



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE  
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

---

*Corso di Laurea Magistrale in Economia e Management*

I FONDI PENSIONE: ANALISI COMPARATIVA CON FORME  
DI INVESTIMENTO ALTERNATIVE

PENSION FUNDS: COMPARATIVE ANALYSIS WITH  
ALTERNATIVE FORMS OF INVESTMENT

Relatore: Chiar.ma  
Prof.ssa Caterina Lucarelli

Tesi di Laurea di:  
Luca Sorcinelli

Anno Accademico 2023 - 2024

*A nonna Nadia,  
a tutti i capelletti chiusi insieme,  
a tutte le camomille con il limone,  
a tutti i baci scambiati,  
a tutto il bene che ti voglio!*

## Sommario

INTRODUZIONE.....	5
CAPITOLO 1 DALLA PREVIDENZA OBBLIGATORIA ALLA RIFORMA PREVIDENZIALE .....	7
1.1 Nascita e crisi della previdenza obbligatoria .....	7
1.1.1 Nascita della previdenza obbligatoria e la sua evoluzione normativa.....	7
1.1.2 La crisi del sistema di previdenza obbligatoria.....	12
1.2 Il riordino del sistema pensionistico .....	19
1.2.1 Le riforme previdenziali degli anni '90 .....	19
1.2.2 Gli sviluppi normativi degli anni '2000 e la riforma Fornero.....	24
1.3 Il sistema della previdenza complementare .....	29
1.3.1 Introduzione alla previdenza complementare ed il sistema a tre pilastri.....	30
1.3.2 L'evoluzione normativa e la riforma della previdenza complementare (D.lgs. n. 252/2005).....	32
1.3.3 L'attuale contesto della previdenza complementare .....	38
CAPITOLO 2 IL SECONDO E IL TERZO PILASTRO DELLA PREVIDENZA: I FONDI PENSIONE.....	42
2.1 Classificazione dei fondi pensione.....	42
2.1.1 Fondi a contribuzione definita e fondi a prestazione definita .....	42
2.1.2 I fondi pensione chiusi o negoziali.....	44
2.1.3 I fondi pensione per i dipendenti pubblici.....	45
2.1.4 I fondi pensione aperti.....	47
2.1.5 I fondi pensione preesistenti.....	48
2.1.6 I piani individuali pensionistici (PIP) .....	50
2.2 Il funzionamento dei fondi pensione.....	51
2.2.1 Criteri e limiti di investimento delle risorse del fondo pensione .....	51
2.2.2 Le prestazioni dei fondi pensione .....	55

2.2.3 Il regime fiscale dei fondi pensione .....	59
2.2.4 La vigilanza sulle forme pensionistiche complementari.....	62
2.3 Caratteristiche dei fondi pensione.....	64
2.3.1 I vantaggi dei fondi pensione .....	64
2.3.2 Gli svantaggi dei fondi pensione.....	72
CAPITOLO 3 CONFRONTO DI LUNGO PERIODO TRA LA PREVIDENZA INTEGRATIVA E FORME DI RISPARMIO INDIVIDUALE.....	75
3.1 Caratteristiche, rendimenti e costi degli strumenti a confronto .....	76
3.1.1 I fondi comuni di investimento .....	76
3.1.2 Costi, performance e caratteristiche dei fondi pensione aperti .....	80
3.2 Scenari a confronto .....	85
3.2.1 Confronto tra investimenti alternativi: ipotesi di reddito fisso nell'orizzonte temporale considerato ed investimento in percentuale al reddito .....	87
3.2.2 Confronto tra investimenti alternativi: ipotesi di reddito fisso e di massimizzazione del beneficio fiscale .....	104
CONCLUSIONI.....	108
BIBLIOGRAFIA .....	112
SITOGRAFIA E FONTI NORMATIVE .....	114

## INTRODUZIONE

Il tema delle pensioni rappresenta da sempre un argomento centrale nel dibattito pubblico e politico, suscitando crescenti preoccupazioni tanto tra i cittadini che tra i governi. Da un lato, i lavoratori che vedono progressivamente allontanarsi il traguardo del pensionamento, accompagnato dalla contestuale riduzione delle prestazioni erogate. Dall'altro, i governi si trovano a fronteggiare la sfida di ridurre l'incidenza della spesa pensionistica sul Prodotto Interno Lordo (PIL), che ha assunto un valore non riscontrabile in altri paesi dell'Unione Europea e che continua a crescere, come evidenziato nel 25° rapporto sulle tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario italiano, elaborato dalla Ragioneria Generale dello Stato.

A tal proposito nel giugno 2024 l'Inps ha provveduto all'aggiornamento del servizio di simulazione degli scenari pensionistici denominato "pensami"<sup>1</sup>. Questo strumento, accessibile liberamente da ciascun individuo, permette di simulare il momento e le modalità di accesso al pensionamento, tenendo conto dell'evoluzione ipotetica della carriera lavorativa. L'aggiornamento è stato necessario per tenere conto del meccanismo di adeguamento dei requisiti anagrafici per l'accesso al pensionamento, previsto dalla Legge Fornero del 2011, un provvedimento volto a perseguire e garantire la sostenibilità di un sistema previdenziale sempre più sotto pressione a causa del progressivo aumento della speranza di vita delle future generazioni. Dalle prime simulazioni effettuate con i nuovi valori, emerge un quadro sconcertante per i giovani che raggiungeranno i requisiti per il pensionamento in prossimità dei settant'anni, con tassi di sostituzione che difficilmente gli consentiranno di mantenere il tenore di vita acquisito durante la carriera lavorativa.

La presenza di un contesto così problematico, unito all'analisi dei dati sui tassi di partecipazione alla previdenza complementare in Italia, che al 2023 si attestava al 36,9% degli occupati (contro l'84% della Germania e il 93% dei Paesi Bassi), hanno motivato la scelta di approfondire la tematica dei fondi pensione quale strumento di previdenza complementare, preposto ad erogare prestazioni integrative a quelle offerte dal sistema pubblico di base. L'obiettivo principale del presente elaborato sarà quello di valutare se l'investimento delle risorse finanziarie in questi strumenti, tenuto conto dei

---

<sup>1</sup> Cfr: Il sole 24 Ore, *Inps aggiorna simulatore pensioni, 30enni a riposo a 70 anni*, redazione Roma, 11 giugno 2024

benefici fiscali previsti dalla normativa italiana, possa garantire ritorni migliori rispetto a quelli realizzabili con altri strumenti dell'industria del risparmio gestito e allo stesso tempo fornire una panoramica sugli strumenti di previdenza complementare.

L'elaborato si svilupperà seguendo un percorso logico articolato in diverse fasi. Inizialmente verrà analizzata l'evoluzione storica del sistema di previdenza obbligatoria, esaminando le riforme che si sono susseguite nel tempo, caratterizzate spesso da una scarsa lungimiranza, i fattori che hanno contribuito allo sviluppo della crisi del sistema stesso e il contesto nel quale si è sviluppata l'esigenza di istituire un sistema di previdenza complementare.

Nel capitolo seguente viene fornito un quadro dettagliato del secondo e terzo pilastro del sistema previdenziale, con l'intento di incrementare la consapevolezza del lettore sulle finalità e sulle caratteristiche dei fondi pensione.

Infine, si svilupperanno delle simulazioni per cercare di capire se l'impiego di risorse finanziarie negli strumenti dei fondi pensione, tenuto conto dei benefici fiscali ad essi attribuiti, consenta all'individuo di ottenere risultati migliori rispetto all'impiego delle medesime risorse in strumenti di investimento alternativi, quali i fondi comuni. L'obiettivo è quello di individuare la soluzione di investimento più vantaggiosa per i primi 5.164,57€ di risparmio annuo che ogni individuo può accantonare durante la propria carriera lavorativa, al fine di creare un capitale da utilizzare ad integrazione della prestazione pensionistica del sistema obbligatorio.

I risultati che emergeranno dai confronti non saranno da intendersi validi in maniera assoluta per tutti gli individui, poiché si baseranno su ipotesi necessarie per rendere gli stessi praticabili. Le soluzioni fornite saranno quindi valide nell'ambito delle ipotesi presentate. Tuttavia, rappresenteranno un punto di partenza da cui ciascun individuo potrà iniziare a sviluppare un confronto che tenga conto delle proprie caratteristiche soggettive.

## **CAPITOLO 1 DALLA PREVIDENZA OBBLIGATORIA ALLA RIFORMA PREVIDENZIALE**

### **1.1 Nascita e crisi della previdenza obbligatoria**

#### *1.1.1 Nascita della previdenza obbligatoria e la sua evoluzione normativa*

L'attuale configurazione del sistema previdenziale italiano è il frutto di un lungo e travagliato percorso di ridisegno normativo iniziato negli anni '90 del XX secolo, necessario per riordinare un sistema pensionistico le cui caratteristiche erano figlie di un periodo virtuoso quale il boom economico degli anni '60, nel quale la combinazione tra un crescente sviluppo economico e una ampia base occupazionale aveva creato le condizioni – o almeno la classe politica del tempo pensava che esistessero - per la predisposizione di un sistema pensionistico che premiava i futuri pensionati, mediante l'introduzione di un metodo di calcolo della pensione denominato “retributivo”, che prevedeva che l'importo dell'assegno pensionistico fosse agganciato alle retribuzioni degli ultimi anni della carriera lavorativa.

In realtà, il metodo retributivo non è di per sé necessariamente “premiante” se nel calcolo della pensione vengono considerate le retribuzioni percepite durante tutta la vita lavorativa. In questo modo infatti sarebbe possibile mantenere un adeguato equilibrio tra contributi e prestazioni. Il problema del metodo “retributivo all'italiana” fu che il periodo di riferimento, per il calcolo della pensione, venne inizialmente fissato agli ultimi tre anni della carriera lavorativa e subito dopo aumentati a cinque<sup>2</sup>.

Un sistema di calcolo di questo tipo non poteva perdurare a lungo, sia per la troppa generosità dello stesso che per i successivi mutamenti demografici ed economici che interessarono l'Italia nell'ultimo trentennio del XX secolo e che resero quel sistema finanziariamente insostenibile in termini di spesa assistenziale, determinando un peggioramento non più tollerabile dei bilanci statali e degli Istituti Previdenziali<sup>3</sup>.

Ma prima di parlare di politiche previdenziali degli anni '90 è bene comprendere le ragioni storiche che hanno portato a quelle riforme.

---

<sup>2</sup> Cfr: G. Cazzola, *La guerra dei cinquant'anni. Storia delle riforme e controriforme del sistema pensionistico*, Torino 2021

<sup>3</sup> Cfr: F. Vallacqua, *La previdenza complementare per i dipendenti pubblici e privati*, Egea, Milano, 2008, pp. 6-7

Storicamente l'Italia ha adottato un modello di stato sociale di stampo tedesco, detto "*Bismarckiano*", che si basa su un modello di previdenza sociale in cui le prestazioni vengono erogate a protezione del lavoratore dagli eventi negativi che mettono a rischio la sua capacità di lavoro e di guadagno quali malattia, infortunio, disoccupazione e vecchiaia. In tale modello di welfare gli interventi previdenziali sono finanziati con il contributo dei lavoratori e dei datori di lavoro.

A questo modello si contrappone la concezione di stampo britannica, detta "*Beveridgeana*", in cui lo stato si impegna ad assicurare a tutti standard minimi ed uniformi di protezione sociale, i quali vengono finanziati mediante la fiscalità generale.

Il sistema previdenziale italiano, inizialmente di stampo "bismarckiano" può essere ricondotto al Regno d'Italia, ed in particolare al 1898, quando venne istituita con la *legge 350/1898* la "*cassa nazionale di previdenza per l'invalidità e la vecchiaia degli operai*". Questa prima forma previdenziale era ad adesione facoltativa e rivolta a limitate categorie di lavoratori del settore privato e prevedeva per l'assicurato una rendita vitalizia calcolata capitalizzando i contributi versati, erogata a partire dal 65° anno di età con riscatto anticipato del capitale a favore dei familiari in caso di morte e liquidazione anticipata in caso di invalidità<sup>4</sup>.

Prima di tale legge si poteva riscontrare solo la presenza delle società di mutuo soccorso basate sul principio del finanziamento e della erogazione di prestazioni a lavoratori appartenenti alle medesime categorie professionali e caratterizzati dall'esposizione al medesimo rischio.

Solo nel 1919, con la *legge n. 603*, l'assicurazione per l'invalidità e la vecchiaia venne estesa alla generalità dei lavoratori dipendenti del settore privato e resa obbligatoria per coloro che percepivano redditi inferiori ad un determinato importo definito dalla legge stessa. In questo modo venne introdotta per 12 milioni di lavoratori una tutela da tutti gli eventi che potessero intaccare il reddito individuale e familiare, con un contributo ripartito tra lavoratore, datore di lavoro e stato.

L'età pensionabile è confermata come nella precedente disposizione del 1898 a 65 anni sia per gli uomini che per le donne<sup>5</sup>.

---

<sup>4</sup> Cfr: R. Cesari, *Tfr e fondi pensione*, il Mulino, Bologna, 2007, pp. 24

<sup>5</sup> Cfr: M. Liera, *I fondi pensione*, Il sole 24 ore, Milano, 2004, pp. 14-15

Dopo questi primi interventi a sostegno di determinate categorie di lavoratori bisognerà attendere il periodo corporativo prima di riscontrare innovazioni in materia, necessarie per contrastare gli squilibri economici e le ondate inflazionistiche generate dal primo conflitto mondiale della Grande Depressione del 1929.

È durante il periodo fascista che si gettano le basi per la nascita del sistema previdenziale italiano, con la riorganizzazione della *cassa nazionale di previdenza per l'invalidità e la vecchiaia degli operai* in quattro gestioni, quali invalidità e vecchiaia, disoccupazione, tubercolosi e maternità e rinominata "INPS", *Istituto nazionale della previdenza sociale*, la cui prestazioni venivano finanziate con il metodo a capitalizzazione, che prevedeva l'investimento nei mercati finanziari dei contributi degli assicurati. Contestualmente viene abbassata l'età pensionabile a 60 anni per gli uomini e a 55 per le donne (un privilegio che viene concesso come "riconoscimento" della funzione di cura della famiglia che alla donna spettava durante la vita lavorativa). Tali requisiti anagrafici di accesso alla pensione si manterranno invariati fino al 1992.

Nel periodo successivo il sistema di finanziamento delle pensioni a capitalizzazione iniziò a mostrare i primi segni di difficoltà, per effetto dell'iperinflazione che colpì i paesi usciti dal conflitto mondiale, la quale ridusse considerevolmente gli accantonamenti previdenziali che erano stati effettuati fino a quel momento determinando una notevole riduzione del potere di acquisto delle pensioni future.

Per tale ragione nel 1945 si decise di modificare, seppur parzialmente, il sistema di finanziamento della previdenza pubblica, passando da un meccanismo a capitalizzazione ad uno a ripartizione. Quest'ultimo, a differenza del regime a capitalizzazione nel quale i contributi versati dai lavoratori vengono investiti in attività fruttifere e serviranno a finanziare le pensioni degli stessi lavoratori che avevano effettuato gli accantonamenti, si caratterizza per il fatto che i contributi versati dai lavoratori vengono utilizzati per finanziare le pensioni dei pensionati di quel momento, senza quindi creare alcun accantonamento.

Oltre a rappresentare un antidoto alle future spinte inflazionistiche, il sistema di finanziamento a ripartizione appena introdotto posava su basi solide quali, il rapporto positivo tra lavoratori attivi e pensionati, la breve durata media della vita e l'elevato tasso di natalità. Queste caratteristiche sociodemografiche facevano prevedere un aumento dei contributi previdenziali rispetto alle

prestazioni future al punto che contestualmente si decise di introdurre la rivalutazione annuale delle pensioni per tenere in considerazione dell'aumento del costo della vita<sup>6</sup>.

Un'altra ragione che spinse l'adozione del regime a ripartizione si può riscontrare nella volontà di estendere la previdenza sociale a categorie sempre più ampie di lavoratori, fino ad arrivare al 1969 quando venne estesa a tutta la popolazione.

Il sistema a ripartizione era infatti l'unica scelta per finanziare l'estensione previdenziale anche a chi aveva, al momento della riforma, pochi o nulli contributi versati.

Con il nuovo sistema previdenziale si instaurò un "*patto generazionale*": se con il regime a capitalizzazione si realizza una *redistribuzione temporale del reddito* tra momenti diversi della vita dell'assicurato, che risparmia da giovane per creare un capitale da poter spendere quando verrà a meno la propria capacità lavorativa; con il regime a ripartizione la redistribuzione del reddito avviene tra generazioni diverse di beneficiari. In questo modo le prestazioni previdenziali della generazione anziana vengono finanziate con i contributi della generazione giovane, in cambio dell'implicita "promessa" che, quando sarà divenuta anziana la generazione giovane godrà del medesimo trattamento.

Nell'immediato dopoguerra nasce la Repubblica Italiana e con essa viene emanata la Carta Costituzionale che all'art. 38 sancisce il nocciolo del modello di *welfare state* che si voleva delineare da quel momento. Nello specifico, i padri costituenti forniscono una netta distinzione tra l'attività di assistenza e quella della previdenza.

La prima è rivolta a tutti i cittadini e consiste in tutte quelle prestazioni che consentono il mantenimento di questi qualora siano sprovvisti dei mezzi necessari per vivere e si finanzia mediante la fiscalità in generale; la previdenza è invece rivolta ai lavoratori, per consentire questi il mantenimento del tenore di vita raggiunto durante il periodo lavorativo e viene finanziata mediante i contributi che gli stessi lavoratori hanno versato durante la vita lavorativa.

In base a questa nuova configurazione di welfare state e soprattutto grazie alla crescita economica e demografica che caratterizzò l'Italia tra gli anni '50 e '60 si assistette a numerosi interventi normativi che estesero notevolmente le tutele

---

<sup>6</sup> Cfr: R. Cesari, *Tfr e fondi pensione*, il Mulino, Bologna, 2007, pp. 25-29

previdenziali. In particolare in questi anni venne introdotta la tredicesima mensilità, la pensione sociale, intesa come trattamento pensionistico minimo a favore di tutti i lavoratori, l'assicurazione obbligatoria per l'invalidità e la vecchiaia a favore dei lavoratori autonomi con l'istituzione presso l'Inps di gestione speciali accanto al fondo pensioni dei lavoratori dipendenti ed infine venne introdotta la pensione di anzianità per lavoratori dipendente ed autonomi con almeno 35 anni di contributi, indipendentemente dall'età.

A questi interventi normativi va aggiunta la c.d.  *riforma Brodolini* (legge 153/1969) che sancì in maniera definitiva il passaggio dal sistema a capitalizzazione ad uno a ripartizione con l'introduzione di un nuovo metodo di calcolo delle pensioni definito retributivo. Questa nuova metodologia di calcolo, che agganciava la pensione alle retribuzioni percepite dal lavoratore negli ultimi anni della carriera lavorativa, rappresentò un modo per consentire ai lavoratori, che avevano visto sfumare i propri versamenti previdenziali a seguito dell'inflazione bellica, di ottenere una pensione dignitosa e che gli consentì di mantenere un adeguato tenore di vita.

Il nuovo meccanismo distingueva il concetto di anzianità di servizio con quello di retribuzione pensionabile al fine di determinare l'importo della prestazione previdenziale riconosciuta al pensionamento ed a tal fine veniva utilizzata la seguente formula:  $2\% * n = \%$  di retribuzione pensionabile degli ultimi anni di lavoro. Il 2% rappresentava il rendimento per ogni anno di servizio, "n" il numero degli anni. In questo modo con 40 anni di assicurazione era possibile percepire al massimo l'80% della retribuzione degli ultimi anni lavorativi<sup>7</sup>.

La  *riforma Brodolini* non fu l'unica che venne attuata in quegli anni di crescita economica ed in cui le caratteristiche demografiche erano favorevoli al punto da creare un avanzo dei contributi previdenziali; in aggiunta a questa nel 1973 furono introdotte le c.d.  *baby pensioni*, ossia pensioni che venivano concesse ai dipendenti pubblici dopo appena 20 anni di contributi, ridotti a 15 per le dipendenti pubbliche con figli. L'età media di decorrenza della pensione degli attuali percettori era di 42 anni per le donne e 45 per gli uomini; un dato sconcertante se si considerano gli attuali 67 ed i futuri 70 e soprattutto se si considerano i circa 3 miliardi di euro necessari per finanziare quelle prestazioni<sup>8</sup>.

---

<sup>7</sup> Cfr: G. Cazzola,  *La guerra dei cinquant'anni. Storia delle riforme e controriforme del sistema pensionistico*, Torino 2021

<sup>8</sup> Cfr: P. Tridico, E. Marro,  *Il lavoro di oggi la pensione di domani*, Solferino, Milano, 2023

Il risultato che si ottenne da queste riforme non tardò ad arrivare, la miopia che caratterizzò i governi dell'epoca determinò la creazione di un sistema previdenziale eccessivamente oneroso, al punto da determinare un peggioramento delle finanze pubbliche, soprattutto negli anni '70 e '80 in cui si registrò un rallentamento della crescita economica e demografica; presupposti fondamentali per il finanziamento del sistema previdenziale fino a quel momento delineato.

La situazione peggiorò ulteriormente quando nel 1981 venne riproposto su vasta scala l'istituto del prepensionamento per consentire ai lavoratori meno giovani di anticipare il pensionamento e facilitare la gestione degli esuberanti delle aziende che in quel periodo erano entrate in difficoltà.

Infine, negli anni '90 venne riformato il sistema previdenziale dei lavoratori autonomi, prevedendo come per i lavoratori dipendenti il passaggio dal metodo contributivo a quello retributivo, fissando il contributo del lavoratore al 12% del reddito Irpef e commisurando la pensione agli anni di contribuzione fino ad un massimo dell'80% del reddito come per i lavoratori dipendenti. Non ci volle molto affinché queste riforme incisero sulle finanze pubbliche dello stato, basti pensare al rapporto tra prestazioni e contributi previdenziali, elemento fondamentale per la sostenibilità di un sistema previdenziale, che passò da un sostanziale equilibrio nel 1976 a un valore del 135% appena 9 anni dopo<sup>9</sup>.

La crisi della finanza pubblica e la crisi demografica furono le principali motivazioni che spinsero i governi ad attuare la riforma del sistema previdenziale negli anni '90.

### *1.1.2 La crisi del sistema di previdenza obbligatoria*

All'inizio degli anni '70 il sistema di italiano si presentava come un sistema di sicurezza sociale misto, previdenziale-assistenziale, con una pensione minima garantita a tutti i cittadini, diritti pensionistici estesi a tutti i lavoratori pubblici e privati, dipendenti e autonomi e con una prestazione commisurata alle retribuzioni degli ultimi anni della vita lavorativa. Il finanziamento delle prestazioni avveniva con il sistema a ripartizione, che consisteva nell'utilizzare i contributi previdenziali dell'anno in corso per finanziare le prestazioni previdenziali dello stesso esercizio. Non vi era alcun accumulo di risorse, neppure negli anni successivi al boom economico, in cui i fattori economico-

---

<sup>9</sup> Cfr: R. Cesari, *Tfr e fondi pensione*, il Mulino, Bologna, 2007, pp. 35

demografici avevano consentito di generare avanzi di contributi previdenziali. Tale situazione fece credere ai governi che si potesse avviare un processo di espansione del welfare state a favore di strati sociali sempre nuovi e verso la soddisfazione di bisogni sempre diversi, come l'introduzione dell'istituto del pensionamento anticipato e del trattamento pensionistico minimo.

Tali interventi fecero impennare la spesa per le pensioni al punto che lo stato dovette intervenire sempre più a copertura delle crescenti esigenze finanziarie mediante la fiscalità in generale. Per dare un'idea dell'impatto che quelle riforme ebbero sulla spesa per le pensioni basti pensare che il rapporto tra le prestazioni previdenziali e i contributi previdenziali era in sostanziale equilibrio alla metà degli anni '70 mentre nel decennio successivo aveva raggiunto un livello del 135%. Allo stesso modo è bene considerare l'evoluzione delle spese per le pensioni sul PIL che passò da un livello del 5% al 1960, al 9,5% nel 1975 fino a raggiungere il 15,2% nel 1997<sup>10</sup>

Il declino del sistema previdenziale delineato in quegli anni non era solo figlio di manovre poco attente alla sostenibilità finanziaria dello stesso, ma fu la combinazione di una serie di fattori, quali l'evoluzione dei trend demografici e del mercato del lavoro del paese che resero necessarie l'introduzione di riforme per ripristinare un sistema ormai al collasso.

Il primo fattore da considerare è l'evoluzione dei trend demografici, che sono lenti ed inesorabili. Attraverso la loro analisi si può comprendere lo stato di salute economica di un paese. Nel caso dell'Italia durante il XX secolo si sono consolidati due fenomeni importanti:

1. l'allungamento dell'aspettativa di vita, dovuto alle migliori condizioni economico-sanitarie ed ai progressi della medicina;
2. il calo della natalità, legato al passaggio da una società agricola ad una industriale.

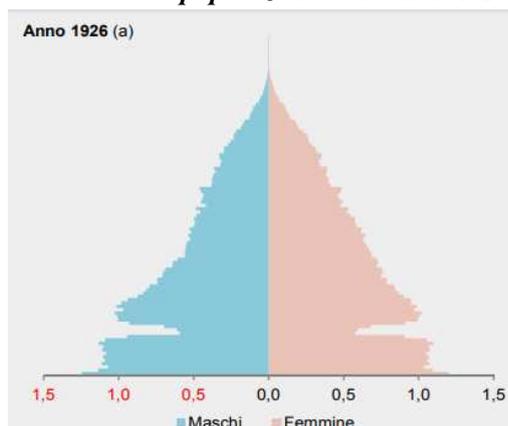
Gli effetti cumulati di questi due fenomeni hanno inciso fortemente sull'evoluzione della demografia italiana durante tutto il XX secolo e continuano anche ai giorni d'oggi. Per comprendere gli effetti che questi due fenomeni ebbero sul sistema pensionistico instauratosi negli anni '70 bisogna analizzare l'evoluzione della piramide delle età avvenuta nel corso del XX secolo. La piramide delle età è un grafico demografico che vuole spiegare la composizione della popolazione per età e sesso. Venne inizialmente definita

---

<sup>10</sup> R. Cesari, *Tfr e fondi pensione*, il Mulino, Bologna, 2007, pp. 29-36

“piramide” perché la popolazione agli inizi del XX secolo si concentrava principalmente nelle fasce giovani della stessa, per poi stringersi con l’aumento dell’età, acquisendo quindi la forma classica di una piramide.

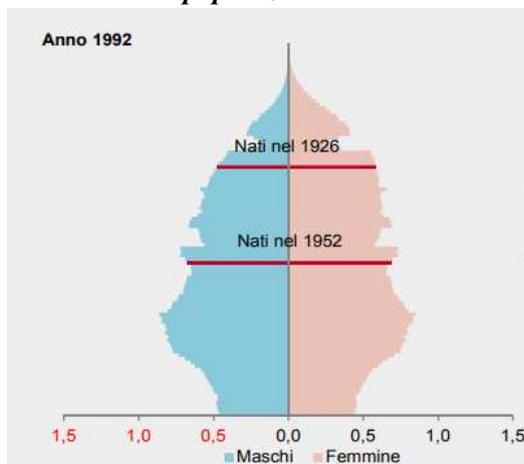
**Figura 1.1 Piramide delle età della popolazione residente in Italia, anno 1926**



Fonte: Istat, 2016, “Censimento generale della popolazione (1931); Ricostruzione intercensuaria della popolazione residente (a) Stima”, in *Le trasformazioni demografiche e sociali: una lettura per generazioni*, pp. 45

I trend demografici intercorsi durante il secolo hanno necessariamente modificato quella composizione, fino ad arrivare al 1992 quando la piramide delle età assunse una configurazione che poco assomigliava a quella di sessantasei anni prima, in quanto si caratterizzava per avere una base stretta, una pancia più larga ed una punta più accentuata.

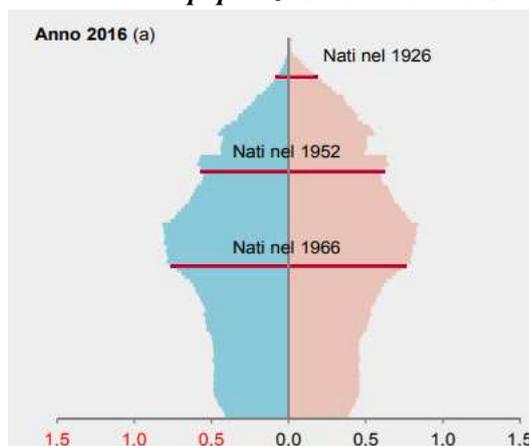
**Figura 1.2 Piramide delle età della popolazione residente in Italia, anno 1992**



Fonte: Istat, 2016, "Censimento generale della popolazione", in *Le trasformazioni demografiche e sociali: una lettura per generazioni*, pp. 45

Nonostante sessantasei anni siano un lasso di tempo molto breve per la demografia, i cambiamenti intercorsi nella composizione per età della popolazione danno conto delle profonde trasformazioni operate dalla dinamica demografica; cambiamenti che non erano destinati ad interrompersi come si può notare dalla piramide delle età nel 2016.

**Figura 1.3 Piramide delle età della popolazione residente in Italia, anno 2016**



Fonte: Istat, 2016, "Censimento generale della popolazione", in *Le trasformazioni demografiche e sociali: una lettura per generazioni*, pp. 45

Dall'analisi dei grafici emerge il fenomeno del “degiornamento” della popolazione, ossia della progressiva erosione dei contingenti delle nuove generazioni alla base della piramide per effetto della denatalità.

Tra il 1926 e il 1966 il peso percentuale della popolazione in età 0-24 si riduce di circa dieci punti percentuali. Il processo prosegue con riduzioni sempre più consistenti della quota di popolazione in quella fascia di età (12 punti percentuali in meno per entrambi i sessi dal 1952 al 1992) e si consolida negli anni successivi, tanto che oggi il nostro Paese è una delle punte più avanzate di questo fenomeno (15 punti percentuali in meno dal 1976 al 2016). L'Italia è, infatti, uno dei paesi con il più basso peso delle nuove generazioni: la quota di queste classi di età dal 1926 al 2016 si è pressoché dimezzata.

Nel 2016 la popolazione fino a 24 anni di età è scesa sotto il 25%. Diminuzione del peso demografico dei giovani che viene spesso messo in relazione alla sempre più crescente quota di popolazione anziana e alla sostenibilità della relazione stessa<sup>11</sup>.

La denatalità non è l'unico fenomeno che impatta sulla struttura della popolazione, in aggiunta a questo bisogna considerare l'allungamento della speranza di vita delle persone. Si pensi che nel 1960 l'aspettativa di vita alla nascita era di 67,4 anni per gli uomini e di 72,9 per le donne. Alla fine degli anni '90 questi dati sono saliti rispettivamente a 74,6 per gli uomini e a 80,9 per le donne, mentre nel 2022 l'indicatore ha raggiunto rispettivamente i valori di 80,6 per gli uomini e 84,8 per le donne<sup>12</sup>, tendenza che non è destinata ad interrompersi.

Questi fenomeni sono sicuramente positivi per i singoli individui, ma hanno iniziato a rappresentare un peso per l'intera collettività a partire dagli anni '90, quando ci si accorse che le dinamiche demografiche non erano più compatibili con il sistema previdenziale che era stato configurato negli anni precedenti, caratterizzato da un metodo di finanziamento a ripartizione e da un metodo di calcolo retributivo che avrebbe portato al collasso del sistema pensionistico a causa dello squilibrio tra contributi previdenziali e prestazioni previdenziali.

Tale squilibrio potrebbe altresì essere espresso e compreso dall'indice di dipendenza degli anziani, che confronta il numero di persone con età uguale o superiore a 65 e la popolazione in età lavorativa (15-64).

