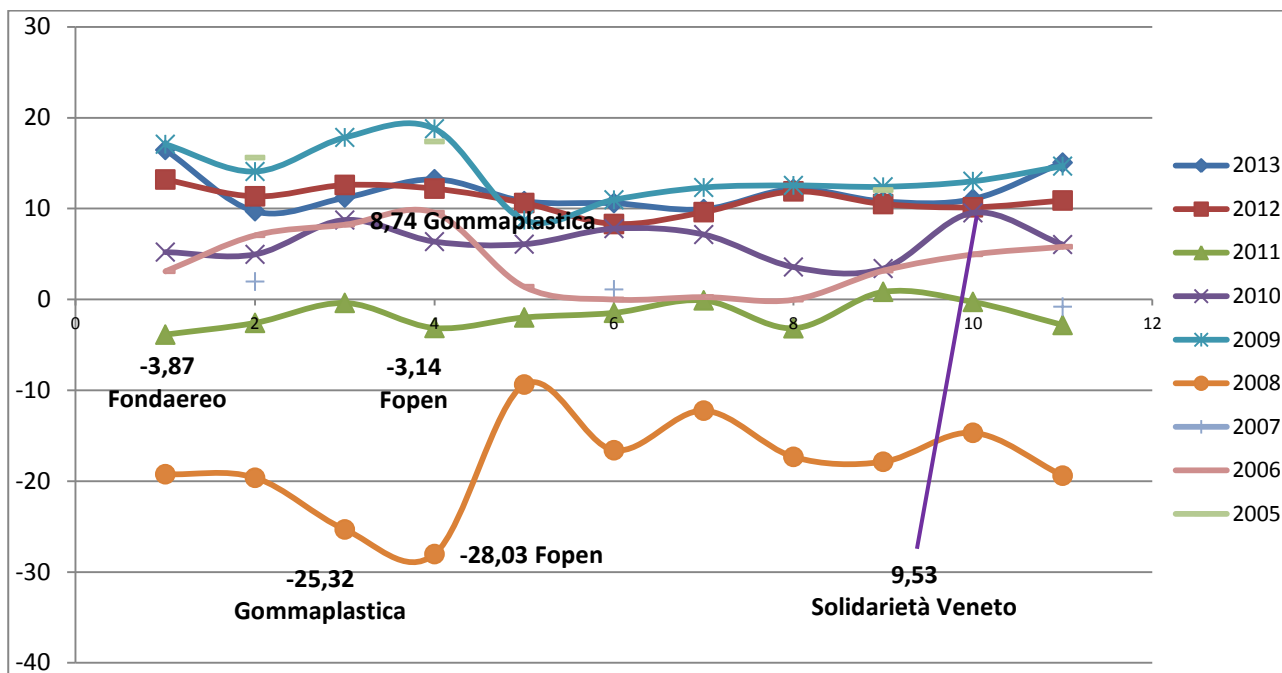


Figura 70: I rendimenti dei comparti azionari dei fondi Fondaereo, Fondenergia, Gommaplastica, Fopen, Laborfonds, Pegaso, Prevaer, Previcooper, Quadri e Capi Fiat, Solidarietà Veneto, Telemaco (dati percentuali)



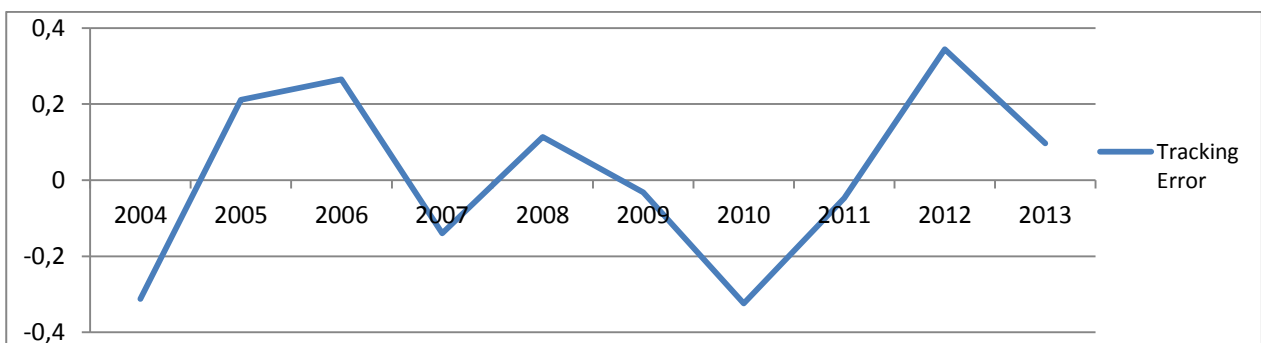
Dall'analisi della  $\sigma$  emerge come nel biennio successivo alla crisi e nel 2012 tale indice abbia registrato i valori più elevati, a conferma di rendimenti molto lontani dalla media: come illustrato in figura 63, in particolare il 2008 è stato l'anno in cui i comparti azionari dei fondi pensione negoziali hanno ottenuto ritorni marcatamente distanti dalla media, come dimostra la  $\sigma$  elevata in figura 68; si osserva dalle figure 69 e 70 come in tale periodo queste linee di investimento abbiano registrato rendimenti negativi (ed i fondi peggiori sono Fonchim (-25,06%), Gommaplastica (-25,32%) e Fopen (-28,03%), i cui lavoratori appartengono rispettivamente al settore chimico – farmaceutico, della gomma e delle plastiche e dell'ENEL); la  $\sigma$  complessivamente elevata del 2008 è dovuta, quindi, soprattutto a questi dati pessimi del comparto azionario; il comparto garantito, invece, ha registrato una Deviazione Standard ridotta, a conferma di scostamenti lievi dalla media, che è risultata positiva, ed i fondi hanno registrato rendimenti piuttosto omogenei, come illustrato in figura 64, e quelli che hanno ottenuto ritorni molto elevati sono Alifond (+5,09%, settore alimentare), Prevaer (+4,75%, settore aeroportuale), Prevedi (+4,69%, imprese industriali e artigiane) e Previmoda (+4,47%, abbigliamento), come illustrato in figura 65 e 67; questa situazione non si è verificata nel 2005 e nel 2012 (anno in cui il fondo Fopen ha registrato il rendimento maggiore, pari a 6,54%, come emerge dalla figura 66), anni dei picchi più consistenti; osservando il quadro generale, i periodi in cui la  $\sigma$  ha registrato i valori più bassi sono il 2007 ed il 2011, anno in cui sia il comparto azionario che quello garantito hanno riscontrato la stessa situazione: in particolare, l'azionario ha ottenuto rendimenti largamente negativi ed i fondi peggiori sono stati Fonchim (-4,59%), Fondaereo (-3,87%) e Fopen (-3,14%), come riportamo le figure 69 e 70; come si osserva dalla figura 69, gli unici che hanno registrato rendimenti positivi

in misura lieve sono Eurofer (+0,11%) e Espero (+0,33%), fondi relativi al settore delle ferrovie e della scuola; il comparto garantito ha registrato nel 2011 valori positivi, tranne nel fondo Cometa, relativo alla categoria dei metalmeccanici, che ha ottenuto un ritorno significativamente negativo, superando il 5%, come illustra la figura 65.

Nel 2010 i comparti azionario e garantito hanno registrato la  $\sigma$  più bassa: entrambe le linee di investimento hanno ottenuto dei rendimenti positivi, soprattutto l'azionario che ha visto ritorni maggiori di zero in tutti i fondi, con il valore massimo raggiunto da Foncer (+9,64%, settore della ceramica), Solidarietà Veneto (+9,53%, settore dell'industria e dell'artigianato del Veneto) e Gommaplastica (+8,74%), come riportato nelle figure 69 e 70; nel comparto garantito i fondi con rendimento maggiore sono stati Fopadiva (+2,51%, lavoratori della Valle d'Aosta) e Prevaer (+1,78%) e Cometa è risultato il peggiore, con -1.71%.

Per comprendere in modo chiaro di quanto si siano scostati nel corso degli anni questi rendimenti, è stato calcolato il Tracking Error, i cui risultati sono descritti in figura 71: l'andamento è piuttosto irregolare, toccando il massimo scarto nel corso del 2010 e del 2012; l'ultimo periodo è stato soddisfacente, dato il valore pressoché nullo del Tracking Error, il che significa che la gestione è stata attiva ed il gestore dei fondi ha mirato al raggiungimento di performance migliori del benchmark, senza semplicemente replicarlo.

Figura 71: Il Tracking Error nei fondi pensione negoziali (dati percentuali)



In generale il TE è risultato 5 anni su 10 negativo, a conferma di rendimenti dei fondi peggiori dei benchmark; si è verificato questo nel triennio successivo alla crisi, raggiungendo il dato peggiore nel 2010, anno in cui tutti i comparti hanno registrato tale situazione, come emerge dalla figura 72: come emerge dalla figura 77 la linea di investimento con il TE più deludente è risultata quella azionaria, i cui fondi peggiori sono stati Eurofer (-3,52%), Cometa (-2,84%) e Fonte (-2,89%, settore relativo al terziario), come riportato in figura 78, e quelli migliori, invece, quindi con TE largamente positivo, sono risultati Foncer (+1,41%) e Prevaer (+1,72%), come illustrato in figura 79; per quanto riguarda il comparto garantito, dalle figure 73, 75 e 76 emerge come i fondi con il TE notevolmente negativo sono Mediafond (-1,86%, lavoratori in Mediaset, ReteItalia, Medusa), Prevedi (-1,85%) e Pegaso (-1,58%, settore dei servizi di pubblica utilità) e quello migliore Fopadiva (+0,86%).

