

UNIVERSITÀ DEGLI STUDI DI TORINO
FACOLTÀ DI ECONOMIA
CORSO DI LAUREA IN FINANZA AZIENDALE E MERCATI FINANZIARI

TESI DI LAUREA

***La destinazione del TFR:
un modello di simulazione***

Relatore: Prof. Giovanna Nicodano

Correlatore: Prof. Beppe Scienza

Candidato:

Livio Nervo

Anno Accademico 2009-2010

INDICE

Introduzione	p.1
1. Il sistema pensionistico italiano e la riforma della previdenza complementare	p. 5
1.1 Introduzione	p. 6
1.2 Il finanziamento dei sistemi pensionistici ed il calcolo delle prestazioni	p. 7
1.3 La spesa pensionistica e le recenti riforme	p. 8
1.4 Le previsioni e i tre pilastri	p. 14
1.5 La riforma del 2005	p. 19
1.5.1 TFR presso il datore di lavoro	p. 21
1.5.2 TFR alla previdenza complementare	p. 21
1.5.3 “Scelta” tacita	p. 23
1.5.4 La fiscalità e le prestazioni	p. 25
1.5.5 Le anticipazioni	p. 27
1.6 Le garanzie	p. 28
1.7 Conclusioni	p. 29
Bibliografia	p. 30
2. L’analisi dei fattori che guidano la scelta	p. 32
2.1 Introduzione	p. 33
2.2 L’analisi dei rendimenti e della volatilità	p. 34

2.3	I vantaggi fiscali	p. 41
2.4	Il contributo del datore di lavoro	p. 48
2.5	I costi	p. 52
2.6	Conclusioni	p. 55
	Bibliografia	p. 57
3.	Il modello di simulazione	p. 59
3.1	Introduzione	p. 60
3.2	Il modello	p. 62
3.3	Il meccanismo e le ipotesi sottostanti il modello	p. 64
3.3.1	La disciplina fiscale nel modello	p. 67
3.4	I risultati della simulazione in assenza di <i>fiscal drag</i>	p. 70
3.4.1	Fondo pensione aperto	p. 71
3.4.1.1	Scenario base	p. 71
3.4.1.2	Scenario reddito alto	p. 72
3.4.1.3	Scenario reddito basso	p. 72
3.4.2	Fondo pensione negoziale	p. 73
3.4.2.1	Scenario base	p. 74
3.4.2.2	Scenario reddito alto	p. 75
3.4.2.3	Scenario reddito basso	p. 75
3.5	I risultati della simulazione in presenza di <i>fiscal drag</i>	p. 76
3.5.1	Scenario base	p. 77
3.5.2	Scenario reddito alto	p. 77

3.5.3	Scenario reddito basso	p. 78
3.6	I benefici fiscali nel modello	p. 79
3.6.1	Scenario base	p. 80
3.6.2	Scenario reddito alto	p. 81
3.6.3	Scenario reddito basso	p. 82
3.7	Conclusioni	p. 83
	Bibliografia	p. 87
	Conclusioni	p. 89

Introduzione

Negli ultimi vent'anni la tematica del risparmio previdenziale ha assunto grande rilevanza anche in Italia, non più solo in paesi come gli Stati Uniti in cui la materia è oggetto di studi da molto tempo. Il crescente interesse è dovuto al fatto che il sistema pensionistico italiano è stato oggetto di un processo di riforma reso necessario a causa dell'enorme deficit pubblico derivante principalmente dal debito previdenziale. Le varie leggi che si sono susseguite dalla riforma Amato del 1992 avevano come obiettivo il contenimento di una spesa per pensioni in continuo aumento, soprattutto per l'innalzamento della speranza di vita della popolazione. Il risultato di questo processo è stato una riduzione delle prestazioni garantite dal sistema pensionistico pubblico e contemporaneamente l'incentivo allo sviluppo della previdenza complementare. E' stato deciso dunque di costituire uno schema multi pilastro, che affianca al sistema pubblico cosiddetto a ripartizione uno privato a capitalizzazione, la previdenza integrativa. Il tema delle scelte nell'ambito del risparmio per la pensione è diventato quindi sempre più importante poiché grava maggiormente sul singolo individuo.

Ad acuire questo fenomeno è intervenuta la riforma della previdenza complementare del 2005, il cui scopo è quello di dare un definitivo impulso al settore, dopo gli scarsi risultati degli interventi precedenti. Grazie a questa riforma i lavoratori dipendenti del settore privato sono stati posti di fronte alla scelta sulla destinazione del loro Trattamento di Fine Rapporto (TFR) maturando. In particolare è stato introdotto l'obbligo di scegliere tra mantenere il TFR futuro presso il datore di lavoro oppure destinarlo alle forme pensionistiche complementari. Tale decisione ha riguardato i lavoratori occupati al 1° gennaio del 2007 e coinvolge ogni neoassunto a partire da quella data. Sicuramente è una scelta non semplice ed immediata, sia a causa del livello medio di educazione finanziaria delle famiglie italiane, sia per il fatto che deve essere effettuata in sei mesi. Inoltre la scelta può influenzare in modo determinante il livello di risparmio

previdenziale dei soggetti interessati e la loro ricchezza pensionistica, infatti l'adesione alle forme complementari non è revocabile e quindi non è possibile riportare in seguito il TFR presso il datore di lavoro.