---

<sup>11</sup> Cfr: Istat, *Le trasformazioni demografiche e sociali: una lettura per generazioni*, 2016, pp. 41-47

<sup>12</sup> Cfr: Istat, *Censimenti permanenti: popolazione residente e dinamica demografica*, 2023

Se si considera l'aumento della speranza di vita alla nascita e la denatalità è facile comprendere come negli anni il suo valore sia aumentato; negli anni '2000 il rapporto ha prodotto il risultato di 26,6, che tradotto significa che c'erano circa 4 persone in età lavorativa per ogni persona definita "anziana", nel 2019 lo stesso ha raggiunto il valore di 35,7, il che significa che erano presenti poco meno di 3 persone in età lavorativa per ogni persona "anziana", come riportato dall'Eurostat nelle statistiche di agosto 2020.

La crisi demografica non è stato l'unico fenomeno ad aver messo in crisi il sistema previdenziale. Una quota crescente di anziani potrebbe essere un carico sostenibile, senza tagliare le prestazioni pensionistiche, solo se le altre determinanti della pensione si muovessero in modo da compensare gli effetti negativi della demografia. In questo senso è opportuno scomporre il rapporto tra prestazioni e pensionati (indicatore che sintetizza la pensione media) per comprendere quali sono le variabili in gioco:

**Figura 1.4 Rapporto tra prestazioni e pensionati (pensione media)**

$$\frac{\text{Prest.}}{\text{Pensionati}} = \frac{\frac{\text{Contrib.}}{\text{Redditi}} \cdot \frac{\text{Lavoratori}}{\text{Popolaz.}}}{\frac{\text{Vecchi}}{\text{Popolazione}} \cdot \frac{\text{Pensionati}}{\text{Vecchi}}} \cdot \frac{\text{Prest.}}{\text{Contrib.}}$$

Fonte: Cesari R., 2000, *I fondi pensione, il Mulino*, pp. 20

Dall'equazione si evince che la pensione in un regime a ripartizione dipende da una pluralità di fattori, ed in particolare è positivamente influenzata:

- dalle aliquote contributive, date dal rapporto tra contributi/redditi,
- della produttività del lavoro,
- dal tasso di occupazione,
- dall'intervento della fiscalità in generale, misurata dallo sbilancio tra prestazioni e contributi.

Viceversa, è negativamente influenzata dal:

- tasso di vecchiaia, espresso dal rapporto tra popolazione "anziana" e popolazione totale,
- dal maggiore accesso alle pensioni di anzianità.

L'aumento del tasso di vecchiaia della popolazione, può essere quindi contrastato, al fine di evitare un calo della prestazione media e senza incidere sul bilancio pubblico in quattro modi: con la crescita del numero di occupati, in

quanto saranno maggiori i redditi su cui gravano il prelievo dei contributi, con l'aumento della produttività del lavoro (purché, le pensioni non siano indicizzate per legge ai salari), con l'aumento delle aliquote contributive o con la riduzione dei pensionamenti d'anzianità.

Mentre gli ultimi due casi si possono realizzare solo con un intervento legislativo, i primi due dipendono dall'andamento del mercato del lavoro, che nell'ultimo trentennio del XX secolo è stato tutt'altro che roseo. Le nuove tecnologie e la ristrutturazione produttiva in corso determinò un aumento del tasso di disoccupazione, che passò dal 6% degli anni '70 al 12% alla fine degli anni '80.

Per far fronte alla situazione di crisi si decise di ricorrere agli istituti della cassa integrazione e dei pensionamenti anticipati, che ridussero ulteriormente il numero di occupati e quindi la principale fonte di finanziamento della previdenza sociale.

La riduzione del numero di occupati è stata accompagnata da un aumento molto considerevole della produttività del lavoro, che nello stesso periodo di tempo è quasi triplicata, tuttavia, ciò non è bastato per far fronte alla crescita senza sosta dei trattamenti pensionistici, che sono aumentati a dismisura fino alla fine degli anni '80<sup>13</sup>.

I fattori demografici ed economici spiegati, in aggiunta alla progressiva espansione del welfare state condussero ad un progressivo disavanzo del sistema previdenziale italiano, il quale doveva essere finanziato mediante l'intervento dello Stato. Intervento che nel 1990 costò alle finanze pubbliche circa 50 mila miliardi e che andava a peggiorare una situazione finanziaria già squilibrata a causa delle altre voci di costo come la sanità, l'istruzione e il costo del debito.

Per ovviare a tale situazione a partire dagli anni '90 sono state avviate riforme strutturali che hanno riguardato il settore pensionistico, al fine di ridurre il disavanzo previdenziale e contribuire all'inversione del rapporto tra disavanzo pubblico e PIL (che negli anni '90 aveva raggiunto il 10%) quale parametro economico previsto dal Trattato di Maastricht per consentire all'Italia la partecipazione alla moneta unica europea a partire dal 1999<sup>14</sup>.

---

<sup>13</sup>Cfr: R. Cesari, *I fondi pensione*, Il Mulino, Bologna, 2000

<sup>14</sup>Cfr: F. Vallacqua, *La previdenza complementare per i dipendenti pubblici e privati*, Egea, Milano, 2008, pp. 6-7

## 1.2 Il riordino del sistema pensionistico

Negli anni '90 del secolo scorso, l'Italia si trovò di fronte a una serie di sfide economiche e sociali che resero necessarie una serie di riforme, volte a riequilibrare il sistema previdenziale. Tra i fattori principali che spinsero verso questa direzione vi era l'elevato livello della spesa pensionistica che in quel periodo aveva raggiunto il 12,8% del PIL e richiedeva l'intervento dello Stato per colmare il divario tra prestazioni e contributi determinando a sua volta deficit di bilancio troppo elevati. Il sistema previdenziale delineato fino quel momento era caratterizzato da una generosità tale da risultare insostenibile nel lungo periodo, soprattutto se tale generosità viene considerata congiuntamente alle sfide demografiche che l'Italia si è trovò ad affrontare. Questa situazione era resa ancora più critica dalla necessità dell'Italia di rispettare i criteri di convergenza stabiliti dal Trattato di Maastricht per poter aderire all'Unione Monetaria Europea. Tali criteri includevano il controllo del deficit pubblico e la riduzione del debito pubblico, obiettivi difficilmente raggiungibili senza un intervento significativo sul sistema pensionistico.

Le riforme attuate negli anni '90, quindi, furono orientate a ridurre la spesa previdenziale, incrementare l'età pensionabile e introdurre meccanismi di calcolo delle pensioni più sostenibili e legati ai contributi effettivamente versati. Tali misure erano essenziali non solo per risanare le finanze pubbliche, ma anche per garantire la credibilità internazionale dell'Italia e la sua partecipazione a pieno titolo nella nascente Unione Monetaria Europea.

### 1.2.1 Le riforme previdenziali degli anni '90

Sono stati necessari tre anni e tre governi (Amato, Ciampi e Dini) per avviare la riforma del sistema previdenziale di cui l'Italia aveva bisogno negli anni '90. Non minore è stato lo sforzo impiegato per concluderla con le riforme del governo Prodi negli anni 1997 e 1998. I motivi di tanta fatica sono da ricondurre alla necessità per i governi di quel momento di non perdere il consenso del pubblico degli elettori, che si era visto attribuire negli anni precedenti un ampliamento dei diritti pensionistici ma ora, era necessario invertire la tendenza per tornare ad un sistema caratterizzato da criteri di proporzionalità tra contributi e pensioni.

Il primo intervento di carattere strutturale fu la *riforma Amato* che si costituì di due provvedimenti distinti: il *D.lgs. n. 503* del 1992, avente l'obiettivo di

riformare il sistema previdenziale obbligatorio e il *D.lgs. 124* del 1993 che rappresentò la prima disciplina a carattere organico della previdenza complementare.

I tratti saliente della riforma del sistema di previdenza obbligatoria riguardarono diversi ambiti: in primo luogo vennero modificati i requisiti anagrafici e contributivi per l'accesso alla pensione di vecchiaia. Se fino al 1992 l'età di accesso al pensionamento di vecchiaia, era fissato a 55 anni per le donne e 60 anni per gli uomini, con 15 anni di contribuzione minima; a seguito della riforma l'età venne rispettivamente alzata a 60 per le donne e 65 per gli uomini e contestualmente venne innalzato a 20 anni il periodo di contribuzione minima.

Per quanto riguarda invece la pensione di anzianità, la riforma si limitò a rendere omogeneo il limite minimo dei 35 anni di contribuzione sia per i lavoratori privati e autonomi che per i dipendenti del settore pubblico, quest'ultimi, fino a quel momento potevano accedervi con soli 20 anni di contributi o in alcuni casi 15.

Ancora, venne modificato il regime di adeguamento delle pensioni, non più collegato all'aumento dei salari ma solo all'indice dei prezzi al consumo e contestualmente, venne ampliato il periodo di computo alla base del calcolo della pensione, portandolo dalla media dei salari degli ultimi cinque anni alla media degli ultimi dieci. Tuttavia, l'invarianza delle regole per coloro che avevano più di 15 anni di contributi al 31 dicembre 1992 e la contemporanea gradualità degli adeguamenti per gli altri lavoratori hanno di molto attenuano gli effetti della riforma<sup>15</sup>.

L'introduzione dei nuovi criteri doveva avvenire in modo progressivo su più anni, al fine di salvaguardare i diritti acquisiti da coloro che avevano iniziato la storia contributiva con determinate regole e avrebbero subito fortissime modifiche con l'introduzione del nuovo sistema previdenziale.

La *riforma Amato* rappresentò il primo passo necessario per avviare un processo di riforme organiche, ma le sue disposizioni erano ancora troppo poco incisive per poter superare gli squilibri che caratterizzavano quel sistema di previdenza obbligatoria, anche perché il finanziamento a ripartizione e il metodo di calcolo contributivo non subirono modifiche.

---

<sup>15</sup> F. Vallacchia, *La previdenza complementare per i dipendenti pubblici e privati*, Egea, Milano, 2008, pp. 7-8

Per tali ragioni nel 1995 si intervenne con la *legge n 335* anche nota come *riforma Dini*. Questa sancì un importante cambiamento al regime di calcolo delle pensioni, introducendo il metodo di calcolo contributivo. In realtà anche in questo caso l'introduzione del regime contributivo avvenne in modo graduale, prevedendo il mantenimento del regime retributivo per quei lavoratori che al 31 dicembre 1995 avevano maturato 18 anni di contributi; l'applicazione del metodo misto *pro rata* per i lavoratori che alla presente data avevano maturato meno di 18 anni di contributi e l'applicazione in toto del regime contributivo per i lavoratori assunti dopo l'introduzione della riforma.

Se quindi per i lavoratori del primo gruppo non mutò il metodo di calcolo della pensione, che avveniva mediante l'applicazione della formula “ $2\% * 40 = 80\%$ ” che consentiva a questi di andare in pensione con l'80% della media delle retribuzioni degli ultimi 10 anni della carriera lavorativa; per i lavoratori assunti dopo la riforma e in parte per quelli che al tempo della stessa non avevano raggiunto i 18 anni di contributi venne introdotto il metodo di calcolo contributivo, teso a collegare il più possibile la pensione ai contributi versati e si caratterizza per un calcolo particolare per la determinazione del trattamento. In particolare, ogni anno viene accreditata nella posizione individuale dell'iscritto una quota (aliquota di computo) della retribuzione pensionabile, pari al 33% per il lavoratore dipendente e al 20% per il lavoratore autonomo. Accantonamento puramente virtuale in quanto permaneva il sistema a ripartizione. Il montante contributivo veniva annualmente rivalutato al tasso di crescita del PIL del quinquennio precedente e nel momento in cui il lavoratore raggiungeva i requisiti per la pensione, questo veniva diviso per dei divisori e moltiplicato per dei coefficienti di trasformazione al fine di determinare la prestazione pensionistica. Tali divisori e coefficienti erano diversi in relazione all'età scelta dal lavoratore nell'ambito del pensionamento flessibile ed operavano in modo da disincentivare l'uscita anticipata dal lavoro rispetto a quella ritardata. Nello specifico il meccanismo era pensato per ottenere un punto di equilibrio a 62 anni<sup>16</sup>, tenuto conto i contributi versati e la speranza di vita al pensionamento. Con questo nuovo sistema il trattamento pensionistico che si sarebbe venuto a determinare al pensionamento sarebbe stato molto inferiore rispetto a quello ottenibile con il metodo retributivo, per questo venne introdotto il concetto di tasso di sostituzione, che è una misura del rapporto

---

<sup>16</sup> Cfr: P. Tridico, E. Marro, *Il lavoro di oggi la pensione di domani*, Solferino, Milano, 2023

esistente tra l'importo della prima rata di pensione e quello dell'ultima retribuzione e consente di capire in che misura il sistema di previdenza obbligatoria consenta il mantenimento del tenore di vita raggiunto in età lavorativa<sup>17</sup>.

Un'altra distinzione tra i diversi gruppi di lavoratori riguardò la modalità di accesso al pensionamento. In particolare, i primi due gruppi potevano accedere alla pensione di vecchiaia e di anzianità con i requisiti previsti dalla precedente *riforma Amato*; mentre per il terzo gruppo, quello dei neoassunti dopo il 1995 venne prevista la nuova pensione di vecchiaia unificata alla quali vi si poteva accedere solo con 57 anni di età e 5 di contributi ovvero con 40 anni di contributi senza vincoli di età, aggravando ulteriormente le discriminazioni tra i diversi gruppi di lavoratori previsti dalla riforma.

Nonostante la *riforma Dini* ebbe un'importanza cruciale per iniziare un processo di convergenza e di riequilibrio di lungo termine tra contributi e prestazioni previdenziali, non si può negare la presenza di difetti rilevanti. In primo luogo, scaricava l'onere del risanamento sulle generazioni future, le quali dovranno finanziare con oneri crescenti le pensioni in essere, sapendo che il loro trattamento sarà necessariamente più modesto; ancora, il costo della previdenza obbligatoria drenava gran parte delle risorse disponibili al punto da rendere difficile la costruzione di un secondo pilastro, già introdotto con la *riforma Amato*. Infine, l'ultima critica mossa alla riforma riguardava la volontà della stessa di erogare da quel momento delle pensioni di importo sempre più modesto. La critica venne mossa considerando le previsioni sull'evoluzione del tasso di sostituzione nei decessi successivi, evidenziati nella tabella che segue. Da queste emerse che per mantenere un tasso di sostituzione equipollente a quello del regime retributivo era necessario avvalersi di discreti apporti individuali nella previdenza integrativa<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> Cfr: F. Vallacchia, *La previdenza complementare per i dipendenti pubblici e privati*, Egea, Milano, 2008, pp. 18-19

<sup>18</sup> Cfr: G. Cazzola, *Guida ai fondi pensione*, Edibank, Milano, 2005, pp. 27-29

**Tabella 1.1 Tassi di sostituzione lordi (rapporto tra pensione ed ultimo reddito) di un individuo tipo con 60 anni di età e 35 di contribuzione: previdenza obbligatoria e privata (%)**

Data pensionamento	Tipo previdenza	Anni di contribuzione	Dipendenti privati	Dipendenti pubblici	Autonomi
<b>2000</b>	Prev Pubblica	35	67.3	68.6	64.4
	Prev. integrativa	0	0.0	0.0	0.0
	<b>Totale</b>		<b>67.3</b>	<b>68.6</b>	<b>64.4</b>
<b>2010</b>	Prev Pubblica	35	67.10	68.10	64.70
	Prev. integrativa	10	4.69	4.69	4.69
	<b>Totale</b>		<b>71.79</b>	<b>72.79</b>	<b>69.39</b>
<b>2020</b>	Prev Pubblica	35	56.00	58.9	41.2
	Prev. integrativa	20	9.40	9.4	9.4
	<b>Totale</b>		<b>65.40</b>	<b>68.3</b>	<b>50.6</b>
<b>2030</b>	Prev Pubblica	35	49.60	49.60	30.70
	Prev. integrativa	30	14.46	14.46	14.46
	<b>Totale</b>		<b>64.06</b>	<b>64.06</b>	<b>45.16</b>
<b>2040</b>	Prev Pubblica	35	48.50	48.50	29.40
	Prev. integrativa	40	16.73	16.73	16.73
	<b>Totale</b>		<b>65.23</b>	<b>65.23</b>	<b>46.13</b>
<b>2050</b>	Prev Pubblica	35	48.10	48.10	29.20
	Prev. integrativa	50	16.73	16.73	16.73
	<b>Totale</b>		<b>64.83</b>	<b>64.83</b>	<b>45.93</b>

Fonte: per la previdenza obbligatoria, Dipartimento della Ragioneria Generale dello Stato (Dipendenti privati e autonomi) e INPDAD (dipendenti pubblici). Per la previdenza integrativa, Covip, In Nap pensioni del Governo italiano per Joint Report del 2003.

La riforma aveva quindi centrato l'obiettivo di realizzare dei risparmi nelle prestazioni previdenziali future, ma tali risparmi dovevano gravare su qualcuno e quel qualcuno era individuato nei giovani dell'epoca che pagavano molti contributi in cambio di prestazioni sempre più esigue e dei futuri pensionati anch'essi destinati a ricevere prestazioni di modeste entità.

La riforma successiva intervenne con il governo Prodi, in particolare con la legge 449/1997 con l'obiettivo di continuare quel processo di contenimento della spesa pubblica iniziato con le precedenti riforme al fine di ridurre il deficit di bilancio e consentire all'Italia l'ingresso nell'Unione Europea e l'adozione della moneta unica.

Le misure che vennero introdotte con la riforma riguardarono:

1. l'inasprimento dei requisiti di accesso alla pensione di anzianità, in particolare vennero elevati gradualmente il requisito anagrafico e l'anzianità contributiva e venne fissato nella misura di 40 anni, la contribuzione per l'accesso alla pensione di anzianità indipendentemente dall'età anagrafica;
2. Venne realizzata la completa equiparazione delle modalità di calcolo tra i dipendenti pubblici e privati,
3. Aumento delle aliquote contributive nella soglia del 19% per i lavoratori autonomi e per i lavoratori parasubordinati.

Nonostante l'obiettivo della riforma era il riordino dei conti pubblici gli effetti non furono quelli sperati e per tale ragione negli anni successivi si dovette intervenire con interventi più drastici.

#### *1.2.2 Gli sviluppi normativi degli anni '2000 e la riforma Fornero*

Le riforme previdenziali degli anni '90 hanno posto le basi per il profondo processo di trasformazione di cui il sistema pensionistico aveva bisogno per affrontare le sfide demografiche e finanziarie che lo hanno caratterizzato nell'ultimo trentennio del XX secolo.

Gli anni 2000 rappresentarono un continuum delle riforme precedentemente introdotte, volte a consolidare i cambiamenti intervenuti e ad introdurre aspetti innovativi, con l'obiettivo di rendere il sistema previdenziale finanziariamente sostenibile al contempo ridurre il suo impatto sulla spesa pubblica.

Tra le riforme che caratterizzarono questi anni va menzionata la *riforma Maroni* introdotta dalla *legge delega 243 del 2004*, che si pone in un'ottica di continuità rispetto gli interventi legislativi precedenti ed allo stesso tempo, introducendo aspetti innovativi rispetto al passato. In particolare, la stessa si caratterizzò per l'aumento all'età anagrafica per l'accesso alle pensioni di vecchiaia e di anzianità al fine di riequilibrare, mediante l'allungamento dei requisiti, il rapporto tra il numero di contribuenti e il numero di pensionati ed allo stesso tempo, compensare l'allungamento della vita media che non era destinato ad interrompersi.

La legge prevedeva il mantenimento del sistema vigente fino al 2008 e successivamente, l'innalzamento dell'età a 60 anni per accedere alla pensione di anzianità, unitamente ad una anzianità contributiva non inferiore a 35 anni, fermo restando l'eliminazione del requisito anagrafico al raggiungimento di 40

anni di anzianità contributiva<sup>19</sup>. Solo per le donne venne prevista la possibilità di accedere alla pensione di anzianità a 57 anni, ma con l'adozione integrale del metodo di calcolo contributivo e quindi con forti tagli all'assegno pensionistico.

La riforma Maroni introdusse al sistema di previdenza obbligatoria due misure innovative. La prima era rivolta a quei lavoratori che nell'arco temporale che intercorse tra l'emanazione della riforma e il 31 dicembre 2017, avessero maturato i requisiti per l'accesso alla pensione di anzianità e decidessero di rinviarla. L'obiettivo della misura era quello di conseguire un innalzamento dell'età effettiva di pensionamento ed il lavoratore in cambio otteneva l'esenzione totale dei contributi previdenziali e quindi il diritto a percepire quella quota precedentemente destinata alle casse previdenziali in busta paga, esente da ogni tipo di imposta. Tale agevolazione prese il nome di "superbonus".

Il secondo intervento innovativo era finalizzato ad incentivare i lavoratori al posticipo del pensionamento, mediante la previsione di una certificazione del diritto. Con questa il lavoratore, che avesse maturato i requisiti minimi per la pensione di anzianità alle regole vigenti fino al 31 dicembre 2017, avrebbe potuto richiedere all'ente previdenziale di appartenenza una certificazione della propria posizione assicurativa, mettendosi al riparo dalle successive modifiche alle regole di accesso al pensionamento<sup>20</sup>.

La riforma Maroni operò anche dal punto di vista della previdenza complementare, mediante la predisposizione di criteri di delega volti alla realizzazione di un ampio disegno di riforma che si basava su una migliore equiparazione tra le diverse forme pensionistiche complementari, il conferimento del TFR alla previdenza complementare anche con modalità tacite e l'unitarietà e omogeneità della vigilanza sul settore attribuita alla COVIP<sup>21</sup>.

Tali criteri di delega, che si prefiggevano come obiettivo quello di consentire lo sviluppo della previdenza complementare mediante la riduzione degli ostacoli che si frappongono tra questa ed i lavoratori, vennero attuati mediante

---

<sup>19</sup> Cfr: M. Liera, *I fondi pensione*, Il sole 24 ore, Milano, 2004, pp. 19-24

<sup>20</sup> Cfr: G. Cazzola, *Guida ai fondi pensione*, Edibank, Milano, 2005, pp. 39-45

<sup>21</sup> Cfr: [https://www.covip.it/sites/default/files/per\\_saperne\\_di\\_piu\\_-\\_evoluzione\\_del\\_sistema\\_pensionistico\\_in\\_italia\\_0.pdf](https://www.covip.it/sites/default/files/per_saperne_di_piu_-_evoluzione_del_sistema_pensionistico_in_italia_0.pdf)

il *D.lgs. 252/2005* che innovò profondamente il sistema della previdenza complementare correggendo ed eliminando le anomalie che si erano stratificate con le continue revisioni normative intervenute a partire dalla riforma Amato.

L'excursus storico delle riforme che hanno riguardato la previdenza obbligatoria prosegue con la *riforma Prodi-Damiano*, introdotta con la *legge 247/2007* con la quale si volle intervenire per eliminare il c.d. "scalone" introdotto dalla riforma Maroni nel 2004, che a sua volta avrebbe determinato un aumento dell'età pensionabile di tre anni senza che ciò avvenisse in modo graduale.

L'obiettivo della *riforma Prodi-Damiano* era quello di rendere più flessibile il requisito anagrafico per l'accesso alla pensione e per tale ragione venne introdotto le c.d. "quote" per l'accesso alla pensione di anzianità. In particolare, ai fini del pensionamento era necessario raggiungere una determinata quota mediante la somma dell'età anagrafica e dell'anzianità contributiva. Le quote fissate dalla riforma sarebbero state gradualmente alzate al fine di tener conto dell'aumento della speranza di vita.

Un ulteriore intervento riguardò la revisione dei coefficienti di trasformazione che venivano applicati al montante contributivo per determinare la prestazione pensionistica, i quali non furono mai aggiornati dalla loro introduzione con la riforma Dini del 1995. Anche in questo caso la revisione avvenne in modo graduale per tenere conto dell'aumento dell'aspettativa di vita media<sup>22</sup>.

È nel 2012 che si realizzò la riforma più radicale del sistema di previdenza obbligatoria, denominata *riforma Fornero*. Con questa si realizzò il definitivo passaggio al sistema contributivo per tutte le categorie di lavoratori. In particolare, la riforma sancì l'applicazione del *metodo contributivo pro rata* anche per quei lavoratori che al 31 dicembre 1995 avevano maturato i requisiti per il calcolo della pensione mediante il metodo retributivo. Tale metodo venne applicato per tutti i contributi versati a partire dal 1° gennaio 2012.

Ulteriori disposizioni riguardarono l'abolizione della pensione di anzianità e la sua sostituzione con la pensione anticipata, che riveste un ruolo simile ma prevede un periodo di contribuzione maggiore. In particolare, dai precedenti 40 anni di contribuzione si giunge a 41 anni e 10 mesi per gli uomini e 41 anni e

---

<sup>22</sup>Cfr: [https://www.covip.it/sites/default/files/per\\_saperne\\_di\\_piu\\_-\\_evoluzione\\_del\\_sistema\\_pensionistico\\_in\\_italia\\_0.pdf](https://www.covip.it/sites/default/files/per_saperne_di_piu_-_evoluzione_del_sistema_pensionistico_in_italia_0.pdf)

10 mesi per le donne nel 2018 i quali dovevano essere periodicamente rivisti per tener conto dell'allungamento della speranza di vita.

Infine, vengono ridefiniti i requisiti anagrafici per l'accesso alla pensione di vecchiaia, in primo luogo prevedendone diversi per ciascuna categoria di lavoratori, solo successivamente, nel 2018 si decise di definire un requisito anagrafico allineato a tutte le categorie di lavoratori, il quale nel 2019 corrispondeva a 67 anni e dal qual momento verrà adeguato con periodicità biennale in funzione dell'incremento della speranza di vita.

La riforma Fornero venne più volte criticata per l'eccessivo inasprimento dei requisiti necessari per l'accesso alla pensione, ma rappresentava una riforma necessaria per proseguire quel processo di riordino del sistema previdenziale iniziato negli anni '90.

In realtà negli anni successivi vennero attuare ulteriori provvedimenti in tema di previdenza obbligatoria, volti a superare quei requisiti stringenti fissati dalla riforma Fornero, mediante l'introduzione della c.d. "quota 100". Con tale misura, introdotta dalla legge 26/2019 si riconosce ai lavoratori la possibilità di accedere alla pensione una volta raggiunti i requisiti di 62 anni e 38 di contributi. Lo stesso provvedimento ha sospeso gli adeguamenti dei requisiti della pensione anticipata fino al 2026, mantenendo validi i valori previsti fino al 2018: 42 anni e 10 mesi per gli uomini e 41 anni e 10 mesi per le donne.

Quota 100 venne successivamente innalzata, prima a 102, poi a 103, pur rappresentando ora una misura sotto il mirino della prossima riforma pensionistica del governo Meloni che dovrebbe attuarsi nel 2025.

In attesa della riforma i requisiti per l'accesso alle pensioni di anzianità e anticipata sono gli stessi delineati dalla riforma Fornero a decorrere dal 2018, a cui aggiungere una pluralità di casistiche di flessibilità al pensionamento come "opzione donna", "APE sociale", "quota 103".

Nonostante le riforme intervenute nell'ultimo trentennio abbiano determinato un progressivo aumento dell'età media di pensionamento e una sostanziale diminuzione del tasso di sostituzione, le recenti stime sull'evoluzione futura di tali parametri elaborate dalla Ragioneria Generale dello Stato e dal MEF evidenziano una dinamica nuovamente sfavorevole nei confronti dei lavoratori, dovuta come in passato al progressivo aumento della speranza di vita ed al peggioramento della sostenibilità finanziaria del sistema finanziario<sup>23</sup>.

---

<sup>23</sup> Cfr: <https://www.pmi.it/tag/pensioni>

Per comprendere le dinamiche evolutive si riportano le stime elaborate<sup>24</sup>:

**Tabella 1.2 Tassi di sostituzione della previdenza obbligatoria – scenario nazionale base (valori in %)<sup>(1)</sup>**

Tab. 1.2.1 – Tassi di sostituzione lordi

	2010	2020	2030	2040	2050	2060	2070
<b>Ipotesi base<sup>(2)</sup></b>	<b>Anzianità contributiva pari a 38 anni</b>						
Dipendente privato	73,6	71,7	72,0	61,8	60,3	59,2	58,8
(età)	(65+4m) <sup>(3)</sup>	(67)	(67+1m)	(65+4m)	(66+2m)	(66+11m)	(67+5m)
Lavoratore autonomo	72,1	54,9	49,9	46,8	47,8	47,3	47,0
(età)	(65+7m) <sup>(3)</sup>	(67)	(67+1m)	(68+1m)	(68+11m)	(69+8m)	(70+2m)
<b>Vecchiaia<sup>(4)</sup></b>	<b>Anzianità contributiva parametrata all'età</b>						
Dipendente privato	68,4	69,8	70,0	67,9	67,7	68,0	68,1
(età/anz.)	(65+4m/35+4m) <sup>(3)</sup>	(67/37)	(67+1m/37+1m)	(68+1m/38+1m)	(68+11m/38+11m)	(69+8m/39+8m)	(70+2m/40+2m)
Lavoratore autonomo	67,6	52,9	47,9	46,9	48,8	49,4	49,6
(età/anz.)	(65+7m/35+7m) <sup>(3)</sup>	(67/37)	(67+1m/37+1m)	(68+1m/38+1m)	(68+11m/38+11m)	(69+8m/39+8m)	(70+2m/40+2m)

Tab. 1.2.2 – Tassi di sostituzione netti<sup>(5)</sup>

	2010	2020	2030	2040	2050	2060	2070
<b>Ipotesi base<sup>(2)</sup></b>	<b>Anzianità contributiva pari a 38 anni</b>						
Dipendente privato	82,7	81,5	78,8	69,1	67,7	66,6	66,3
(età)	(65+4m) <sup>(3)</sup>	(67)	(67+1m)	(65+4m)	(66+2m)	(66+11m)	(67+5m)
Lavoratore autonomo	93,0	77,2	71,0	67,4	68,5	68,0	67,7
(età)	(65+7m) <sup>(3)</sup>	(67)	(67+1m)	(68+1m)	(68+11m)	(69+8m)	(70+2m)
<b>Vecchiaia<sup>(4)</sup></b>	<b>Anzianità contributiva parametrata all'età</b>						
Dipendente privato	77,3	79,2	77,0	74,9	74,8	75,0	75,2
(età/anz.)	(65+4m/35+4m) <sup>(3)</sup>	(67/37)	(67+1m/37+1m)	(68+1m/38+1m)	(68+11m/38+11m)	(69+8m/39+8m)	(70+2m/40+2m)
Lavoratore autonomo	87,7	74,4	68,7	67,5	69,7	70,4	70,6
(età/anz.)	(65+7m/35+7m) <sup>(3)</sup>	(67/37)	(67+1m/37+1m)	(68+1m/38+1m)	(68+11m/38+11m)	(69+8m/39+8m)	(70+2m/40+2m)

(1) La dinamica della retribuzione/reddito individuale è stata ipotizzata pari al tasso di variazione nominale della retribuzione lorda per unità di lavoro dipendente, per il periodo storico, e pari al tasso medio di variazione della produttività per occupato, per il periodo 2025-2070. Per il 2024, i valori del tasso di inflazione, del PIL e della retribuzione lorda per unità di lavoro dipendente, utilizzata come retribuzione di riferimento, sono desunti dal quadro macroeconomico elaborato per il DEF 2024

(2) Per il lavoro dipendente, l'età di pensionamento è uguale al requisito minimo di vecchiaia per i soggetti assunti prima dell'1/1/1996 (regime retributivo e misto) e pari al requisito minimo previsto per il pensionamento anticipato (3 anni meno del requisito di vecchiaia e una finestra di 3 mesi della decorrenza del trattamento) per i soggetti assunti successivamente a tale data (regime contributivo). Per il lavoratore autonomo, l'età di pensionamento è uguale al requisito minimo di vecchiaia in tutti e tre i regimi (retributivo, misto e contributivo). L'anzianità contributiva è di 38 anni per entrambe le tipologie di lavoratore. (3) Per le donne è possibile andare in pensione 5 anni prima.

(3) Per le donne è possibile andare in pensione 5 anni prima

(4) L'età di pensionamento è pari al requisito minimo di vecchiaia; l'anzianità contributiva è parametrata all'età di pensionamento con inizio dell'attività lavorativa a 30 anni ed assenza di interruzioni di carriera.