Gli anni in cui il TE è complessivamente positivo sono il 2008 e soprattutto il 2012, grazie al comparto garantito che ha visto rendimenti più elevati dei benchmark, in controtendenza con gli altri anni, poiché in tale linea il TE è risultato quasi sempre negativo: le figure 74 e 76 mostrano come nel 2012 i migliori fondi che nel comparto garantito hanno ottenuto TE positivi sono Cooperlavoro (+4,72%, settore delle cooperative) e Priamo (+4,53%, settore del trasporto pubblico), i quali sono riusciti a coprire i deludenti rendimenti dei fondi Astri (-3,24%, settore dei trasporti e delle autostrade) e Byblos (-2,48%, settore grafico).

Nel 2008 il TE è risultato positivo, in particolare nel comparto azionario: i fondi che hanno permesso di rendere così elevato tale indicatore sono stati Laborfonds (+6,66%, lavoratori del Trentino), Prevaer (+4,46% e Telemaco (+3,5%, settore delle telecomunicazioni), come illustrato in figura 79, ed il peggiore è Fopen (-5,74%).

Il comparto garantito ha registrato sempre (tranne nel 2009 e nel 2012) valori negativi, con i picchi nel 2008 e nel 2010, quando i fondi peggiori sono stati rispettivamente Quadri e Capi Fiat (-4,74%), Priamo (-2,93%) e Previcooper (-2,15%), e Mediafond (-1,86%), Prevedi (-1,85%, imprese artigiane) e Pegaso (-1,58%), come emerge dalla figura 76.

Figura 72: Il Tracking Error nei comparti garantito e azionario (dati percentuali)

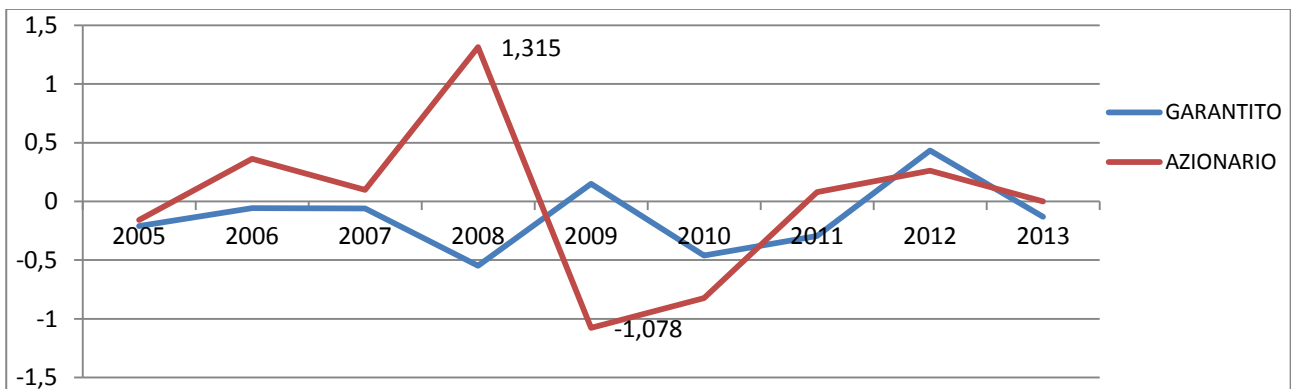


Figura 73: Il Tracking Error nei comparti garantiti (dati percentuali)

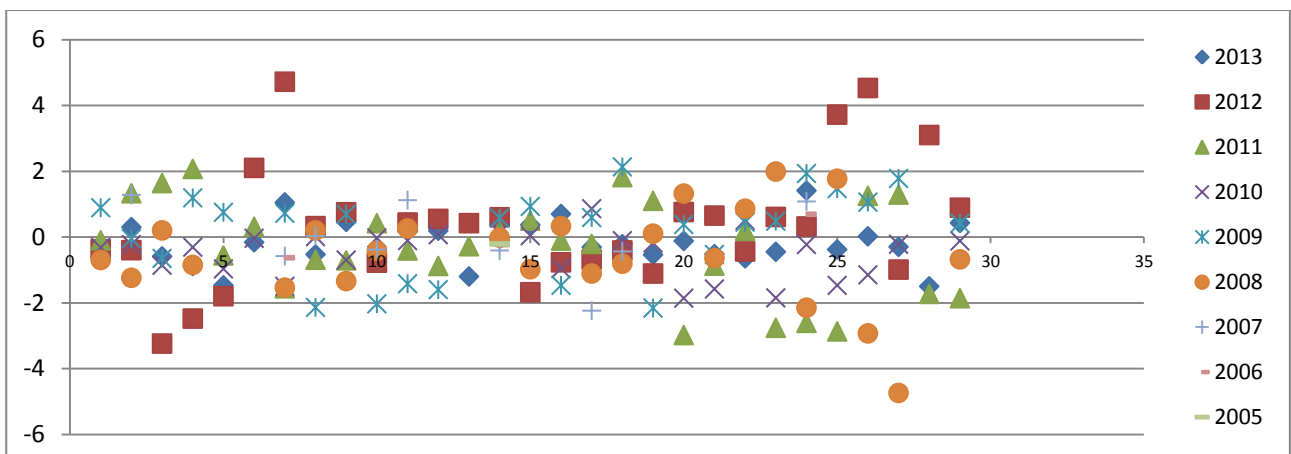


Figura 74: Il TE nei comparti garantiti dei fondi Alifond, Arco, Astri, Byblos, Cometa, Concreto, Cooperlavoro, Eurofer, Filcoop, Fiprem (dati percentuali)

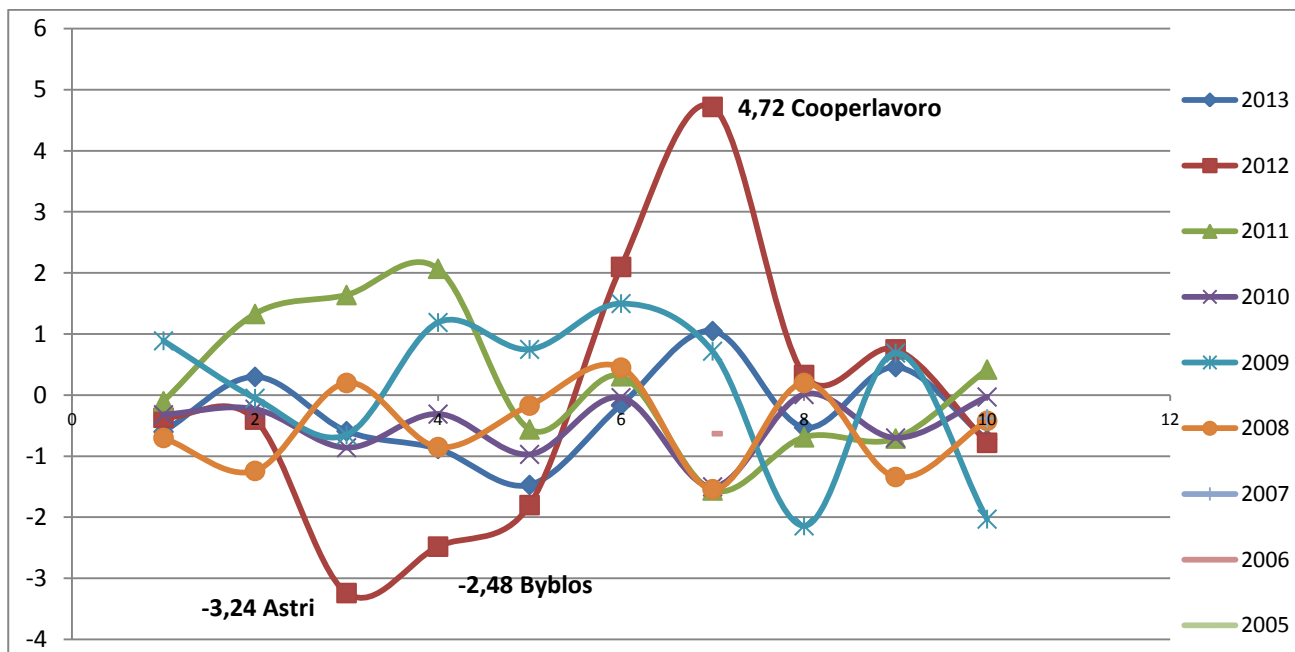


Figura 75: Il TE dei comparti garantiti dei fondi Fonte, Foncer, Fonchim, Gommoplastica, Fondenergia, Fondoposte, Fopadiva, Fopen, Laborfonds, Mediafond (dati percentuali)