Nei mesi precedenti l'entrata in vigore della riforma, su tutti gli organi di informazione, sono stati molti i consigli e le opinioni forniti da esperti, giornalisti economici e operatori del settore; anche nel periodo successivo al gennaio 2007 è nato un dibattito sulla bontà e sugli effetti dei provvedimenti attuati. Ovviamente fino ad oggi continua ad essere pubblicato materiale che analizza i vari aspetti della riforma e che spesso consiglia i lavoratori riguardo alla scelta migliore. Ciò accade poiché coloro che non hanno aderito inizialmente ai fondi pensione hanno ancora la possibilità di farlo e perché è una decisione che riguarda ogni neoassunto. Tra le analisi più significative sul tema vi è quella effettuata dalla società di consulenza Progetica, apparsa sul giornale Milano Finanza in un articolo in cui si sostiene che “grazie al fisco il fondo pensione batte sempre il TFR”. Il mio lavoro si propone, tramite un modello di simulazione, di effettuare un'analisi indipendente sulla scelta più conveniente riguardo alla destinazione del TFR, cercando quindi anche di capire se l'affermazione riportata nell'articolo è sempre valida.

Contrariamente agli studi presenti in letteratura, la simulazione è stata effettuata senza determinare a priori il rendimento dei fondi pensione, anzi, il rendimento è un output del modello. Siccome è difficile prevedere le performance di lungo periodo delle forme pensionistiche, il rendimento è considerato l'obiettivo minimo che deve centrare il fondo pensione per pareggiare la prestazione più prevedibile del TFR. Si è deciso quindi di valutare la convenienza relativa tra fondo e TFR alla luce di altri parametri, quali gli anni di distanza dal pensionamento ed il reddito dei lavoratori. Inoltre il modello realizzato cerca di tener conto di tutti i fattori principali che dovrebbero essere considerati da un individuo nel momento in cui compie la scelta sul proprio TFR futuro. Tra questi si tratta in particolare l'aspetto fiscale, il contributo del datore di lavoro e l'incidenza dei costi.

La prima sezione del presente lavoro è dedicata allo studio del sistema pensionistico italiano e delle forme di previdenza complementare. In particolare si presenta la riforma del 2005 in modo da mostrare le opportunità a disposizione dei lavoratori e comprendere quali sono gli elementi che influenzano la scelta sul TFR.

Nel secondo capitolo vengono analizzati uno ad uno i fattori che guidano la decisione dell'individuo e che vanno pesati all'interno del processo decisionale. L'analisi, ove possibile, è sempre effettuata con riferimento al lungo periodo in quanto è l'ottica più conforme al sistema previdenziale. Ad esempio, nel trattare i benefici fiscali introdotti dalla riforma, non si è calcolato solamente il vantaggio riferito al singolo anno, ma gli effetti sono stati valutati su archi temporali più estesi. Come si vedrà, è possibile che le considerazioni cambino quando i fattori sono studiati sull'intero orizzonte lavorativo di un soggetto. Sempre con riferimento all'aspetto fiscale, i montanti finali del fondo pensione e del TFR sono tassati solo per la parte che equivale alla somma dei versamenti effettuati nel tempo, quindi il periodo considerato è fondamentale per quantificare il vero beneficio. Lo stesso approccio è stato utilizzato nell'analisi del profilo rischio-rendimento, del contributo del datore di lavoro e dell'importanza dei costi delle diverse forme pensionistiche.

Nel terzo capitolo, infine, i fattori studiati singolarmente confluiscono in un modello con il quale si simula l'andamento del TFR dal momento in cui l'individuo compie la scelta fino al pensionamento. La simulazione è realizzata per tre tipologie di lavoratori, il giovane, l'adulto e l'anziano, che si distinguono per gli anni che mancano alla pensione nell'istante in cui si trovano di fronte alla decisione. Il modello è implementato per diversi scenari di reddito e dinamiche retributive all'interno dei quali si confronta la rivalutazione del TFR sia con il fondo pensione aperto, sia col fondo negoziale. Il tentativo è di giungere ad un giudizio sulla maggior convenienza tra mantenere il TFR presso il datore di lavoro oppure destinarlo alla previdenza complementare, tenendo conto di tutte le variabili che influenzano la scelta. Nonostante si sia cercato di mantenere delle ipotesi quanto più possibile vicine alla realtà, le simulazioni e le valutazioni di

lungo periodo sono limitate dal fatto che su orizzonti temporali estesi possono intervenire molti cambiamenti, soprattutto a livello normativo, che potrebbero modificare i risultati del presente lavoro.

Capitolo 1

Il sistema pensionistico italiano e la riforma della previdenza complementare

1 Introduzione

Uno degli obiettivi principali dell'Unione Europea è garantire a tutti i cittadini, anche per il futuro, un reddito di pensione adeguato e sostenibile. Per le persone e per la coesione sociale sono essenziali sistemi pensionistici efficienti e solidi, che permettano a tutti di mantenere in misura ragionevole, una volta cessata l'attività lavorativa, il proprio tenore di vita e condizioni di esistenza dignitose. Il sistema previdenziale pubblico in particolare è un'importante conquista sociale, i cui principi fondamentali sono la solidarietà tra generazioni e la solidarietà nazionale.

Inoltre il sistema pensionistico rappresenta uno strumento attraverso il quale i lavoratori possono risparmiare, trasferendo risorse nel tempo. Infatti un lavoratore, versando somme di denaro al sistema pensionistico, riduce il suo consumo durante la carriera lavorativa per acquisire un diritto a ricevere successivamente una prestazione con la quale finanziare il consumo durante il periodo del pensionamento. Alla base di tutto ciò vi è l'ipotesi del ciclo vitale elaborata da Modigliani, secondo cui i consumatori hanno una forte preferenza per la stabilità dei flussi di consumo nel tempo, il cosiddetto *consumption smoothing*. Il risparmio ha quindi la funzione di consentire alle persone di mantenere un consumo relativamente costante anche quando il reddito è variabile.

In questo capitolo prima di tutto si analizzano il sistema pensionistico italiano e soprattutto l'evoluzione della spesa per pensioni. Nel terzo paragrafo viene illustrato il processo di riforma del settore che a partire dagli anni Novanta ha tentato di limitare il forte deficit pubblico dovuto in larga parte al debito previdenziale.