<sup>24</sup>Fonte: <https://www.rgs.mef.gov.it/Documenti/VERSIONE-I/Attivit--i/Spesa-soci/Attività di previsione RGS/2024/Ltdmlpdspess-2024.pdf>, pp. 11-12

(5) La normativa fiscale di riferimento è quella vigente

Fonte: MEF, 2024 *Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario* – rapporto n. 25, pp. 12

Dall'analisi delle stesse è facile comprendere come il sistema di previdenza obbligatorio non sia più in grado di consentire all'individuo il mantenimento dello stesso tenore di vita raggiunto al termine dell'età lavorativa, per tale ragione risulta sempre più importante integrare la pensione statale con una pensione complementare realizzata mediante accantonamenti individuali in forme previdenziali. Tale situazione era chiara ai decisori politici già dal 1993 quando venne emanata per la prima volta una disciplina organica che regolasse la tematica della previdenza complementare.

### **1.3 Il sistema della previdenza complementare**

I cambiamenti che negli ultimi 50 anni hanno interessato la struttura demografica del nostro paese, hanno necessariamente mutato le condizioni economico-finanziarie del sistema di previdenza obbligatoria, richiedendo un lungo percorso di riordino volto a ristabilire il suo riequilibrio.

L'evoluzione normativa che ha riguardato la previdenza obbligatoria ha determinato il progressivo allungamento dell'età pensionabile e la contestuale riduzione dei tassi di sostituzione al punto da rendere necessario il crescente ricorso alla previdenza complementare, per integrare la pensione pubblica non più generosa come un tempo. Il crescente ricorso alla previdenza complementare ha reso necessaria la predisposizione di una regolamentazione specifica.

L'evoluzione normativa della previdenza complementare ha subito diverse modifiche rispetto alla prima legge introdotta nell'ordinamento italiano, ovvero la *riforma Amato*, con la quale venne predisposta per la prima volta una disciplina organica in tema di previdenza complementare al fine di creare un sistema misto che contempli sia la previdenza obbligatoria sia quella complementare.

La disciplina attuale è contenuta nel *D.lgs. 252/2005*, attuativo della legge n. 243 del 2004, che ha introdotto significative e strutturali innovazioni con l'obiettivo di “assicurare più elevati livelli di copertura previdenziale”, attraverso la previsione di trattamenti pensionistici complementari da affiancare alla previdenza obbligatoria.

### *1.3.1 Introduzione alla previdenza complementare ed il sistema a tre pilastri*

Con il termine previdenza complementare si fa riferimento all'insieme di strumenti previdenziali volti a garantire attraverso l'erogazione di apposite prestazioni più elevati livelli di copertura previdenziale rispetto a quelli offerti dal sistema obbligatorio al fine di consentire il mantenimento del tenore di vita raggiunto nell'età lavorativa. La prima distinzione rispetto alla previdenza obbligatoria riguarda la volontarietà di adesione; infatti, nel primo caso è prevista per legge l'adesione di tutti i lavoratori, siano essi dipendenti pubblici, privati o lavoratori autonomi, al sistema pensionistico statale; mentre nel caso della previdenza complementare l'adesione è libera e volontaria, finalizzata ad integrare le prestazioni del sistema di base.

La previdenza volontaria può essere ulteriormente distinta a seconda delle modalità e dei requisiti di adesione ed in particolare è possibile distinguere due comparti: quello collettivo e quello individuale. Le forme collettive sono rivolte ad un gruppo omogeneo di destinatari definiti sulla base di appositi criteri come l'appartenenza alla medesima azienda o all'applicazione del medesimo contratto o ancora al settore produttivo; nello specifico in quei casi in cui le caratteristiche simili degli aderenti consentano la predisposizione di forme pensionistiche in grado di rispondere a delle esigenze omogenee.

Al contrario le forme individuali sono rivolte a tutti i soggetti, indipendentemente dall'appartenenza ad una categoria di lavoratori, i quali hanno la possibilità di aderire a forme previdenziali presenti sul mercato.

La principale differenza tra le due forme di adesione riguarda la maggiore libertà nel definire le caratteristiche del rapporto previdenziale associata alle forme individuali rispetto alle forme collettive, in quest'ultime infatti il lavoratore una volta manifestata la volontà di adesione deve necessariamente sottostare alle norme che regolano il rapporto con il fondo pensione. La volontarietà è quindi limitata al momento dell'adesione, ma il contenuto del rapporto è definito dal regolamento del fondo<sup>25</sup>.

Dal punto di vista finanziario gli strumenti della previdenza complementare sono gestiti secondo il sistema finanziario della capitalizzazione, in base al quale i contributi degli aderenti sono accantonati nelle rispettive posizioni individuali e contestualmente investite nei mercati finanziari. Al

---

<sup>25</sup> Cfr: M. Liera, *I fondi pensione*, Il sole 24 ore, Milano, 2004, pp. 11-14

raggiungimento dell'età pensionabile, si avrà a disposizione un montante finanziario da convertire in rendita, in base all'applicazione di coefficienti assicurativi che tengano conto della speranza di vita, che integrerà la pensione pubblica.

Ciò che rende tali strumenti diversi da altri già esistenti al momento della loro introduzione come i fondi comuni di investimento, è il riconoscimento di una vera e propria funzione sociale svolta, per la quale sono state previste specifiche agevolazioni fiscali di cui si parlerà in seguito e l'assoggettamento a norme di controllo con le quali sono state definiti criteri e limiti di investimento necessari al raggiungimento degli scopi previdenziali perseguiti<sup>26</sup>. La nascita della previdenza complementare è da ricondurre al declino che i sistemi pensionistici pubblici hanno avuto nell'ultimo trentennio del XX secolo. Declino che portò i governi ad attuare riforme previdenziali che determinarono il passaggio da un sistema mono-pilastro ad un sistema a tre pilastri:

Il *primo pilastro*, di carattere pubblico, è rappresentato dalla previdenza obbligatoria ed è destinato a fornire prestazioni di base. Rappresenta la componente più importante del sistema pensionistico ed è gestito dall'*INPS (Istituto Nazionale della Previdenza Sociale)* il quale raccoglie i contributi previdenziali con i quali eroga le prestazioni pensionistiche ed altre prestazioni aventi carattere sociale.

L'attuale sistema di previdenza obbligatoria si caratterizza per un sistema di finanziamento a ripartizione, che prevede il finanziamento delle prestazioni con i contributi dei lavoratori in essere ed un regime di calcolo delle prestazioni di tipo contributivo, con il quale si cerca di perseguire una correlazione tra i contributi versati e le prestazioni erogate.

Il *secondo pilastro* è invece rappresentato dalla previdenza complementare e comprende gli strumenti previdenziali a adesione *collettiva*, il cui accesso è vincolato all'appartenenza ad uno specifico gruppo di lavoratori. Vi rientrano: i fondi pensione chiusi o negoziali, i fondi pensione preesistenti e i fondi pensione aperti ad adesione collettiva. Tali forme pensionistiche possono essere istituite da banche, assicurazioni, società di gestione del risparmio e società di intermediazione mobiliare.

---

<sup>26</sup> Cfr: F. Vallacchia, *La previdenza complementare per i dipendenti pubblici e privati*, Egea, Milano, 2008, pp. 37-39

Il *terzo pilastro* è infine molto simile al secondo per quanto attiene al regime di capitalizzazione con il metodo contributivo e all'adesione volontaria, ma cambia il carattere individuale dell'iniziativa. Ciò significa che l'adesione non è vincolata all'appartenenza ad un determinato gruppo di lavoratori, ma è libera. Vi rientrano i fondi pensioni aperti ad adesione individuale ed i piani individuali pensionistici (PIP)<sup>27</sup>.

### *1.3.2 L'evoluzione normativa e la riforma della previdenza complementare (D.lgs. n. 252/2005)*

La previdenza complementare nasce in Italia mediante l'attuazione della riforma Amato, attuata mediante il *D. Lgs 124 del 1993*. Come per altre riforme innovative sul piano economico e sociale, anche per la previdenza complementare si ha assistito ad un percorso legislativo lungo e travagliato caratterizzato da molteplici contrapposizioni, fino ad arrivare all'approvazione del *D.lgs. n. 252 del 2005* che ancora oggi rappresenta il riferimento normativo della previdenza complementare.

Nonostante la prima disciplina organica sia stata dettata dalla riforma Amato, i primi riferimenti normativi possono farsi risalire al 1978 quando l'allora Ministro del lavoro Vincenzo Scotti aveva presentato due disegni di leggi nei quali, oltre a prevedere delle modifiche al sistema pensionistico di base, indicava la necessità di affiancare a quel sistema un secondo pilastro necessario ad integrazione del primo. Tuttavia, i riferimenti sono frammentati e indicativi di un possibile e necessario percorso. Percorso che serviva per fornire una regolamentazione organica volto a disciplinare le forme previdenziali che si erano sviluppate a partire dalla seconda metà dell'800. Si trattava di forme previdenziali sviluppate prevalentemente nel settore bancario e assicurativo ed in alcuni casi istituite in modo unilaterale da grandi aziende ed alimentate dal solo contributo del datore di lavoro per consentire al lavoratore di raggiungere un tasso di sostituzione che sommato alla prestazione del sistema pubblico raggiungesse il 75% dell'ultima retribuzione<sup>28</sup>.

La situazione cambia negli anni '90, quando l'Italia si trova ad affrontare una grande crisi finanziaria con deficit di bilancio fuori controllo, in gran parte determinato dal sistema di welfare non più sostenibile.

---

<sup>27</sup> Cfr: R. Cesari, *Tfr e fondi pensione*, il Mulino, Bologna, 2007, pp. 50-56

<sup>28</sup> Cfr: A. Brambilla, *Capire i fondi pensione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2007, pp. 3-6

Per tale ragione nel 1993 viene emanato il *D.lgs. 124* rappresentante la prima norma organica in tema di previdenza obbligatoria.

La stessa ha dettato le regole fondamentali per il funzionamento dei fondi pensione, definendo le modalità di costituzione, di gestione delle risorse, di contribuzione e delle prestazioni finali. Tra gli elementi più importanti introdotti dalla riforma bisogna citare il principio della “volontarietà” di adesione ai fondi pensione, quale elemento innovativo rispetto al passato quando i fondi pensione venivano spesso istituiti mediante contrattazione collettiva e quindi estesi a tutti i lavoratori.

Oltre a questo, bisogna ricordare la disposizione che previde il conferimento obbligatorio del TFR nel fondo pensione per i neoassunti e la fissazione di un limite massimo di contribuzione del 10% della retribuzione.

Tuttavia, nonostante le aspettative che si erano create sullo sviluppo della previdenza complementare si riscontrò una debole adesione da parte dei lavoratori dovuta soprattutto a due fattori. In primo luogo, giocò un effetto negativo l’inadeguatezza e l’insufficienza delle agevolazioni fiscali concesse dal governo a causa della precaria situazione finanziaria in cui rinveniva il paese; in secondo luogo, la norma aveva previsto una disciplina diversa tra i fondi preesistenti ed i nuovi fondi, che rendeva quest’ultimi meno convenienti dal punto di vista della contribuzione e delle prestazioni.

Il sistema restò bloccato fino all’introduzione della *legge n. 335/95* nota anche come  *riforma Dini*, che modificò profondamente la riforma Amato, caratterizzata da eccessiva rigidità e che non consentì lo sviluppo della previdenza complementare. In particolare, la norma ampliò la platea di soggetti che potevano accedere alla previdenza complementare, introdusse i “fondi aperti” come strumento residuale per quelle categorie di lavoratori per i quali non erano presenti “fondi negoziali”, introdusse il meccanismo della “portabilità” che permetteva al lavoratore di trasferire l’intera posizione individuale presso un altro fondo nel caso di cambio dell’attività lavorativa ed intervenne anche migliorando l’assetto fiscale delle contribuzioni, passando dalla detraibilità del 27% alla deducibilità ad aliquota marginale.

Successivamente la normativa venne ulteriormente modificata dal *D.lgs. n. 47* del 2000 che introdusse i “*piani di previdenza individuali*” che si aggiunsero ai fondi negoziali e ai fondi aperti e al contempo eliminò la detraibilità fiscale delle polizze vita che fino a quel momento era fissata al 27% nel limite di 2,5 milioni. Questo determinò l’insorgere di alcune problematiche inerenti, alla

differenza tra le regole di trasparenza e comparabilità, all'impossibilità di realizzare trasferimenti tra i FIP e gli altri fondi e alla presenza di due autorità di controllo differenti (Covip e Isvap)<sup>29</sup>.

L'eliminazione delle agevolazioni fiscali sui versamenti delle polizze vita non fece altro che sopprimere il terzo pilastro del sistema previdenziale che si era configurato fino a quel momento. In realtà, i fautori del decreto dichiararono che il loro intento non era quello abolire il pilastro costituito dalle polizze vita, ma quello di configurare un sistema in cui le forme pensionistiche negoziali acquisiscano maggiore rilevanza rispetto alle altre forme, quali i fondi pensione aperti e i FIP. Obiettivo che non si realizzò per l'equiparazione della normativa fiscale tra le diverse forme pensionistiche collettive e individuali.

La norma apportò ulteriori modifiche riguardanti: l'estensione della previdenza alle casalinghe e soggetti fiscalmente a carico dei lavoratori, rese omogeneo il trattamento fiscale tra le varie forme di previdenza e sostituì il regime di tassazione dei rendimenti finanziari, introducendo un'aliquota dell'11% da applicare alle plusvalenze ogni anno. Tuttavia, la modifica più rilevante apportata dalla riforma riguarda l'innalzamento della deducibilità dei contributi che passò da 5 ai 10 milioni annui (gli attuali 5.164,57€), apportando un limite del 12% sull'ammontare dei redditi dichiarati che in realtà finì per limitare la capacità contributiva di coloro che avevano redditi bassi.

Un ulteriore intervento normativo che gettò le basi per ridisegnare in un unico testo di riforma tutte le precedenti disposizioni in tema di previdenza è rappresentato dalla *legge n. 243 del 2004*, che introdusse un provvedimento finalizzato a favorire lo sviluppo delle forme pensionistiche complementari mediante una misura che avrebbe dovuto incrementare l'entità dei flussi finanziari che i lavoratori avrebbero destinato alla previdenza complementare. Tra le novità più importanti vi rientrano la previsione del conferimento tacito del TFR a fondo pensione, che attribuisce al dipendente un periodo di sei mesi a decorrere dalla data di assunzione, per decidere in modo esplicito se conferire o meno il TFR maturando verso una forma pensionistica complementare ovvero mantenerlo presso l'azienda. Al contrario, se il dipendente non esprime alcuna volontà, una volta decorso il termine di sei mesi si intende attuabile il

---

<sup>29</sup> Cfr: A. Brambilla, *Capire i fondi pensione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2007, pp. 18-20

meccanismo di trasferimento del TFR maturando. Si parlerà in questo caso di conferimento tacito del TFR<sup>30</sup>.

La stessa norma nell'ottica di favorire la precedente disposizione ha previsto l'introduzione di incentivi a favore delle imprese per l'accesso al credito, qualora questo sia necessario al conferimento del TFR alle forme previdenziali. Tuttavia, nonostante il sistema della previdenza complementare sia stato caratterizzato da numerose riforme volte a favorire e incentivare l'adesione dei lavoratori, non si può dire che nella pratica queste abbiano apportato gli effetti sperati.

Erano ancora molte le resistenze che non rendevano attraente l'adesione dei lavoratori alle forme di previdenza complementare; in primo luogo, la generosità che aveva caratterizzato il sistema pubblico fino pochi anni prima rendeva l'adesione ai fondi pensione scarsamente interessante; a questa situazione bisogna aggiungere l'incapacità del lavoratore medio di comprendere la dinamica evolutiva del sistema di previdenza obbligatoria, destinato a retrocedere prestazioni pensionistiche sempre meno generose, ma commisurate ai contributi versati.

Ancora, la scarsa adesione alle forme di previdenza complementare dipende anche dai vincoli che caratterizzavano il sistema configuratosi negli anni. Nonostante le numerose migliorie, si caratterizzava per un'eccessiva rigidità, sia in fase di contribuzione, in quanto presente un limite contributivo ed un tetto in % al reddito, che nella fruizione delle prestazioni finali in quanto non erano presenti numerose soluzioni ed in aggiunta avevano un regime fiscale non molto favorevole. A questa situazione si aggiunga la scarsa libertà di adesione dei lavoratori alle diverse forme pensionistiche e la scarsa flessibilità delle prestazioni non pensionistiche (anticipazioni), il risultato che se ne ricavò fu la scarsa adesione dei lavoratori alle forme di previdenza complementare.

La conferma che il sistema di previdenza complementare era ancora caratterizzato da una pluralità di limiti viene fornita dalle elaborazioni Covip di fine 2005 che sintetizzano l'adesione dei lavoratori alle forme complementari e l'ammontare delle risorse finanziarie allocate.

---

<sup>30</sup> Cfr: A. Brambilla, *Capire i fondi pensione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2007, pp. 20-22

**Tabella 1.3 – La previdenza complementare in Italia. Dati di sintesi di fine periodo**

Fondi Pensione	Fondi		Iscritti <sup>(1)</sup>		Risorse D.P. <sup>(2)</sup> (milioni di euro)	
	2005	2004	2005	Variaz. % 2005/2004	2005	Variaz. % 2005/2004
<b>Totale fondi di nuova istituzione</b>	<b>132</b>	<b>134</b>	<b>1.562.190</b>	<b>8,1</b>	<b>10.569</b>	<b>30,3</b>
<i>Fondi Pensione negoziali</i>	43	42	1.155.168	8,7	7.615	29,5
<i>Fondi Pensione aperti</i>	89	92	407.022	6,5	2.954	32,5
<b>Fondi Pensione preesistenti</b>	<b>455</b>	<b>494</b>	<b>665.561</b>		<b>32.441</b>	
<b>TOTALE FONDI PENSIONE<sup>(3)</sup></b>	<b>587</b>	<b>628</b>	<b>2.227.751</b>	<b>5,5</b>	<b>43.010</b>	<b>11,1</b>
Polizze Individuali Pensionistiche - PIP <sup>(4)</sup>			811.199	18,4	3.338	55,3
<b>TOTALE GENERALE</b>			<b>3.038.950</b>	<b>8,7</b>	<b>46.348</b>	<b>13,4</b>

(1). Iscritti attivi e cosiddetti differiti.

(2) Risorse complessivamente destinate alle prestazioni. Esse comprendono: l'attivo netto destinato alle prestazioni (ANDP) per i Fondi negoziali e aperti di nuova costituzione e per i Fondi preesistenti dotati di soggettività giuridica; le risorse matematiche costituite a favore degli iscritti presso le compagnie di assicurazione per i Fondi preesistenti gestiti tramite polizze assicurative; le riserve matematiche per i PIP di tipo tradizionale e il valore delle quote in essere per i PIP di tipo unit linked.

(3) I dati sono parzialmente stimati. Per i Fondi interni a banche, il dato degli iscritti si riferisce al 2003.

(4) Il dato sugli iscritti è basato sul numero di polizze emesse dall'avvio della commercializzazione dei prodotti e potrebbe risultare sovrastimato a causa di duplicazioni.

Fonte: Inps, 2005, "Elaborazione su dati Covip anno 2005" in *Rapporto Annuale 2005*, pp. 33

In merito all'adesione dei lavoratori, i dati ci mostrano che a fine 2005 solo il 13% degli occupati risultava iscritto alle forme di previdenza complementare, con una maggiore concentrazione a favore dei fondi negoziali. La situazione non migliora se si considera l'ammontare delle risorse finanziarie allocate da ciascuna famiglia, che in media si attestava all'1,5% delle risorse disponibili<sup>31</sup>. Tale situazione confermava la presenza di un sistema previdenziale caratterizzato da "anomalie" che si erano stratificate a seguito delle continue revisioni normative. Per tale ragione, nel 2005, in attuazione dei principi di delega contenuti nella legge n. 243/04 venne emanato il D.lgs. n. 252, che innova profondamente il sistema della previdenza complementare, correggendo quelle "anomalie" che si erano formate nel tempo e rappresentando ancora oggi la disciplina generale della previdenza complementare. Se inizialmente l'entrata in vigore del presente D.lgs. era prevista per il 1° gennaio 2008, successivamente si decise di anticipare l'entrata in vigore al 1° gennaio 2007. Tra le disposizioni più importanti contenute nella riforma vi rientrano l'art. 1, che in continuità con la precedente previsione normativa, specifica l'obiettivo affidato alla "previdenza complementare", ossia quello di "assicurare più

<sup>31</sup> Cfr: Inps, *Rapporto annuale 2005*, Roma, 2005

*elevati livelli di copertura previdenziale*<sup>32</sup> al fine di consentire al lavoratore in quiescenza di mantenere il tenore di vita acquisito in età lavorativa. La previdenza obbligatoria è infatti stata pensata per sopperire alle carenze del sistema previdenziale pubblico, non più in grado di erogare le medesime prestazioni del passato.

Ai commi successivi viene confermata la libertà di adesione alle forme di previdenza complementare, principio fondamentale della stessa e l'equiparazione delle diverse forme pensionistiche, comprendendo in tale accezione i fondi di origine negoziale, i fondi aperti, i fondi preesistenti e le forme pensionistiche individuali. In questo modo si superano le distinzioni normative tra i fondi pensione negoziali e aperti e le forme pensionistiche individuali, che si erano formate con la previsione di un duplice organo di controllo. Di conseguenza anche i piani individuali pensionistici rientrano a pieno titolo nelle "forme pensionistiche".

Proseguendo la disamina della normativa, l'*art. 2* individua i soggetti che possono aderire alle forme pensionistiche complementari e quindi i soggetti destinatari delle norme. In particolare, oltre a confermare le categorie del precedente testo, amplia la categoria dei lavoratori dipendenti, ricomprendendo anche i lavoratori a tempo determinato, part-time, i co.co.co e i lavoratori interinali e occasionali.

All'*art. 3* vengono indicate le "fonti istitutive" delle forme pensionistiche complementari, ampliandone la platea e prevedendo che siano le stesse a definire le modalità di partecipazione garantendo la libertà di adesione individuale. In particolare, oltre alle fonti già operanti se ne aggiungono altre, quali le regioni e gli enti di diritto privato. Inoltre, per quanto riguarda gli accordi collettivi aziendali, questi potranno essere applicati anche senza l'adesione della totalità dei dipendenti, come avveniva in passato<sup>33</sup>. L'articolo successivo definisce invece la configurazione giuridica dei fondi pensione in relazione alle fonti istitutive ed in particolare potranno configurarsi come "associazioni non riconosciute", "fondazioni o associazioni dotate di personalità giuridica" o "patrimoni separati".

L'articolo 5 tratta degli organi di amministrazione e controllo e delle rispettive responsabilità mentre l'articolo 6 rappresenta una disposizione molto

---

<sup>32</sup> Cfr: *D.lgs. 252/2005*

<sup>33</sup> Cfr: A. Brambilla, *Capire i fondi pensione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2007, pp. 37-44

importante in quanto tratta delle modalità di gestione delle risorse finanziarie dei fondi pensione. In particolare, nella gestione degli investimenti, sono tenute al rigoroso rispetto di regole di prudenza, definite per legge. Tali regole devono tener conto della finalità previdenziale e non speculativa dell'investimento stesso. Inoltre, tutti gli investimenti devono essere adeguatamente diversificati ed effettuati tenendo conto dei limiti indicati dalla normativa vigente.

Complessivamente il decreto legislativo n. 252/2005 mantiene alcuni aspetti di continuità con le precedenti disposizioni normative, come la libertà di adesione, la previsione di un patrimonio autonomo e separato per i fondi pensione aperti e i PIP al fine di tutelare i contributi individuali da comportamenti opportunistici dei soggetti istitutori.

Tuttavia, sono numerose le novità introdotte dalla riforma, tra le quali si segnala: l'ampliamento dei poteri di vigilanza attribuiti alla Covip, concernenti la verifica della trasparenza e della correttezza dei comportamenti, la sana e prudente gestione dei fondi pensione e più in generale la vigilanza sul corretto funzionamento del sistema previdenziale nel suo complesso. A questa si aggiunge la previsione di una disciplina fiscale migliorativa rispetto alle altre forme di investimento, giustificata dal fine previdenziale che tali forme si prefiggono e la predisposizione di un regime sanzionatorio specifico per il mancato rispetto della disciplina vigente<sup>34</sup>.

Oltre gli aspetti menzionati il decreto legislativo 252/2005 contiene disposizioni in merito le modalità di finanziamento delle forme pensionistiche complementari ed in modo specifico tratta la disciplina del conferimento del TFR, prevedendo la libertà di scelta del lavoratore verso le alternative disponibili. Vengono poi disciplinate le prestazioni erogate dalle forme di previdenza complementare, quali anticipazioni e riscatti e le caratteristiche dei fondi dei dipendenti del pubblico impiego<sup>35</sup>.

Queste tematiche saranno oggetto di successivo approfondimento.

### *1.3.3 L'attuale contesto della previdenza complementare*

La necessità di introdurre una riforma che riorganizzasse il sistema della previdenza complementare e allo stesso tempo resolvesse le anomalie che si

---

<sup>34</sup> Cfr: F. Vallacqua, *La previdenza complementare per i dipendenti pubblici e privati*, Egea, Milano, 2008, pp. 43-48

<sup>35</sup> *D.lgs. 252 del 2005*

erano stratificate nel tempo derivava dalla crescente preoccupazione che a partire dagli anni '90 si era diffusa, relativamente alla sostenibilità di lungo periodo del sistema pensionistico pubblico, non più in grado di elargire prestazioni che consentano il mantenimento del tenore di vita acquisito durante la carriera lavorativa.

In questo senso la riforma 252/2005 aveva come obiettivo quello di incentivare l'adesione dei lavoratori alle forme di previdenza complementare mediante l'introduzione di una normativa che riducesse le rigidità del sistema previdente e rendesse più conveniente l'adesione mediante la previsione di ulteriori vantaggi fiscali.

Accanto a questo era necessario incrementare la consapevolezza dei lavoratori sull'importanza di pianificare anticipatamente il proprio futuro pensionistico per evitare situazioni irreparabili al raggiungimento del pensionamento.

Le ricerche teoriche ed empiriche mostrano come gli individui molto spesso preferiscano privilegiare il consumo corrente rispetto a quello futuro e tale rappresenta la principale motivazione per la quale vengono posticipate le scelte di investimento di lungo termine, quali l'investimento in forme previdenziali. Tale comportamento è sicuramente indotto da una bassa consapevolezza degli individui sulle conseguenze di lungo periodo che un tale atteggiamento potrebbe apportare. In Italia, tale comportamento è da sempre stato favorito dai bassi livelli di alfabetizzazione finanziaria e previdenziale che caratterizzano la popolazione.

Esiste infatti un nesso di causalità tra questa e le decisioni di risparmio previdenziale degli individui ed in particolare, nell'indagine realizzate dal Comitato Edufin<sup>36</sup>, in collaborazione con la BVA-Doxa su un campione rappresentativo della popolazione dei capifamiglia italiani è stato rilevato un livello molto basso di alfabetizzazione finanziaria e delle conoscenze pensionistiche, quest'ultime misurato mediante domande che riguardassero: il rischio di longevità, la conoscenza di base del funzionamento del sistema pensionistico, la pianificazione pensionistica e le caratteristiche di base della previdenza complementare. I risultati ottenuti mostrano che solo il 6% del campione intervistato è stato in grado di rispondere a tutte le domande sottoposte in ambito di alfabetizzazione pensionistica. Tali risultati hanno un

---

<sup>36</sup> Cfr: Covip, *Relazione annuale per l'anno 2023*, Roma, 2024, pp. 20-21

effetto significativo sulla partecipazione dei lavoratori alle forme di previdenza complementare.

Tuttavia, la  *riforma 252/2005*  ha svolto un ruolo cruciale per favorire l'adesione dei lavoratori alle forme di previdenza complementare e ciò è confermato dal confronto degli aderenti riportato dalla relazione annuale stilata dalla Covip. In particolare, nel 2005 il presidente della Commissione di Vigilanza sui fondi pensione, Luigi Scimia affermava quanto segue: *“La diffusione della previdenza complementare è ancora troppo modesta rispetto alle potenzialità che il settore può offrire. L'incertezza legislativa che ha accompagnato l'iter della riforma del settore (d. lgs 252/2005) e il rinvio al 2008 delle nuove norme di attuazione non hanno certo giovato alla crescita delle adesioni”*. Tali affermazioni furono dettate dall'analisi del numero di aderenti alla previdenza complementare, che al tempo si attestava a 3 milioni di lavoratori, corrispondente al 13% degli occupati, rappresentando all'epoca un valore molto modesto rispetto alle potenzialità offerte dal settore. Un altro dato preoccupante era la limitata adesione delle classi più giovani di lavoratori. In particolare, l'età media degli iscritti ai fondi pensione di nuova istituzione si attestava a 43 anni e solo il 6,5% degli iscritti aveva meno di 30 anni<sup>37</sup>.

Necessariamente, l'introduzione della riforma e la maggiore consapevolezza acquisita dagli individui sulla previdenza complementare ha determinato un aumento considerevole, ma non ancora sufficiente, delle adesioni alle forme pensionistiche complementari. In particolare, nel 2023 il tasso di partecipazione, considerando il numero degli iscritti depurato degli individui minori di 15 anni, sale al 36,9 per cento contro il 36,2 del 2022 e rispetto a cinque anni prima, detto tasso è cresciuto di cinque punti percentuali.

Tali valori sono riportati nella tavola dei valori elaborata dalla Covip, che sintetizza i tassi di partecipazione rispetto alle forze di lavoro e all'occupazione<sup>38</sup>:

---

<sup>37</sup> Cfr: Covip, *Comunicato stampa del 21 giugno 2006: relazione annuale 2005*, Roma, 2006

<sup>38</sup> Cfr: Covip, *Relazione annuale per l'anno 2023*, Roma, 2024

**Figura 1.5 - Forme pensionistiche complementare: tassi di partecipazione rispetto alle forze di lavoro e all'occupazione (dati di fine 2023)**

	Numero (età 15+)	Tassi di partecipazione (%)	
		rispetto alle forze lavoro	rispetto all'occupazione
<b>Iscritti totali</b>	9.428.621	36,9	
<i>di cui: lavoratori dipendenti</i>	6.971.300		37,6
<i>di cui: lavoratori autonomi</i>	1.185.207		23,5
<b>Iscritti versanti</b>	6.810.609	26,7	
<i>di cui: lavoratori dipendenti</i>	5.498.261		29,7
<i>di cui: lavoratori autonomi</i>	660.302		13,1
<i>Per memoria:</i>			
Forze di lavoro	25.527.000		
<i>di cui: occupati lavoratori dipendenti</i>	18.542.000		
<i>di cui: occupati lavoratori autonomi</i>	5.038.000		

\* I dati sugli iscritti sono al netto delle duplicazioni e si riferiscono a tutte le forme pensionistiche complementari, compresi i PIP istituiti precedentemente alla riforma del 2005 e non adeguati al Decreto lgs. 252/2005; essi non comprendono gli individui con meno di 15 anni di età. Il totale delle forze di lavoro è di fonte ISTAT, Rilevazione sulle forze di lavoro; esso comprende gli occupati e le persone in cerca di occupazione.

Fonte: Covip, 2024, *Tassi di partecipazione rispetto alle forze di lavoro e all'occupazione, in Relazione per l'anno 2023*, pp. 27

Tornando al confronto con l'anno 2005 si può notare un sensibile aumento degli aderenti rispetto alle forze di lavoro, tuttavia, ancora oggi il potenziale di crescita del settore è molto elevato e per tale ragione sarà necessario continuare con riforme atte a favorire l'adesione dei lavoratori ed a promuovere la conoscenza delle tematiche previdenziali.

## CAPITOLO 2 IL SECONDO E IL TERZO PILASTRO DELLA PREVIDENZA: I FONDI PENSIONE

### 2.1 Classificazione dei fondi pensione

Quando si parla di fondo pensione ci si riferisce in genere ad uno strumento del risparmio gestito alimentato dai contributi degli aderenti, i quali vengono investiti in strumenti del mercato mobiliare con l'obiettivo di crearsi un montante, il quale sarà convertito in rendita al momento del pensionamento. Con tale accezione si potrebbe erroneamente associare i fondi pensione ad un generico strumento finanziario, dimenticando che in realtà rappresentano un vero e proprio strumento della previdenza complementare per la quale si riscontra un'ampia normativa contenuta nel *D. Lgs. 252/2005*.