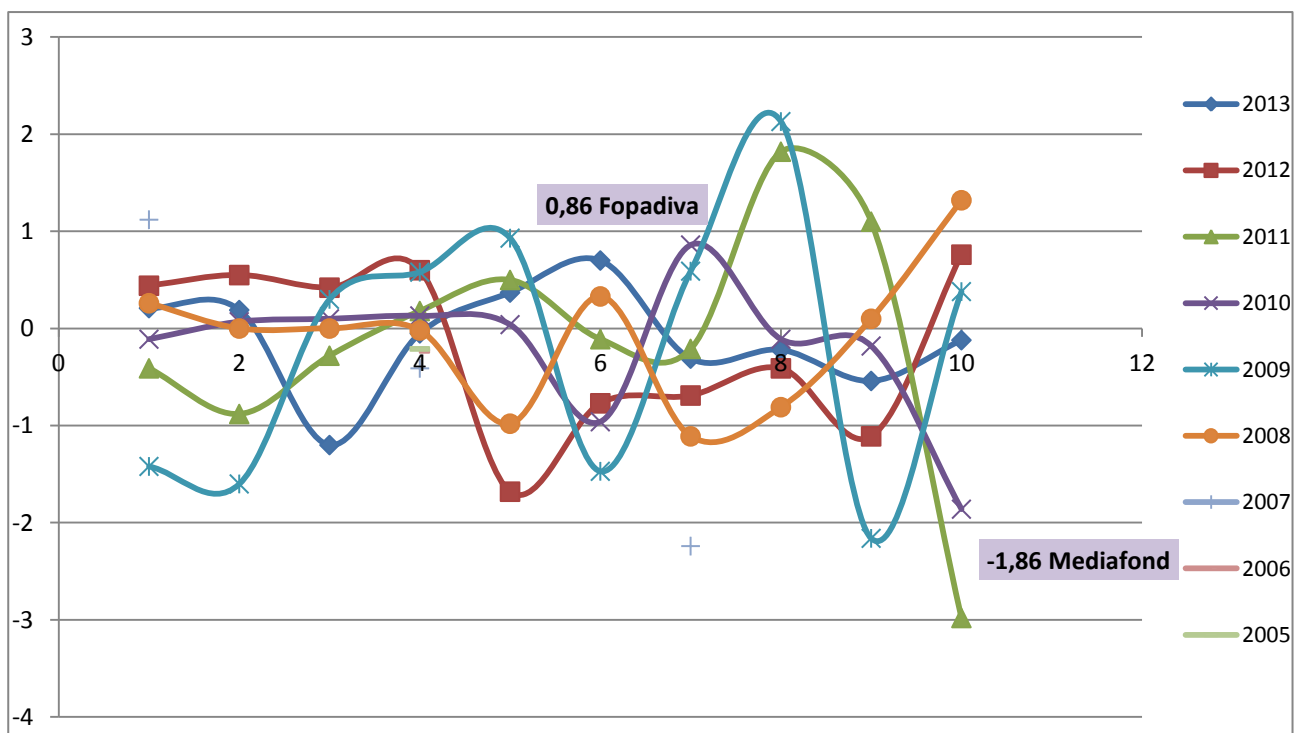


Figura 76: Il TE dei comparti garantiti dei fondi Pegaso, Prevaer, Prevedi, Previcoper, Previmoda, Priamo, Quadri e Capi Fiat, Solidarietà Veneto, Telemaco (dati percentuali)

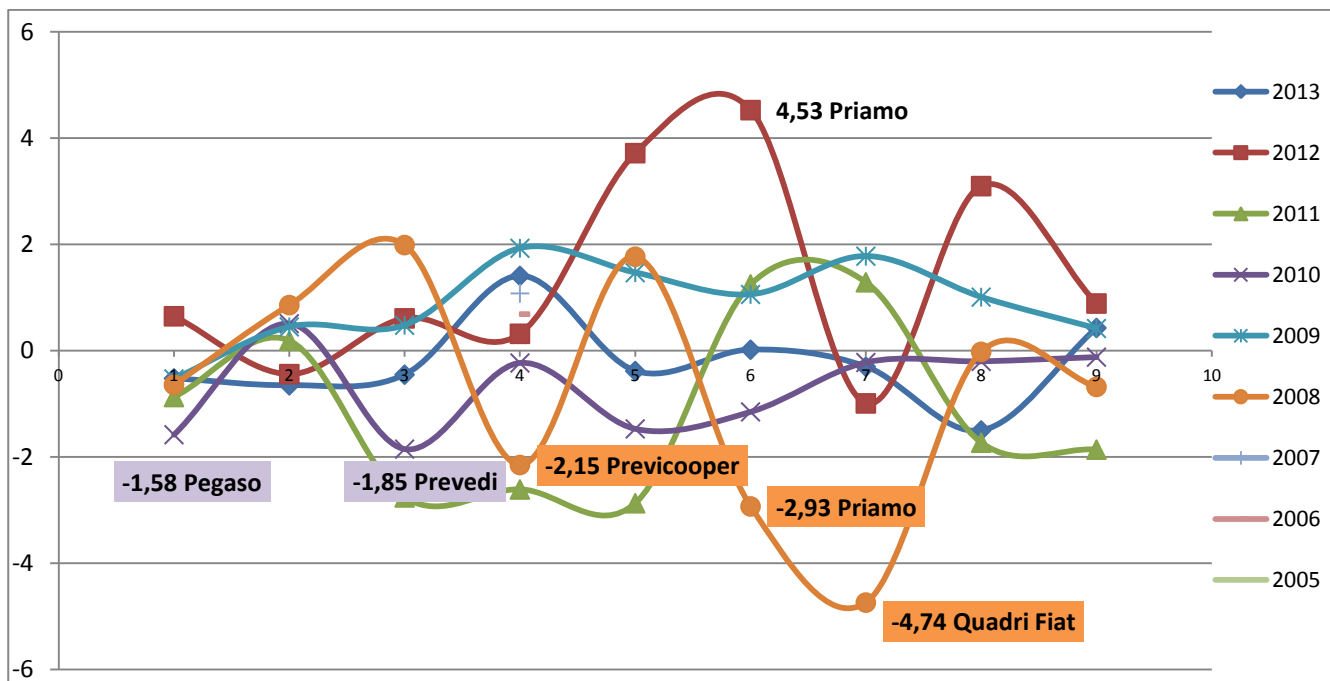


Figura 77: Il Tracking Error nei comparti azionari (dati percentuali)

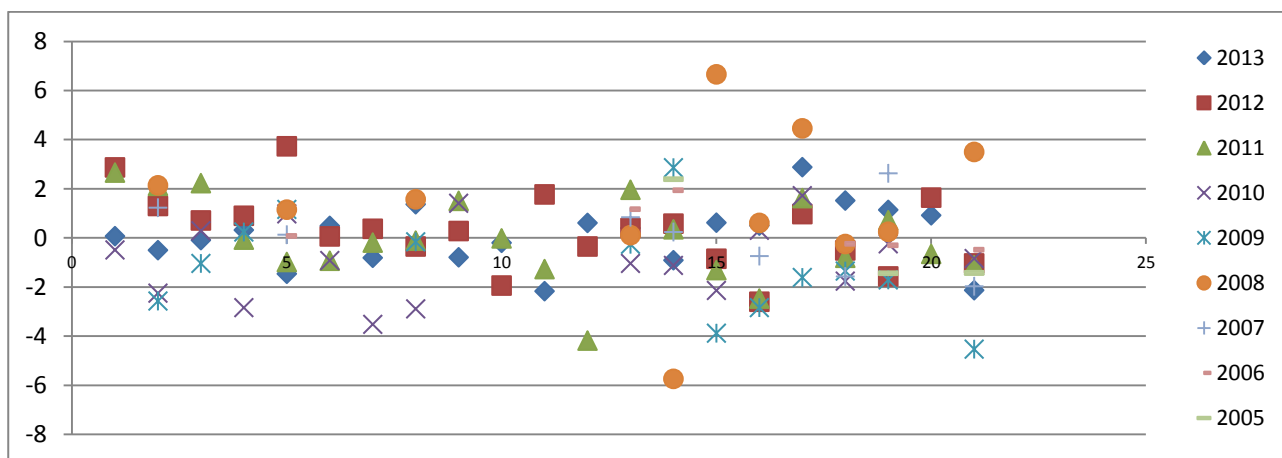


Figura 78: Il TE nei comparti azionari dei fondi Alifond, Arco, Byblos, Cometa, Cooperlavoro, Espero, Eurofer, Fonte, Foncer, Fonchim, Fondaereo (dati percentuali)