Nel quarto paragrafo si studiano le previsioni al momento disponibili per quanto concerne la spesa pensionistica e i tassi di sostituzione futuri, cioè le motivazioni che hanno condotto alla nascita della previdenza complementare. Dopo aver trattato gli strumenti con i quali è possibile integrare la pensione, il quinto paragrafo descrive la riforma approvata nel 2005, il cui scopo è far

decollare definitivamente il sistema della previdenza complementare. Vengono analizzate le scelte che un lavoratore può effettuare riguardo alla destinazione del TFR maturando, tenendo conto delle prestazioni e del nuovo regime fiscale. Per completare l'argomento si illustra anche la disciplina delle anticipazioni e il capitolo termina con il confronto delle diverse opportunità per il lavoratore in termini di garanzie.

2 Il finanziamento dei sistemi pensionistici ed il calcolo delle prestazioni

Il sistema pensionistico in Italia è finanziato principalmente mediante i contributi sociali, cioè prelievi di denaro effettuati in modo proporzionale al reddito da lavoro. Il metodo di calcolo della pensione però si è modificato nel corso del tempo e quindi le prospettive di copertura previdenziale dei singoli individui sono cambiate. I contributi sociali raccolti possono essere impiegati utilizzando due criteri distinti, il sistema a capitalizzazione o quello a ripartizione.

Con il metodo della capitalizzazione i contributi versati dal lavoratore sono investiti e, aumentati degli eventuali rendimenti, formano un montante col quale si erogano le prestazioni pensionistiche in un periodo di tempo successivo. Il rendimento implicito in questo sistema è quindi il tasso d'interesse vigente per le attività in cui sono investiti i contributi. Inoltre il sistema è in equilibrio quando il montante contributivo, alla fine del periodo di attività, è pari al valore scontato delle prestazioni da erogare al lavoratore.

Nei regimi pensionistici a ripartizione non è presente alcun investimento ed accumulazione di risorse da parte del sistema pensionistico, ma i contributi prelevati in un determinato anno sono utilizzati direttamente per pagare le pensioni erogate nello stesso periodo. Quindi le prestazioni per i pensionati di oggi sono finanziate prelevando risorse a coloro che stanno attualmente lavorando. Il sistema è in equilibrio quando i contributi pagati dai lavoratori forniscono, nell'anno considerato, un gettito pari all'ammontare della spesa per pensioni. Inoltre il rendimento implicito è funzione del tasso di crescita

dell'occupazione e del salario medio, quindi è collegato alla produttività. Diversamente dal metodo a capitalizzazione, nel sistema a ripartizione il diritto a ricevere la prestazione deriva dall'aver pagato, durante il periodo lavorativo, le pensioni delle generazioni precedenti. Per questo il criterio della ripartizione può essere visto come un patto implicito tra generazioni in cui ogni generazione di lavoratori accetta di finanziare il sistema pensionistico, sulla base della promessa che le generazioni future faranno lo stesso. È proprio questa caratteristica il motivo per cui solo la gestione pubblica può utilizzare il metodo della ripartizione, infatti solo lo Stato è in grado di far rispettare l'accordo intergenerazionale.

All'interno del sistema a ripartizione le pensioni sono determinate mediante il metodo retributivo o quello contributivo. Nel primo caso la pensione dipende dalla media delle retribuzioni percepite dal lavoratore in un determinato periodo, stabilito dalla legge, e dagli anni di contribuzione. Le retribuzioni passate sono rivalutate utilizzando l'indice ISTAT dei prezzi. Nel sistema contributivo, invece, la prestazione è strettamente correlata ai contributi effettivamente versati dal lavoratore durante la vita. I contributi sono rivalutati in base all'incremento medio quinquennale del PIL e sono rapportati in modo inversamente proporzionale alla speranza di vita media al momento del pensionamento attraverso un coefficiente di trasformazione. Quest'ultimo è un'aliquota calcolata con metodi attuariali in funzione dell'età del lavoratore e serve a convertire il montante contributivo in rendita. Il coefficiente può essere aggiornato periodicamente per tenere conto dei mutamenti demografici in corso.

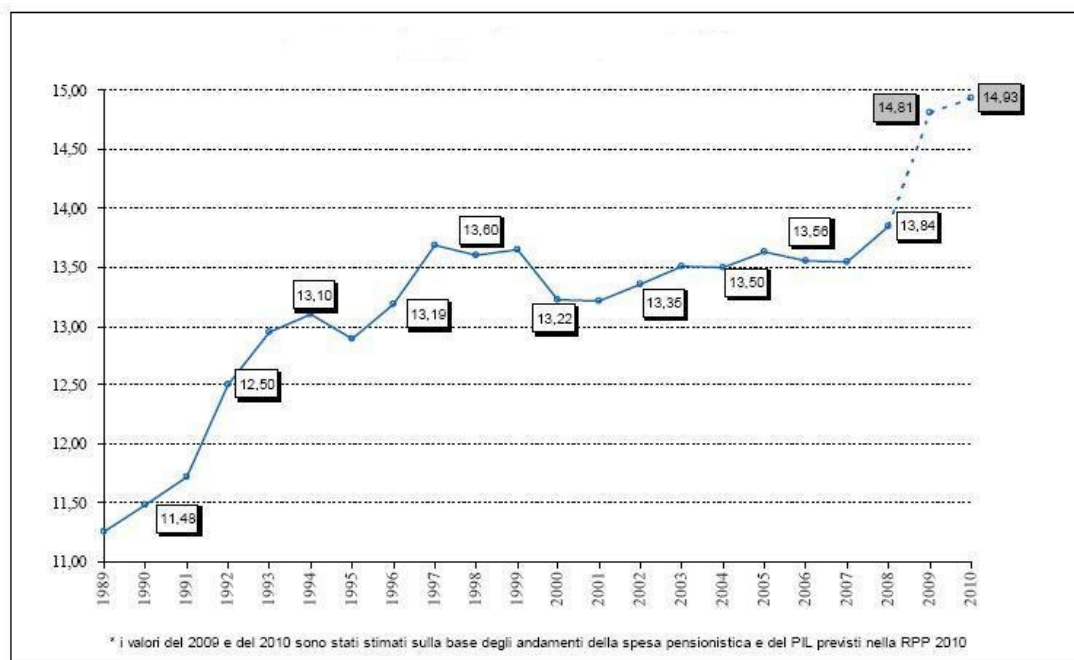
3 La spesa pensionistica e le recenti riforme