Il documento infatti disciplina tutte le forme pensionistiche che si identificano in fondi o in patrimoni separati costituiti in attuazione delle disposizioni contenute nel decreto stesso e che rientrano nella definizione generale di *fondo pensione*. Per tale ragione con il termine *fondo pensione* non ci si riferisce al solo strumento dell'industria del risparmio gestito ma ad una concezione più ampia che nel nostro paese costituisce il secondo ed al terzo pilastro del sistema di sicurezza sociale e previdenziale.

La distinzione che caratterizza i due pilastri riguarda la modalità di adesione; in particolare, nel secondo pilastro vi rientrano tutti gli strumenti ad adesione collettiva, quali fondi pensione negoziali, fondi pensione aperti i fondi pensione del pubblico impiego e i fondi pensione preesistenti mentre nel terzo pilastro vi rientrano gli strumenti ad adesione individuale come i piani individuali pensionistici e i fondi pensione aperti ad adesione individuale<sup>39</sup>.

Oltre a tale distinzione se ne possono operare altre relativamente alla tipologia di contribuzione dovuta e alle prestazioni erogate.

#### 2.1.1 Fondi a contribuzione definita e fondi a prestazione definita

Una prima distinzione che può essere operata in ambito di previdenza complementare è quella relativa alla tipologia di contribuzione dovuta o alle prestazioni erogate. Nel primo caso si parla di *fondi pensione a contribuzione definita*, i quali si caratterizzano per il fatto che la prestazione pensionistica erogata in fase di quiescenza dipenderà dall'ammontare dei contributi versati e

---

<sup>39</sup> <https://www.covip.it/>

dalla gestione finanziaria del fondo. In tali forme viene definito con precisione e con opportune regole l'importo della contribuzione che l'aderente dovrà versare periodicamente al fondo. Non è invece definita a priori la prestazione che verrà percepita dallo stesso e al momento del pensionamento sotto forma di rendita e/o capitale. Questa, dipenderà oltre che dall'ammontare dei contributi versati fino al termine dell'attività lavorativa, anche dal rendimento netto che il fondo ha ottenuto durante il periodo di investimento<sup>40</sup>.

A questa tipologia di fondo possono aderire tutti i potenziali destinatari della previdenza complementare, come previsto dal *D.lgs. 252/2005*.

Questi fondi hanno il vantaggio di poter essere gestiti in modo semplice, non richiedendo i complessi calcoli demografici e attuariali previsti per i fondi a prestazione definita, inoltre offrono maggiore trasparenza all'iscritto essendo basati su "posizioni individuali", facilitando anche le operazioni di portabilità tra fondi.

A queste si contrappongono le *forme pensionistiche a prestazione definita*, le quali si caratterizzano per il fatto che le prestazioni, in capitale e/o rendita, sono predeterminate e legate ad alcuni parametri. Le rendite, ad esempio, possono essere paramtrate ad una percentuale dell'ultima retribuzione percepita dal soggetto oppure in funzione del trattamento pensionistico obbligatorio. Naturalmente, il versamento delle contribuzioni viene periodicamente rivisto in modo da essere commisurato al raggiungimento del risultato convenuto. Se, ad esempio, il patrimonio del fondo pensione ha avuto un notevole accrescimento grazie alla gestione finanziaria dello stesso, si può ipotizzare una temporanea sospensione dei versamenti; il caso opposto, si verifica nel momento in cui l'ammontare del fondo risulta inferiore al valore della rendita pensionistica, in questo caso si potrà richiedere all'aderente di aumentare la contribuzione. La legge stabilisce che l'adesione a tali forme pensionistiche sia prevista solo per i lavoratori autonomi e i liberi professionisti, le cui retribuzioni tendenzialmente più elevate e più variabili si prestano meglio ad un meccanismo di contribuzione non predefinito, ma legato alla gestione finanziaria e alle dinamiche demografiche<sup>41</sup>

---

<sup>40</sup>Cfr: <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/fondo-pensione-a-contribuzione-definita.html#:~:text=1%20fondi%20pensione%20a%20contribuzione,fondo%2C%20ossia%20dal%20suo%20rendimento.>

<sup>41</sup> Cfr: F. Vallacqua, *La previdenza complementare per i dipendenti pubblici e privati*, Egea, Milano, 2008, pp. 52-53

### 2.1.2 I fondi pensione chiusi o negoziali

I fondi pensione chiusi o negoziali sono forme pensionistiche complementari, la cui origine è di natura contrattuale, in quanto istituiti mediante accordi negoziali. Per tale ragione l'adesione è consentita solo alla specifica categoria di lavoratori a cui la fonte istitutiva si riferisce.

Tra le fonti istitutive vi rientrano:

1. I contratti collettivi, anche aziendali, stipulati dai rappresentanti dei datori di lavoro e dei lavoratori, ovvero tramite regolamenti aziendali;
2. Gli accordi tra i soci lavoratori di cooperative;
3. Gli accordi tra lavoratori autonomi e liberi professionisti promossi dai relativi sindacati o associazioni di categoria regionali e nazionali.
4. Direttamente dalle regioni mediante l'applicazione della legge regionale. Si caratterizzano per il fatto di essere rivolti ai lavoratori presenti nella regione di istituzione, un esempio è "solidarietà Veneto" rivolto ai lavoratori della regione Veneto.

Per il settore dei liberi professionisti l'istituzione di questa tipologia di fondo pensione può essere effettuata anche da casse professionali, purché attuino una gestione serata rispetto alle risorse destinate alla previdenza obbligatoria<sup>42</sup>.

In relazione alla fonte istitutiva i fondi pensione negoziali si rivolgono ad una specifica categoria di lavoratori:

1. dipendenti del settore privato che appartengono alla stessa categoria contrattuale, alla stessa impresa o gruppo di imprese o territorio,
2. dipendenti del settore pubblico,
3. soci lavoratori di cooperative,
4. lavoratori autonomi e liberi professionisti, anche organizzati per aree professionali e territoriali.

L'adesione a un fondo negoziale è libera, come previsto dall'art. 1 del *D. lgs. 252/2005* e nel caso sia previsto dallo statuto del fondo stesso sarà possibile iscrivere anche i figli fiscalmente a carico ovvero sarà possibile l'iscrizione dei lavoratori assunti in prova e a tempo determinato.

Per i lavoratori dipendenti del settore privato, in caso di prima occupazione l'adesione può avvenire in maniera esplicita, mediante apposita dichiarazione, convenuta entro 6 mesi dall'assunzione, in cui conviene la destinazione del

---

<sup>42</sup> Cfr: Covip, *I fondi pensione negoziali*

TFR al fondo pensione ovvero di lasciarlo in azienda. Se entro il termine di 6 mesi non esprime alcuna scelta, il lavoratore verrà iscritto alla forma pensionistica collettiva individuata dal contratto di lavoro o dall'accordo aziendale. In questa ipotesi si parlerà di adesione tacita.

È infine prevista una adesione automatica al fondo pensione negoziale di categoria per alcune categorie di lavoratori dipendenti per i quali è previsto il versamento da parte del datore di lavoro di un contributo stabilito dalla contrattazione collettive, trattasi in questo caso di adesione contrattuale.

Un altro aspetto importante riguarda la contribuzione al fondo pensione, che viene stabilita in sede di contrattazione collettiva. L'elemento che contraddistingue i fondi pensione negoziali rispetto ai fondi pensione aperti riguarda la previsione di un contributo aggiuntivo da parte del datore di lavoro a fronte di un contributo a carico del lavoratore. L'importo del contributo aggiuntivo e del contributo volontario minimo del lavoratore per beneficiare del primo viene stabilito dalla contrattazione collettiva. Il lavoratore che non effettua il versamento del contributo volontario alimenterà la propria posizione previdenziale solo con il TFR futuro, ossia quello maturato dal momento dell'adesione<sup>43</sup>.

Nei fondi negoziali destinati ai lavoratori autonomi e ai liberi professionisti la contribuzione riguarda unicamente l'iscritto.

Tra gli esempi più noti dei fondi pensione negoziali vi rientrano il fondo "Fonchim", operativo dal 1997 e destinato ai lavoratori del settore chimico e il fondo "Cometa", operativo dal 1998 e destinato ai lavoratori del settore metalmeccanico.

### *2.1.3 I fondi pensione per i dipendenti pubblici*

<sup>44</sup>I fondi pensione destinati al personale dipendente delle Pubbliche Amministrazioni, individuato all'art. 1 del decreto legislativo 165/2001, possono essere istituiti con contratti collettivi di comparto ovvero contratti collettivi in ambito territoriale, in quest'ultimo caso solo nelle Regioni ad autonomia speciale che hanno competenza primaria in tema di trattamento giuridico/economico del personale dipendente.

---

<sup>43</sup> Cfr: Covip, *I fondi pensione negoziali*

<sup>44</sup> Cfr: Covip, *I fondi pensione nel pubblico impiego*

A differenza delle altre categorie di lavoratori per i quali trova applicazione il *D. lgs. 252/2005*, per i lavoratori pubblici quest'ultima si applica solo per la materia fiscale, mentre la disciplina generale dei fondi pensione è contenuta nella normativa precedente dettata dal *D. lgs 124/1993* a causa del mancato esercizio della delega prevista nella *Legge 243/2004*.

<sup>45</sup>Oltre a tale disciplina è presente un accordo quadro nazionale, intervenuto tra l'ARAN e le rappresentanze sindacali dei lavoratori, nel quale sono definiti i criteri guida per istituire i fondi pensione per i pubblici dipendenti. L'Accordo stabilisce che la contrattazione di comparto deve creare un numero limitato di Fondi pensione; ciò al fine di realizzare per ciascun Fondo pensione platee di potenziali aderenti sufficientemente ampie e consentire così di contenere i costi gestionali.

Allo stato attuale i lavoratori del pubblico impiego:

- Possono aderire ai fondi pensione di riferimento conferendo il TFR maturando e allo stesso tempo beneficiare del contributo del datore di lavoro;
- Possono aderire a forme pensionistiche individuali, quali fondi pensione aperti o PIP, ma in tal caso non è possibile conferire il TFR e né beneficiare del contributo del datore di lavoro, di conseguenza la contribuzione si realizza solo con i versamenti personali.
- Non possono aderire in forma collettiva a fondi pensione aperti.

L'adesione è volontaria ed è consentita esclusivamente ai lavoratori che appartengono al settore del pubblico impiego il cui rapporto di lavoro è disciplinato dagli accordi collettivi istitutivi del fondo. Per i dipendenti pubblici non è invece previsto il meccanismo di adesione mediante conferimento tacito del TFR. Sotto questo profilo è intervenuta la legge di bilancio del 2018 che ha previsto che le fonti istitutive dei fondi pensione potranno disciplinare le modalità di espressione della volontà di adesione dei lavoratori assunti dopo il 1° gennaio del 2019, anche mediante meccanismi di silenzio-assenso.

La contribuzione al fondo pensione per i dipendenti pubblici prevede un meccanismo particolare che combina la presenza di due “conti”.

Un conto “reale” in cui confluiscono il contributo del datore di lavoro, nell'importo previsto dagli accordi collettivi e il contributo dal lavoratore, nella

---

<sup>45</sup> Cfr: Covip, *I fondi pensione nel pubblico impiego*

misura minima prevista per beneficiare del contributo datoriale ma con la possibilità di integrare volontariamente con ulteriori versamenti.

Accanto a questo conto, ne è presente un altro di natura “figurativa” tenuto presso l’INPDAP in cui vengono virtualmente accantonate le quote del TFR, il quale verrà conferito a fondo pensione al termine del rapporto lavorativo.

Un’altra caratteristica riguarda le quote degli accantonamenti del TFR, che variano a seconda della data di assunzione dei lavoratori. In particolare, per i lavoratori assunti successivamente al 1° gennaio 2001 è prevista l’intera destinazione del TFR che matura ogni anno (corrispondente al 6,91% della retribuzione base di riferimento); mentre per i lavoratori già in servizio al 31 dicembre 2000 e che hanno esercitato l’opzione di adesione al fondo pensione, viene destinata una quota di TFR non superiore al 2% della retribuzione base di riferimento. Inoltre, è previsto un ulteriore accantonamento figurativo pari all’1,5% della base contributiva di riferimento ai fini del Trattamento di fine servizio. Le quote accantonate nel conto figurativo verranno rivalutate inizialmente in base alla media ponderata dei risultati ottenuti da un gruppo di fondi pensione negoziali, individuati con apposito decreto; solo quando il fondo pensione raggiunge una struttura consolidata, l’INPDAP applicherà il rendimento netto ottenuto dallo stesso per la rivalutazione dei contributi figurativi.

#### *2.1.4 I fondi pensione aperti*

<sup>46</sup>I fondi pensione aperti sono forme pensionistiche complementari alle quali possono aderire tutti coloro che, indipendentemente dalla situazione lavorativa, vogliano formarsi una pensione complementare, siano essi lavoratori dipendenti del settore pubblico o privato, lavoratori autonomi, libero professionisti o non occupati. Vogliano formarsi una pensione complementare. L’adesione è consentita su base individuale ovvero su base collettiva, in quest’ultimo caso i lavoratori appartenenti a una determinata impresa possono aderire al fondo pensione aperto secondo quanto stabilito dai contratti collettivi di lavoro, dagli accordi o dai regolamenti aziendali, inoltre, come per i fondi negoziali, è previsto il contributo del datore di lavoro e nella prevalenza dei casi anche il versamento del TFR.

---

<sup>46</sup> Cfr: Covip, *I fondi pensione aperti*

Per i lavoratori del pubblico impiego, l'adesione può avvenire solo su base individuale, ma la contribuzione potrà avvenire solo mediante versamenti personali, in quanto non è previsto il contributo del datore di lavoro e l'accantonamento del TFR.

I lavoratori autonomi ed i liberi professionisti possono aderirvi solo su base individuale.

I fondi pensione aperti possono essere istituiti da banche, imprese di assicurazione, società di gestione del risparmio (SGR), società di intermediazione mobiliare (SIM), la quali, previa autorizzazione, apriranno un fondo patrimoniale di destinazione, autonomo e separato dal patrimonio dell'istituzione promotrice, nel quale faranno confluire i contributi raccolti e i frutti della gestione finanziaria. Tale patrimonio sarà destinato all'erogazione delle prestazioni pensionistiche degli aderenti e non può essere distratto da tale finalità. Un'altra finalità della separazione del patrimonio del fondo è quella di non ammettere azioni esecutive da parte dei creditori del soggetto istitutore o dei creditori degli aderenti<sup>47</sup>.

La contribuzione del lavoratore dipendente del settore privato che aderisce su base collettiva è stabilita dai contratti e dagli accordi integrativi, anche aziendali ed è equiparabile a quanto previsto nei fondi pensione negoziali.

Per il lavoratore dipendente del settore privato che aderisce su base individuale la contribuzione è scelta liberamente dall'aderente, inoltre, è libero di scegliere se farvi confluire il TFR ovvero alimentare la propria posizione esclusivamente con il TFR. Trattandosi di adesione individuale, l'aderente non ha diritto al contributo del datore di lavoro, il quale può comunque decidere di contribuire al fondo pensione aperto scelto dal proprio dipendente.

Il trasferimento della posizione individuale presso un'altra forma pensionistica complementare può avvenire dopo due anni dall'adesione oppure in ogni momento se vengono a meno i requisiti di partecipazione al fondo.

#### *2.1.5 I fondi pensione preesistenti*

<sup>48</sup>I fondi pensione preesistenti sono forme pensionistiche complementari che risultavano già istituite alla data del 15 novembre 1992, in cui venne emanata

---

<sup>47</sup> Cfr: F. Vallacqua, *La previdenza complementare per i dipendenti pubblici e privati*, Egea, Milano, 2008, pp. 102-105

<sup>48</sup> Cfr: Covip, *I fondi pensione preesistenti*

la prima disciplina organica del sistema della previdenza complementare contenuta nel decreto legislativo 124/1993, il quale consentì ai fondi già esistenti di continuare ad operare in regime di parziale delega. Successivamente, con il D. lgs. 252/2005 vennero adottate nuove regole, prevedendo un graduale adeguamento alla nuova disciplina dei fondi pensione preesistenti, le cui modalità sono stata definite nel decreto ministeriale 62/2007.

Tali categorie di fondi si caratterizzano per un insieme molto eterogeneo di forme di previdenza complementare a carattere collettivo destinate a specifici ambiti di lavoratori, in particolare possiamo distinguere i fondi pensione preesistenti autonomi, che sono dotati di soggettività giuridica e quindi costituiti sotto forma di associazioni non riconosciute, associazioni riconosciute o fondazioni, dai fondi pensione preesistenti interni, costituiti all'interno di società, come banche o impresi di assicurazione, come patrimonio separato ex art 2117 c.c..

Un'ulteriore distinzione riguarda il regime previdenziale in base al quale è calcolata la rendita pensionistica, in particolare sono presenti fondi pensione preesistenti a contribuzione definita, a prestazione definita ovvero forme miste. Nonostante tali forme di previdenza complementare non siano più istituite dalla riforma del 1993, rappresentano ancora oggi la tipologia più numerosa nel panorama degli strumenti della previdenza complementare. In particolare, a fine 2023 su un numero complessivo di 302 forme pensionistiche, 161 erano rappresentate da forme pensionistiche preesistenti, di cui 116 fondi autonomi e 45 fondi interni. Tuttavia, nell'ultimo ventennio si è assistito ad un processo di riorganizzazione del settore finanziario che ha portato alla formazione di gruppi bancari e assicurativi con la conseguenza di un processo di accorpamento dei diversi schemi pensionistici esistenti nelle diverse unità finanziarie. Questi processi hanno necessariamente determinato la riduzione del numero di forme pensionistiche preesistenti, che nel 1999 erano 739, riducendosi così di 457 unità in poco più di 20 anni. Tale processo ha dei risvolti positivi per gli aderenti, in quanto maggiore è il numero di aderenti ad una forma pensionistica complementare e minore saranno i costi ad essa associati<sup>49</sup>.

---

<sup>49</sup>Cfr: Covip, *Relazione annuale per l'anno 2023*, Roma, 2024

### *2.1.6 I piani individuali pensionistici (PIP)*

<sup>50</sup>I Piani individuali pensionistici di tipo assicurativo sono forme di previdenza complementare istituite da imprese di assicurazione e realizzati mediante la sottoscrizione di contratti di assicurazione sulla vita di ramo I e/o di ramo III.

Tali forme pensionistiche complementari si caratterizzano per la possibilità di aderirvi solo su base individuale, indipendentemente dalla propria situazione lavorativa e per essere costituiti sotto forma di patrimonio separato e autonomo rispetto a quello della compagnia di assicurazione che li istituisce.

La previsione di un patrimonio separato e autonomo, è condizione fondamentale per far rientrare i PIP nel terzo pilastro del sistema previdenziale a cui corrispondono i medesimi benefici dei fondi pensione, ed è necessaria per garantire che il patrimonio costituitosi venga utilizzato esclusivamente per il pagamento delle prestazioni degli aderenti e allo stesso tempo sia protetto da eventuali diritti vantati dai creditori dell'impresa di assicurazione.

L'attività dei PIP è disciplinata da un "regolamento", redatto in base alle direttive impartite dalla Covip e dalla stessa preventivamente approvato. Il "regolamento" definisce gli elementi identificativi dei PIP, le caratteristiche, la contribuzione, le prestazioni, i profili organizzativi e i rapporti con gli aderenti. Oltre al regolamento i PIP devono adeguarsi anche alle condizioni generali di contratto, nelle quali sono contenute delle clausole che disciplinano il contratto di assicurazione attraverso il quale è realizzato il PIP.

La posizione individuale che si costituisce con i PIP potrà essere alimentata solo da contributi dell'aderente, in quanto trattandosi di una forma pensionistica complementare a adesione individuale, non è sancito il diritto al contributo del datore di lavoro, il quale può volontariamente decidere di aderirvi. Una differenza fondamentale si riscontra tra i dipendenti del settore privato e quelli del settore pubblico. Per i primi è prevista la possibilità di contribuire al PIP mediante il versamento del TFR, mentre per i secondi, tale opzione non è possibile, di conseguenza la contribuzione è limitata ai versamenti personali.

I PIP potranno essere costituiti mediante contratti di assicurazione sulla vita di ramo I, di ramo III ovvero in forme miste. I contratti assicurativi sulla vita di ramo I si caratterizzano per essere collegati ad una "gestione separata" in cui la composizione degli investimenti è generalmente prudentiale e nella maggior

---

<sup>50</sup> Cfr: Covip, *I Piani Individuali Pensionistici di tipo assicurativo (PIP)*

parte dei casi prevede la garanzia di restituzione del capitale o di un rendimento minimo. Quando i PIP sono realizzati mediante contratti di assicurazione sulla vita di ramo III significa che la posizione individuale dell'aderente sarà collegata al valor delle quote di uno o più fondi interni dell'impresa di assicurazione o al valore delle quote di OICR (organismi di investimento collettivo del risparmio).

Nei casi in cui i PIP siano costituiti in forma mista, la posizione individuale dell'aderente sarà rivalutata mediante entrambe le forme sopra descritte<sup>51</sup>.

## 2.2 Il funzionamento dei fondi pensione

### 2.2.1 Criteri e limiti di investimento delle risorse del fondo pensione

All'interno della disciplina delle forme pensionistiche complementari, dettata dal *D. Lgs. 252/2005*, assume particolare rilevanza le disposizioni riguardanti i criteri e i limiti di investimento delle risorse del fondo pensione. Sono diverse le ragioni che possono giustificare l'introduzione di una disciplina *ad hoc* che regoli gli investimenti di questi grandi investitori istituzionali, tra queste *la ratio* più importante è da ricondurre al fine esclusivo degli strumenti previdenziali, che è quello di garantire delle prestazioni pensionistiche agli aderenti al momento del pensionamento; di conseguenza sarà necessario che le risorse del fondo pensioni vengano investite secondo criteri prudenziali volti ad evitare rischi eccessivi che potrebbero compromettere i capitali accumulati dagli aderenti.

Tale ragione è strettamente connessa alla seconda finalità perseguita nella definizione di appositi criteri e limiti di investimento e che riguarda la diversificazione dei rischi nell'allocazione delle risorse tra i diversi asset disponibili sul mercato. I criteri di investimento promuovono una distribuzione adeguata delle risorse al fine di mitigare i rischi, stabilizzare i rendimenti e proteggere il patrimonio.

Infine, l'impostazione di criteri e limiti di investimento aumenta la trasparenza a favore degli iscritti, consentendo questi di comprendere meglio come vengono gestiti i propri risparmi.

La disciplina vigente in materia di attività di investimento ha come fonte normativa il *Decreto Ministeriale n. 166/2014*, il quale venne emanato in attuazione dell'articolo 6, comma 5-bis del *D.lgs. 252/2005* recante norme su

---

<sup>51</sup> Cfr: F. Vallacchia, *La previdenza complementare per i dipendenti pubblici e privati*, Egea, Milano, 2008, pp. 107-110

criteri e limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione. Tale regolamento, entrato in vigore il 28 novembre 2014, ha sostituito la precedente fonte normativa contenuta nel *Decreto Ministeriale 703/1996*, introducendo profondi cambiamenti nelle politiche di investimento dei fondi pensione, prevedendo un ampliamento delle possibilità di investimento, seppur mantenendo allo stesso tempo un livello prudenziale in linea con le finalità dello strumento stesso. Si è infatti passati da una disciplina contenuta nel DM 703/1996, e che prevedeva limiti di investimento molto specifici, che limitavano di fatto l'attività di investimento dei fondi pensione, mediante la previsione di limiti qualitativi generali, limiti quantitativi di investimento e l'indicazione delle attività in cui il fondo potesse investire<sup>52</sup>.

La nuova disciplina contenuta nel DM 166/2014 rappresenta un vero e proprio passo in avanti verso una maggiore "flessibilità" dell'attività di investimento dei fondi pensione, prevedendo vincoli meno stringenti, da considerarsi come linee guida nell'attività di investimento, al fine di rendere lo strumento previdenziale più flessibile e quindi più adatto a rispondere ai cambiamenti del mercato finanziario pur rispettando il principio della sana e prudente gestione.

Il regolamento si compone di dieci articoli, dei quali sei afferenti ai criteri e limiti di investimento dei fondi pensione, i restanti quattro al tema dei conflitti di interesse e delle incompatibilità.

<sup>53</sup>Il decreto in questione detta delle disposizioni di carattere generale con gli art. 1 e 2. Nello specifico, l'art. 1. fornisce esclusivamente alcune definizioni utili alla comprensione della materia, mentre l'art. 2 definisce l'ambito di applicazione del regolamento prevedendo l'applicazione nei confronti di tutti le forme di previdenza complementari rientranti nella definizione di "fondo pensione" ad eccezione dei PIP e dei fondi preesistenti che gestiscono le attività mediante contratti assicurativi sulla vita di ramo I, III e V; limitatamente alle predette gestioni assicurative.

Il terzo articolo fissa i criteri di gestione che in generale i fondi devono seguire, primo fra tutti il "principio di sana e prudente gestione" volto a salvaguardare l'interesse degli aderenti. Tale principio viene poi articolato in una pluralità di criteri che i fondi pensione sono tenuti ad ottemperare:

---

<sup>52</sup> Cfr: E Bocchialini, *I fondi pensione e investimenti immobiliari*, Egea, Milano, 2013, pp. 33-34

<sup>53</sup> Cfr: *Decreto Ministeriale n. 166 del 2014*

- a) Ottimizzazione del profilo rischio/rendimento del portafoglio nel suo complesso e coerenza della politica di investimento adottata;
- b) Adeguata diversificazione del portafoglio finalizzata a contenere la concentrazione del rischio e la dipendenza da determinati emittenti, settori di attività ed aree geografiche;
- c) La realizzazione di una gestione efficiente finalizzata ad ottimizzare i risultati, contenendo i costi di transazione, di gestione e di funzionamento.
- d) Adottino strategie di investimento coerenti con il profilo di rischio e la struttura temporale delle passività detenute, in modo tale da assicurare la continua disponibilità di attività idonee e sufficienti a coprire le passività, avendo come obiettivo principale l'equilibrio finanziario del fondo.

<sup>54</sup>L'articolo prosegue prevedendo che i fondi pensione debbano dotarsi di strutture organizzative professionali e tecniche, che siano adeguate alla dimensione e alla complessità del portafoglio, alla politica di investimento adottate, ai rischi assunti nella gestione ed alla percentuale di investimenti non negoziati nei mercati regolamentati ed alle modalità di gestione diretta e/o indiretta delle attività di investimento. Inoltre, prevede una verifica periodica a carico del fondo pensione relativamente l'adeguatezza e l'efficacia della struttura organizzativa e delle procedure adottate al fine di mantenere congrue le politiche e le procedure di monitoraggio, gestione e controllo del rischio.

Il regolamento prosegue trattando degli investimenti e delle operazioni consentite, fermo restando il divieto di assunzione e concessione di prestiti, nonché di prestazione di garanzie in favore di terzi, prevedendo la possibilità di effettuare operazioni di pronti contro termine ed il prestito di titoli, mediante un sistema standardizzato e con controparti di primaria affidabilità; la detenzione di liquidità coerentemente con quanto previsto dalla politica di investimento e l'utilizzo di derivati con il fine esclusivo di riduzione del rischio di investimento o di efficiente gestione e nel rispetto dei limiti dettati dagli articoli successivi. Infine, prevede il divieto di vendite allo scoperto e di operazioni derivati equivalenti.

L'articolo cinque, tratta dei "limiti agli investimenti" di varia natura che potrebbero essere suddivisi in sei classi differenti:

---

<sup>54</sup> Cfr: *Decreto Ministeriale n. 166 del 2014*

1. Limiti di investimento in strumenti finanziari negoziati su mercati non regolamentati;
2. Limiti di concentrazione in singoli emittenti;
3. Limiti agli investimenti in OICR (Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio) che nella precedente normativa non erano assecondati;
4. Limiti all'esposizione valutaria del portafoglio e in strumenti finanziari connessi alle merci;

Relativamente al primo punto, il DM 166/2014 prevede che le disponibilità del fondo pensione debbano essere investite in misura prevalente in strumenti finanziari negoziati nei mercati regolamentati, mentre l'investimento in strumenti finanziari non negoziati nei mercati regolamentati e in OICR alternativi (FIA) dovrà essere mantenuto a livelli prudenziali, e complessivamente contenuto entro il limite del 30% delle disponibilità complessive.

Vengono successivamente definiti dei limiti di concentrazione degli investimenti, che tenuto conto l'esposizione derivante da investimenti in strumenti derivati, non dovranno investire più del 5% delle loro disponibilità complessive in strumenti finanziari emessi da uno stesso soggetto e non più del 10% in strumenti finanziari emessi da soggetti appartenenti a un unico gruppo. Ulteriori limiti riguardano l'investimento in OICR, prevedendo specifiche condizioni, tra cui, una politica di investimento compatibile con quella del fondo pensione, il rispetto dei limiti sulla concentrazione degli investimenti e il contenimento dei costi nel rispetto di quanto comunicato agli aderenti.

Infine, sono dettati limiti quantitativi riguardanti strumenti finanziari connessi a merci, che sono limitati ad un massimo del 5% delle disponibilità complessive purché emessi da controparti di primaria affidabilità e l'esposizione valutaria, che al netto di coperture realizzate con derivati, è contenuta al 30% oltre che essere motivata dalle caratteristiche e dalle politiche di investimento del fondo. Limiti più stringenti all'operatività dei fondi pensione potranno essere imposti dalla Covip qualora riscontrasse delle carenze nella situazione economico-patrimoniale o nella struttura organizzativa degli stessi.

<sup>55</sup>Il Decreto 166/2014 conclude dettando regole in tema di conflitto di interessi e delle incompatibilità. La disciplina relativa ai conflitti di interesse vuole tutelare gli aderenti ed i beneficiari delle prestazioni da eventuali

---

<sup>55</sup> Cfr: *Decreto Ministeriale n. 166 del 2014*

comportamenti opportunistici degli amministratori del fondo ed prevedendo l'obbligo di adempimento dei doveri ad essi imposti dalla legge e dallo statuto del fondo, il perseguimento degli interessi esclusivi degli aderenti e dei beneficiari delle prestazioni pensionistiche e disponendo l'applicabilità della disciplina civilistica di cui all'articolo 2391 del codice civile. La tutela viene ulteriormente rafforzata, prevedendo in capo al consiglio di amministrazione, l'onere di adottare ogni misura ragionevole per identificare e gestire i conflitti di interesse, formulando per iscritto le circostanze che generano o potrebbero generare i conflitti di interesse. Il Regolamento si conclude mediante la previsione di un'incompatibilità nello svolgimento delle funzioni di amministrazione, direzione e controllo del fondo pensione, con lo svolgimento di funzioni di amministrazione, direzione e controllo nel gestore convenzionato, nel depositario e in altre società di dei gruppi cui appartengono il gestore convenzionato e il depositario.

### *2.2.2 Le prestazioni dei fondi pensione*

La disciplina delle prestazioni dei fondi pensione è contenuta nell'articolo 11 del *Decreto Legislativo 252/2005* e rappresenta una tematica che suscita particolare interesse nei confronti di coloro che intendono aderire ad una delle diverse forme di previdenza complementare presenti sul mercato.

Questo perché tale disciplina rende i fondi pensione uno strumento più rigido rispetto ad altri strumenti di investimento nei quali gli individui possono allocare i propri risparmi ma allo stesso tempo rappresenta un elemento fondamentale per consentire agli strumenti della previdenza complementare di realizzare lo scopo per il quale sono stati istituiti, quello di “*garantire più elevati livelli di copertura previdenziale*” rispetto a quelli offerti dal sistema pubblico. Le previsioni normative contenute nel presente articolo mirano a proteggere l'interesse di lungo periodo degli aderenti e la sostenibilità finanziaria del fondo stesso. In assenza di tali previsioni gli individui potrebbero depauperare il montante accantonato prima dell'effettivo pensionamento venendo in questo modo a meno la finalità principale dei fondi pensione, ancora l'assenza di vincoli al prelevamento potrebbe destabilizzare il fondo pensione nel momento in cui un gran numero di partecipanti decidessero di ritirare i propri fondi contemporaneamente, infine, tali limiti sono giustificati dal fatto che la contribuzione ai fondi pensione beneficia di agevolazioni

fiscali, di cui si parlerà in seguito, elargite dai governi per incentivare gli individui ad accantonare risorse a lungo termine, da utilizzarsi durante il pensionamento.