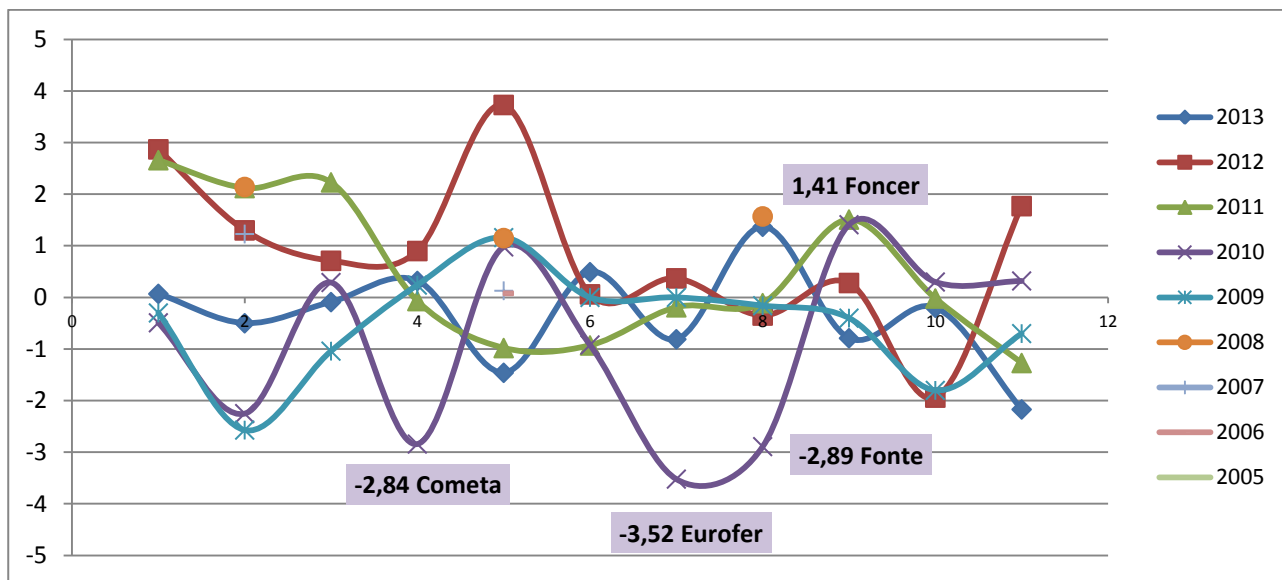
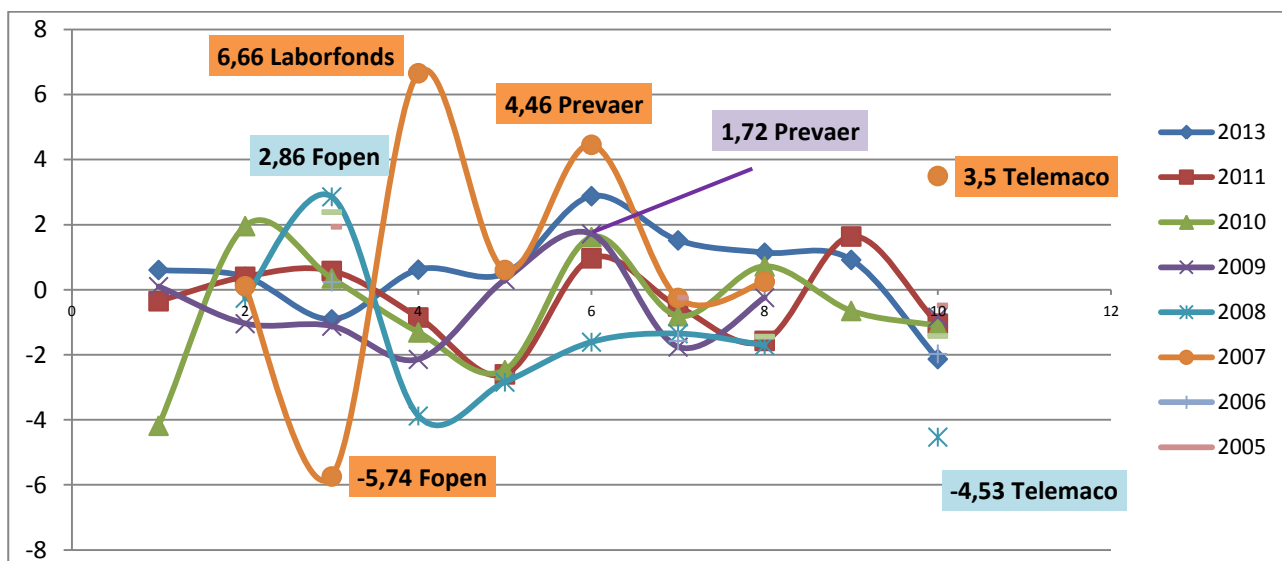
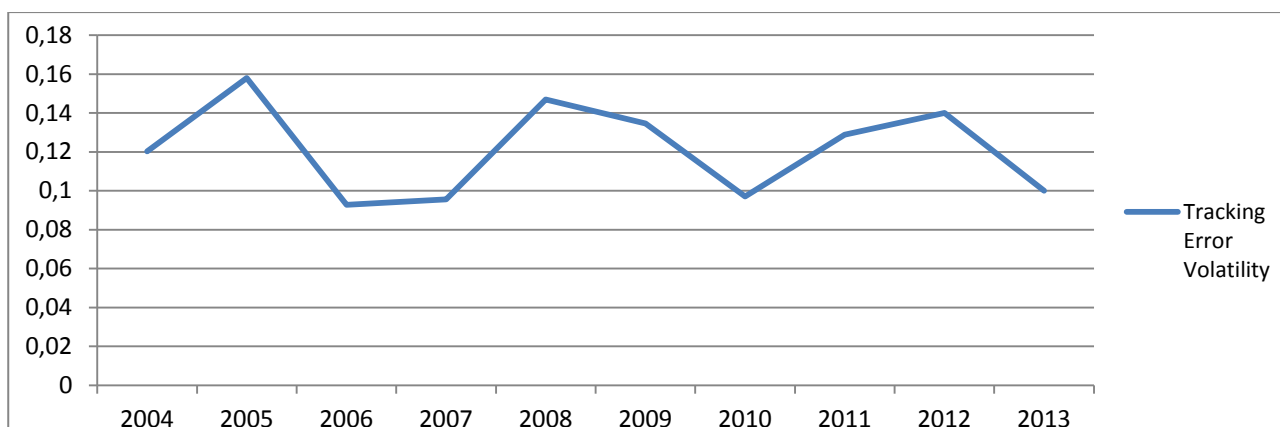


Figura 79: Il TE nei comparti azionari dei fondi Fondenergia, Gommplastica, Fopen, Laborfonds, Pegaso, Prevaer, Previcoper, Quadri e Capi Fiat, Solidarietà Veneto, Telemaco (dati percentuali)



Per misurare il rischio aggiuntivo assunto dal gestore rispetto al benchmark è stata calcolata la volatilità del Tracking Error, i cui risultati sono riportati in figura 80: emerge come tale valore sia mediamente basso, e ciò sta a significare che il TE si è scostato di poco dalla sua media.

Figura 80: L'andamento della Tracking Error Volatility (dati percentuali)



La TEV in generale è risultata mediamente bassa, con valori costanti nel corso degli anni, ad eccezione dei picchi raggiunti nel 2008 – 2009 e nel 2011 – 2012; come emerge dalle figure 81 e 86, nel primo biennio considerato la TEV più elevata si è registrata nei comparti azionari, la cui TE si è scostata dalla sua media in misura marcata, come emerge dalla figura 87, soprattutto nei fondi Laborfonds (TEV pari a 1,69), Prevaer (0,995) e Fopen (2,231), i cui TE sono stati rispettivamente +6,66%, +4,46% e -5,74% e il cui TE medio è stato +1,315 nel 2008 e nel 2009, invece, i fondi che hanno manifestato una TEV elevata sono stati Fopen (TEV pari a 1,13) e Telemaco (0,922), con TE pari rispettivamente a +2,86% e -4,53%, con un TE medio ampiamente negativo, pari a -1,078%.

Il 2013 è risultato l'anno con la minore TEV, in particolare in quello garantito, i cui fondi che, invece, hanno ottenuto una TEV elevata, come emerge dalle figure 82 e 85, sono stati Previcoper (0,282), Solidarietà Veneto (0,225), come riporta la figura 85 e Cometa (0,22), come illustra la figura 83, i cui TE sono risultati rispettivamente pari a +1,41%, -1,5% e -1,47%, con un TE medio negativo (-0,13%); la TEV più bassa è stata rilevata nel fondo Fopen ed è stata pari a 0,002, come illustra la figura 84.