Nella fase iniziale, sia in Italia che in altri paesi, il metodo di gestione dei sistemi pensionistici era basato sul regime a capitalizzazione. Nel dopoguerra però, a causa dell'elevata inflazione che riduceva gli accantonamenti dei contributi in termini reali, si decise di abbandonare questo sistema e di passare a

quello a ripartizione. Questo provvedimento, unito ad un metodo di calcolo delle pensioni di tipo retributivo, permise ai pensionati di ottenere prestazioni di importo relativamente elevato, anche con aliquote contributive ed anzianità piuttosto basse. Inoltre negli anni venne estesa la copertura obbligatoria a più categorie di lavoratori, furono introdotte le pensioni sociali e quelle di anzianità. A causa di questi mutamenti, nel corso del tempo si è verificato un forte squilibrio tra gli introiti per contributi e le prestazioni che ha condotto ad un incremento della spesa pensionistica fino a livelli non più sostenibili.

La spesa per pensioni è per l'Italia la componente più rilevante della spesa pubblica complessiva; essa ha determinato la crescita delle dimensioni del settore pubblico e soprattutto del debito. In rapporto al prodotto interno lordo è passata dal 5 per cento registrato nel 1960 a circa il 12 per cento nel periodo appena antecedente al 1992, come si può notare nella Figura 1, che riporta i dati dell'ultimo ventennio.

Figura 1 – Spesa pensionistica in rapporto al PIL*



Fonte: Nucleo di valutazione della spesa previdenziale, rapporto novembre 2009

Secondo i dati Ocse presenti nell'ultimo rapporto del 2009 la spesa sociale per pensioni in rapporto al PIL dell'Italia è la più alta tra i paesi europei ed è doppia rispetto alla media Ocse. Inoltre la previdenza assorbe circa un terzo delle uscite statali totali, pesa infatti per il 30%, ben al di sopra della media che si attesta intorno al 16%.

A parte i migliori trattamenti introdotti nel corso degli anni, la causa principale dell'innalzamento della spesa pensionistica dal secondo dopoguerra è l'aumento della durata della vita. L'Italia infatti è il paese al mondo in cui il tasso di invecchiamento della popolazione è più alto. Come mostra la Tabella 1, i progressi nella speranza di vita alla nascita negli ultimi decenni sono soprattutto dovuti al prolungamento della vita attesa per gli individui nelle età avanzate, mentre i benefici per le classi più giovani sono più contenuti.

Tabella 1 – Crescita della speranza di vita in Italia (valori percentuali)

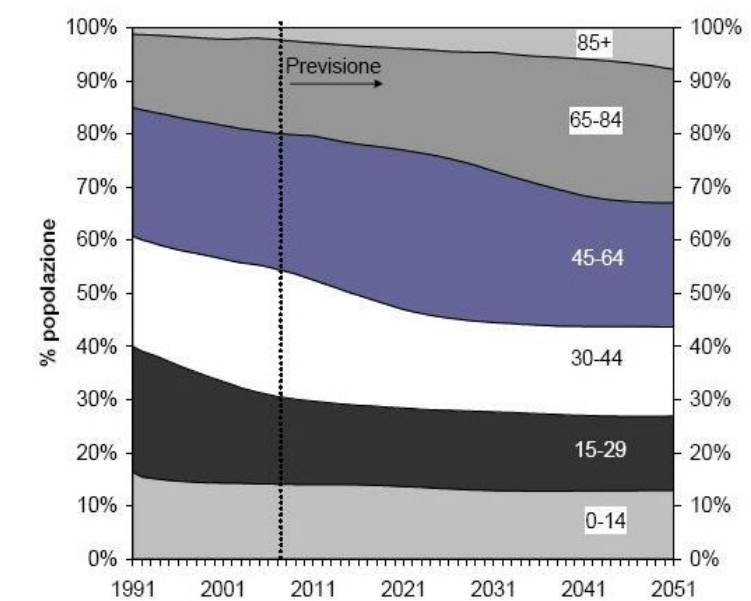
Periodo	Femm. alla nascita	Maschi	Femm. a 30 anni	Maschi	Femm. a 50 anni	Maschi	Femm. a 65 anni	Maschi
1930-40	4,9	3,8	0,6	-0,3	-1,8	-2,2	-5,3	-5,8
1940-50	14,2	14,1	8,0	7,0	10,1	8,2	14,9	14,6
1950-60	6,3	4,1	3,7	0,6	4,3	-1,0	5,3	-1,2
1960-70	4,0	3,0	2,9	1,1	4,1	1,4	6,4	1,0
1970-80	3,9	2,9	3,4	1,3	4,8	1,3	6,7	1,8
1980-90	3,7	4,1	4,6	5,5	7,0	8,9	10,5	11,4
1990-2002	3,4	4,7	4,6	6,4	6,8	9,8	10,2	12,4
1940-60	21,4	18,8	12,0	7,6	14,9	7,1	21,0	13,2
1960-80	8,0	6,0	6,4	2,5	9,2	2,7	13,5	2,8
1980-2002	7,1	9,1	9,4	12,2	14,3	19,6	21,8	25,2

Fonte: Morcaldo G., Pensioni: necessità di una nuova riforma

Rilevante per la spesa pensionistica è proprio il fatto che gli aumenti maggiori si verificano alle età di pensionamento. La fase di accelerazione ha avuto inizio alla metà degli anni settanta e, secondo le previsioni fornite dall'Istat, i guadagni in termini di speranza di vita, pur attenuandosi a partire dal 2010, continueranno a rimanere notevoli. In cifre la speranza di vita passerà dagli attuali 79,1 anni per i maschi e 84,9 per le femmine a rispettivamente 84,5 e 89,5 anni nel 2050. Il dato però più significativo è che, secondo le stime, nello stesso

periodo l'indice di dipendenza degli anziani¹ quasi raddoppierà nei prossimi 40 anni, passando dal 30,9 al 60,9 per cento. L'invecchiamento demografico, unitamente ai bassi tassi di fertilità, condurrà ad uno sconvolgimento della struttura per classi di età della popolazione, come si evince dalla Figura 2 grazie alla quale risulta evidente il progresso degli ultrasessantacinquenni rispetto alle fasce più giovani.