Nonostante le ragioni alla base di tale rigidità siano fondate e da intendersi a favore degli aderenti stessi, sono state previste delle casistiche nelle quali sia possibile prelevare delle somme dal proprio fondo pensione, le quali rientrano nella disciplina delle anticipazioni.

Il *D.lgs. 252/2005* prevede tre tipologie di anticipazioni:

1. Anticipazioni per spese mediche, per un ammontare pari al 75% della posizione maturata, relative all'aderente, al coniuge e ai figli;
2. Anticipazione per acquisto della prima casa, per un ammontare pari al 75% della posizione maturata, relativa all'aderente o ai figli;
3. Per altre ragioni, per un ammontare del 30% della posizione maturata.

Nello specifico delle singole categorie, le anticipazioni per spese mediche si caratterizzano per la possibilità di essere richieste in qualsiasi momento, anche dal momento successivo all'iscrizione al fondo pensione, con la condizione che l'importo massimo prelevabile corrisponda al 75% della posizione maturata e che tali spese riguardino l'aderente, il coniuge o i figli. Un altro aspetto da considerare è la tassazione delle anticipazioni per spese mediche, per le quali è prevista una tutela a favore dell'aderente, mediante la fissazione della tassazione agevolata prevista dal *D.lgs. 252/2005*, calcolata in base a quanti anni si hanno maturato al momento della richiesta di anticipazione ed ammonta al 15% fino ai primi 15 anni di adesione, per poi ridursi dello 0,3% per ogni anno successivo al quindicesimo, fino ad un minimo del 9% (che si ottiene dopo 35 anni di adesione). In questo ambito fa fede la data di prima adesione al fondo pensione, anche se la richiesta di anticipazione venga effettuata nei confronti di un secondo fondo aperto dall'aderente, purché il primo sia ancora attivo al momento della richiesta.

Le richieste di anticipazioni per spese mediche potranno essere effettuate mediante la compilazione dell'apposito modulo messo a disposizione dal proprio fondo pensione nell'area riservata, unitamente ai preventivi delle spese che si dovranno sostenere e la certificazione del medico curante che attesta la necessità e la non prorogabilità delle spese.

L'anticipazione per acquisto o ristrutturazione della prima casa può essere richiesta decori 8 anni dalla data di prima adesione al fondo pensione, nel limite del 75% della posizione individuale maturata. A tale anticipazione non

verrà attribuita la tassazione agevolata prevista per le spese mediche, ma una aliquota fissa al 23%. La motivazione alla base di tale differenza riguarda la non necessarietà delle spese in questione e di conseguenza è prevista una tassazione volta a disincentivare la casistica. Anche in questi casi è necessario produrre la documentazione che dimostri l'acquisto o gli interventi di ristrutturazione da effettuare.

L'ultimo tipo di anticipazione è libera, in quanto non richiede alcuna motivazione formale dell'aderente. L'unico requisito affinché possa essere richiesta è l'adesione da almeno 8 anni, mentre l'importo prelevabile corrisponde al 30% della posizione maturata con una tassazione non agevolata al 23%<sup>56</sup>.

Per quanto riguarda il montante al quale applicare le percentuali previste per ciascuna anticipazione è prevista una differenza sostanziale tra i lavoratori dipendenti del settore privato e per quelli del settore pubblico. Se per i dipendenti del settore privato, il montante sul quale calcolare le anticipazioni corrisponde alla somma dei versamenti individuali, dei versamenti del datore di lavoro come contributo volontario e del TFR, diversa è la situazione per i dipendenti del settore pubblico, i quali possono richiedere anticipazioni solo sul montante derivante dai propri contributi e dai contributi volontari del datore di lavoro, mentre la quota di TFR figurativamente accantonata verrà preclusa dal calcolo.

Un'altra caratteristica delle anticipazioni riguarda il fatto che queste non possono mai eccedere il 75% del totale dei versamenti complessivi realizzati nel tempo, comprese le quote del TFR, maggiorati delle plusvalenze di gestione. Scopo di tale previsione è quello di preservare l'integrità delle somme accantonate. Le anticipazioni possono essere reintegrate in qualsiasi momento, sia totalmente, che parzialmente. Sull'importo reintegrato l'aderente avrà diritto ad un credito d'imposta pari all'aliquota versata al momento dell'anticipazione per le somme eccedenti i 5.164,57.

Le anticipazioni rappresentano quindi le prestazioni erogate dal fondo pensione durante la fase di accumulo mentre il diritto alla prestazione pensionistica complementare si acquisisce al momento della maturazione dei requisiti di

---

<sup>56</sup> Cfr: G. Argentino, *Anticipo e riscatto del TFR trasferito in un fondo privato*, Il Sole 24 Ore, 2022

accesso alle prestazioni del regime obbligatorio di appartenenza, ed almeno cinque anni di partecipazione alle forme pensionistiche complementari.

<sup>57</sup>L'aderente potrà optare per una prestazione complementare erogata in rendita, ovvero per la liquidazione in forma di capitale fino a un massimo del 50% del montante accumulato ed il resto in rendita pensionistica ancora potrà accedere al regime della rendita temporanea, denominata "Rendita Integrativa Temporanea Anticipata" (RITA) al verificarsi di determinate condizioni previste dalla legge.

La prestazione erogata sotto forma di rendita si realizza mediante l'impegno dell'impresa di assicurazione ad erogare periodicamente una prestazione pensionistica che integri quella del regime obbligatorio, a fronte della cessione dell'ammontare totale o parziale del proprio montante accumulato. La rendita viene calcolata in base a dei coefficienti di trasformazione che tengono conto dell'età del beneficiario, del sesso e del tasso tecnico.

Oltre alla rendita il beneficiario potrebbe optare per ottenere una prestazione sotto forma di capitale per un valore massimo del 50% del montante accumulato, mentre la restante parte conferita in rendita.

Nel computo complessivo dell'importo erogato sotto forma di capitale sono detratte le somme erogate sotto forma di anticipazione per le quali non si sia provveduto al reintegro. Inoltre, nel caso in cui la rendita derivante dalla conversione di almeno il 70% del montante finale sia inferiore al 50% del valore dell'assegno sociale, la stessa potrà essere convertita in capitale.

Infine, è prevista una forma di rendita pensata per chi perde il lavoro poco prima di aver raggiunto i requisiti necessari per l'accesso alla pensione di vecchiaia nel regime obbligatorio.

Affinché si possa accedere a tale prestazione sarà necessario che il soggetto maturi l'età anagrafica per la pensione di vecchiaia entro i cinque anni successivi alla cessazione dell'attività lavorativa, abbia maturato almeno venti anni di contribuzione nel regime obbligatorio di appartenenza ed almeno cinque nel regime volontario<sup>58</sup>.

In alternativa, la richiesta potrà essere presentata da quei lavoratori che abbiano cessato l'attività lavorativa e abbiano maturato un periodo di inoccupazione superiore a ventiquattro mesi, i quali matureranno l'età anagrafica per la

---

<sup>57</sup> Cfr: *Art. 11, D.lgs. 252/2005*

<sup>58</sup> Cfr: *Covip, RITA (Rendita Integrativa Temporanea Anticipata)*

pensione di vecchiaia del regime obbligatorio nei dieci anni successivi al compimento del periodo di inoccupazione ed abbiano almeno cinque anni di partecipazione alla previdenza complementare.

In queste casistiche l'aderente potrà richiedere l'erogazione frazionata, di tutto o di parte, del montante accumulato nella forma pensionistica complementare fino al conseguimento dell'età anagrafica prevista per la pensione di vecchiaia. Tale prestazione attribuisce maggiore flessibilità allo strumento del fondo pensione e si caratterizza per una ritenuta a titolo d'imposta agevolata come prevista dal *D.lgs. 252/2005*.

### *2.2.3 Il regime fiscale dei fondi pensione*

<sup>59</sup>Il sistema della previdenza complementare gode, rispetto ad altre forme di risparmio, di un trattamento fiscale agevolato e ciò in considerazione delle finalità che tale strumento è atto a perseguire. L'analisi del trattamento fiscale richiede una distinzione tra le diverse fasi della vita di un fondo pensione, quali la fase di contribuzione, la fase di accumulo e la fase di erogazione delle prestazioni.

- **Regime fiscale nella fase di contribuzione:** la contribuzione al fondo pensione si realizza mediante il versamento che il lavoratore e/o il datore di lavoro effettuano a favore della posizione previdenziale dell'aderente, oltre che attraverso il conferimento del TFR. I contributi versati alla forma pensionistica complementare sono deducibili dal reddito complessivo annuo per un importo pari a euro 5.164,57, di conseguenza, considerando che il regime di tassazione dell'Irpef prevede un meccanismo a scaglioni, con un'aliquota incrementale al crescere del RAL, si può intuire facilmente che il risparmio fiscale che si ottiene mediante la contribuzione a fondo pensione sarà pari all'aliquota marginale applicata al reddito e quindi maggiore al crescere dello stesso. Tale agevolazione è prevista sui contributi volontari del lavoratore e del datore di lavoro, ovvero sui contributi a favore dei familiari fiscalmente a carico; non è invece prevista per le quote di TFR conferite. Tuttavia, qualora l'aderente non riesca a beneficiare del risparmio fiscale di cui si è appena discusso, potrà beneficiare, al

---

<sup>59</sup> Cfr: F. Vallacchia, *La previdenza complementare per i dipendenti pubblici e privati*, Egea, Milano, 2008, pp. 148-155

momento del riscatto pensionamento o in fase di richiesta anticipi, dell'esenzione alla tassazione sulle somme che non hanno goduto del beneficio fiscale. Tale situazione riguarda tipicamente le partite iva in regime forfettario, che godono già di un regime di tassazione agevolato, ovvero coloro che effettuano una contribuzione annua superiore all'importo deducibile, oppure coloro che per una qualsiasi ragione si dimenticano annualmente di dichiarare le somme versate, perdendo il diritto alla deduzione, mediante la presentazione dell'apposito modulo dei contributi non dedotti. Un altro trattamento fiscale agevolato previsto nella contribuzione a fondo pensione è previsto al reintegro delle anticipazioni; in particolare, il *D.lgs. 252/2005* prevede che sulle somme eccedenti i 5.164,57, utilizzate per reintegrare precedenti anticipazioni, è riconosciuto un credito d'imposta corrispondente all'aliquota dell'imposta pagata al momento della fruizione dell'anticipazione. Infine, esiste un'ulteriore agevolazione prevista per i lavoratori "di prima occupazione" successiva al 1° gennaio 2017. Per tali soggetti è previsto che, qualora nei primi 5 anni di partecipazione non abbiano sfruttato per intero il plafond deducibile di euro 25.822,85 (che risulta dalla sommatoria dei 5.164,57 delle cinque annualità), possano a partire dal sesto anno e nel corso dei venti anni successivi, aumentare il plafond annuo delle somme deducibili, per un ammontare massimo di 2.582,29, sfruttando quanto non dedotto nei primi anni di partecipazione.

- **Regime fiscale nella fase di accumulo:** la tassazione nella fase di accumulo si riferisce essenzialmente ai rendimenti ottenuti dalla gestione finanziaria delle risorse del fondo pensione. In particolare, le plusvalenze maturate dalla gestione finanziaria verranno assoggettate ad una tassazione agevolata del 20% per la componente azionaria ed obbligazionaria corporate, anziché la tassazione ordinaria del 26% prevista per i rendimenti delle altre forme di investimento con medesima composizione, ed una tassazione del 12,5% per la componente del portafoglio investite in titoli di stato. Tuttavia, se è vero che l'aliquota applicata sulle plusvalenze è inferiore rispetto a quella prevista per le altre forme di investimento, bisogna considerare che in queste ultime verrà applicata solo al momento della loro realizzazione, mentre nei fondi pensione le plusvalenze vengono tassate annualmente.

Tale regime fiscale rappresenta necessariamente una zavorra al rendimento di lungo periodo delle forme di previdenza complementare.

- **Regime fiscale delle prestazioni:** in questo caso è necessario distinguere il regime di applicazione in relazione al momento in cui è stato costituito il montante. In particolare, per le prestazioni relative a montante accumulato fino al 31 dicembre 2006 era previsto un regime fiscale che si differenziava in funzione della tipologia di prestazione (capitale o rendita) mentre ora è prevista un unico regime di tassazione attraverso l'applicazione di un'imposizione sostitutiva per tutte le forme di prestazioni. Sono però previste aliquote diverse a seconda della tipologia di prestazione e dell'anzianità di adesione al fondo pensione. Le prestazioni erogate dalle forme pensionistiche, sia in forma di capitale che sotto forma di rendita, sono qualificate come redditi assimilati a quelli di lavoro dipendente e quindi costituiranno redditi da assoggettare ad imposizione, ma solo per la parte che non è stata già tassata, vale a dire i contributi dedotti e il TFR; sono esclusi i contributi non dedotti ed i rendimenti già tassati. La tassazione prevista per tali prestazioni è legata all'anzianità di adesione alle forme pensionistiche complementari ed è fissata nella misura del 15% per i primi quindici anni di adesione, per poi ridursi dello 0,3% per ogni anno di adesione successivo al quindicesimo, fino ad un minimo del 9%. Tale soglia si raggiunge dopo trentacinque anni di adesione. Per quel che concerne le somme percepite a titolo di anticipazione, il regime di tassazione applicabile sarà diverso a seconda della finalità della prestazione, come descritto nel precedente paragrafo, ma si potrebbe riassumere come segue: nel caso di anticipazioni per spese sanitarie la tassazione applicabile sarà quella agevolata prevista per le prestazioni in rendita e capitale; nelle altre ipotesi di anticipazioni per acquisto o ristrutturazione del primo immobile o senza giustificazione, si applicherà una ritenuta d'imposta del 23%.

Sono previste ulteriori casistiche specifiche in cui è possibile riscattare le somme investite nel fondo pensione prima del pensionamento, tra queste vi rientrano il riscatto per licenziamento o cassa integrazione del lavoratore, che consentono allo stesso di richiedere il riscatto parziale del 50% dopo dodici mesi dalla data di inizio disoccupazione e del 100% decorsi quarant'otto mesi da quest'ultima. La tassazione che si

applicherà a queste prestazioni sarà quella agevolata prevista dal *D.Lg. 252/2005*. Se il lavoratore inoccupato, avesse bisogno del montante accumulato prima che decorrano i dodici mesi previsti nella casistica precedente, sarà possibile richiedere il riscatto totale della posizione anche dopo un solo giorno di inoccupazione, mediante l'applicazione di una tassazione fissa al 23%. Vi sono due ulteriori casistiche di riscatto in cui si applicherà la tassazione agevolata, quali il riscatto per invalidità permanente ed il riscatto da parte dei beneficiari a seguito della morte dell'aderente. Non sarà invece prevista l'applicazione della tassazione agevolata nelle casistiche del riscatto per dimissioni volontarie o nel caso in cui si detenga un fondo pensione di categoria e successivamente si cambi il settore lavorativo di appartenenza<sup>60</sup>.

#### *2.2.4 La vigilanza sulle forme pensionistiche complementari*

La vigilanza dei fondi pensione rappresenta un'altra tematica di fondamentale importanza che ha come obiettivo quello di garantire la trasparenza e la correttezza nella gestione e nell'amministrazione dei fondi stessi. La disciplina della vigilanza è contenuta agli articoli diciotto e diciannove del *D.lgs. 252/2005*, la quale prevede un sistema con una pluralità di organi che effettuano controlli reciproci.

Tra le autorità facenti parte il sistema di vigilanza delle forme pensionistiche complementari vi rientrano il Ministero del lavoro e delle politiche sociali che svolge un'attività di vigilanza sulla COVIP e coadiuva con il MEF nella definizione di direttive generali contenenti le linee di indirizzo in materia previdenziale alla quale la COVIP dovrà attenersi.

<sup>61</sup>L'attività di vigilanza viene svolta in modo accentrato dalla COVIP indipendentemente dalla tipologia di fondo pensione e dalla natura del soggetto gestore. La COVIP è un organo collegiale istituito nel 1993 con il *D.Lg. 124/1993*, è formato da un presidente e quattro commissari tutti nominati con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, su proposta del Ministro del Lavoro e delle politiche sociali sentito il Ministro dell'Economia e delle Finanze; essi adottano provvedimenti nel rispetto dei principi di trasparenza e celerità dell'attività.

---

<sup>60</sup> Cfr: Il Blog di Online Sim, *Quando riscattare un fondo pensione e come*, 2022

<sup>61</sup> Cfr: Borsa Italiana, *Commissione di vigilanza sui fondi pensione*

Sono diversi i compiti attribuiti alla COVIP nell'ambito della vigilanza dei sistemi di previdenza complementare, oltre a tali, nel 2011 le sono state affidate funzioni di controllo sugli investimenti delle risorse finanziarie e sulla composizione del patrimonio delle casse previdenziali private di cui ai *D.lgs. 509/1994 e 103/1996*.

Tali compiti vengono svolti con l'obiettivo di tutelare gli iscritti e i beneficiari delle prestazioni, di garantire il buon funzionamento del sistema di previdenza complementare, inoltre, svolge l'attività di vigilanza, perseguendo la trasparenza e la correttezza dei comportamenti e la sana e prudente gestione delle risorse<sup>62</sup>.

<sup>63</sup>Tra i compiti attribuiti alla Covip vi rientrano:

- Definisce le condizioni che le forme pensionistiche complementare devono soddisfare al fine di garantire il rispetto dei principi di trasparenza, comparabilità e portabilità;
- Approva gli statuti e i regolamenti delle forme pensionistiche complementari, verificando la ricorrenza delle condizioni richieste nel *D.lgs. 252/2005*;
- Indica i criteri omogenei per la determinazione del valore del patrimonio delle forme pensionistiche complementari, della loro redditività e delle disposizioni comuni per la determinazione della consistenza patrimoniale delle posizioni individuali;
- Verifica la coerenza della politica di investimento e dei criteri di individuazione e ripartizione del rischio della forma pensionistica complementare.

La Covip può altresì:

- Convocare i componenti degli organi di amministrazione e di controllo, i direttori generali, i responsabili delle forme pensionistiche complementari e i titolari delle funzioni fondamentali;
- Inibire con provvedimento motivato, per un periodo massimo di sessanta giorni, l'attività della forma pensionistica complementare ove vi sia il fondato sospetto di violazione delle norme del *D.lgs. 252/2005*.

---

<sup>62</sup> Cfr: Covip, *La Covip e la sua attività*

<sup>63</sup> Cfr: *D.lgs. 252/2005*

## **2.3 Caratteristiche dei fondi pensione**

Nell'ambito del presente paragrafo si cercherà di fornire un quadro generale delle caratteristiche dei fondi pensione come strumento di investimento. L'obiettivo sarà quello di analizzare tutti i punti di forza dello strumento previdenziale, in parte già descritti in precedenza, sia come strumento di investimento che come strumento previdenziale, ed allo stesso tempo fornire una panoramica dei principali punti di debolezza che ostacolano o limitano i risparmiatori nella scelta di destinare risorse negli strumenti della previdenza complementare.

L'analisi realizzata in tale paragrafo vuole offrire una panoramica delle principali caratteristiche che i risparmiatori dovrebbero prendere in considerazione quando devono adottare una decisione di investimento nei fondi pensione e sarà funzionale al confronto che verrà elaborato nel capitolo successivo, quello dell'investimento nei fondi pensione e dei fondi comuni.

In tale ambito verranno presi in considerazione anche gli aspetti legati alla gestione del TFR, in quanto sussistono differenze notevoli tra l'accantonamento dello stesso a fondo pensione o il mantenimento in azienda.

### *2.3.1 I vantaggi dei fondi pensione*

Sono molteplici gli aspetti da considerare quando si tratta dei vantaggi dei fondi pensione, in quanto rappresentano uno strumento previdenziale istituito con una finalità specifica, ossia quella di supportare il reddito degli individui al momento del pensionamento e per tale ragione, con l'obiettivo di incentivare l'adesione, sono stati previsti dei vantaggi di non poca importanza.

Nell'ambito di tale trattazione verranno presi in considerazione in primis i vantaggi a cui tutti gli individui potranno accedere con l'adesione e l'accantonamento nei fondi pensione, si prenderanno poi in considerazione vantaggi legati all'accantonamento del TFR nel fondo pensione e quelli inerenti ai lavoratori che possono aderire ad un fondo pensione negoziale; infine, si considereranno degli aspetti generali da tenere sempre in considerazione in tale ambito.

Il primo punto di forza, che rappresenta anche il principale incentivo all'adesione ai fondi pensione, è rappresentato dalla deducibilità fiscale dei contributi versati. Per comprendere tale beneficio è bene introdurre il funzionamento della tassazione dei redditi delle persone fisiche in Italia, che

prende il nome di IRPEF (Imposta sul Reddito delle Persone Fisiche). Tale imposta si applicherà ai redditi complessivamente generati dai soggetti residenti in Italia, mediante un meccanismo che prevede in primo luogo la determinazione del reddito lordo complessivamente generato dal soggetto, al quale verranno sottratti gli eventuali oneri deducibili previsti dalla normativa e nei quali vi rientrano i versamenti a fondo pensione. Tale valore corrisponderà alla base imponibile alla quale applicare l'aliquota IRPEF di riferimento a seconda degli scaglioni di reddito in cui si ricade, determinando in questo modo l'imposta lorda, la quale dovrà essere ulteriormente decurtata di eventuali detrazioni fiscali o crediti d'imposta, al fine di determinare l'imposta dovuta dal soggetto<sup>64</sup>. Il vantaggio di effettuare versamenti volontari nel fondo pensione risiede nel fatto che con detti versamenti, fino ad un massimo annuo di 5.164,57€, si può ridurre la base imponibile su cui verranno applicate le aliquote d'imposta Irpef, che dal 1° gennaio 2024 sono articolate come segue:

**Tabella 2.1 – Aliquote d'imposta Irpef e scaglioni di reddito**

SCAGLIONI DI REDDITO (validi dal 1° gennaio 2024)	ALIQUOTE
Fino a 28.000€	23%
Da 28.001€ a 50.000€	35%
Oltre 50.000€	43%

Fonte: Agenzia delle entrate

Per comprendere tale vantaggio si considerino due lavoratori dipendenti, con un reddito lordo rispettivamente di 28.000€ e 35.000€. Sulla base delle aliquote sopra riportate ed in assenza di versamenti a fondo pensione i due lavoratori avranno un'imposta lorda che ammonta rispettivamente a 6.440€ e 8890€, così determinata:

**Tabella 2.2 – calcolo imposta lorda**

SCAGLIONI DI REDDITO (validi dal 1° gennaio 2024)	ALIQUOTE	IMPOSTA LORDA
Fino a 28.000€	23%	6440€
Da 28.001€ a 35.000€	35%	2450€

Fonte: Elaborazione propria

<sup>64</sup> Cfr: Agenzia delle entrate, *Aliquote e calcolo dell'Irpef*

L'Irpef è un'imposta detta a "scaglioni" in quanto colpisce con aliquote crescenti i diversi scaglioni di reddito lordo dei lavoratori, in questo modo entrambi i lavoratori avranno un Irpef pari a 6.440€ per la quota di reddito fino a 28.000€, ma il secondo lavoratore si vedrà applicare un'aliquota crescente alla quota residua di reddito lordo, per un controvalore di 2.450€.

Consideriamo ora che gli stessi lavoratori nel periodo d'imposta di riferimento abbiano effettuato dei versamenti a fondo pensione per un importo pari a 5.000€. I versamenti a fondo pensione come precedentemente affermato consentono di abbattere il reddito imponibile prima che vengano applicate le aliquote Irpef, di conseguenza le nuove imposte lorde, in assenza di altre deduzioni, ammonteranno rispettivamente a 5.290€ e 7.140€ con un risparmio fiscale di 1.150€ per il primo lavoratore e 1.750€ per il secondo, come riportato di seguito:

**Tabella 2.3 – Risparmio fiscale da contributi a fondo pensione**

	Reddito lordo	Imposta lorda	Versamento fondo pensione	Reddito imponibile	Nuova imposta lorda	Risparmio fiscale
Lavoratore 1	28.000€	6.440€	5.000€	23.000€	5.290€	1.150€
Lavoratore 2	35.000€	8.890€	5.000€	30.000€	7.140€	1.750€

*Fonte: Elaborazione propria*

Il presente risparmio fiscale consentirà ai lavoratori di pagare meno imposte e di conseguenza avere maggiori risorse da destinare ad altri scopi, inoltre, trattandosi di una deduzione che influisce sull'aliquota marginale si può intuire che il risparmio fiscale sarà maggiore per quei lavoratori che hanno un reddito più elevato, in quanto la deduzione opererà sullo scaglione con aliquota maggiore. Non a caso la deduzione dei contributi a fondo pensione rappresenta anche il principale incentivo a supporto dell'adesione alla previdenza complementare. Tuttavia, è bene effettuare una serie di precisazioni a seconda che si stia parlando di un lavoratore dipendente o di un lavoratore autonomo in merito alle modalità con cui gli stessi percepiscono il beneficio.

Nel caso del lavoratore dipendente, dove il datore di lavoro come sostituto d'imposta ha già versato l'Irpef dovuta trattenendola nel corso dell'anno, il vantaggio fiscale sarà ottenuto l'anno successivo con la dichiarazione 730, che consente al lavoratore di dichiarare i versamenti effettuati a fondo pensione

nell'anno precedente ed ottenere un rimborso in busta paga. Nel caso del lavoratore autonomo bisogna invece distinguere in primo luogo se si tratta di lavoratore autonomo in regime forfettario o in regime ordinario. Nel primo caso non si avrà diritto alla deduzione fiscale classica prevista per i versamenti a fondo pensione, in quanto i lavoratori autonomi in regime forfettario beneficiano già di un regime fiscale favorevole, ma anche per questi è stato previsto un incentivo volto a favorire la diffusione dei fondi pensione anche in queste categorie di lavoratori. Come visto nei paragrafi precedenti le prestazioni pensionistiche erogate dai fondi pensione in fase di quiescenza sono soggette ad una ritenuta che varia dal 15% al 9% a seconda del periodo di partecipazione al fondo pensione. La base imponibile a cui tale ritenuta verrà applicata non considera la parte di rendimenti già tassati nella fase di accumulo e la quota di contributi che non sono stati dedotti fiscalmente, di conseguenza tutti i versamenti che i lavoratori autonomi in regime forfettario effettuano durante la vita lavorativa saranno caratterizzati dall'esenzione fiscale della prestazione finale. Situazione diversa sarà quella dei lavoratori autonomi in regime ordinario, per i quali è prevista la deduzione dei versamenti fino a 5.164,57€ come per i lavoratori dipendenti, ma a differenza di questi ultimi non avranno un rimborso finanziario delle imposte già pagate, ma vedranno ridursi le imposte da pagare nell'anno sui redditi generati.

Un altro vantaggio fiscale di cui possono beneficiare sia i lavoratori dipendenti che i lavoratori autonomi riguarda l'esenzione fiscale dei contributi a fondo pensione eccedenti il limite annuo di 5.164,57€. In particolare, la quota di contributi versati in fase di contribuzione e non dedotti in quanto eccedenti il limite della deduzione fiscale rappresenterà un importo che sarà esente fiscalmente durante la fase di erogazione della pensione integrativa, in base al principio secondo il quale quanto già tassato in precedenza non debba essere soggetto ad una doppia tassazione.

Proseguendo nella disamina dei vantaggi dei fondi pensioni è bene enunciare il regime di tassazione agevolato delle plusvalenze e l'esenzione dall'imposta di bollo, che rappresentano due agevolazioni di notevole importanza rispetto ad altri strumenti di investimento. In particolare, in merito alla tassazione agevolata delle plusvalenze si prevede che i rendimenti finanziari delle forme pensionistiche siano tassati con un'imposta sostitutiva del 20% anziché del 26% come per le altre forme di investimento, tuttavia, viene applicata alla fine di ogni anno, di conseguenza non consente di sfruttare a pieno i benefici della

capitalizzazione composta. La parte dei rendimenti che derivino da investimenti in titoli di stato o equiparabili, la tassazione è la stessa a quella prevista per gli altri strumenti di investimento ed è pari al 12,5%, sempre applicata annualmente.

Ancora, oltre al differente trattamento fiscale delle imposte sui rendimenti, per i fondi pensione è prevista anche l'esenzione dell'imposta di bollo annua, pari allo 0,20% del capitale maturato, che si applica a tutti i prodotti d'investimento.

Tali vantaggi sono gli stessi che caratterizzeranno il confronto che si terrà nel capitolo successivo tra l'investimento delle risorse in fondi pensione e in fondi comuni.

Un ulteriore vantaggio da prendere in considerazione quando si parla di fondi pensione riguarda la destinazione del TFR. In particolare, i lavoratori dipendenti hanno la possibilità di destinare il TFR maturando nel proprio fondo pensione oppure possono decidere di mantenerlo in azienda; la scelta ovviamente avrà delle ripercussioni differenti.

In primo luogo, la scelta di destinare il TFR a fondo pensione può consentire al lavoratore di avere dei rendimenti potenzialmente più elevati rispetto alla rivalutazione annuale a cui è sottoposto il TFR in azienda, derivante dall'applicazione del coefficiente di rivalutazione che è dato dalla sommatoria tra un valore fisso di 1,5% a cui sommare il 75% dell'indicatore dei prezzi al consumo rilevato dall'ISTAT rispetto a dicembre dell'anno precedente.

Infatti, un fondo pensione ben gestito può garantire dei rendimenti più elevati rispetto al detenere il TFR in azienda, garantendo una maggiore crescita del capitale previdenziale. La conferma di quanto affermato viene fornita dalla relazione annuale della Covip nella quale è possibile estrarre la sintesi dei rendimenti netti medi annui dei fondi pensione e del tasso di rivalutazione del TFR.

**Tabella 2.4 – Rendimenti netti medi annui**

	31.12.2022- 31.12.2023	31.12.2020- 31.12. 2023	31.12.2018- 31.12. 2023	31.12.2013- 31.12. 2023	31.12.2003- 31.12. 2023
	1 anno	3 anni	5 anni	10 anni	20 anni
<b>Fondi negoziali</b>					
Garantiti	4,2	-0,6	0,2	0,8	-
Obbligazionari puri	3,0	-0,3	0,1	0,2	1,1
Obbligazionari misti	7,2	0,4	2,4	2,6	3,2
Bilanciati	6,9	0,2	2,5	2,7	3,3
Azionari	10,2	2,5	5,0	4,4	4,3
<i>Rendimento generale</i>	6,7	0,3	2,2	2,4	3,0
<b>Fondi aperti</b>					
Garantiti	4,6	-1,0	0,2	0,5	1,5
Obbligazionari puri	4,4	-2,9	-0,6	0,5	1,6
Obbligazionari misti	4,4	-0,9	0,5	1,2	2,1
Bilanciati	8,3	0,8	3,0	2,9	3,1
Azionari	11,3	3,8	5,9	4,5	3,9
<i>Rendimento generale</i>	7,9	0,8	2,7	2,5	2,8
<b>PIP “nuovi”</b>					
<b>Gestioni separate</b>	1,3	1,2	1,3	1,8	-
<b>Unit linked</b>					
Obbligazionari	2,9	-1,1	-0,1	0,2	-
Bilanciati	7,1	0,3	2,2	1,9	-
Azionari	11,5	4,8	6,2	4,2	-
<i>Rendimento generale</i>	8,4	2,1	3,6	2,7	-
<i>Per memoria:</i>					
Rivalutazione del TFR	1,6	4,5	3,2	2,4	2,5
Tasso di inflazione	0,6	5,1	3,1	1,7	1,8

I rendimenti sono al netto dei costi di gestione e dell'imposta sostitutiva per tutte le forme pensionistiche incluse nella tavola; anche per il TFR la rivalutazione è al netto dell'imposta sostitutiva. I rendimenti dei PIP sono stati nettizzati sulla base dell'aliquota fiscale tempo per tempo vigente, secondo la metodologia di calcolo standardizzata definita dalla COVIP (cfr. Glossario, voce “Rendimenti netti dei PIP”). I rendimenti dei comparti garantiti non incorporano il meccanismo della garanzia. Il tasso di inflazione corrisponde alla variazione annua dell'indice ISTAT dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati (FOI) calcolata rispetto al mese di dicembre dell'anno precedente. Per periodi pluriennali sono riportate le medie annue composte.