Figura 81: La Tracking Error Volatility nei comparti garantito e azionario (dati percentuali)

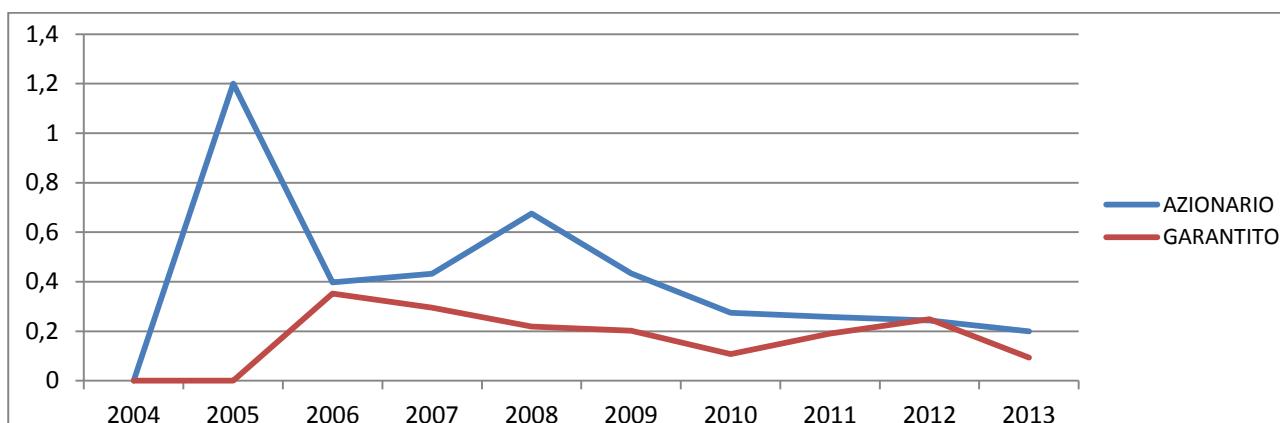


Figura 82: La Tracking Error Volatility nei comparti garantiti (dati percentuali)

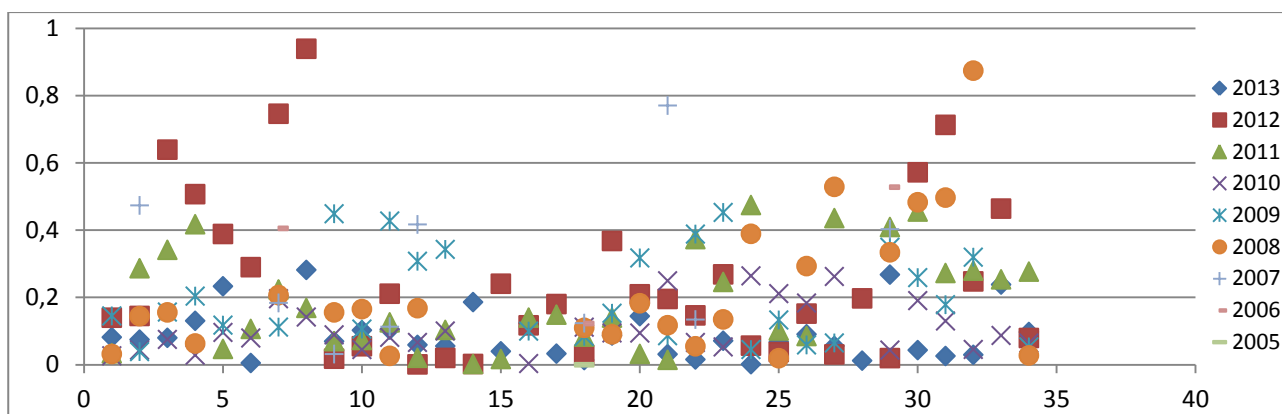


Figura 83: La TEV nei comparti garantiti dei fondi Alifond, Arco, Astri, Byblos, Cometa, Concreto, Cooperlavoro, Eurofer, Filcoop, Fiprem (dati percentuali)

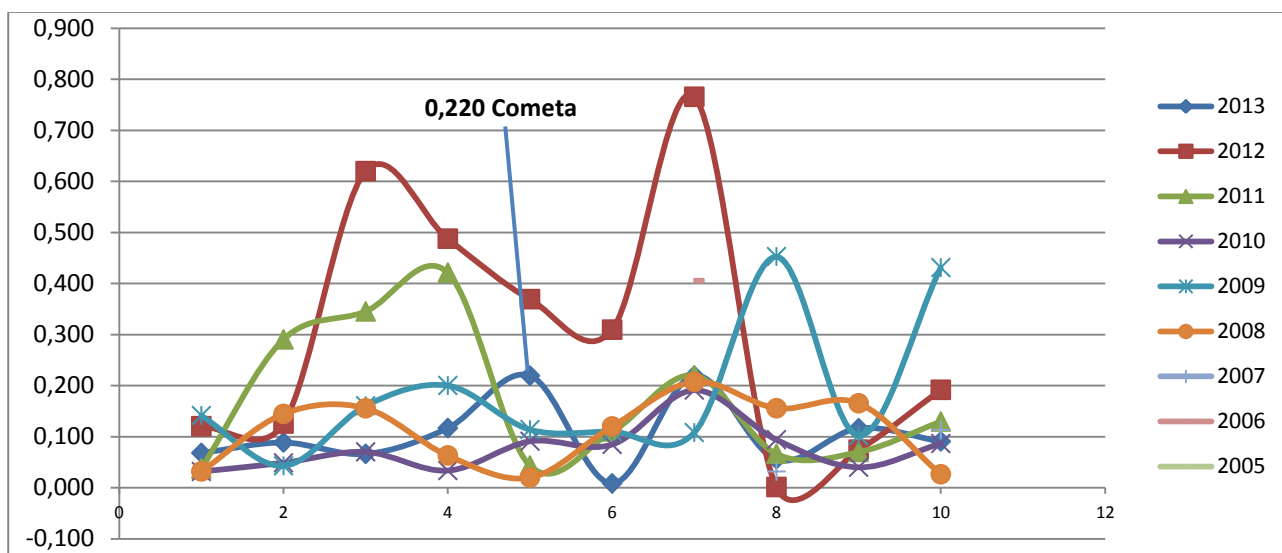


Figura 84: La TEV nei comparti garantiti dei fondi Foncer, Fonchim, Fonte, Fondenergia, Gommplastica, Fondoposte, Fopadiva, Fopen, Laborfonds, Mediafond (dati percentuali)

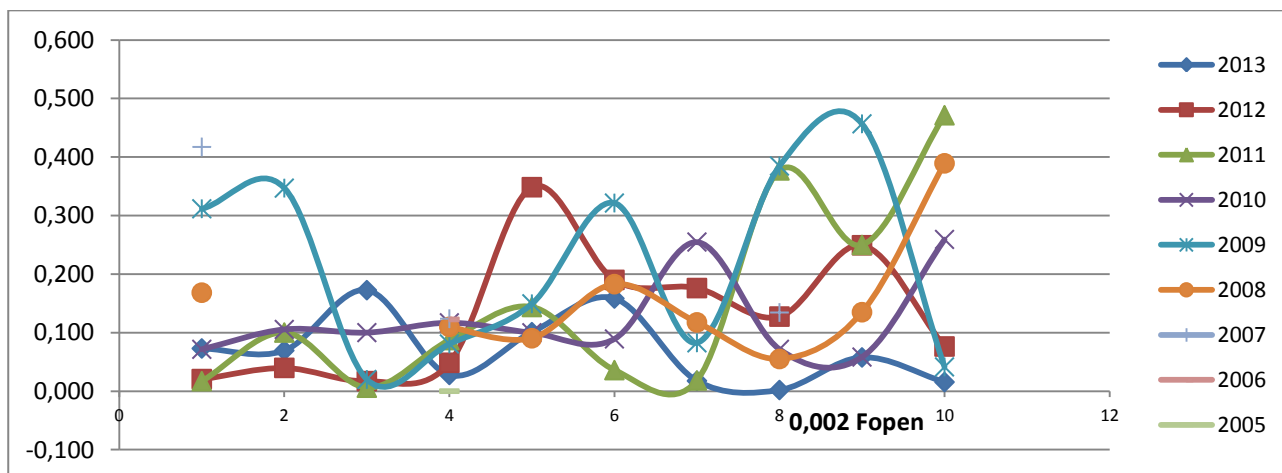


Figura 85: La TEV nei comparti garantiti dei fondi Pegaso, Prevaer, Prevedi, Previcoper, Previmoda, Priamo, Quadri e Capi Fiat, Solidarietà Veneto, Telemaco(dati percentuali)

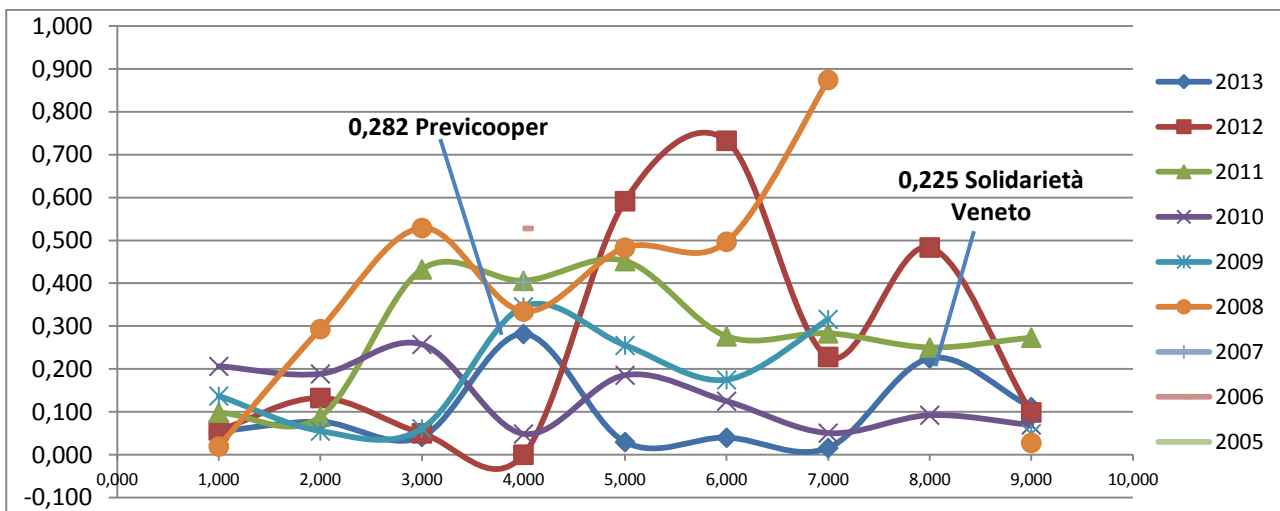


Figura 86: La Tracking Error Volatility nei comparti azionari (dati percentuali)