Figura 2 – Popolazione per classi di età, Italia 1991-2051 (valori percentuali)



Fonte:

Previsioni demografiche Istat

Per compensare gli effetti sull'equilibrio del sistema derivanti dall'estensione delle coperture previdenziali e dall'aumento del periodo medio di erogazione delle prestazioni, dai primi anni Novanta si è resa necessaria una serie di riforme. L'obiettivo era di ridurre la spesa pensionistica con interventi graduali e diretti a limitare l'ammontare delle pensioni e ad aumentare il volume dei contributi.

Il primo intervento fu la cosiddetta riforma Amato, decreto legislativo n. 503 del 30 dicembre 1992, i cui principali provvedimenti sono stati i seguenti:

¹ Popolazione con almeno 65 anni su popolazione di età [15-64].

- graduale innalzamento dei requisiti anagrafici e contributivi ai fini dell'accesso alla pensione di vecchiaia;
- aumento del periodo di riferimento per il calcolo della pensione, portato a dieci anni per i lavoratori dipendenti e all'intera vita per i neoassunti dal 1993;
- rivalutazione delle pensioni con cadenza annuale, non più semestrale, e collegata solamente all'indice dei prezzi al consumo calcolato dall'Istat. Si eliminò quindi l'adeguamento delle prestazioni alla dinamica dei salari reali.

Grazie soprattutto a quest'ultima decisione il risultato fu di un contenimento della spesa per pensioni, che in ogni caso continuò ad aumentare. Inoltre, a parità di anni di contribuzione, si veniva a ridurre il **tasso di sostituzione**, cioè il rapporto tra la pensione ricevuta e lo stipendio dell'ultimo anno di lavoro. Esso indica in quale misura il sistema pensionistico permette ai lavoratori di mantenere il tenore di vita di cui si godeva nella fase immediatamente precedente il pensionamento. Quindi in generale le innovazioni introdotte erano coerenti, almeno in parte, con l'obiettivo di ripristinare la stabilità del sistema ed erano anche socialmente accettabili.

Per rafforzare l'azione correttiva sulla spesa si decise di intervenire ancora pochi anni dopo con la Legge n. 335 dell' 8 agosto 1995, conosciuta come riforma Dini. In essa si prevede l'unificazione dell'età pensionabile per gli uomini e le donne ed un suo innalzamento: con 35 anni di contributi il lavoratore può decidere di andare in pensione tra i 57 e i 65 anni. Inoltre la pensione di anzianità è assorbita dalla pensione di vecchiaia unificata, a cui è possibile accedere con almeno 40 anni di anzianità contributiva. L'innovazione fondamentale è però il passaggio da un sistema di calcolo delle prestazioni retributivo a quello contributivo, per cui la liquidazione della pensione è strettamente legata all'ammontare dei contributi versati nel corso dell'intera vita lavorativa. Questi sono rivalutati in base al tasso di crescita medio del PIL nominale degli ultimi cinque anni e l'aliquota contributiva è il 33% per i lavoratori dipendenti. Il

montante contributivo viene poi trasformato in una rendita utilizzando coefficienti di trasformazione variabili in funzione della speranza di vita del lavoratore al momento del pensionamento. Tali coefficienti sono sottoposti a revisione con cadenza decennale. Il passaggio dal vecchio sistema al nuovo non è comunque netto, in quanto la riforma prevede che, in base al numero di anni di contributi già versati all'Inps al 31 dicembre 1995, si distinguano tre sistemi di calcolo:

- per chi ha maturato almeno 18 anni di anzianità contributiva continua ad applicarsi il metodo retributivo;
- per chi è entrato nel mondo del lavoro dal 1° gennaio 1996 si applica integralmente il metodo contributivo;
- per chi ha maturato meno di 18 anni di anzianità contributiva il nuovo metodo si applica *pro rata*, usando entrambi i criteri: la pensione è calcolata col metodo retributivo per il periodo fino al 1995 e successivamente col metodo contributivo.

Nonostante le modifiche apportate allo schema pensionistico, la tendenza ad aumentare della spesa non sembrava interrompersi. L'innalzamento dell'età di pensionamento non era accompagnata da una diminuzione dell'importo delle pensioni, quindi gli impegni dello Stato venivano solo spostati in avanti nel tempo e continuava l'eccedenza delle prestazioni rispetto ai contributi. Inoltre la revisione dei coefficienti di trasformazione solamente ogni dieci anni non era sufficiente e non avrebbe consentito al sistema di raggiungere l'equilibrio.

Visto il perdurare di molte criticità, nel 2004 venne emanata una nuova riforma, la Legge delega n. 243, che si poneva l'obiettivo di risolvere definitivamente il problema della sostenibilità del sistema previdenziale. Dall'anno 2008 la pensione di vecchiaia calcolata con il metodo contributivo è erogata al raggiungimento di 60 anni per le donne e 65 per gli uomini, oppure con 40 anni di contribuzione a prescindere dall'età. Per la pensione di anzianità viene introdotto il cosiddetto "scalone", cioè un innalzamento dell'età pensionabile (con

35 anni di contributi) da 60 a 62 anni entro il 2014. Infine vengono concessi incentivi diretti a ritardare il pensionamento per anzianità; per chi sceglie di proseguire l'attività lavorativa il *bonus* consiste nel non pagare i contributi il cui importo va ad integrare la prestazione pensionistica. Questi interventi sicuramente hanno permesso di contenere la spesa pensionistica nel breve-medio periodo, soprattutto a partire dal 2008, l'anno dal quale si sarebbero inaspriti i requisiti per le pensioni di vecchiaia ed anzianità. Rimangono invece dei dubbi sui risultati di lungo periodo (cfr. Morcaldo, 2007).