*Fonte: Covip, Rendimenti netti medi annui, in Relazione per l'anno 2023, pp. 72*

Dall'analisi della presente tabella si può notare come in particolare per le linee azionarie, ma anche per buona parte di quelle bilanciate, i rendimenti medi annui composti, al netto dei costi di gestione, siano stati in un orizzonte

temporale di dieci e venti anni, mediamente più alti rispetto al TFR lasciato in azienda nello stesso periodo di tempo.

Un altro vantaggio che si ottiene nel momento in cui si decide di destinare il TFR a fondo pensione rispetto al suo mantenimento in azienda riguarda la tassazione. Infatti se in quest'ultimo caso la tassazione in caso di anticipi o di rimborso al pensionamento seguirà gli scaglioni Irpef, precedentemente menzionati, con un'aliquota media degli ultimi cinque anni di lavoro e comunque non inferiore al 23%, nel caso del TFR accantonato a fondo pensione l'aliquota applicata in fase di erogazione delle prestazioni sarà del 15% nei primi quindici anni di permanenza, per poi ridursi dello 0,3% all'anno fino a raggiungere la tassazione minima del 9% dopo trentacinque anni di adesione. La stessa tassazione viene applicata anche alla casistica dei riscatti per spese mediche, diversamente avviene per le altre casistiche di riscatto, quali acquisto e ristrutturazione prima casa e riscatto libero, per le quali è prevista un'aliquota del 23%, pari all'aliquota minima prevista per gli anticipi del TFR in azienda.

Se fino a questo momento si è parlato dei vantaggi rivolti indistintamente a tutti coloro che aderiscono ad una forma di pensionistica complementare, ora verrà preso in considerazione il vantaggio del contributo volontario del datore di lavoro, previsto contrattualmente dai fondi pensione negoziali. I fondi pensione negoziali sono associazioni senza scopo di lucro istituite grazie a un contratto collettivo di lavoro o un altro genere di accordo collettivo. Per tale ragione vengono anche definiti fondi pensione "contrattuali" ovvero fondi pensione "chiusi", in quanto rivolti ad un gruppo di destinatari delimitato.

Esistono diverse tipologie di fondi pensione negoziali a seconda dei soggetti a cui si rivolgono, in particolare il "fondo Cometa" è un fondo che opera in ambito nazionale, rivolto a tutti i lavoratori appartenenti al settore metalmeccanico; ancora il "fondo Solidarietà Veneto" è invece rivolto a tutti i lavoratori della regione Veneto ed infine esistono anche fondi negoziali aziendali, quale il "fondo pensione FOPEN" rivolto a tutti i dipendenti del gruppo Enel<sup>65</sup>.

Il vantaggio di aderire a tali fondi per i lavoratori ai quali sono rivolti è la previsione contrattuale di un contributo che il datore di lavoro è tenuto a

---

<sup>65</sup> Cfr: Covip, *Elenco dei fondi pensione*

versare a fronte del reciproco impegno del lavoratore di versare sia il TFR che un contributo minimo volontario.

Per comprendere il vantaggio in questione basti pensare ai lavoratori del settore metalmeccanico, il cui contratto collettivo prevede, per i lavoratori assunti dopo il 28 aprile 1993, un contributo del datore di lavoro del 2%, a fronte del versamento a fondo pensione dell'intero TFR maturando e di un contributo minimo volontario del 1,2%. Ipotizzando un lavoratore dipendente con un reddito annuo lordo di 20.000€, si può calcolare l'importo del contributo minimo volontario del lavoratore che corrisponde a 240€ annui e l'importo a cui avrà diritto da parte del datore di lavoro, corrispondente a 400€. Di conseguenza il lavoratore percepisce un doppio beneficio, in quanto in primo luogo, ottiene somme che in altro modo non gli spetterebbero e di conseguenza potrà utilizzare i suddetti importi ai fini della deduzione.

Ai fondi pensione negoziali potrebbe essere attribuito un ulteriore vantaggio, quale i minori costi associati alla gestione del fondo stesso. Infatti, essendo fondi istituiti al fine di rappresentare un gruppo omogeneo di lavoratori, l'intento dei soggetti istitutori non sarà quello di lucrare sull'attività di gestione delle risorse, ma di apportare maggiori benefici agli aderenti. In base a tale considerazione e grazie alla forza contrattuale che tali fondi pensione sono in grado di vantare sui gestori, si avrà la possibilità di realizzare significative economie di scale e di conseguenza abbattere i costi<sup>66</sup>.

La conferma di quanto affermato viene fornita dalla Covip nella relazione annuale sui fondi pensione, la quale riporta con dettaglio l'ISC (Indicatore Sintetico dei Costi) dei fondi pensione e dei PIP "nuovi", dalla quale si può notare che l'ISC dei fondi pensioni negoziali, in un arco temporale di trentacinque anni è tendente a valori prossimi allo 0%.

---

<sup>66</sup>Cfr: <https://www.assofondipensione.it/site/vantaggi/vantaggi#:~:text=Meno%20tasseSui%20contributi%20versati,ogni%20altra%20forma%20di%20investimento.>

**Tabella 2.5 – Indicatore sintetico dei costi: Fondi pensione e PIP “nuovi”**

	Indicatore sintetico dei costi (ISC)			
	2 anni	5 anni	10 anni	35 anni
<b>Fondi pensione negoziali</b>				
<b>Media</b>	<b>1,14</b>	<b>0,67</b>	<b>0,5</b>	<b>0,37</b>
<i>Minimo</i>	<i>0,25</i>	<i>0,15</i>	<i>0,11</i>	<i>0,06</i>
<i>Massimo</i>	<i>2,97</i>	<i>1,45</i>	<i>1,24</i>	<i>1,09</i>
<b>Fondi pensione aperti</b>				
<b>Media</b>	<b>2,32</b>	<b>1,56</b>	<b>1,35</b>	<b>1,23</b>
<i>Minimo</i>	<i>0,55</i>	<i>0,55</i>	<i>0,55</i>	<i>0,55</i>
<i>Massimo</i>	<i>4,73</i>	<i>3,2</i>	<i>2,58</i>	<i>2,31</i>
<b>PIP “nuovi”</b>				
<b>Media</b>	<b>3,76</b>	<b>2,61</b>	<b>2,17</b>	<b>1,82</b>
<i>Minimo</i>	<i>1,04</i>	<i>0,85</i>	<i>0,58</i>	<i>0,38</i>
<i>Massimo</i>	<i>6,44</i>	<i>4,82</i>	<i>4,07</i>	<i>3,44</i>

Fonte: Covip, 2024, *Indicatore sintetico dei costi, in Relazione per l'anno 2023, pp. 66*

Infine, esistono un ulteriore vantaggio da considerare quando si prende in considerazione l'adesione ai fondi pensione che riguarda l'indisponibilità delle somme versate nella propria posizione individuale. Esistono infatti individui che non sono in grado destinare parte del proprio reddito ai risparmi per il futuro in quanto ossessionati dal consumo. Per tali individui l'adesione al fondo pensione e il conferimento di parte del reddito, diventa fondamentale per costruirsi un montante atto a sostenere il reddito nel periodo del pensionamento.

### 2.3.2 Gli svantaggi dei fondi pensione

Nonostante i benefici associati all'investimento in fondi pensione siano rilevanti e tali da indurre gli individui a destinare le risorse in detti strumenti previdenziali, risulta opportuno prendere in considerazione anche i punti di debolezza che caratterizzano tali strumenti finanziari, affinché si possa fornire una panoramica generale e consentire gli individui di porre in essere scelte consapevoli.

Tra i principali fattori che limitano l'investimento delle risorse nei fondi pensione vi rientrano i vincoli di durata e di prelevamento del capitale a scadenza, i costi e la tassazione delle plusvalenze.

Senza dubbio, il vincolo di durata e di prelievo del capitale a scadenza rappresenta il principale svantaggio connesso ai fondi pensione, in quanto impone gli individui a mantenere le somme investite nello strumento previdenziale per un orizzonte temporale molto lungo, perdendo la disponibilità delle somme versate. Ancora, l'attuale normativa prevede delle limitazioni sul prelievo del capitale al momento del pensionamento, infatti, se la rendita ottenuta dalla conversione del 75% del montante accumulato supera la metà dell'assegno sociale, il titolare non potrà riscattare interamente il capitale al pensionamento, ma vi sarà l'obbligo di convertire metà del capitale accumulato sotto forma di rendita. Nonostante non si possa negare che lo strumento previdenziale sia caratterizzato da vincoli di prelievo rilevanti, è bene ricordare che i presenti sono stati volontariamente previsti dalla normativa di base al fine di preservare il capitale accumulato nella posizione individuale, in quanto tale servirà all'individuo al momento del pensionamento per garantire più elevati livelli di copertura previdenziale. In realtà, sebbene permangano dei vincoli oggettivi, nel corso del tempo sono stati introdotti elementi di flessibilità, che tutt'ora permangono, e che consentono la possibilità di riscatto totale per dimissioni e licenziamento, nelle ipotesi di cui si è parlato nel paragrafo 2.2.2, e l'introduzione dell'istituto della R.I.T.A., che consente il riscatto anticipato del capitale accumulato nel fondo pensione.

Un secondo svantaggio dei fondi pensione riguarda la dinamica dei costi. Se è vero che i fondi pensione negoziali per la loro natura si caratterizzano per un ISC molto ridotto, lo stesso non può essere detto sui fondi pensione aperti e sui Piani Individuali Pensionistici.

I costi previsti dai fondi pensione possono essere di tre tipi:

1. Costi fissi: si distinguono in costi di apertura, previsti una tantum al momento dell'apertura della propria posizione previdenziale e costi amministrativi annuali, i quali vengono addebitati indipendentemente dal fatto che l'aderente effettui o meno dei versamenti durante l'anno.
2. I costi di caricamento: è la percentuale che viene trattenuta dai gestori nel momento in cui l'aderente effettua dei conferimenti a fondo pensione.
3. I costi di gestione: sono i costi che il gestore trattiene per l'attività di gestione del risparmio effettuata e vengono trattenuti annualmente in una misura percentuale del valore della posizione individuale,

indipendentemente dai risultati positivi o negativi della gestione e serve per remunerare la filiera del fondo pensione.

Questi costi sono espressamente dichiarati dal fondo pensione all'interno della "scheda costi" di ciascuno strumento previdenziale e al fine di consentire a tutti la comparazione tra i costi dei diversi fondi pensione la Covip ha elaborato un indicatore, denominato ISC (Indicatore Sintetico dei Costi), il quale considera congiuntamente i costi medi aggregati di ogni fondo pensione. Tale indicatore viene calcolato prendendo come riferimento un aderente tipo che versa un contributo annuo di 2.500 euro e ipotizzando un tasso di rendimento annuo del 4%. L'ISC viene calcolato da tutti i fondi pensione, per ciascuna linea di investimento presente nel fondo, utilizzando la stessa metodologia stabilita dalla Covip e tiene in considerazione tutti i costi pocanzi descritti, mentre sono esclusi tutti i costi di natura eccezionale. Inoltre, viene calcolato per diversi periodi di partecipazione nella forma pensionistica complementare, al fine di dare una visione completa di quei costi il cui impatto si riduce nel corso del tempo.

Riprendendo ora i dati della tabella 2.5, che mostra la media degli ISC dei fondi pensione, si può facilmente vedere che i costi associati ai fondi aperti e ai PIP "nuovi" siano molto più alti rispetto a quelli dei fondi pensione negoziali, anche nell'orizzonte temporale dei trentacinque anni. Tali maggiori costi rappresentano una zavorra rilevante nel lungo periodo; si pensi che un ISC del 2% invece che dell'1% può ridurre il capitale accumulato dopo trentacinque anni di partecipazione al piano pensionistico di circa il 18%<sup>67</sup>.

Infine, esiste un ulteriore svantaggio connesso ai fondi pensione, riguardante la tassazione dei rendimenti. Se è vero che è prevista una tassazione agevolata al 20% rispetto all'aliquota del 26% prevista per gli altri prodotti dell'industria del risparmio gestito, è anche vero che detta tassazione viene applicata annualmente. In questo modo si riduce l'effetto dell'interesse composto, in quanto ogni anno viene prelevato del capitale investito, diminuendo la base di calcolo dei rendimenti anno dopo anno.

---

<sup>67</sup> Cfr: Covip, *Interactive ISC*

### **CAPITOLO 3 CONFRONTO DI LUNGO PERIODO TRA LA PREVIDENZA INTEGRATIVA E FORME DI RISPARMIO INDIVIDUALE**

Nel corso dei capitoli precedenti, è stata affrontata l'evoluzione del sistema pensionistico italiano e le profonde trasformazioni normative che hanno influenzato il primo pilastro della previdenza sociale. Queste modifiche legislative hanno reso evidente come il sistema pensionistico pubblico, da solo, non sia più in grado di garantire il mantenimento del tenore di vita raggiunto durante la carriera lavorativa. Di conseguenza, è emersa la necessità di integrare la pensione pubblica con risorse accumulate in strumenti di risparmio a carattere volontario.

Uno strumento di fondamentale importanza in questo contesto è il fondo pensione, analizzato nel secondo capitolo, il quale rappresenta un'opzione privilegiata per l'accantonamento di risorse aggiuntive in vista del pensionamento. Il fondo pensione, pur appartenendo all'industria del risparmio gestito, presenta caratteristiche specifiche che lo differenziano da altri strumenti finanziari, come i limiti di prelievo, che lo rendono uno strumento rigido e i vantaggi fiscali, che invece ne favoriscono l'adesione.

In questo terzo capitolo, l'obiettivo è quello di sviluppare un confronto tra il fondo pensione e altri strumenti di investimento appartenenti al risparmio gestito, in particolare i fondi comuni di investimento. Questa analisi nasce dalla consapevolezza che, durante il corso della vita lavorativa, un individuo può scegliere di destinare i propri risparmi in diversi tipi di investimenti, tra cui i fondi comuni di investimento, al fine di accumulare risorse da utilizzare in età pensionabile e dalla volontà di individuare lo strumento che possa fornire i migliori risultati nel lungo periodo.

Il confronto che verrà proposto sarà circoscritto a situazioni standardizzate e ipotesi ben definite, al fine di offrire un'analisi quanto più realistica e utile possibile. Data la complessità delle variabili in gioco, l'approccio sarà mirato a situazioni concrete, in cui ciascun individuo possa ritrovarsi, con l'obiettivo di comparare le potenziali performance e i benefici derivanti dall'investimento in fondi pensione rispetto a quelli ottenibili tramite fondi comuni di investimento, considerando gli aspetti chiave che influenzano tali scelte di investimento.

### **3.1 Caratteristiche, rendimenti e costi degli strumenti a confronto**

#### *3.1.1 I fondi comuni di investimento*

I fondi comuni di investimento, nonché strumento dell'industria del risparmio gestito che verrà messo a confronto con i fondi pensione, costituiscono una forma di investimento finanziario che opera nel contesto italiano da circa quarant'anni, consentendo ai risparmiatori italiani di investire importi anche relativamente piccoli in mercati altrimenti non facilmente accessibili. Dalla loro introduzione hanno raggiunto una notevole espansione dimensionale ed un notevole ampliamento tipologico, al punto da raggiungere nel 2023 un tasso di partecipazione della popolazione del 18,8%, il che significa che quasi 1 italiano su 5 affida parte dei propri risparmi a questa tipologia di strumento finanziario. Tali dati vengono forniti dall'osservatorio annuale sui sottoscrittori di fondi comuni realizzato dall'ufficio studi di Assogestioni, l'associazione italiana del risparmio gestito, il quale comunica che al 31 dicembre 2023, sono 11,1 milioni gli italiani che sottoscrivono fondi comuni di investimento, per un controvalore di investimento pari a 546 miliardi di euro, confermando l'ampia diffusione dello strumento di investimento<sup>68</sup>.

L'ampia diffusione di tale strumento deriva sicuramente dalla presenza di un'ampia rete di vendita distribuita capillarmente sul territorio a cui la Società di Gestione del Risparmio (SGR) si affidano. La rete di vendita è infatti l'elemento di raccordo tra l'offerta dei fondi comuni di investimento e la domanda degli investitori e si compone di strutture bancarie operanti mediante una pluralità di sportelli distribuiti nel territorio, all'interno dei quali operano consulenti finanziari che forniscono diverse soluzioni di impiego delle risorse oppure si avvalgono di Società di Intermediazione Mobiliare (SIM) che operano attraverso l'attività dei promotori finanziari. Tale articolazione della rete di vendita ha reso i fondi comuni uno strumento di investimento facilmente accessibile da qualsiasi risparmiatore e ne ha consentito lo sviluppo dimensionale raggiunto nei tempi recenti.

I fondi comuni di investimento sono uno strumento di investimento, gestiti da società di gestione del risparmio, che riuniscono risorse finanziarie fornite da più risparmiatori e le investono, come un unico patrimonio, in strumenti finanziari di varia natura come azioni, obbligazioni, titoli di stato, ecc.,

---

<sup>68</sup> Cfr: Assogestioni, *1 italiano su 5 investe in fondi comuni. Giovani in aumento, il PAC piace agli under 40*, Comunicato stampa del 07/2024

comunque rispettando le regole e le prescrizioni di investimento a cui l'amministrazione del fondo deve soggiacere, in funzione della sua natura.

La prima distinzione discriminante è quella che si realizza tra fondi comuni aperti e chiusi. I primi si caratterizzano per la possibilità essere sottoscritti in ogni momento dagli investitori ed allo stesso modo, in ogni momento hanno la possibilità di richiedere il rimborso totale o parziale del capitale conferito; pertanto, una parte del patrimonio del fondo sarà investita in attività liquide o facilmente liquidabili, con conseguente impatto sul rendimento complessivo del fondo stesso. All'opposto, i fondi chiusi sono rimborsabili solo a scadenza del termine di durata del fondo o a scadenza predeterminate nel regolamento, di conseguenza l'eventuale necessità di smobilizzo in un momento intermedio può realizzarsi solo in presenza di un mercato secondario che consenta di vendere le quote detenute.

Oltre alla facilità con la quale è possibile accedere a tali strumenti sono diversi i punti di forza che hanno consentito lo sviluppo dei fondi comuni di investimento, nei quali vi rientrano:

- La diversificazione dell'investimento: l'acquisto di quote di fondi comuni di investimento consente all'investitore di beneficiare dell'effetto diversificazione grazie al fatto che il patrimonio del fondo verrà utilizzato per acquistare diverse classi di attività finanziarie ed allo stesso tempo consentirà la riduzione del livello di rischio associato all'investimento,
- La gestione professionale del risparmio: il patrimonio del fondo viene gestito da professionisti che utilizzano le loro conoscenze ed esperienze per acquistare le attività finanziarie che andranno a comporre il patrimonio del fondo, nel rispetto delle politiche di investimento del fondo medesimo,
- Le garanzie sul patrimonio: il patrimonio del fondo è giuridicamente separato rispetto al patrimonio della società di gestione e ciò impedisce l'aggressione del patrimonio del fondo da parte dei creditori della SGR,
- La liquidità dell'investimento: è un elemento fondamentale che favorisce la sottoscrizione dei fondi comuni di investimento, in particolare di quelli aperti che garantiscono in breve tempo il rimborso della quota sottoscritta su richiesta del risparmiatore.

L'investimento in fondi comuni è sicuramente soluzione di investimento caratterizzata da molteplici punti di forza, a non è esente da limiti, tra questi il principale fattore di debolezza si identifica nei costi associati all'investimento. Sono diversi i costi connessi all'acquisto ed al possesso di tali strumenti, i quali possono essere ricondotti alle seguenti categorie<sup>69</sup>:

- Commissione di gestione: sono commissioni ricorrenti espresse su base annua in termini percentuali e richieste dal gestore per remunerare l'attività di gestione del fondo e l'implementazione delle politiche di investimento,
- Commissioni di ingresso: prendono anche il nome di commissioni di sottoscrizione e gravano sull'investitore al momento dell'acquisto di quote del fondo comune. Possono essere espresse in termini percentuali oppure in misura fissa. In taluni casi la rete di vendita può rimuovere tali commissioni per favorire l'adesione al fondo,
- Commissioni di performance: sono destinate a remunerare il servizio di gestione e vengono riconosciute nel momento in cui la performance del fondo si rilevi particolarmente positiva, tenuto conto della performance del benchmark,
- Costi amministrativi dei fondi: comprendono una pluralità di costi, come le spese per la banca depositaria che si occupa della custodia dei titoli, le spese per la pubblicazione sui quotidiani dei valori delle quote o di stampa dei documenti periodici, gli oneri di revisione contabile e le spese legali e giudiziarie,
- Commissioni di switch: possono essere previste per il trasferimento del capitale da un fondo comune ad un altro, entrambi appartenenti allo stesso gestore.

Per aiutare l'investitore a comprendere in che modo i costi impattano sul suo investimento è stato elaborato un indicatore dei costi che gravano sui fondi comuni, denominato TER (Total Expense Ratio). In realtà tale indicatore include solo alcuni dei costi che gravano sul fondo, quali i costi di gestione e di incentivo, le spese per la società di revisione, il compenso per la banca depositaria ed altri oneri come i costi per la pubblicazione delle quote e la stampa dei prospetti informativi del fondo. Rimangono esclusi dal Ter sia i

---

<sup>69</sup> Cfr: O. Domenichelli, *Funzionamento, scelta e gestione dei fondi comuni di investimento*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2007, pp. 58-61

costi di negoziazione, che gravano direttamente sul fondo, sia le commissioni di sottoscrizione, non sempre previste, che le commissioni di rimborso o di switch, i quali possono essere individuati nei rendiconti annuali dei fondi.

L'impatto che i costi hanno sul rendimento dei fondi comuni di investimento è rilevante e per tale risulta fondamentale prestare attenzione a tale dinamica al fine di effettuare investimenti consapevoli. A tal fine l'ESMA, l'autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, pubblica annualmente un report nel quale analizza il mercato europeo dei fondi comuni di investimento ed in particolare analizza in modo approfondito la tematica dei costi e delle performance degli stessi.

Nell'ultimo report, relativo all'anno 2023, l'Esma conferma un trend dei costi in continua diminuzione, anche se detta risulta marginale se confrontata da un anno al successivo, mentre risulta significativa se confrontata nell'arco del quinquennio. In particolare, i costi correnti dei fondi azionari, nell'orizzonte di un anno, sono diminuiti del 4% se confrontati con la stessa categoria di costo nel 2018. Conclusioni simili possono essere fatte anche per i fondi obbligazionari, i quali hanno subito una riduzione del 2%. Un'altra caratteristica riscontrata nell'analisi è la presenza di costi inferiori al crescere delle dimensioni del fondo, in particolare, per quanto attiene alla categoria dei costi correnti, si riscontra un differenziale di 20 punti percentuali tra fondi di piccole dimensione e fondi di grandi dimensione, a favore di questi ultimi. La tabella che segue mette in evidenza i costi dei fondi comuni di investimento elaborati nel report annuale dell'Esma.

**Tabella 3.1 Costi dei fondi comuni di investimento**

	PERIODO 2018-2022 (5y)	PERIODO 2013-2022 (10y)
FONDI AZIONARI	1,70%	1,78%
FONDI OBBLIGAZIONARI	1,1%	1,23%

*Fonte: Esma, Costs and Performance of EU Retail Investment Products 2023, in ESMA Market Report, 2023, pp. 6-13*

Un'altra tematica affrontata nel report, utile al confronto che verrà elaborato è relativa alle performance che i fondi comuni di investimento hanno registrato negli ultimi anni. A differenza dei costi che hanno avuto una variazione moderata nel corso del tempo, le performance sono state altamente volatili a

causa della iniziale ripresa post pandemica e delle successive tensioni geopolitiche derivanti dall'invasione della Russia in Ucraina. Per tali ragioni i fondi azionari hanno registrato performance negative del 10,5% nel 2022, mentre i fondi obbligazionari del 7,7% a causa degli aumenti dei tassi di interessi necessari per calmierare le spinte inflazionistiche.

Tuttavia, le performance annuali non sono indicative delle capacità di gestione delle SGR, ma in molti casi sono influenzate dalle dinamiche macroeconomiche del momento, a tal fine vengono riportate anche le performance in un orizzonte temporale di dieci anni, che sono riassunti di seguito:

**Tabella 3.2 Rendimenti percentuali netti dei fondi comuni di investimento**

	PERIODO 2018-2022 (5y)	PERIODO 2013-2022 (10y)
FONDI AZIONARI	4,9%	7,4%
FONDI OBBLIGAZIONARI	-0,5%	1,2%

*Fonte: Esma, Costs and Performance of EU Retail Investment Products 2023, in ESMA Market Report, 2023, pp. 13-14*

La tematica dei fondi comuni di investimento risulta particolarmente ampia e variegata, ma per le finalità del presente lavoro si ritiene di aver esaurito l'argomentazione delle principali caratteristiche che li riguardano, con riferimento al confronto tra l'investimento in fondi comuni e in fondi pensione come strumenti alternativi per far fronte all'investimento di risorse da utilizzare al termine dell'età lavorativa.

### *3.1.2 Costi, performance e caratteristiche dei fondi pensione aperti*

I fondi pensione aperti, di cui si è discusso nel paragrafo 2.1.4., costituiscono lo strumento previdenziale che verrà preso in considerazione nel confronto con i fondi comuni di investimento. Le motivazioni che hanno condotto alla scelta del presente strumento previdenziale, nonostante non sia lo strumento più efficiente tra quelli disponibili, riguardano le caratteristiche intrinseche ed in particolare il fatto di essere fondi "aperti", i quali consentono a tutti, indipendentemente dalla situazione lavorativa, di aderirvi. Inoltre, a differenza dei PIP, per i quali non è prevista l'adesione su base collettiva, nei fondi

pensione aperti, l'adesione può avvenire sia su base individuale, che su base collettiva, ed in questo ultimo caso l'aderente ha la possibilità di beneficiare del contributo del datore di lavoro ed effettuare il versamento del TFR. Queste caratteristiche rendono il fondo pensione aperto uno strumento previdenziale che conserva tutti i benefici previsti per i fondi pensione negoziali ed allo stesso tempo è accessibile ad un pubblico indistinto di aderenti e di conseguenza rappresenta lo strumento con il quale effettuare il confronto.

Dopo aver specificato le ragioni alla base della scelta dei fondi comuni aperti come strumento di confronto è opportuno fornire una serie di dati sulla struttura del mercato dei fondi pensione aperti, elaborati annualmente dalla Covip e introdurre la prima ipotesi alla base del confronto. I dati sulla struttura del mercato dei fondi pensione, vengono forniti dalla Covip, nella relazione annuale. In particolare, a fine 2023 i fondi pensione in essere erano 302, di cui 33 fondi negoziali, 40 fondi aperti, 68 PIP e 161 fondi preesistenti. Ciascun fondo presenta poi diversi comparti di investimento, in cui gli aderenti possono far confluire i propri contributi. Un comparto di investimento si differenzia per l'*asset allocation* del patrimonio del fondo e ciascun aderente, al momento dell'iscrizione dovrà scegliere quella che meglio si adatta alle proprie caratteristiche, tenuto conto di una pluralità di fattori, quali: il profilo di rischio/rendimento, l'orizzonte temporale dal pensionamento ed i costi di gestione. Sempre dalla relazione Covip è possibile individuare le diverse tipologie di comparti previste dai fondi pensione aperti, ed in particolare se ne riscontrano di cinque tipologie: garantito, obbligazionario puro, obbligazionario misto, bilanciato e azionario, i quali possono essere scelti liberamente dall'aderente e modificati in qualsiasi momento in relazione alle proprie preferenze. Alcuni fondi pensione prevedono anche la possibilità di scegliere una linea di investimento "*life cycle*" la quale prevede la modifica automatica della composizione delle attività in portafoglio in relazione alle diverse fasi del ciclo di vita che attraversa l'aderente, di conseguenza prevederà un'esposizione azionaria maggiore quando lo stesso si troverà in giovane età per poi modificarsi, prediligendo esposizioni obbligazionarie e garantite man mano che ci si avvicina all'età pensionabile, tuttavia, la scelta di tale strategia comporta dei costi maggiori a carico degli aderenti in quanto comporta un intervento attivo da parte dei gestori del fondo.

Per le finalità dell'elaborato si è deciso di prendere in considerazione i comparti bilanciati dei fondi pensione aperti, in quanto la scelta tra le diverse

linee messe a disposizione dai gestori risulta influenzata da fattori soggettivi diversi per ciascun individuo e si ritiene che un fondo bilanciato possa essere il giusto compromesso tra fondi azionari e fondi obbligazionari al fine di ottenere un bilanciamento nel profilo di rischio/rendimento durante tutto l'arco temporale di permanenza nel fondo. Tale decisione non ha valenza assoluta, ma rappresenta un'ipotesi alla base del confronto.

L'analisi delle "tavole" contenute nella relazione annuale per il 2023 ci fornisce un prospetto dettagliato dei diversi comparti offerti dai fondi pensione aperti, dalle quali risulta che al 31 dicembre 2023 erano presenti cinquantasei comparti bilanciati; come al 31 dicembre dell'anno precedente. La composizione di portafoglio offerta da tali comparti è variegata, in quanto non è presente una regola dettagliata da rispettare, ma in linea generale concordano sulla finalità perseguita, quale quella di "realizzare un rendimento superiore alla rivalutazione del Tfr nel medio/lungo periodo, rispondendo alle esigenze di un soggetto con una maggiore propensione al rischio, ma che allo stesso tempo privilegia investimenti volti a favorire la stabilità del capitale". Tale finalità si rispecchia nell'allocazione strategica delle attività in portafoglio dei comparti bilanciati, rinvenibile nel documento "*politica di investimento*" fornito periodicamente dal gestore del fondo. In particolare, nei documenti delle politiche di investimento dei diversi comparti bilanciati si può notare una ampia variabilità nella composizione del portafoglio, con una componente obbligazionaria che in media varia da un massimo del 70% ad un minimo del 40% ed una componente azionaria che in media raggiunge valori massimi del 65% e valori minimi del 35%. Ovviamente la composizione del portafoglio non è sempre stabile, ma varia in funzione alle dinamiche di mercato e ai fattori macroeconomici, ma si potrebbe affermare che mediamente la politica di investimento dei fondi bilanciati preveda una componente obbligazionaria al 55% ed una componente azionaria per il restante 45%. Tale composizione rappresenterà il benchmark con cui effettuare la comparazione con i fondi comuni di investimento.

Ulteriori tematiche da affrontare per quanto riguarda i fondi pensione aperti riguardano la dinamica dei costi e dei rendimenti. Tali parametri ci vengono fornite sempre dalla Covip con cadenza annuale e prendendo a riferimento diversi orizzonti temporali.

La tematica dei costi è stata già affrontata nel paragrafo 2.3.2. nell'ambito dell'analisi dei punti di debolezza dei fondi pensione, in quanto tali strumenti

non sono sempre economicamente efficienti, ma si caratterizzano per costi mediamente alti, soprattutto per i PIP. Considerata la rilevanza della variabile e al fine di favorire un confronto dell'onerosità delle diverse forme pensionistiche, è messo a disposizione sul sito della Covip un “comparatore dei costi”, che rappresenta uno strumento interattivo che consente di confrontare l'Isc di ciascuna forma di investimento rispetto ai costi applicati dalle altre forme pensionistiche. La metodologia di calcolo applicata dalla Covip per la determinazione dell'Isc è univoca per tutte le forme pensionistiche e si prefigge l'obiettivo di fornire un indicatore percentuale dei costi annui che l'aderente dovrà sostenere sulla propria posizione individuale. Il calcolo è effettuato prendendo in considerazione un aderente tipo che versa un contributo annuo di 2.500€ ed il fondo realizzi un rendimento costante del 4%. L'indicatore viene calcolato con riferimento a differenti ipotesi di permanenza nella forma pensionistica complementare, da un minimo di due ad un massimo di trentacinque anni. Tale indicatore viene calcolato separatamente con riferimento a ciascun comparto previsto dai fondi pensione, di conseguenza per le finalità del presente elaborato è possibile utilizzare l'indicatore di costo dei soli fondi bilanciati. Per completezza viene fornito un prospetto degli Isc alla fine del 2023.