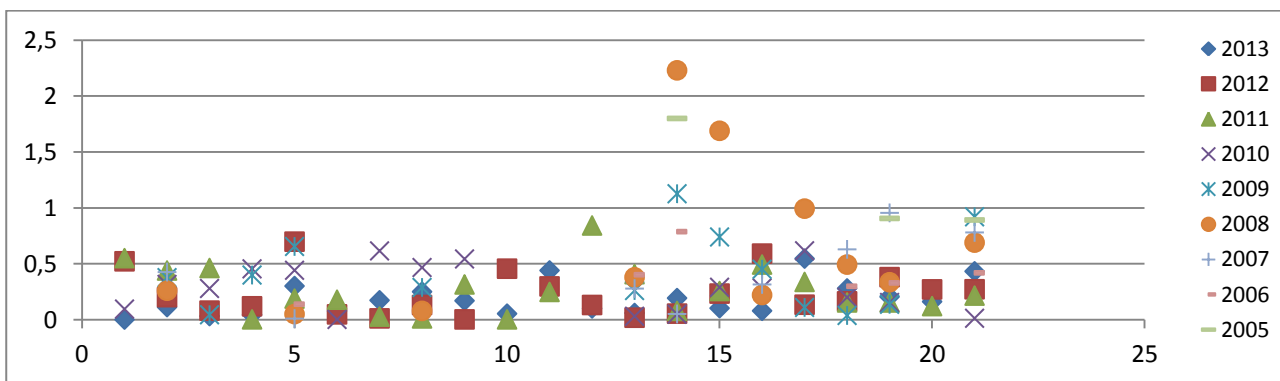
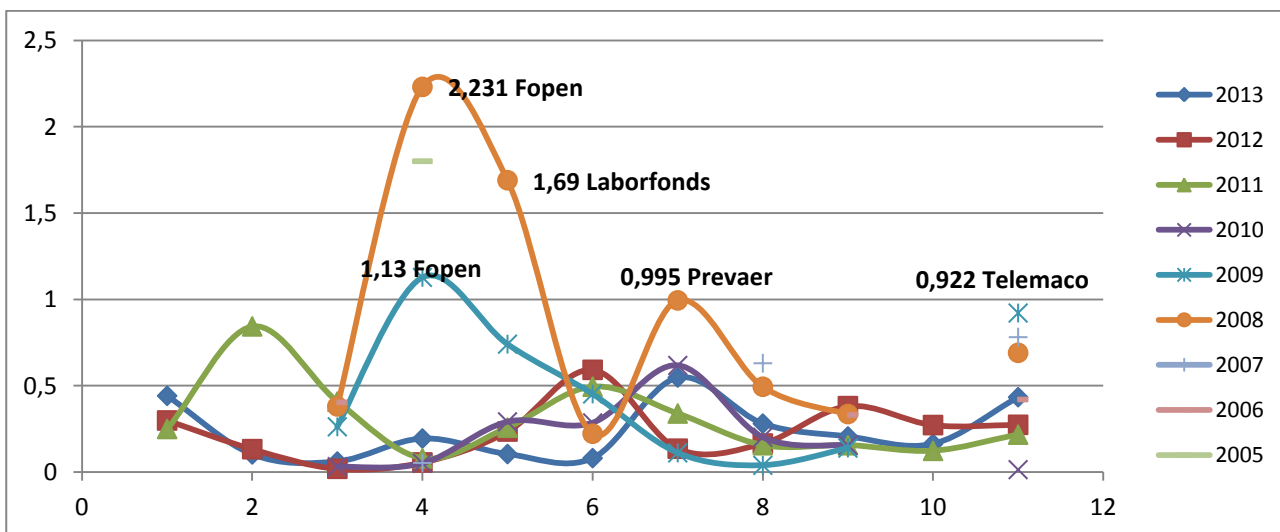
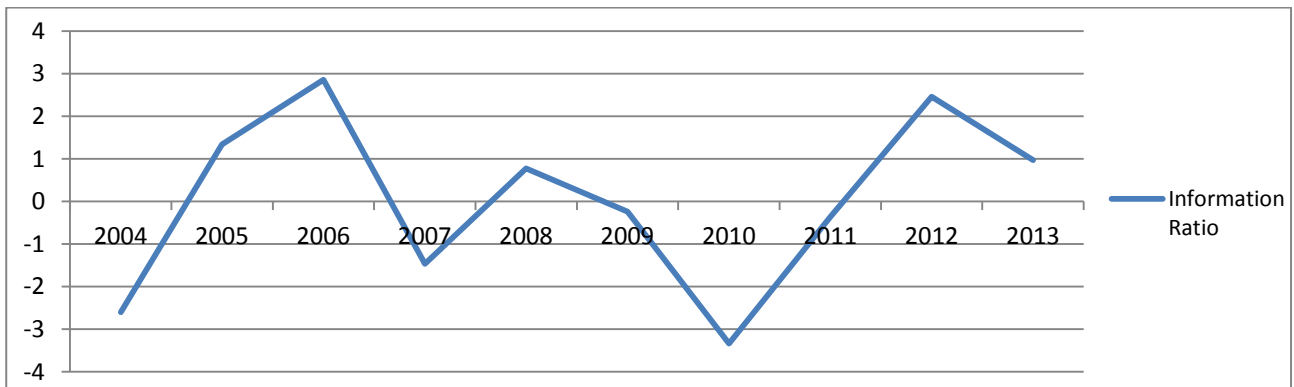


Figura 87: La TEV nei comparti azionari dei fondi Fondaereo, Fondenergia, Gommoplastica, Fopen, Laborfonds, Pegaso, Prevaer, Previcoper, Quadri e Capi Fiat, Solidarietà Veneto, Telemaco (dati percentuali)



Per concludere l'analisi è stato calcolato l'Information Ratio, dato dal rapporto tra il TE ed il TEV e la figura 88 chiarisce i risultati ottenuti: si osserva come l'IR sia stato pressoché positivo negli anni, eccetto nel periodo successivo alla crisi, significando che la qualità della gestione sia stata positiva.

Figura 88: L'Information Ratio nei fondi pensione negoziali (dati percentuali)



L'analisi che segue è stata fatta solamente sui comparti azionari dei fondi pensione negoziali, di cui si sono considerati:

- rendimenti;
- Deviazione Standard ( $\sigma$ );
- Tracking Error;
- Tracking Error Volatility;
- Information Ratio;
- Sharpe Ratio, dato dal rapporto tra l'excess return (differenziale tra rendimento del comparto ed il risk free, che in questo caso è dato dal tasso di rivalutazione del TFR) e  $\sigma$  del comparto azionario; esso indica la capacità del gestore del fondo di ottenere un certo rendimento per unità di rischio;
- Treynor Ratio, è dato dal rapporto tra excess return e  $\beta$  del comparto; tale indice si differenzia dal precedente per il fatto che lo Sharpe Ratio considera la  $\sigma$ , ossia il rischio totale, questo, invece, il rischio sistematico, rappresentato dal  $\beta$ , ossia quel rischio non eliminabile con la diversificazione.

I cui calcoli hanno portato ai risultati riportati in figura 89 e 90.