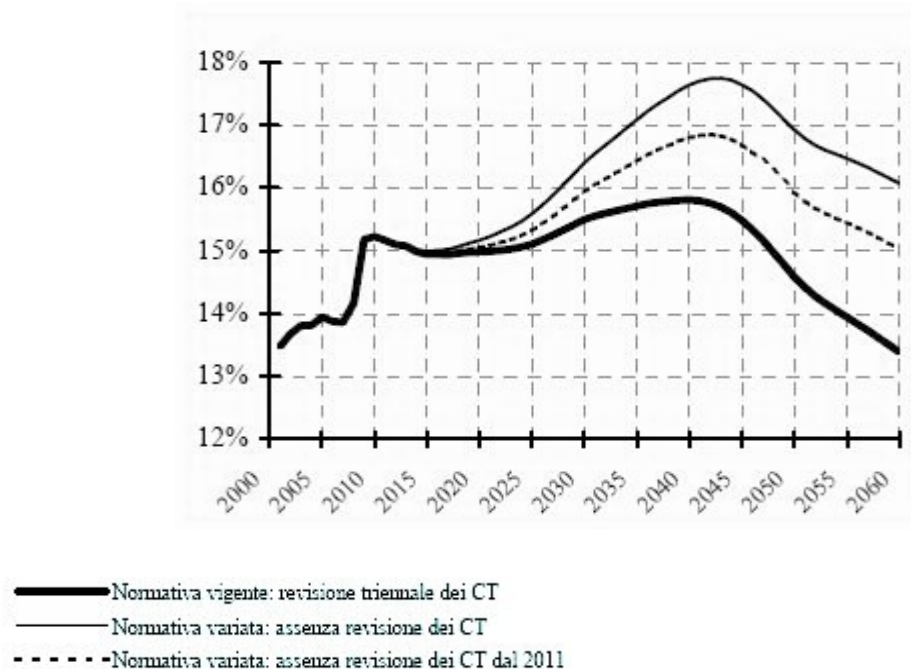
Come già detto, la riforma Dini prevedeva una revisione decennale dei coefficienti di trasformazione del capitale in rendita, ma nel 2005 il primo aggiornamento non è stato attivato. Nel 2007 però è stata emanata la legge 247 di riforma delle pensioni con la quale si è stabilito un primo adeguamento di tali aliquote nel 2010, in effetti deciso ed entrato in vigore dal 1° gennaio 2010. Da questa data in avanti la revisione dei coefficienti di trasformazione avverrà in maniera automatica, secondo gli andamenti demografici, ogni tre anni. Quest'ultimo provvedimento sicuramente avrà grandi effetti sul contenimento della spesa pensionistica, considerando che solamente lavorando di più sarà possibile ottenere pensioni di importo maggiore. In aggiunta a ciò, è stata prevista l'eliminazione dello "scalone", sostituito dal sistema degli scalini, cioè un meccanismo di calcolo basato su quote costituite dalla somma tra età anagrafica e anzianità contributiva. La quota verrà innalzata gradualmente fino al 2013 aumentando così l'età minima per andare in pensione. Rimane comunque la possibilità di ottenere la pensione per anzianità con 40 anni di contributi.

4 Le previsioni e i tre pilastri

Nonostante tre grandi riforme in quindici anni, il sistema pensionistico italiano continua a pesare molto sul bilancio pubblico e a garantire un ottimo grado di copertura del reddito, soprattutto se si confronta con i principali paesi

dell'Unione europea, dove sono già a regime riforme efficaci nel ridurre il debito pensionistico e i tassi di sostituzione. Secondo le previsioni della Ragioneria generale dello Stato la spesa per pensioni in rapporto al PIL aumenterà ancora nel prossimo trentennio, solo quando le varie riforme saranno a pieno regime si verificherà una graduale diminuzione. Osservando la linea più spessa nella Figura 3, dopo un brusco aumento nel periodo 2008-2010 dovuto alla crisi economica, la spesa si stabilizzerebbe grazie alla ripresa ed al graduale innalzamento dei requisiti minimi di età per il pensionamento.

Figura 3 – Spesa in rapporto al PIL per diverse ipotesi sui CT (coefficienti di trasformazione)



Fonte: Ragioneria generale dello Stato

Nel periodo 2020-2040 il rapporto riprenderebbe a salire soprattutto a causa della riduzione del numero di occupati e del fatto che si ritireranno dall'attività lavorativa le generazioni del *baby boom*². Dal 2040 e fino alla fine del periodo di previsione, la spesa pensionistica in rapporto al PIL decrescerebbe fino a raggiungere circa i valori del 2000. Ciò è dovuto al funzionamento a pieno regime del sistema contributivo, per il quale le prestazioni vengono ridotte. Inoltre in questa fase tutte le pensioni da pagare saranno assoggettate ai nuovi requisiti e

² Forte incremento delle nascite che si registrò all'inizio degli anni Sessanta.

quindi terminerà l'effetto per cui l'importo medio aumenta a causa del progressivo innalzamento dei requisiti minimi. Tra i vari provvedimenti, il fattore che più influirà sul contenimento della spesa in rapporto al PIL sembra essere la revisione triennale dei coefficienti di trasformazione. Essa avverrà sulla base delle rilevazioni demografiche e dell'andamento del PIL di lungo periodo rispetto all'andamento dei redditi, effettuati dall'Istat. Come si nota nella figura, nell'ipotesi di assenza di adeguamento dei coefficienti la spesa pensionistica risulterebbe più alta fino ad oltre il 2% rispetto alla normativa vigente. Per comprendere la portata dell'innovazione si può osservare come, anche solo con un'unica revisione nel 2010 mantenuta costante nel tempo, il rapporto spesa/PIL diminuisca sostanzialmente rispetto al caso di assenza assoluta di rideterminazione.