**Tabella 3.3 Indicatore sintetico di costo medio per comparto**

Tipologia di comparto		Indicatore sintetico di costo			
		2 anni	5 anni	10 anni	35 anni
Garantiti	Negoziali	1,30	0,88	0,72	0,60
	Aperti	2,18	1,40	1,20	1,08
	PIP “nuovi”	3,61	2,35	1,86	1,47
Obbligazionari	Negoziali	1,09	0,57	0,39	0,25
	Aperti	1,94	1,26	1,07	0,95
	PIP “nuovi”	3,43	2,35	1,94	1,58
Bilanciati	Negoziali	1,02	0,55	0,38	0,26
	Aperti	2,46	1,66	1,45	1,32
	PIP “nuovi”	3,41	2,47	2,13	1,87
Azionari	Negoziali	1,08	0,58	0,40	0,27
	Aperti	2,70	1,93	1,72	1,59
	PIP “nuovi”	4,39	3,15	2,66	2,28

Fonte: *Il Sole 24 Ore, Fondi pensione. I costi sono ancora alti e deprimono i rendimenti del futuro, 22 Giugno 2024*

**Tabella 3.4 Indicatore sintetico di costo medio per tipologia di fondo pensione**

Tipologia di fondo pensione	Indicatore sintetico di costo			
	FPN	1,14	0,67	0,50
FPA	2,32	1,56	1,35	1,23
PIP “nuovi”	3,76	2,61	2,17	1,82

Fonte: *Il Sole 24 Ore, Fondi pensione. I costi sono ancora alti e deprimono i rendimenti del futuro, 22 Giugno 2024*

La lettura aggregata dei dati fornisce un’idea delle differenze di costo presenti tra i diversi comparti e tra le diverse tipologie di fondo pensione. In primo luogo si può notare come i comparti azionari siano più costosi rispetto gli altri, in quanto richiedono un maggiore intervento da parte dei gestore nel ribilanciamento periodico del portafoglio, mentre tra le diverse tipologie di fondi spiccano i fondi negoziali in positivo per i bassi costi previsti, frutto anche delle maggiori economie di scala che sono in grado di realizzare con i propri iscritti, all’opposto, spiccano in negativo i “PIP nuovi” che si caratterizzano per un’eccessiva onerosità, che nel lungo periodo tende a deprimere i rendimenti del fondo pensione. La caratteristica comune riguarda la riduzione dei costi al crescere degli anni di permanenza nel fondo, dovuta alla riduzione dell’incidenza delle spese fisse iniziali sul montante accumulato. L’ultima tematica da affrontare riguarda i rendimenti dei fondi pensione, che rappresentano un argomento molto dibattuto quando si parla di previdenza complementare per il fatto non sempre hanno tenuto il passo di altri strumenti dell’industria del risparmio gestito, come i fondi comuni di investimento. Tuttavia, quando si effettua un tale confronto risulta opportuno avere bene a mente la composizione del portafoglio dei fondi pensione; basti pensare che i fondi classificati come “azionari” non hanno mai la totalità del patrimonio investito in detti asset, proprio per le finalità perseguite dal fondo pensione e di conseguenza non è possibile confrontare i loro rendimenti con quelli di un fondo comune di investimento di tipo azionario.

Una particolarità del tema riguarda la presenza di un benchmark specifico con il quale vengono confrontati i rendimenti dei fondi pensione ed è rappresentato dal rendimento del Tfr detenuto in azienda per i lavoratori dipendenti, che rappresenta il costo-opportunità di aderire al fondo pensione. Questo perché

molto spesso l'adesione al fondo pensione avviene anche solo mediante la contribuzione del Tfr, il quale verrebbe comunque rivalutato annualmente se detenuto in azienda:

$$\text{RENDIMENTO TFR} = 1,5\% + 75\% \text{ Indice dei prezzi al consumo}$$

Si tratta quindi di un tasso indicizzato, che cresce con l'inflazione e che per il fondo pensione rappresenta un "livello minimo" al di sotto del quale la gestione finanziaria risulterebbe non adeguata.

Come per i costi, anche lato rendimenti la Covip si impegna a rendere trasparenti i dati dei diversi fondi pensione, suddivisi per comparti, prendendo a riferimento per ciascuno di essi differenti periodi temporali, con un minimo di un anno ed un massimo di venti anni. Il rendimento fornito è un rendimento medio annuo composto e sono riportati al netto delle commissioni di gestione e degli oneri fiscali sui rendimenti, che vengono prelevati annualmente ed ammontano al 20%. Tuttavia, non considerano una serie di oneri che gravano sull'aderente, come le commissioni di iscrizione, le commissioni annuali di importo fisso, le commissioni sui versamenti, ecc., e di conseguenza non coincidono con il rendimento conseguito dal singolo aderente. I rendimenti suddivisi per tipologia di fondo e per comparto di investimento sono contenuti nella tabella 2.4 del paragrafo 2.3.1., ma per le finalità del presente elaborato verranno presi in considerazione solo quelli dei fondi pensione aperti, comparto bilanciato che vengono riepilogati di seguito:

**Tabella 3.5 Rendimenti netti medi annui dei fondi pensione aperti, comparto bilanciato**

Fondo e comparto	31.12.2022-31.12.2023	31.12.2020-31.12.2023	31.12.2018-31.12.2023	31.12.2013-31.12.2023	31.12.2003-31.12.2023
	1 anno	3 anni	5 anni	10 anni	20 anni
FPA Bilanciati	8,3%	0,8%	3%	2,9%	3,1%

Fonte: Covip, *Rendimenti netti medi annui*, in *Relazione per l'anno 2023*, pp. 72

### 3.2 Scenari a confronto

L'obiettivo del presente paragrafo sarà quello di comparare i risultati derivanti da un piano di investimento realizzato in fondi comuni con un altro realizzato

mediante adesione a fondo pensione, al fine di verificare se il beneficio fiscale di quest'ultimo sia in grado, nel lungo periodo, di compensare i maggiori rendimenti dei fondi comuni. Tale confronto dovrà necessariamente prevedere una serie di ipotesi volte a definire un contesto di riferimento all'interno del quale sviluppare lo stesso. Sebbene nella realtà bisognerebbe considerare un'ampia gamma di variabili, ai fini di questa analisi si è scelto di limitare il numero di variabili considerate. Questa semplificazione servirà per focalizzare l'attenzione sugli elementi fondamentali che influiscono sull'efficacia degli investimenti, al fine di giungere a delle conclusioni che siano valide per un pubblico generalizzato, il quale potrà poi estendere le considerazioni svolte tenendo conto delle proprie caratteristiche personali.

La prima ipotesi alla base del confronto è rappresentata dalla scelta di confrontare due investimenti di tipo bilanciato, durante tutto l'orizzonte temporale preso in considerazione. Tale viene considerata come ipotesi del modello in quanto nella realtà la scelta degli asset che compongono il proprio portafoglio di fondi comuni o del proprio fondo pensione dovrebbe tenere in considerazione una serie di caratteristiche soggettive, come il profilo di rischio/rendimento dell'individuo, l'orizzonte temporale dell'investimento, la fase del ciclo di vita che si sta attraversando, ecc., tuttavia, non è possibile prendere in considerazione tutte queste variabili soggettive e sviluppare un confronto valido per tutti, perciò verranno proposte delle simulazioni valide per un pubblico indistinto di individui, che si basi sull'utilizzo di un portafoglio bilanciato durante tutto l'arco temporale in cui si svilupperà il confronto. Inoltre, considerando la composizione dei portafogli dei fondi pensione aperti bilanciati, per i quali ci vengono forniti indicatori di costo e di rendimento dalla Covip, si effettuerà un confronto con un portafoglio di fondi comuni composti per il 45% da asset azionari ed il restante 55% da asset obbligazionari<sup>70</sup>.

Di seguito vengono illustrate delle considerazioni alla base del confronto.

Il confronto si svilupperà prendendo in considerazione il valore nominale dell'investimento, senza tenere in considerazione gli effetti che l'inflazione ha sul valore reale dei capitali accumulati, in quanto tale assumerebbe le stesse dimensioni nelle diverse simulazioni considerate.

---

<sup>70</sup> La scelta di effettuare il confronto con un portafoglio di fondi comuni così composto è stata guidata dall'analisi dei documenti sulla politica di investimento forniti dai fondi pensione per ciascun comparto disponibile.

Dette simulazioni si svilupperanno prendendo in considerazione due orizzonti temporali prestabili di dieci e trentacinque anni, per capire in che modo l'orizzonte temporale influenza i diversi investimenti. In questa sede è opportuno precisare che per entrambi gli orizzonti temporali presi in considerazione si utilizzeranno gli indicatori di costo e di performance con storicità decennale, nonostante si abbia la consapevolezza che difficilmente questi possano essere equiparabili<sup>71</sup>.

Continuando a definire il contesto all'interno del quale si svilupperà il confronto è utile chiarire che nell'ambito dei fondi pensione aperti non verranno considerati gli importi accantonati come quota di TFR e come contributo volontario del datore di lavoro, in quanto la finalità della comparazione è quella di trovare la scelta di investimento più redditizia per i primi 5.164,57€ che ogni individuo è in grado di risparmiare del proprio reddito e contemporaneamente capire se ci sono differenze nella considerazione di orizzonti temporali distinti, per tali ragioni, le quote del TFR e del contributo volontario del datore di lavoro saranno esclusi dal confronto.

Infine, il confronto si realizzerà considerando due impieghi diversi del beneficio fiscale derivante dalla deducibilità dei contributi a fondo pensione. Nella prima simulazione si considererà che la quota di beneficio fiscale non consumata sia detenuta in forma liquida, quindi priva di rendimento, mentre nella seconda simulazione si considererà il loro impiego in fondi comuni di investimento bilanciati.

### *3.2.1 Confronto tra investimenti alternativi: ipotesi di reddito fisso nell'orizzonte temporale considerato ed investimento in percentuale al reddito*

Il primo scenario che sarà oggetto di simulazione prenderà in considerazione tre individui con diverso reddito annuo lordo, il quale sarà fisso lungo tutto l'orizzonte temporale del confronto. In particolare, tali individui avranno rispettivamente una retribuzione annua lorda pari a 25.000, 40.000 e 55.000 euro. Considereremo poi che ogni individuo ogni anno sia in grado di

---

<sup>71</sup> Le motivazioni della scelta in questione riguardano: la storicità dei fondi pensione aperti, che hanno iniziato ad operare nei primi anni 2000, di conseguenza anche se volessimo non potremmo calcolare indicatori di performance e di costo con un orizzonte temporale di 35 anni ed in secondo luogo, la difficoltà nel reperire gli stessi indicatori per i fondi comuni di investimento, in quanto la stessa ESMA e le case di investimento forniscono gli stessi con orizzonti temporali di massimo 10 anni.

risparmiare un certo valore percentuale del proprio reddito, corrispondente al 9%<sup>72</sup>. Il controvalore del risparmio annuo da destinare agli investimenti corrisponderebbe rispettivamente a 2.250 euro, 3.600 euro e 4.950 euro, i quali potranno essere investiti in un portafoglio di fondi comuni bilanciato ovvero in un fondo pensione bilanciato, ed in questo secondo caso l'intero importo dell'investimento potrà essere portato in deduzione del proprio reddito annuo lordo e consentire l'ottenimento di un beneficio fiscale nella misura dell'aliquota Irpef prevista. La scelta di mantenere il reddito fisso e un importo percentuale in misura fissa durante tutto l'orizzonte temporale di riferimento è una prima semplificazione che consente di addentrarci nel confronto. Sia i valori del reddito che l'importo risparmiato sono stati scelti in modo da non avere una deduzione che comporti il passaggio ad una diversa aliquota marginale in fase di calcolo del beneficio fiscale ed allo stesso tempo un importo deducibile che non superi il limite dei 5.164,57€ previsti dalla normativa dei fondi pensione, in quanto la somma eccedente tale importo non potrebbe beneficiare del vantaggio fiscale. Infine, il confronto si realizzerà prendendo in considerazione due orizzonti temporali, rispettivamente di dieci e trentacinque anni e prendendo in considerazione due utilizzi alternativi dei benefici fiscali: nel primo caso si considererà che il 20% dello stesso venga utilizzato per i consumi, mentre il restante 80% venga detenuto in forma liquida, privo di rendimento; nel secondo si ipotizzerà che il restante 80% venga investito in fondi comuni di investimento bilanciati.

Di seguito vengono riproposte le misure di performance al netto dei costi per ciascuna categoria di investimento.

**Tabella 3.6 Rendimenti netti per i diversi strumenti**

Tipologia di investimento	Rendimento 10 anni
FPA Bilanciato	2,9%
Fondo comune azionario	7,4%
Fondo comune obbligazionario	1,2%

Fonte: Elaborazione propria su dati forniti da Covip e ESMA, relativi al 31/12/2022

<sup>72</sup> È questa una scelta del tutto discrezionale, che dovrebbe tenere in considerazione le caratteristiche soggettive di ogni individuo. Nel presente lavoro si ipotizzerà che ognuno sia in grado di risparmiare lo stesso importo in percentuale al reddito.

È opportuno effettuare una precisazione prima di procedere con le simulazioni. Un'altra differenza che si riscontra nell'investimento in fondi comuni di investimento è la presenza di un costo aggiuntivo rispetto all'investimento in fondi pensione, che corrisponde all'imposta di bollo, prelevata annualmente nella misura del 0,20% sul controvalore dell'investimento. Il rendimento netto dei fondi comuni dovrebbe quindi ridursi ulteriormente per tener conto di detto costo, tuttavia, ciò non accade perché nel report fornito annualmente dall'ESMA sui costi e rendimenti dei fondi comuni di investimento vengono considerati anche i costi di sottoscrizione e di riscatto delle quote, i quali non vengono considerati nel valore dell'indicatore sintetico di costo fornito per i fondi pensione. Di conseguenza, al fine di effettuare un confronto che tenga in considerazione le stesse voci di costo e considerando che il valore dell'imposta di bollo equivale al valore dei costi di sottoscrizione e di riscatto dei fondi comuni, si utilizzerà il valore del rendimento netto fornito da ESMA considerando al suo interno anche l'imposta di bollo sugli investimenti. Per completare i dati necessari ad effettuare il confronto bisogna prendere in considerazione il risparmio fiscale di cui l'individuo potrà beneficiare a seguito dei versamenti a fondo pensione; detto risparmio fiscale sarà in parte investito ed in parte destinato ai consumi. Nella tabella che segue vengono forniti gli importi dei risparmi fiscali per ciascun individuo.

***Tabella 3.7 Risparmio fiscale derivante da contribuzione a fondo pensione***

RAL	Contributo a fondo pensione	Risparmio fiscale	Risparmio fiscale destinato ad investimento
25.000€	2.250€	$2.250 * 23\% = 517,5€$	$517,50 * 80\% = 414€$
40.000€	3.600€	$3.600 * 35\% = 1260€$	$1260 * 80\% = 1008€$
55.000€	4.950€	$4950 * 43\% = 2.128,50€$	$2128,50 * 80\% = 1.702,80€$

*Fonte: elaborazione propria*

Il prospetto ci fornisce un quadro della situazione interessante: il risparmio fiscale aumenta all'aumentare del reddito per due motivazioni. In primo luogo, perché la quota investita sarà maggiore per i soggetti con reddito più elevato e di conseguenza beneficeranno di maggiori deduzioni sul reddito, in secondo luogo per la maggiore aliquota di deduzione applicata ai redditi maggiori.

Nonostante nel presente lavoro non siano considerate le quote di TFR e del contributo del datore di lavoro è opportuno specificare che la considerazione del TFR non avrebbe determinato ulteriori deduzioni, in quanto non si tratta di reddito imponibile; avrebbe invece contribuito ad aumentare l'importo delle deduzioni il contributo del datore di lavoro. Un'altra considerazione da effettuare riguarda il momento in cui il lavoratore ottiene il beneficio fiscale considerato con l'investimento in fondi pensione. Dal punto di vista operativo il risparmio fiscale viene "rimborsato" al lavoratore dipendente nel corso dell'anno successivo al periodo d'imposta di riferimento, in quanto in detto periodo il datore di lavoro agisce come sostituto d'imposta e versa a suo favore l'Irpef corrispondente alla RAL del lavoratore. Solo nel corso dell'anno successivo il lavoratore potrà dichiarare gli importi versati a fondo pensione e di conseguenza ottenere il rimborso delle maggiori imposte pagate. Nel presente lavoro si assumerà che il lavoratore ottenga il "rimborso" il primo giorno dell'anno successivo a quello in cui ha effettuato il versamento a fondo pensione e contestualmente effettui l'investimento delle somme nei fondi comuni. La scelta di investire dette somme in fondi comuni invece che implementare la quota di contribuzione a fondo pensione è coerente con il principio della diversificazione, che in questo caso riguarda lo strumento di investimento ed in secondo luogo con la necessità di investire risorse anche in strumenti più flessibili rispetto ai fondi pensione, che garantiscano maggiori possibilità di disinvestimento.

Dopo aver completato le ipotesi alla base del confronto è opportuno procedere al calcolo dei rendimenti che si otterrebbero investendo la stessa quota di reddito in due investimenti alternativi. Considerando che si tratta di strumenti finanziari che non distribuiscono dividendi, si utilizzerà la formula del rendimento composto che prevede la capitalizzazione dell'interesse e quindi il suo reinvestimento.

La tabella che segue mostra i rendimenti ottenuti dei tre individui investendo la quota di risparmio in fondi comuni di investimento. Nonostante gli orizzonti temporali siano diversi si ipotizza che i rendimenti medi si ripetano in entrambi gli orizzonti temporali.

**Tabella 3.8 Simulazione dell'investimento in fondi comuni, orizzonte temporale di 10 anni e 35 anni**

RAL	Tipologia di fondo	Investimento annuale	Capitale investito	Interessi maturati	Valore finale
		Investimento a 10 anni			
25.000	Azionario	1.013	10.130	5.182,66	15.312,66
	Obbligazionario	1.237	12.370	838,64	13.208,64
	Totale	2.250	22.500	6.021,3	28.521,3
		Orizzonte temporale: 10 anni			
40.000	Azionario	1.620	16.200	8.297,96	24.497,96
	Obbligazionario	1.980	19.800	1.354,99	21.154,99
	Totale	3.600	36.000	9.652,95	45.652,95
		Orizzonte temporale: 10 anni			
55.000	Azionario	2.228	22.280	11.395,92	33.675,92
	Obbligazionario	2.722	27.220	1.860,52	29.080,52
	Totale	4.950	49.500	13.256,44	62.756,44
		Orizzonte temporale: 35 anni			
25.000	Azionario	1.013	35.455	128.673,98	164.128,98
	Obbligazionario	1.237	43.295	10.749,14	54.044,14
	Totale	2.250	78.750	139.423,12	218.173,12
		Orizzonte temporale: 35 anni			
40.000	Azionario	1.620	56.700	205.835,13	262.535,13
	Obbligazionario	1.980	69.300	17.222,59	86.522,59
	Totale	3.600	126.000	223.057,72	349.057,72
		Orizzonte temporale: 35 anni			
55.000	Azionario	2.228	77.980	282.989,50	360.969,50
	Obbligazionario	2.722	95.270	23.673,67	118.943,67
	Totale	4.950	173.250	306.663,17	479.913,17

Fonte: elaborazione propria<sup>73</sup>

La presente simulazione ci consente di comprendere che i benefici dell'investire in strumenti a capitalizzazione degli interessi sono maggiori nel lungo periodo, infatti, si può notare come nell'orizzonte di trentacinque anni la quota degli interessi sia sempre maggiore del capitale investito. Ancora, il valore finale corrisponde al controvalore delle quote di fondi comuni, in quanto il loro disinvestimento e quindi la loro conversione in liquidità determinerebbe

<sup>73</sup> Il rendimento utilizzato è indicato nella tabella 3.6 e rappresenta un rendimento medio annuo composto. I calcoli sono stati sviluppati mediante il simulatore PAC di NEF al presente link: <https://www.nef.lu/do.jsp?XDH=1360&XD=1311&LANGUAGE=IT&XDI=3&MAH=a6e016bd74794f5e381634e3797ca757>

il pagamento dell'imposta sulle plusvalenze che ammonta al 26% dell'interesse maturato per i fondi azionari ed al 12,5% per i fondi obbligazionari.

In alternativa ai fondi comuni di investimento gli individui possono decidere di allocare i propri risparmi nei fondi pensione, strumenti che hanno performato meno nell'orizzonte temporale dei dieci anni ma che forniscono un beneficio fiscale rilevante, il quale può essere utilizzato in diversi modi.

Nella prima ipotesi di confronto si ipotizza che lo stesso sia utilizzato nella misura del 20% per i consumi e per il restante 80% sia detenuto in forma liquida.

**Tabella 3.9 Simulazione dell'investimento in FPA e beneficio fiscale detenuto in forma liquida, orizzonte temporale 10 anni e 35 anni**

RAL 25.000	Orizzonte temporale: 10 anni				
	Tipologia di investimento	Investimento annuale	Capitale investito, accumulato	Interessi maturati	Valore finale
	FPA	2.250	22.500	3.919,84	26.419,84
	Liquidità	414	4140	-	4140
	Totale				30.559,84
	Orizzonte temporale: 35 anni				
	FPA	2.250	78.750	58.552,88	137.302,88
	Liquidità	414	14.490	-	14.490
Totale				151.792,88	
RAL 40.000	Orizzonte temporale: 10 anni				
	Tipologia di investimento	Investimento annuale	Capitale investito, accumulato	Interessi maturati	Valore finale
	FPA	3.600	36.000	6.271,74	42.271,74
	Liquidità	1.008	10.080	-	10.080
	Totale				52.351,74
	Orizzonte temporale: 35 anni				
	FPA	3.600	126.000	93.684,61	219.684,61
	Liquidità	1.008	35.280	-	35.280
Totale				254.964,61	
RAL 55.000	Orizzonte temporale: 10 anni				
	Tipologia di investimento	Investimento annuale	Capitale investito, accumulato	Interessi maturati	Valore finale
	FPA	4.950	49.500	8.623,64	58.123,64
	Liquidità	1702,8	17.028	-	17.028
	Totale				75.151,64
	Orizzonte temporale: 35 anni				
	FPA	4.950	173.250	128.816,34	302.066,34
	Liquidità	1.702,8	59.598	-	59.598
Totale				361.664,34	

Fonte: Elaborazione propria

L'analisi dei risultati emersi dalla simulazione ci consente di affermare che l'orizzonte temporale rappresenta la variabile che influenza i risultati ottenuti. Infatti, si riscontra una situazione distinta tra i diversi orizzonti temporali considerati. Nell'orizzonte temporale di dieci anni, lo strumento che è in grado di generare un capitale più elevato è il fondo pensione, per tutti gli individui

considerati, viceversa, quando si considera un orizzonte temporale di trentacinque anni, i fondi comuni di investimento consentono l'ottenimento di risultati migliori. L'orizzonte temporale più lungo consente ai maggiori rendimenti dei fondi comuni di svilupparsi ed accrescere il valore del capitale in modo maggiore rispetto ai più bassi rendimenti dei fondi pensione unitamente al beneficio fiscale detenuto in forma liquida. Situazione che invece non si ripete nell'orizzonte temporale dei dieci anni, nel quale il beneficio fiscale detenuto in forma liquida è maggiore rispetto ai rendimenti composti ottenuti dai fondi comuni.

Tale confronto ci porta a concludere che per gli individui con le caratteristiche considerate risulta più conveniente investire in fondi pensione se in prossimità della pensione, viceversa, avranno convenienza ad investire in fondi comuni quando sono lontani dal pensionamento.

***Tabella 3.10 Riepilogo dei risultati ottenuti dal confronto con ipotesi di detenzione del beneficio fiscale in forma liquida, risultati al lordo del regime fiscale***

RAL	Orizzonte di 10 anni	Orizzonte di 35 anni
25.000	FP + liquidità	FC
40.000	FP + liquidità	FC
55.000	FP + liquidità	FC

*Fonte: Elaborazione propria*

Il confronto così realizzato si caratterizza per un limite importante che riguarda il diverso regime di tassazione a cui sono soggetti gli strumenti finanziari oggetto della simulazione e le diverse caratteristiche degli strumenti stessi. In particolare, i fondi comuni di investimento azionari<sup>74</sup>, possono essere liquidati in qualsiasi istante e sono soggetti ad una tassazione sul capital gain del 26% per la componente azionaria e del 12,5% per la componente obbligazionaria; mentre i fondi pensione, come descritto nel capitolo due, sono strumenti le cui prestazioni al pensionamento sono regolate dal *D. Lsg. 252/2005*, il quale prevede la possibilità di optare per una rendita pensionistica ovvero la liquidazione in forma di capitale fino a un massimo del 50% della posizione previdenziale ed il restante sotto forma di rendita. Questa minore flessibilità dello strumento previdenziale rende la comparazione più ardua, tuttavia, in

<sup>74</sup> Si considerano i fondi comuni aperti.

questa sede non si terranno in considerazione i limiti imposti dalla normativa e si ipotizzerà la possibilità di richiedere il rimborso della prestazione previdenziale per il suo intero importo.

Un'altra fondamentale differenza riguarda il regime di tassazione. Per i fondi pensione è prevista la tassazione annuale dei rendimenti, ad una aliquota agevolata al 20%, già considerata nel rendimento fornito dalla Covip e l'applicazione di una ritenuta d'imposta, che varia da un massimo del 15% fino ad un minimo del 9% come spiegato nel paragrafo 2.2.3., al momento dell'erogazione della prestazione previdenziale, che in questo caso si ipotizzi avvenga sotto forma di capitale.

Di conseguenza, per rendere i risultati dell'analisi più attendibili risulta opportuno considerare anche il valore degli investimenti dopo l'applicazione dei rispettivi regimi fiscali.

**Tabella 3.11 Simulazione dell'investimento in fondi comuni al netto dell'imposta sul capital gain, orizzonte temporale di 10 e 35 anni**

RAL	Capitale investito	Interessi maturati	Interessi netti	Valore finale
Orizzonte temporale: 10 anni				
25.000	22.500	6.021,3	4.568,98 <sup>75</sup>	27.068,98
40.000	36.000	9.652,95	7.326,1	43.326,1
55000	49.500	13.256,44	10.060,94	59.560,94
Orizzonte temporale: 35 anni				
25.000	78.750	139.423,12	104.624,2	183.374,2
40.000	126.000	223.057,72	167.387,76	293.387,76
55.000	173.250	306.663,17	230.126,7	403.376,7

Fonte: elaborazione propria

Il regime fiscale del fondo pensione prevede invece l'applicazione di un'imposta sostitutiva da applicare alle prestazioni finali, ad eccezione dei rendimenti, già tassati a loro tempo, dei contributi eccedenti il limite annuo di deduzione e dei premi di risultati versati nel corso della vita del fondo stesso.

Di conseguenza verrà applicata l'imposta sostitutiva del 15% per gli investimenti con orizzonte temporale di 10 anni sulla quota di capitale investito

<sup>75</sup> Il rendimento netto viene calcolato applicando al rendimento del fondo azionario l'aliquota del 26% ed al rendimento del fondo obbligazionario l'aliquota del 12,5%.

e l'imposta sostitutiva del 9% sugli investimenti con orizzonte temporale di 35 anni.

**Tabella 3.12 Simulazione dell'investimento FPA al netto dell'imposta sostitutiva e beneficio fiscale detenuto in forma liquida; orizzonte temporale di 10 e 35 anni**

RAL	Capitale investito	Imposta sostitutiva	Interessi maturati	Liquidità	Valore finale
Orizzonte temporale: 10 anni					
25.000	22.500	3.375	3.919,84	4.140	27.184,84 <sup>76</sup>
40.000	36.000	5400	6.271,74	10.080	46.951,74
55000	49.500	7.425	8.623,64	17.028	67.726,64
Orizzonte temporale: 35 anni					
25.000	78.750	7087,5	58.552,88	14.490	144.705,38
40.000	126.000	11.340	93.684,61	35.280	243.624,61
55.000	173.250	15.592,5	128.816,34	59.598	346.071,84

Fonte: Elaborazione propria

I risultati ottenuti dopo l'applicazione dei rispettivi regimi fiscali confermano la situazione precedente con lo strumento fondo pensione che risulta più conveniente nell'orizzonte temporale di 10 anni. Infatti, nell'orizzonte temporale più breve gli effetti dell'interesse composto non sono in grado di sprigionarsi appieno e di conseguenza l'incremento che l'investimento in fondi pensione ha grazie al beneficio fiscale è maggiore rispetto alla crescita del capitale dei fondi comuni, nonostante al fondo pensione venga applicata un'imposta sostitutiva del 15% sul capitale investito durante tutto l'orizzonte temporale.

In realtà, l'individuo con RAL inferiore si ritroverebbe alla fine dell'orizzonte temporale considerato con due valori di investimento finali quasi allineati, al punto da rendere preferibile la scelta di investire in fondi comuni, soprattutto per la loro maggiore flessibilità. Tale risultato è frutto dell'applicazione dell'imposta sostitutiva al 15% che erode il valore dell'investimento finale e di una bassa contribuzione a fondo pensione che a sua volta non genera benefici fiscali sufficienti a colmare il divario con i rendimenti dei fondi comuni.

Questo viene confermato dal fatto che all'aumentare del reddito e quindi della contribuzione a fondo pensione e dell'aliquota con cui si calcola il beneficio

<sup>76</sup> Il valore finale è stato calcolando sottraendo al capitale investito l'importo corrispondente all'imposta sostitutiva e sommando gli importi degli interessi maturati e del beneficio fiscale detenuto sotto forma di liquidità.

fiscale, aumenta anche il differenziale tra il valore dell'investimento nel fondo pensione e quello del fondo comune.

I risultati di lungo periodo confermano a loro volta la prevalenza dei fondi comuni sui fondi pensione, in quanto i benefici apportati dall'interesse composto in orizzonti temporali estesi sono maggiori dei benefici ottenibili dal risparmio fiscale.

La considerazione dei rispettivi regimi fiscali ci porta a confermare che in orizzonti temporali brevi è preferibile investire in fondi pensione, in quanto si sfrutta maggiormente il beneficio fiscale, mentre in orizzonti temporali più lunghi prevalgono i fondi comuni di investimento, per la funzione svolta dall'interesse composto.

***Tabella 3.13 Riepilogo dei risultati ottenuti dal confronto con ipotesi di detenzione del beneficio fiscale in forma liquida, risultati al netto del regime fiscale***

RAL	Orizzonte di 10 anni	Orizzonte di 35 anni
25.000	FP+ liquidità /FC	FC
40.000	FP+ liquidità	FC
55.000	FP+ liquidità	FC

*Fonte: Elaborazione propria*

Le considerazioni effettuate si caratterizzano per la presenza di un limite all'interno del confronto svolto: la detenzione del risparmio fiscale in forma liquida.

Questa è infatti spesso considerata da molti individui alla stregua di un "bene rifugio"; in realtà, oltre a fornire rendimenti prossimi allo zero è anche vulnerabile all'erosione dell'inflazione nel tempo. Infine, esiste un costo-opportunità insito nella sua detenzione, rappresentato dai rendimenti di strumenti finanziari alternativi a basso rischio e facilmente liquidabili.

Per tali motivazioni è ragionevole ipotizzare che tale liquidità, derivante dal risparmio fiscale, possa essere investita in strumenti finanziari alternativi.

Tale considerazione è valida soprattutto per quegli individui che non hanno vincoli di liquidità stringenti. Nel presente lavoro si ipotizzerà che la liquidità venga investita in fondi comuni di investimento, in quanto trattasi di strumento già discusso e di cui si dispone dei dati storici; ma tale potrebbe essere investita anche in strumenti meno rischiosi come i titoli di stato oppure potrebbe essere utilizzata per aumentare la contribuzione annua a fondo pensione. La scelta è

stata dettata in primo luogo, dalla necessità di diversificare lo strumento di investimento nella quale accantonare i propri risparmi ed in secondo luogo, dal fatto che il fondo pensione rappresenta uno strumento con maggiori vincoli rispetto al fondo comune e di conseguenza ciò è coerente con la necessità di detenere delle risorse investite in strumenti che consentano il disimpiego del capitale in qualsiasi istante.