Figura 89: Rendimenti, Deviazione Standard, Tracking Error e Tracking Error Volatility nei comparti azionari dei fondi pensione negoziali (2005 – 2013)

RENDIMENTI	DEVIAZIONE STANDARD	TRACKING ERROR	TRACKING ERROR VOLATILITY
9,614 fondaereo	0,203 cometa	1,673 prevaer	0,079 espero
8,912 foncer	0,226 byblos	1,278 alifond	0,173 fonchim
7,728 cometa	0,261 foncer	0,637 solidarietà	0,182 byblos
7,194 byblos	0,285 arco	0,603 foncer	0,187 solidarietà
5,770 eurofer	0,309 pegaso	0,599 cooperlavoro	0,206 cometa
5,490 fonte	0,365 eurofer	0,448 gommplastica	0,206 fonte
5,381 fopen	0,398 quadri fiat	0,420 byblos	0,209 eurofer
5,218 alifond	0,433 previcooper	0,210 arco	0,231 gommplastica
5,178 cooperlavoro	0,448 telemaco	0,066 fopen	0,260 foncer
5,116 telemaco	0,458 fondenergia	-0,058 quadri fiat	0,284 previcooper
4,983 solidarietà	0,506 prevaer	-0,095 fonte	0,294 alifond
4,780 espero	0,556 fonte	-0,150 laborfonds	0,306 arco
4,726 fondenergia	0,611 espero	-0,290 cometa	0,312 cooperlavoro
4,652 fonchim	0,632 fondaereo	-0,325 espero	0,331 fondaereo
4,445 prevaer	0,636 laborfonds	-0,557 fondaereo	0,350 pegaso
4,150 laborfonds	0,636 fonchim	-0,621 previcooper	0,360 fondenergia
4,076 gommplastica	0,658 gommplastica	-0,720 fonchim	0,397 quadri fiat
3,996 quadri fiat	0,668 solidarietà	-1,033 pegaso	0,458 prevaer
3,734 arco	0,700 cooperlavoro	-1,038 eurofer	0,517 telemaco
2,956 pegaso	0,827 fopen	-1,113 telemaco	0,554 laborfonds
2,829 previcooper	0,907 alifond	-1,307 fondenergia	0,709 fopen

Figura 90: Information Ratio, Sharpe Ratio e Treynor Ratio nei comparti azionari dei fondi pensione negoziali (2005 – 2013)

INFORMATION RATIO		SHARPE RATIO		TREYNOR RATIO	
4,345	alifond	120,223	cometa	29,965	foncer
3,653	prevaer	98,147	foncer	26,474	fondenergia
3,409	solidarietà	64,612	laborfonds	16,978	telemaco
2,320	foncer	47,673	fondenergia	15,575	arco
2,311	byblos	44,434	pegaso	9,644	prevaer
1,934	gommaplastica	42,252	fonchim	8,174	fondaereo
1,917	cooperlavoro	33,892	telemaco	4,756	espero
0,686	arco	24,565	fonte	3,182	solidarietà
0,092	fopen	17,850	solidarietà	2,855	fopen
-0,146	quadri fiat	15,928	prevaer	2,673	gommaplastica
-0,271	laborfonds	14,010	gommaplastica	2,373	eurofer
-0,460	fonte	12,715	fopen	2,037	laborfonds
-1,406	cometa	11,200	fondaereo	1,677	pegaso
-1,684	fondaereo	8,690	eurofer	-1,989	cooperlavoro
-2,155	telemaco	5,387	espero	-3,667	quadri fiat
-2,188	previcooper	0,262	alifond	-3,969	alifond
-2,954	pegaso	-3,583	cooperlavoro	-8,117	fonchim
-3,628	fondenergia	-4,091	arco	-9,286	fonte
-4,139	espero	-7,512	previcooper	-13,519	byblos
-4,164	fonchim	-94,877	byblos	-93,474	previcooper
				-	
-4,965	eurofer	-318,005	quadri fiat	1408,500	cometa

Sulla base di questi indicatori emerge come nel complesso i fondi pensione migliori siano Foncer, Byblos e Cometa, i cui lavoratori appartengono rispettivamente al settore della ceramica, della grafica e dei metalmeccanici; quelli peggiori, invece, sono Laborfonds, Espero, Fondaereo e Fonchim, i cui iscritti appartengono alla categoria dei lavoratori del Trentino Alto Adige, della scuola, del trasporto aereo e chimico – farmaceutico.

## CONCLUSIONI

Lo scopo di questa tesi è osservare l'andamento delle forme pensionistiche complementari, in particolare della tipologia dei fondi pensione negoziali, di cui si considerano i vari comparti, ponendo l'attenzione su quelli azionari, e calcolandone alcuni indicatori di rischio e di performance per comprendere quali siano stati nell'ultimo decennio i fondi migliori ed i fondi peggiori.

Prima di procedere con l'analisi, si sono descritti gli aspetti normativi ed evolutivi della previdenza complementare, nella quale troviamo i fondi pensione negoziali, aperti, preesistenti ed i Piani Individuali Pensionistici (i cosiddetti PIP) e di cui si sono prese in considerazione le peculiarità, dai contributi alle prestazioni, ai vantaggi.

Per quanto riguarda la gestione si è osservato il processo degli investimenti e le varie misurazioni di performance ed i benchmark, ossia gli indicatori di riferimento per l'analisi ed il confronto degli andamenti.

Tutta questa parte ha permesso di conoscere il funzionamento delle forme pensionistiche complementari, di cui si sono analizzati i rendimenti dell'ultimo decennio, per poi passare all'osservazione più approfondita dei fondi pensione negoziali e delle linee di investimento azionarie.

Nel periodo considerato emerge la preferenza degli iscritti ai comparti bilanciati e garantiti, in cui la percentuale azionaria è limitata, se non addirittura assente, e, quindi, la loro avversione al rischio; tale componente è presente nei comparti dinamici, i cui valori sono stati spesso irregolari nei fondi considerati, come risulta dal loro TE e TEV altalenanti; il numero maggiore di iscritti è presente nei fondi pensione negoziali, dato in costante crescita, con l'adesione più consistente da parte dei soggetti tra i 45 ed i 54 anni.

Nonostante la crisi, gli investimenti in titoli azionari sono stati comunque sostenuti, per il fatto che nel lungo periodo tali strumenti possono offrire ritorni maggiori rispetto a quelli garantiti dalle obbligazioni: in comparti dinamici, quindi ad elevata componente azionaria, il TE è stato spesso positivo, anche in modo considerevole, a conferma di rendimenti dei fondi superiori a quelli dei benchmark e la gestione, quindi, è stata attiva.

Dall'analisi dei fondi pensione negoziali emerge come i comparti garantiti abbiano registrato risultati pressoché costanti negli anni, con valori conformi alla media, a differenza di valori molto irregolari nelle linee di investimento azionarie, come prevedibile.

Il calcolo di alcuni indicatori di rischio e di performance nei comparti azionari ha permesso di concludere come i fondi migliori nel periodo considerato siano stati Foncer, Byblos e Cometa, i cui iscritti appartengono rispettivamente ai settori della ceramica, della grafica e dei metalmeccanici; i peggiori, invece, sono risultati Laborfonds, Espero, Fondaereo e Fonchim, relativi alla categoria dei lavoratori del Trentino Alto – Adige, della scuola, del trasporto aereo e chimico – farmaceutico.

# Bibliografia

AA.VV. “Pension Savings: The Real Return”, in “Better Finance for all”, 2014

AA.VV., “I vantaggi fiscali della previdenza complementare”, in “Agenzia Informa”, periodico dell’Agenzia delle Entrate, n. 4, 2008

AA.VV., “Intermediari finanziari non bancari 2012 – 2013”, McGraw-Hill, 2011  
Alastair Jollans, 1993

Alemanni B., “L’ attività di asset management”, in P. Musile Tanzi, “Il manuale del private banker”, EGEA, Milano, 1996

Antolín, P., “Pension Fund Performance”, in “Working Papers on Insurance and Private Pensions”, n. 20, OECD Publishing, 2008

Blome, S. et al., "Pension Fund Regulation and Risk Management: Results from an ALM Optimisation

Bodie z., Davis P., “The foundations of pension finance. Vol. 1”, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, 2000

Bodie z., Davis P., “The foundations of pension finance. Vol. 2”, Edward Elgar Publishing Limited, Cheltenham, 2000

Bongini P., Impavido G., “Il ruolo dei fondi pensione in un’economia globale”, Il Mulino, Bologna, 2011

Bripi F., Giorgiantonio C., “La governance dei fondi pensione in Italia: miglioramenti possibili”, in “Questioni di Economia e Finanza”, n. 65, aprile 2010

Caputi G., “Il finanziamento dell’ economia reale e il ruolo dei fondi pensione”, in CONSOB, audizione 16 aprile 2014, Roma

Cazzola G., “ Guida ai fondi pensione 2005: come e perché investire nei fondi pensione aperti e chiusi”, Edibank, , Roma, 2005

Cazzola G., Cirioli D., “Fondi pensione: istruzioni per l’uso”, Edibank, Roma, 2008

Cesari R., “I fondi pensione”, IL SOLE 24 ORE, Il Mulino, Bologna, 2007

Cinelli M., “Diritto della previdenza sociale”, Giappichelli, Torino, 1998

COVIP (2004), Relazione per l’anno 2003

COVIP (2004), Relazione per l’anno 2003

COVIP (2005), Relazione per l’anno 2004

COVIP (2006), Relazione per l’anno 2005

COVIP (2007), Relazione per l’anno 2006

COVIP (2008), Relazione per l’anno 2007

COVIP (2009), Relazione per l’anno 2008

COVIP (2010), Relazione per l’anno 2009

COVIP (2011), Relazione per l’anno 2010

COVIP (2012), Relazione per l’anno 2011

COVIP (2013), Relazione per l’anno 2012

COVIP (2014), Relazione per l’anno 2013

Davis E. Philip, “Pension funds: retirement – income security and capital markets: an International perspective”, Clarendon press, Oxford, 1995