Le riforme degli ultimi venti anni tentano di contenere la spesa pubblica soprattutto riducendo l'importo medio delle pensioni. In particolare la revisione periodica dei coefficienti, insieme al pieno funzionamento del metodo contributivo, causeranno la diminuzione dei tassi di sostituzione. Per analizzare il fenomeno si considerano le previsioni sui tassi di sostituzione netti, cioè che tengono conto non solo delle regole per il calcolo della pensione, ma anche della normativa fiscale e contributiva. Rispetto ai tassi lordi, permettono di valutare meglio di quanto il reddito disponibile di un lavoratore si modifichi nel passaggio alla fase di quiescenza. Considerando la Tabella 2 si può notare come il grado di copertura del sistema previdenziale si contragga a partire dal 2010, diminuendo anche di venti punti percentuali.

Tabella 2 – Tassi di sostituzione netti della previdenza obbligatoria (dipendenti privati)

	2005	2010	2015	2020	2025	2030	2035	2040	2045	2050	2055	2060
età												
					anzianità contributiva: 30 anni							
58	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
60	69,1	65,4	60,4	57,4	54,4	53,1	52,4	52,1	52,0	51,4	51,0	50,8
63	69,1	67,5	63,0	60,5	58,0	56,7	55,9	55,5	55,3	54,7	54,2	53,9
65	69,1	69,2	65,0	63,0	60,8	59,6	58,7	58,1	58,0	57,3	56,7	56,4
					anzianità contributiva: 35 anni							
58	78,7	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
60	78,7	79,6	69,8	66,9	63,7	60,9	59,3	58,6	58,5	58,1	57,6	57,3
63	78,7	79,6	72,4	69,9	67,3	65,1	63,3	62,5	62,4	61,9	61,3	61,0
65	78,7	79,6	74,4	72,3	70,1	68,3	66,5	65,6	65,5	64,9	64,2	63,8
					anzianità contributiva: 40 anni							
58	88,2	89,2	87,7	74,5	71,0	67,8	64,3	62,7	62,4	62,1	61,7	61,4
60	88,2	89,2	87,7	76,2	73,0	70,1	66,9	65,3	65,0	64,6	64,1	63,8
63	88,2	89,2	87,7	79,3	76,6	74,2	71,4	69,7	69,3	68,9	68,3	68,0
65	88,2	89,2	87,7	81,7	79,4	77,4	75,0	73,2	72,8	72,2	71,6	71,2

Ipotesi: Tasso di crescita del Pil nominale 3,53% dal 2010

Tasso di inflazione 2% dal 2010

Dinamica per carriera = produttività per occupato

Fonte: Ragioneria generale dello Stato

Inoltre è evidente come lavorando per più anni sia possibile ottenere una pensione più alta. Queste valutazioni hanno alla base delle ipotesi ben precise e stringenti ed è chiaro che nell'ottica di un periodo così lungo, è necessario contemplare la possibilità che vi siano delle modifiche alla normativa vigente. Infatti non è da escludere il fatto che entro il 2060 verranno realizzate delle nuove riforme che avranno degli effetti sui tassi di sostituzione futuri. Inoltre anche lo sviluppo demografico ed il numero di occupati ipotizzati potrebbero risultare differenti, soprattutto se si innalzeranno i tassi di natalità. Le variabili da tenere in considerazione sono molte ed il variare di alcune di queste rispetto alle previsioni può condurre a risultati molto distanti da quelli sopra riportati.

Tuttavia sembra ormai consolidata l'idea per cui nel futuro vi sarà un problema di adeguatezza delle pensioni, per cui il sistema previdenziale non sarà più in grado di garantire alle persone gli standard di vita del periodo di pre pensionamento. Perciò, parallelamente alle riforme della previdenza obbligatoria, il legislatore ha regolamentato ed incentivato lo sviluppo di forme pensionistiche complementari a capitalizzazione. Fin dal 1993, in attuazione della riforma Amato, è stato emanato il decreto legislativo n.124 che ha istituito "le forme di previdenza per l'erogazione di trattamenti pensionistici complementari del sistema obbligatorio pubblico, al fine di assicurare più elevati livelli di copertura

previdenziale” (art.1). Inoltre il decreto ha istituito la Covip, Commissione di vigilanza sui fondi pensione, a cui spetta il compito di regolare il mercato della previdenza complementare.

A seguito del decreto legislativo n.47 del 2000 che ha introdotto le forme individuali di previdenza, gli strumenti attualmente a disposizione per integrare la pensione sono:

- Forme pensionistiche complementari collettive:
 - fondi pensione chiusi, detti anche negoziali, a cui può aderire solo un collettivo di destinatari con determinate caratteristiche. L'insieme dei destinatari è individuato attraverso contratti o accordi collettivi, nazionali o aziendali, stipulati tra rappresentanti dei lavoratori e dei datori di lavoro, attraverso accordi tra lavoratori autonomi o per iniziativa di enti pubblici;
 - fondi pensione aperti (ad adesione collettiva), istituiti direttamente dagli intermediari finanziari che possono gestire i fondi pensione, cioè SIM, banche, assicurazioni e SGR. L'adesione collettiva di solito si realizza quando il datore di lavoro effettua un accordo aziendale con i sindacati dei lavoratori;
 - fondi istituiti dalle casse dei liberi professionisti;
 - fondi preesistenti, cioè istituiti prima del 1993.