**Tabella 3.14 Simulazione dell'investimento in FPA e beneficio fiscale investito in fondi comuni, orizzonte temporale di 10 e 35 anni, risultati lordi**

	Tipologia di investimento	Investimento annuale	Capitale investito, accumulato	Interessi maturati	Valore finale	
Orizzonte temporale: 10 anni						
RAL 25.000	FPA	2.250	22.500	3.919,84	26.419,84	
	FC az.	186	1.860	747,52	2.607,52 <sup>77</sup>	
	FC obb.	228	2.280	118,24	2.398,24	
	Totale	2.664	26.640	4.785,6	31.425,6	
	Orizzonte temporale: 35 anni					
	FPA	2.250	78.750	58.552,88	137.302,88	
	FC az.	186	6.510	21.488,07	27.998,07	
	FC obb.	228	7.980	1.853,06	9.833,06	
Totale	2.664	93.240	81.894,01	175.134,01		
	Tipologia di investimento	Investimento annuale	Capitale investito, accumulato	Interessi maturati	Valore finale	
Orizzonte temporale: 10 anni						
RAL 40.000	FPA	3.600	36.000	6.271,74	42.271,74	
	FC az.	454	4.540	1.844,83	6.384,83	
	FC obb.	554	5.540	304,48	5.844,48	
	Totale	4.608	46.080	8.421,05	54.501,05	
	Orizzonte temporale: 35 anni					
	FPA	3.600	126.000	93.684,61	219.684,61	
	FC az.	454	15.890	52.569,96	68.459,96	
	FC obb.	554	19.390	4.525,78	23.915,78	
Totale	4.608	161.280,00	150.780,35	312.060,35		
	Tipologia di investimento	Investimento annuale	Capitale investito, accumulato	Interessi maturati	Valore finale	
Orizzonte temporale: 10 anni						

<sup>77</sup> Tali valori sono calcolati prevedendo l'investimento del beneficio fiscale a partire dall'anno "n+1" rispetto all'investimento in FPA, in quanto trattasi di somme che vengono percepite solo nell'anno successivo a quello di contribuzione a fondo pensione. Di conseguenza si è applicata la regola del rendimento composto per 34 annualità e si è aggiunto al montante finale il valore del beneficio fiscale ottenibile l'ultimo anno

RAL 55.000	FPA	4.950	49.500	8.623,64	58.123,64
	FC az.	766 <sup>78</sup>	7.660	3.114,07	10.774,07
	FC obb.	937	9.370	514,72	9.884,72
	Totale	6.653	66.530,00	12.252,43	78.782,43
	Orizzonte temporale: 35 anni				
	FPA	4.950	173.250	128.816,34	302.066,34
	FC az.	766	26.810	88.705,81	115.515,81
	FC obb.	937	32.795	7.654,27	40.449,27
Totale	6.653	232.855,00	225.176,42	458.031,42	

Fonte: Elaborazione propria

Il confronto dei risultati appena ottenuti con quelli della tabella 3.8 ci fornisce una panoramica simile a quella dei precedenti confronti, nonostante ci sia stato il reinvestimento del beneficio fiscale in fondi comuni. Di conseguenza viene confermato ancora una volta che nell'orizzonte temporale più breve è il fondo pensione a prevalere sul fondo comune, in quanto il controvalore dell'investimento al termine del periodo considerato risulta più elevato, grazie anche al reinvestimento del beneficio fiscale. Anche nell'orizzonte temporale di trentacinque anni si confermano i risultati ottenuti precedentemente con i fondi comuni in grado di generare un capitale più elevato alla fine dell'investimento.

**Tabella 3.15 Riepilogo dei risultati ottenuti dal confronto con ipotesi di investimento del beneficio fiscale in fondi comuni, risultati al lordo del regime fiscale**

RAL	Orizzonte di 10 anni	Orizzonte di 35 anni
25.000	FP + Invest.	FC
40.000	FP + Invest.	FC
55.000	FP + Invest.	FC

Fonte: Elaborazione propria

Un ulteriore approfondimento nella lettura dei dati ottenuti potrebbe prendere in considerazione il differenziale nel controvalore del capitale, generato dai diversi fondi, nei diversi scenari considerati. In particolare, dall'ultimo confronto, che considera il reinvestimento del beneficio fiscale, emerge che

<sup>78</sup> Nonostante l'importo del beneficio fiscale per l'individuo con RAL 55.000 corrisponda a 1.702,8, si arrotonda per eccesso al fine di consentire il calcolo del rendimento composto. Inoltre, l'imposto del beneficio fiscale investito in fondi comuni è stato oggetto di arrotondamento.

nell'orizzonte temporale di dieci anni, i fondi pensione generano un controvalore dell'investimento maggiore rispetto a quello del fondo comune, che a sua volta è maggiore di quello generato nell'ipotesi in cui la liquidità non venisse reinvestita. Allo stesso modo, nel confronto di lungo periodo, il maggiore valore che si ottiene con l'investimento in fondi comuni rispetto l'investimento in fondi pensione, tende a ridursi nel momento in cui la liquidità viene reinvestita. Questa considerazione che a primo impatto può risultare ovvia ci consente di dedurre che i risultati ottenuti fino a questo momento non siano assoluti, ma che ci possano essere delle situazioni in cui l'investimento nel fondo pensione, combinato con il reinvestimento della liquidità possa fornire un ritorno migliore rispetto all'investimento in fondi comuni, nell'orizzonte temporale dei trentacinque anni.

La situazione più propensa a fornire detti risultati è quella in cui si considera l'applicazione dei regimi fiscali degli strumenti confrontati, in quanto l'imposta del 26% che verrà applicata sulle plusvalenze dei fondi azionari comporterà una riduzione del controvalore finale significativo. A questa considerazione bisogna aggiungere che nell'orizzonte di trentacinque anni l'imposta sostitutiva del fondo pensione raggiunge l'aliquota minima del 9% e ciò rappresenta un ulteriore fattore che può rendere il fondo pensione più conveniente. Come in precedenza, si assumerà che la prestazione finale del fondo pensione possa realizzarsi per intero sotto forma di capitale.

**Tabella 3.16 Simulazione dell'investimento in fondi comuni, orizzonte temporale di 10 e 35 anni, risultati al netto dell'imposta sul capital gain**

RAL	Tipologia di fondo	Capitale investito	Interessi maturati	Interessi netti	Valore finale
25.000	Orizzonte temporale: 10 anni				
	Azionario	10.130	5.182,66	3.835,17	13.965,17
	Obbligazionario	12.370	838,64	733,81	13.103,81
	Totale	22.500	6.021,3	4.568,98	27.068,98
40.000	Orizzonte temporale: 10 anni				
	Azionario	16.200	8.297,96	6.140,49	22.340
	Obbligazionario	19.800	1.354,99	1.185,62	20.986
	Totale	36.000	9.652,95	7.326,11	43.326,11
55.000	Orizzonte temporale: 10 anni				
	Azionario	22.280	11.395,92	8.432,98	30.713
	Obbligazionario	27.220	1.860,52	1.627,95	28.848
	Totale	49.500	13.256,44	10.060,93	59.560,93

25.000	Orizzonte temporale: 35 anni				
	Azionario	35.455	128.673,98	95.218,75	130.673,75
	Obbligazionario	43.295	10.749,14	9.405,50	52.700,50
	Totale	78.750	139.423,12	104.624,25	183.374,25
40.000	Orizzonte temporale: 35 anni				
	Azionario	56.700	205.835,13	152.317,99	209.017,99
	Obbligazionario	69.300	17.222,59	15.069,77	84.369,77
	Totale	126.000	223.057,72	167.387,76	293.387,76
55.000	Orizzonte temporale: 35 anni				
	Azionario	77.980	282.989,50	209.412,23	287.392,23
	Obbligazionario	95.270	23.673,67	20.714,46	115.984,46
	Totale	173.250	306.663,17	230.126,69	403.376,69

*Fonte: elaborazione propria*

Ai fini della comparazione dei risultati è opportuno applicare le regole previste nel regime fiscale dei fondi pensione, che prevede l'applicazione dell'imposta sostitutiva sul capitale investito nel fondo pensione e dell'imposta sul capital gain della liquidità investita in fondi comuni.

**Tabella 3.17 Simulazione dell'investimento in FPA al netto dell'imposta sostitutiva e beneficio fiscale investito in fondi comuni al netto dell'imposta sul capital gain, orizzonte temporale di 10 e 35 anni.**

	Tipologia di investimento	Capitale investito, accumulato	Interessi maturati	Imposta sostitutiva	Capitale e rendimenti netti	Valore finale
RAL 25.000	Orizzonte temporale: 10 anni					
	FPA	22.500	3.919,84	3.375	19.125	23.044,84 <sup>79</sup>
	FC az.	1.860	747,52	-	553,16	2.413,16
	FC obb.	2.280	118,24	-	103,46	2.383,46
	Totale	26.640	4.785,6	-	19.782	27.841,46
	Orizzonte temporale: 35 anni					
	FPA	78.750	58.552,88	7.087,5	71.662,5	130.215,38
	FC az.	6.510	21.488,07	-	15901,17	22.411,17
	FC obb.	7.980	1.853,06	-	1621,42	9.601,42
Totale	93.240	81.894,01	-	89.185	162.227,97	
RAL 40.000	Orizzonte temporale: 10 anni					
	FPA	36.000	6.271,74	5.400	30.600	36.871,74
	FC az.	4.540	1.844,83	-	1365,17	5.905,17
	FC obb.	5.540	304,48	-	266,42	5.806,42
	Totale	46.080	8.421,05	-	32.232	48.583,33
	Orizzonte temporale: 35 anni					
	FPA	126.000	93.684,61	11.340	114.600	208.284,61
	FC az.	15.890	52.569,96	-	38.901,77	54.791,77
	FC obb.	19.390	4.525,78	-	3.960,06	23.350,06
Totale	161.280,00	150.780,35	-	157.462	286.426,44	
RAL 55.000	Orizzonte temporale: 10 anni					
	FPA	49.500	8.623,64	7425	42.075	50.698,64
	FC az.	7.660	3.114,07	-	2.304,41	9.964,41
	FC obb.	9.370	514,72	-	450,38	9.820,38
	Totale	66.530,00	12.252,43	-	44.830	70.483,43
	Orizzonte temporale: 35 anni					
	FPA	173.250	128.816,3	15.592,	157.657,5	286.472,84

<sup>79</sup> Il valore finale dell'investimento in FPA è calcolato sottraendo l'imposta sostitutiva (del 15% nell'orizzonte temporale di 10 anni e del 9% nell'orizzonte temporale di 35 anni) al valore dei contributi che nel periodo di adesione hanno beneficiato della deduzione fiscale.

			4	5		
	FC az.	26.810	88.705,81	-	65.642,30	92.452,3
	FC obb.	32.795	7.654,27	-	6.697,49	39.492,49
	Totale	232.855	225.176,4 2	-	229.997	418.417,63

Fonte: Elaborazione propria

I risultati ottenuti dall'ultimo confronto, nel quale si prevede l'applicazione del regime fiscale di ciascuno strumento finanziario, forniscono uno spunto di riflessione interessante rispetto a quelli emersi precedentemente. In particolare, si conferma la prevalenza dei fondi pensione come investimento di breve periodo, combinato con il reinvestimento delle somme derivanti dal beneficio fiscale. Ancora una volta si conferma che nel lungo periodo sono i fondi comuni ad avere la meglio, grazie alla possibilità di sfruttare i benefici dell'interesse composto con rendimenti medi più alti. Tuttavia, a differenza delle precedenti simulazioni si nota che l'individuo con RAL maggiore ottiene il risultato migliore investendo le proprie risorse nello strumento del fondo pensione. Le motivazioni alla base del presente risultato sono duplici: l'impatto dell'imposta sul capital gain del 26% applicata sulla componente azionaria dei fondi comuni è maggiore per l'individuo con RAL maggiore, in quanto l'interesse generato dal suo investimento è maggiore e di conseguenza sarà soggetto ad un'imposizione che deprimerà l'investimento, in secondo luogo è influenzato dal fatto che l'individuo con RAL maggiore sarà in grado di sfruttare meglio il beneficio fiscale del fondo pensione grazie alle maggiori contribuzioni effettuate annualmente e quindi al maggiore risparmio fiscale di cui potrà beneficiare, rispetto gli individui con RAL inferiore e ciò gli consentirà di investire maggiori risorse, che nell'ipotesi simulata consentirà allo strumento fondo pensione di prevalere sul fondo comune.

**Tabella 3.18 Riepilogo dei risultati ottenuti dal confronto con ipotesi di investimento del beneficio fiscale in fondi comuni, risultati al netto dei rispettivi regimi fiscali**

RAL	Orizzonte di 10 anni	Orizzonte di 35 anni
25.000	FP + Invest.	FC
40.000	FP + Invest.	FC
55.000	FP + Invest.	FP + Invest.

Fonte: Elaborazione propria

A questo punto risulta opportuno fornire delle conclusioni in merito al primo confronto effettuato. La lettura grezza dei risultati ottenuti suggerisce di investire in fondi pensione quando a ridosso del pensionamento, in quanto il beneficio fiscale consentirà all'individuo di accumulare maggiori risorse rispetto a quelle che otterrebbe investimento in fondi comuni. La situazione prospettata nel lungo periodo è invece diversa ed è fortemente influenzata dall'importo dello sgravio fiscale a cui ciascun individuo può accedere. Infatti, il sistema di incentivazione all'adesione dei fondi pensione, così come impostato favorisce principalmente i lavoratori con reddito medio-alti, piuttosto che quelli aventi un reddito medio-basso. A confermare quanto detto sono le simulazioni effettuate, da cui emerge che solo gli individui con RAL più elevata hanno convenienza ad investire in fondi pensione, mentre per gli individui con RAL intermedia e bassa, continua a rimanere più conveniente il fondo comune, nonostante il fondo pensione goda di un ulteriore beneficio fiscale, quale l'imposta sostitutiva fissata nella misura del 9%.

Quest'ultima simulazione, nonché quella più verosimile ci suggerisce che l'investimento in fondi pensione risulti più conveniente in orizzonti temporali lunghi solo per quegli individui che riescano a beneficiare di un elevato sgravio fiscale.

A questo punto è importante sottolineare che tale conclusione non è da considerarsi in senso assoluto; sono numerose le variabili, che assieme a quella del beneficio fiscale, influenzano i risultati e la variazione di anche solo una di esse può comportare l'ottenimento di risultati diversi.

### *3.2.2 Confronto tra investimenti alternativi: ipotesi di reddito fisso e di massimizzazione del beneficio fiscale*

Come affermato pocanzi sono molteplici le variabili oggetto del confronto e la variazione di una di esse può comportare l'ottenimento di risultati differenti. Un variabile molto importante, della quale si discute molto spesso è l'importo massimo di deducibilità fiscale, che ricordiamo ammonta a 5.164,57. Nei precedenti confronti si è ipotizzato che il contributo a fondo pensione fosse commisurato ad un valore percentuale del RAL e si è notato che gli individui con RAL inferiori siano anche quelli più penalizzati dall'impianto pensato per rendere il fondo pensione uno strumento privilegiato, in quanto nonostante

l'importo deducibile sia sempre lo stesso<sup>80</sup> per tutti gli individui, potranno invece godere di uno sgravio fiscale inferiore, commisurato all'aliquota marginale del proprio RAL.

Ora: posto che dalle precedenti simulazioni si è dedotto che nell'orizzonte temporale di dieci anni, l'investimento in fondi pensione rappresenti sempre la scelta migliore per l'individuo, soprattutto quando questi corrispondono agli ultimi anni della carriera lavorativa, momento nel quale si presume che l'individuo si sia realizzato professionalmente ed abbia raggiunto livelli di RAL più elevati che gli consentano di sfruttare a pieno lo sgravio fiscale derivante dalla contribuzione a fondo pensione.

Considerando poi che per l'individuo con RAL maggiore si è dimostrata la convenienza ad investire nel fondo pensione nell'orizzonte temporale di trentacinque anni, si vuole ora capire se tale convenienza sia possibile anche per gli individui con RAL inferiore. Per tale ragione si ipotizzerà che tali individui siano in grado di risparmiare annualmente l'importo di 5.000€ e che detto importo sia interamente investimento nei fondi pensione. Si prenderà in considerazione solo l'orizzonte temporale nel quale il fondo pensione non ha mai prevalso ed oltre a considerare l'impiego del beneficio fiscale in investimento alternativi, si applicheranno le regole dei rispettivi regimi fiscali.

**Tabella 3.19 Simulazione dell'investimento in fondi comuni per redditi medio-bassi, orizzonte temporale di 35 anni, risultati al netto dell'imposta sul capital gain**

RAL	Tipologia di fondo	Investimento annuale	Capitale investito	Interessi maturati	Interessi netti	Valore finale
25.000 e 40.000	Orizzonte temporale: 35 anni					
	Azionario	2.250	78.750	285.882,12	211.552,77	290.302,77
	Obbligaz.	2.750	96.250	23.920,26	20.930,23	117.180,23
	Totale	5.000	175.000	309.802,38	232.483	407.483

Fonte: Elaborazione propria

In questo caso non si denotano differenza nell'investimento in fondi comuni per entrambi gli individui, in quanto l'importo investito è lo stesso per entrambi

<sup>80</sup> Su questo punto bisognerebbe ampliare la discussione verificando se effettivamente detti individui abbiano la possibilità di risparmiare certe somme ed investire nel fondo pensione, ma detto argomento non verrà considerato.

livelli di reddito. Sarà invece diverso il risultato dell'investimento nei fondi pensione, a causa del diverso sgravio fiscale di cui potranno beneficiare.

**Tabella 3.20 Simulazione dell'investimento in FPA, per redditi medio-bassi, al netto dell'imposta sostitutiva e beneficio fiscale investito in fondi comuni al netto dell'imposta sul capital gain, orizzonte temporale di 35 anni**

Capitale investito annuo	Capitale investito/accumulato	Interessi maturati	Imposta sostitutiva e imposta sul capital gain	Capitale e rendimenti netti	Valore finale
Investimento FPA, RAL 25.000 e 40.000, Orizzonte 35 anni					
5.000	175.000	130.117,52	15.750	159.250	289.367,52
Simulazione dell'investimento del risparmio fiscale					
Tipologia di investimento	Risparmio fiscale annuo	Risparmio fiscale totale	Interessi maturati	Rendimenti netti	Valore finale
RAL 25.000, Risparmio fiscale: 1.150, Orizzonte 35 anni					
FC az.	518	18.130	59.941,78	44.356,92	62.386,92
FC obblig.	632	22.120	5.166,83	4.520,98	26.640,98
Totale	1.150	40.250	65.108,61	48.877,90	89.027,90
RAL 40.000, Risparmio fiscale 1.750, Orizzonte 35 anni					
FC az.	788	27.580	91.232,80	67.512,27	95.092,27
FC obblig.	962	33.670	7.866,20	6.882,99	40.552,99
Totale	1.750	61.250	99.099	74.395,26	135.645,26
Valore investimento individuo con RAL 25.000				378.394,52	
Valore investimento individuo con RAL 40.000				425.012,78	

Fonte: Elaborazione propria

Di seguito viene fornito il prospetto riepilogativo dei risultati ottenuti.

**Tabella 3.21 Riepilogo dei risultati ottenuti dal confronto con ipotesi di massimizzazione del beneficio fiscale, investimento dello stesso in fondi comuni, risultati al netto dei rispettivi regimi fiscali**

RAL	Strumento più redditizio
25.000	FC
40.000	FP

Fonte: Elaborazione propria

Il confronto appena sviluppato ha messo in evidenza ancora di più il problema che si era sollevato ad inizio paragrafo, riconducibile al fatto che il fondo pensione sia uno strumento finanziario agevolato da sgravi fiscali di notevole importanza, ma che allo stesso tempo, detti benefici sono decisamente più elevati per i lavoratori con reddito medio-alto, mentre risultano modesti per i lavoratori con reddito basso. La simulazione appena realizzata conferma quanto affermato: il lavoratore con RAL minore, nel lungo periodo, ha convenienza ad investire nei fondi comuni, anche quando massimizza il beneficio fiscale derivante dalla contribuzione a fondo pensione, mentre il lavoratore con RAL più elevata riuscirà ad ottenere risultati migliori se impiegherà i risparmi nello strumento del fondo pensione e contemporaneamente investirà l'extra liquidità del beneficio fiscale in investimenti alternativi come i fondi comuni.

## CONCLUSIONI

Le simulazioni condotte nel presente elaborato hanno permesso di confrontare l'efficacia dell'investimento in fondi pensione rispetto ad altri strumenti di risparmio gestito, con particolare attenzione rivolta al ruolo svolto dal beneficio fiscale, riconosciuto dalla normativa italiana a coloro che investono per il proprio futuro previdenziale.

I risultati ottenuti dalle simulazioni sono strettamente influenzati dalle ipotesi sulle quali tali confronti si sono sviluppati. Tra le variabili più importanti che hanno influenzato i risultati vi rientrano: l'orizzonte temporale di riferimento, il livello di reddito annuo lordo, l'ammontare di reddito investito annualmente, fermo restando che l'importo massimo preso in considerazione non superi la soglia che beneficia dello sgravio fiscale, l'utilizzo alternativo dell'extra liquidità derivante dallo sgravio fiscale e la considerazione dei rispettivi regimi fiscali.

L'orizzonte temporale di riferimento rappresenta la variabile che in primo luogo sembra influenzare i risultati dell'analisi. Infatti, dalle simulazioni emerge che nell'orizzonte temporale più breve lo strumento che risulti essere più efficace sia il fondo pensione, indipendentemente dalle modalità di utilizzo dell'extra liquidità e dalla considerazione o meno dei rispettivi regimi fiscali. In questo arco temporale gli effetti prodotti dallo sgravio fiscale sul valore dell'investimento sono sempre maggiori rispetto all'impiego delle risorse in strumenti del risparmio gestito alternativo, che in genere sono caratterizzati da un maggiore rendimento e quindi dalla possibilità di sfruttare maggiormente l'interesse composto. Ovviamente tale conclusione è influenzata dal differenziale di rendimento tra gli strumenti posti a confronto: se tale valore aumenta, si riduce la convenienza ad investire in fondi pensione, se all'opposto il valore si riduce, aumenterà ulteriormente la convenienza ad investire nei fondi pensione nel breve periodo.

Diversi sono i risultati che emergono dal confronto di lungo periodo, nel quale si rileva che l'investimento in fondi comuni risulti essere più efficiente nella maggior parte delle ipotesi oggetto di simulazione, grazie soprattutto al maggiore rendimento considerato nell'analisi. Questi risultati confermano l'importanza di investire nel lungo periodo in strumenti che garantiscono rendimenti maggiori, in quanto in orizzonti temporali lunghi si sprigionano gli effetti dell'interesse composto, i quali risultano essere migliori rispetto ai

benefici ottenibili con la contribuzione a fondo pensione, indipendentemente dall'utilizzo che se ne fa di questa. Tuttavia, è interessante notare la presenza di un'ipotesi in cui nel lungo periodo prevalga l'investimento in fondi pensione. Questa ipotesi si manifesta per l'individuo con RAL maggiore, con l'impiego dell'extra liquidità in fondi comuni e a seguito dell'applicazione dei rispettivi regimi fiscali. Tale risultato consente di ampliare le conclusioni fornite pocanzi, ponendo l'attenzione sul ruolo che le altre variabili hanno sui risultati del confronto. Le variabili in questione sono il livello del RAL, che incide sull'importo dello sgravio fiscale di cui può beneficiare l'individuo e l'importo annualmente investito, che nell'ipotesi in questione tende alla somma massima che può beneficiare dello sgravio fiscale, ancora l'applicazione dei rispettivi regimi fiscali svolgono un ruolo importante. In ordine, il livello del RAL rappresenta una variabile in grado di spostare gli equilibri del confronto in quanto la normativa italiana prevede che l'importo dello sgravio fiscale sia commisurato all'aliquota Irpef del contribuente che a sua volta si sviluppa a scaglioni ed è maggiore per gli individui con RAL più elevata. La seconda variabile in grado di influenzare i risultati dell'indagine è rappresentata dall'importo dell'investimento annuale, dal quale dipende l'importo dello sgravio fiscale di cui può beneficiare l'individuo che effettua la contribuzione a fondo pensione, fermo restando che detto importo non superi la somma massima deducibile, in quanto non vi sarebbe più la convenienza ad investire nello strumento del fondo pensione, fino a quando il suo rendimento è inferiore a quello degli altri strumenti disponibili. Infine, l'ultima variabile in grado di influenzare i risultati dell'indagine è rappresentata dall'applicazione dei rispettivi regimi fiscali al momento dell'erogazione delle prestazioni. Infatti, nell'ipotesi in cui non si considera l'applicazione del regime fiscale prevale il fondo comune anche per l'individuo con RAL maggiore. Questo perché il fondo pensione gode di un ulteriore beneficio fiscale, soprattutto nel lungo periodo. Infatti, al momento dell'erogazione della prestazione finale (che in questo contesto si è ipotizzato possa avvenire sotto forma di capitale) il montante che nel corso della vita del fondo pensione ha beneficiato degli sgravi fiscali viene sottoposto ad un'imposta sostitutiva del 9%, mentre i rendimenti sono esclusi da tale tassazione in quanto già tassati annualmente con un'aliquota agevolata al 20%. Di contro, la tassazione applicata sul capital gain ottenuto dall'investimento in fondi comuni di tipo azionario, è fissata nella misura del 26%, rappresentando quindi una vera e propria zavorra che deprime

i risultati ottenuti durante l'intero orizzonte temporale dell'investimento in fondi comuni.

Considerando poi che il livello del RAL ed il regime fiscale rappresentano due variabili date, si è cercato di capire se la massimizzazione del beneficio fiscale per gli individui che si attestano in fasce di reddito inferiori consenta l'ottenimento di risultati diversi da quelli precedentemente ottenuti. Dalle simulazioni emerge che nel momento in cui si massimizza il beneficio fiscale del fondo pensione, l'individuo con RAL inferiore continuerà ad ottenere migliori risultati dall'investimento in fondi comuni, mentre a differenza delle precedenti simulazioni, l'individuo con RAL intermedia avrà convenienza ad investire in fondi pensione, in quanto massimizzando il beneficio fiscale e investendo l'extra liquidità in fondi comuni riuscirà ad ottenere risultati migliori rispetto all'ipotesi in cui non realizza la massimizzazione del beneficio fiscale.

Questi risultati suggeriscono che l'attuale configurazione del sistema di previdenza complementare apporti dei benefici decisamente più elevati per i lavoratori con reddito medio-alto, piuttosto che per i lavoratori aventi un reddito medio-basso.

Di conseguenza per questi ultimi, vi sarà convenienza ad investire nei fondi pensione solo nell'orizzonte di breve periodo, mentre nel lungo periodo otterranno migliori risultati dall'investimento in fondi comuni, caratterizzati da rendimenti generalmente più elevati, mentre per gli individui con reddito medio-alto che contestualmente sono in grado di massimizzare il beneficio fiscale, vi sarà convenienza ad investire in fondi pensione sia nel breve che nel lungo periodo.

Le conclusioni alle quali si è giunti sono strettamente legate alle ipotesi assunte nei confronti realizzati e non possono essere considerate universalmente valide per ciascun individuo. Infatti, come dimostrato, sono molteplici le variabili che influenzano i risultati, alcune delle quali non possono essere prevedibili a priori, come il differenziale di rendimento tra i due strumenti di risparmio gestito, oltre ad una serie di caratteristiche soggettive diverse per ogni individuo. L'obiettivo dei confronti realizzati, oltre a quello di fornire delle conclusioni valide in determinate circostanze, era quello di fornire al lettore uno schema logico che gli consenta di comprendere come le diverse variabili possano influenzare il risultato finale. In questo modo, ciascun individuo potrà

valutare in modo consapevole quale opzione di investimento sia più adatta alle proprie esigenze personali.

## BIBLIOGRAFIA

- Agenzia delle entrate, *Aliquote e calcolo dell'Irpef*
- Argentino G., *Anticipo e riscatto del TFR trasferito in un fondo privato*, Il Sole 24 Ore, 2022
- Assogestioni, *1 italiano su 5 investe in fondi comuni. Giovani in aumento, il PAC piace agli under 40*, Comunicato stampa del 07/2024
- Bocchialini E., *I fondi pensione e investimenti immobiliari*, Egea, Milano, 2013
- Borsa Italiana, *Commissione di vigilanza sui fondi pensione*
- Brambilla A., *Capire i fondi pensione*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2007
- Cazzola G., *Guida ai fondi pensione*, Edibank, Milano, 2005
- Cazzola G., *La guerra dei cinquant'anni. Storia delle riforme e controriforme del sistema pensionistico*, Torino, 2021
- Cesari R., *I fondi pensione*, Il Mulino, Bologna, 2000
- Cesari R., *Tfr e fondi pensione*, il Mulino, Bologna, 2007
- Covip, *Comunicato stampa del 21 giugno 2006: relazione annuale 2005*
- Covip, *Elenco dei fondi pensione*
- Covip, *I fondi pensione aperti*
- Covip, *I fondi pensione negoziali*
- Covip, *I fondi pensione nel pubblico impiego*
- Covip, *I fondi pensione preesistenti*
- Covip, *I Piani Individuali Pensionistici di tipo assicurativo (PIP)*
- Covip, *Interactive ISC*
- Covip, *La Covip e la sua attività*
- Covip, *Relazione annuale per l'anno 2023*, Roma, 2024
- Covip, *RITA (Rendita Integrativa Temporanea Anticipata)*

Domenichelli O., *Funzionamento, scelta e gestione dei fondi comuni di investimento*, G. Giappichelli Editore, Torino, 2007

ESMA Market Report, *Costs and Performance of EU Retail Investment Products 2023*, 2023

Il Blog di Online Sim, *Quando riscattare un fondo pensione e come*, 2022

Il Sole 24 Ore, *Fondi pensione. I costi sono ancora alti e deprimono i rendimenti del futuro*, 22 Giugno 2024

Il sole 24 Ore, *Inps aggiorna simulatore pensioni, 30enni a riposo a 70 anni*, redazione Roma, 11 giugno 2024

Inps, *Rapporto annuale 2005*, Roma, 2005

Istat, *Censimenti permanenti: popolazione residente e dinamica demografica*, 2023

Istat, *Le trasformazioni demografiche e sociali: una lettura per generazioni*, 2016

Liera M., *I fondi pensione*, Il sole 24 ore, Milano, 2004

MEF *Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario – rapporto n. 25*, 2024

Tridico P., Marro E., *Il lavoro di oggi la pensione di domani*, Solferino, Milano, 2023

Vallacqua F., *La previdenza complementare per i dipendenti pubblici e privati*, Egea, Milano, 2008

## SITOGRAFIA E FONTI NORMATIVE

*D.lgs. 252/2005*

*Decreto Ministeriale n. 166 del 2014*

[https://www.covip.it/sites/default/files/per\\_saperne\\_di\\_piu\\_-\\_evoluzione\\_del\\_sistema\\_pensionistico\\_in\\_italia\\_0.pdf](https://www.covip.it/sites/default/files/per_saperne_di_piu_-_evoluzione_del_sistema_pensionistico_in_italia_0.pdf)

<https://www.pmi.it/tag/pensioni>

[https://www.rgs.mef.gov.it/Documenti/VERSIONE-I/Attivit--i/Spesa-soci/Attivita\\_di\\_previsione\\_RGS/2024/Ltdmlpdspess-2024.pdf](https://www.rgs.mef.gov.it/Documenti/VERSIONE-I/Attivit--i/Spesa-soci/Attivita_di_previsione_RGS/2024/Ltdmlpdspess-2024.pdf)

<https://www.covip.it/>

<https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/fondo-pensione-a-contribuzione-definita.html#:~:text=I%20fondi%20pensione%20a%20contribuzione,fondo%20C%20ossia%20dal%20suo%20rendimento>

<https://www.assofondipensione.it/site/vantaggi/vantaggi#:~:text=Meno%20tasseSui%20contributi%20versati,ogni%20altra%20forma%20di%20investimento>