DeFelice M., Morriconi F., 1999, “Definizione dei benchmark, misurazione delle performance e valutazione dei costi nei fondi pensione con minimo garantito, in CONSOB, “Studi in materia di intermediari non bancari”, Quaderni di finanza, n. 36, ottobre, pag. 68

Della Croce, R. and J. Yermo, “Institutional Investors and Infrastructure Financing”, in “Working Papers on

Exercise", in "Working Papers on Insurance and Private Pensions", n. 8, OECD Publishing, 2007  
Finance, Insurance and Private Pensions", n. 36, OECD Publishing, 2013

Fornero E. "L'economia dei fondi pensione, potenzialità e limiti della previdenza privata in Italia", Il Mulino, Bologna, 1999

Gaboardi G., "Fondi pensione: strumenti per l'uso", FrancoAngeli Editore, Milano, 1997

Gismondi F., Micocci M., "La gestione finanziaria dei fondi pensione: aspetti economico – finanziari e attuariali, modelli finanziari per la valutazione e la gestione del rischio d'investimento negli schemi previdenziali", IL SOLE 24 ORE, Milano, Pirola, Gismondi & Associati, 2004

Manelli A., "I fondi pensione: aspetti operativi ed effetti sulla struttura finanziaria d'azienda", Isedi Editore, Torino, 2000

Marinelli N., "I fondi pensione in Italia, aspetti peculiari e confronti internazionali", Milano, FrancoAngeli editore, 2011

Messori M., "La previdenza complementare in Italia", Il Mulino, Bologna, Prefazione di Guido Cammarano, 2006

Miococi M., Magnoni G., "Misurazione della performance dei fondi pensione a contribuzione definita", in "Dirigenza Bancaria", n. 144, 2010

Pisani R., "Struttura e funzionamento dei fondi pensione in Gran Bretagna", in AA.VV "Le imprese di assicurazione e la gestione dei fondi pensione", EGEA, Milano, 1991

Porta A., Artoni R., "Fondi pensione e mercati finanziari: le esperienze internazionali e le prospettive per l'Italia", EGEA, Milano, cap 4 "L'intervento della Comunità europea nel campo dei fondi pensione" di

Rimoldi A., "Fondi pensione: governance e misurazione della performance", 2011-2012

Santececca D., "La gestione dei fondi pensione: soggetti abilitati, forme di prestazioni, strategie di investimento e riflessi operativi per le banche", Bancaria editrice, Roma 1998

## Siti

[www.abi.com](http://www.abi.com) (consultato 11 novembre 2014)  
[www.alifond.it](http://www.alifond.it) (consultato 7 gennaio 2015)  
[www.alvec.it](http://www.alvec.it) (consultato 2 gennaio 2015)  
[www.ania.it](http://www.ania.it) (consultato 16 dicembre 2014)  
[www.animasgr.it](http://www.animasgr.it) (consultato 23 gennaio 2015)  
[www.assofondipensione.it](http://www.assofondipensione.it) (consultato 23 gennaio 2015)  
[www.assogestioni.it](http://www.assogestioni.it) (consultato 23 gennaio 2015)  
[www.astrifondopensione.it](http://www.astrifondopensione.it) (consultato 10 gennaio 2015)  
[www.bancaditalia.it](http://www.bancaditalia.it) (consultato 31 dicembre 2014)  
[www.bloomberg.com](http://www.bloomberg.com) (consultato 7 gennaio 2015)  
[www.bluerating.com](http://www.bluerating.com) (consultato 27 novembre 2014)  
[www.borsaitaliana.it](http://www.borsaitaliana.it) (consultato 7 gennaio 2015)  
[www.cometafondo.it](http://www.cometafondo.it) (consultato 27 dicembre 2014)  
[www.cooperlavoro.it](http://www.cooperlavoro.it) (consultato 27 dicembre 2014)  
[www.covip.it](http://www.covip.it) (consultato 2 febbraio 2015)  
[www.ebc.europa.eu](http://www.ebc.europa.eu) (consultato 8 gennaio 2015)  
[www.economist.com](http://www.economist.com) (consultato 8 febbraio 2015)  
[www.eiopa.europa.eu](http://www.eiopa.europa.eu) (consultato 14 gennaio 2015)  
[www.europa.eu](http://www.europa.eu) (consultato 4 dicembre 2014)  
[www.filcoopensionistico.it](http://www.filcoopensionistico.it) (consultato 28 dicembre 2014)  
[www.finanza-mercati.ilsole24ore.com](http://www.finanza-mercati.ilsole24ore.com) (consultato 8 gennaio 2015)  
[www.finanzaonline.com](http://www.finanzaonline.com) (consultato 8 gennaio 2015)  
[www.fiprem.it](http://www.fiprem.it) (consultato 9 gennaio 2015)  
[www.foncer.it](http://www.foncer.it) (consultato 27 dicembre 2014)  
[www.fonchim.it](http://www.fonchim.it) (consultato 9 gennaio 2015)  
[www.fondaereo.it](http://www.fondaereo.it) (consultato 10 gennaio 2015)  
[www.fondapi.it](http://www.fondapi.it) (consultato 9 gennaio 2015)  
[www.fondoarco.it](http://www.fondoarco.it) (consultato 10 gennaio 2015)  
[www.fondobyblos.it](http://www.fondobyblos.it) (consultato 27 dicembre 2014)  
[www.fondoconcreto.it](http://www.fondoconcreto.it) (consultato 9 gennaio 2015)  
[www.fondoespero.it](http://www.fondoespero.it) (consultato 27 dicembre 2014)  
[www.fondoeurofer.it](http://www.fondoeurofer.it) (consultato 10 gennaio 2015)  
[www.fondofonte.it](http://www.fondofonte.it) (consultato 27 dicembre 2014)  
[www.fondogommaplastica.it](http://www.fondogommaplastica.it) (consultato 27 dicembre 2014)

[www.fondopegaso.it](http://www.fondopegaso.it) (consultato 27 dicembre 2014)  
[www.fondopensioneopen.it](http://www.fondopensioneopen.it) (consultato 10 gennaio 2015)  
[www.fondoposte.it](http://www.fondoposte.it) (consultato 9 gennaio 2015)  
[www.fondopriamo.it](http://www.fondopriamo.it) (consultato 27 dicembre 2014)  
[www.fondoquadrifiat.it](http://www.fondoquadrifiat.it) (consultato 10 gennaio 2015)  
[www.fondotelemaco.it](http://www.fondotelemaco.it) (consultato 27 dicembre 2014)  
[www.fopadiva.it](http://www.fopadiva.it) (consultato 27 dicembre 2014)  
[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com) (consultato 8 gennaio 2015)  
[www.inps.it](http://www.inps.it) (consultato 2 gennaio 2015)  
[www.intopic.it](http://www.intopic.it) (consultato 16 dicembre 2014)  
[www.istat.it](http://www.istat.it) (consultato 4 dicembre 2014)  
[www.itinerari previdenziali.it](http://www.itinerari previdenziali.it) (consultato 8 gennaio 2015)  
[www.laborfonds.it](http://www.laborfonds.it) (consultato 10 gennaio 2015)  
[www.lavoro.gov.it](http://www.lavoro.gov.it) (consultato 16 dicembre 2014)  
[www.mbres.it](http://www.mbres.it) (consultato 20 dicembre 2014)  
[www.mediafond.it](http://www.mediafond.it) (consultato 9 gennaio 2015)  
[www.mefop.it](http://www.mefop.it) (consultato 23 gennaio 2015)  
[www.milanofinanza.it](http://www.milanofinanza.it) (consultato 8 gennaio 2015)  
[www.morningstar.it](http://www.morningstar.it) (consultato 4 dicembre 2015)  
[www.odcec.mi.it](http://www.odcec.mi.it) (consultato 2 gennaio 2015)  
[www.oecd.org](http://www.oecd.org) (consultato 16 dicembre 2014)  
[www.ordineattuari.it](http://www.ordineattuari.it) (consultato 2 gennaio 2015)  
[www.panorama.it](http://www.panorama.it) (consultato 8 gennaio 2015)  
[www.pensionfundsonline.co.uk](http://www.pensionfundsonline.co.uk) (consultato 9 febbraio 2015)  
[www.prevaer.it](http://www.prevaer.it) (consultato 27 dicembre 2014)  
[www.prevedi.it](http://www.prevedi.it) (consultato 10 gennaio 2015)  
[www.previambiente.it](http://www.previambiente.it) (consultato 10 gennaio 2015)  
[www.previcoper.it](http://www.previcoper.it) (consultato 27 dicembre 2014)  
[www.previdenzacomplementare.it](http://www.previdenzacomplementare.it) (consultato 2 gennaio 2015)  
[www.previmoda.it](http://www.previmoda.it) (consultato 27 dicembre 2014)  
[www.previsionari.it](http://www.previsionari.it) (consultato 8 gennaio 2015)  
[www.repubblica.it](http://www.repubblica.it) (consultato 8 gennaio 2015)  
[www.solidarietaveneto.it](http://www.solidarietaveneto.it) (consultato 10 gennaio 2015)  
[www.uil.it](http://www.uil.it) (consultato 20 dicembre 2014)