- Forme individuali di previdenza, dette FIP, nelle quali l'adesione avviene su base individuale, a prescindere dall'esercizio di un'attività lavorativa e dal tipo di attività svolta:
 - fondi aperti ad adesione individuale;
 - piani individuali pensionistici (PIP), realizzati mediante la sottoscrizione di contratti di assicurazione sulla vita con finalità previdenziale.

Quindi il processo di riforme ha condotto ad un sistema misto, costituito da tre pilastri fondamentali. Il primo pilastro è il sistema pubblico, finalizzato al trattamento pensionistico di base e finanziato con il metodo della ripartizione. Il secondo pilastro consiste nella previdenza complementare di tipo collettivo, un sistema a capitalizzazione e a contribuzione definita³, mentre il terzo pilastro è costituito dalla previdenza complementare di tipo individuale. Questa moderna concezione di welfare state è già largamente diffusa in Europa e, secondo alcuni economisti, può portare ad un miglioramento del sistema finanziario. In particolare le forme di previdenza complementare possono influire sull'efficienza del sistema finanziario quando riescono a trasformare il risparmio previdenziale in impieghi di lunga durata. Infatti i fondi pensione, come operatori con un orizzonte di investimento di lungo periodo, dovrebbero essere degli azionisti stabili, permettendo alle imprese una pianificazione a lungo termine e garantendo i relativi finanziamenti. Inoltre alcuni economisti ritengono che un sistema multipilastro possa determinare dei vantaggi per i lavoratori in termini di diversificazione del rischio. Infatti i rendimenti dei sistemi a ripartizione e a capitalizzazione non sarebbero positivamente correlati, quindi utilizzare entrambi i meccanismi permetterebbe di diversificare il "portafoglio previdenziale" e ridurre i rischi.

5 La riforma del 2005

Nonostante le riforme degli anni Novanta, la previdenza complementare non ha riscosso il numero di adesioni che ci si attendeva, soprattutto da parte dei giovani, i soggetti che più dovrebbero essere coinvolti nel processo di cambiamento. Per dare un definitivo impulso al settore è stato emanato il decreto legislativo n. 252 del 2005, che ha sostituito la precedente disciplina contenuta essenzialmente nel decreto del 1993 e che rappresenta attualmente la norma di riferimento della previdenza complementare in Italia. La nuova legge effettua una

³ Meccanismo per cui l'importo dei contributi è predeterminato dall'iscritto. La prestazione varia in relazione ai contributi versati e all'andamento della gestione.

riorganizzazione ed una revisione del sistema integrativo, comprendendo in un unico testo anche le norme fiscali. Il principale intervento in favore della previdenza complementare però è quello che favorisce la destinazione del flusso del Trattamento di Fine Rapporto (TFR) ai fondi pensione.

Il TFR, nato nel 1982 al posto dell'indennità di anzianità, è un elemento della retribuzione che viene pagato in modo differito, al momento della cessazione del rapporto di lavoro. Secondo l'art. 2120 del Codice Civile esso si calcola sommando per ciascun anno di servizio una quota pari, e in ogni caso non superiore, all'importo della retribuzione dovuta per l'anno stesso, divisa per 13,5. Su questo ammontare il datore di lavoro trattiene lo 0,50 per cento calcolato sulla retribuzione imponibile ai fini previdenziali, come accantonamento al Fondo miglioramento trattamenti pensionistici dell'Inps. Quindi il TFR accreditato al lavoratore è pari al 6,91 per cento della retribuzione lorda e viene rivalutato al 31 dicembre di ogni anno, escludendo la quota maturata nell'anno corrente, secondo un indice composto. Esso è costituito dalla somma dell'1,5 per cento in misura fissa e del 75 per cento della variazione (se positiva) dell'indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati determinato dall'Istat, rispetto al dicembre dell'anno precedente. La rivalutazione quindi è sempre maggiore di zero e non inferiore all'1,5 per cento.

La riforma del 2005 mirava a far assumere al TFR la finalità prevalente di strumento di finanziamento previdenziale. Infatti i lavoratori del settore privato, con contratto di almeno sei mesi, sono stati chiamati a decidere sulla destinazione del TFR maturando, scegliendo tra il suo mantenimento presso il datore di lavoro oppure il suo conferimento ad una forma pensionistica complementare. Tutti i lavoratori dipendenti, in attività al 31 dicembre 2006, hanno effettuato la scelta nel periodo compreso tra il 1° gennaio ed il 30 giugno 2007; i lavoratori di nuova occupazione, assunti dopo il 31 dicembre 2006, devono effettuare la scelta entro sei mesi dall'assunzione. La riforma ammette che il lavoratore non compia alcuna scelta oppure volontariamente decida di non effettuarla, istituendo il meccanismo del cosiddetto silenzio-assenso. Inoltre la legge prevede delle condizioni di scelta

specifiche in base alla data di assunzione, anteriore al 29 aprile 1993 o successiva.

5.1 TFR presso il datore di lavoro

Nel caso in cui il lavoratore manifesti la volontà esplicita di mantenere il proprio TFR secondo le regole dell'art. 2120 del Codice Civile, la scelta è revocabile e sarà possibile aderire successivamente alla previdenza complementare. La modalità di gestione del TFR dipende dal numero di dipendenti dell'azienda:

- se l'impresa occupa meno di 50 dipendenti, il TFR maturando continua ad essere effettivamente accantonato presso l'azienda;
- se i lavoratori occupati sono almeno 50, l'azienda trasferisce il TFR al Fondo per l'erogazione ai lavoratori dei trattamenti di fine rapporto, gestito dall'Inps per conto dello Stato su apposito conto corrente aperto presso la Tesoreria dello Stato (in breve detto Fondo di Tesoreria).

I flussi di TFR che affluiscono al Fondo di Tesoreria sono utilizzati per finanziare rilevanti opere pubbliche. Inoltre in questo caso il TFR è amministrato nello stesso modo in cui è gestito in azienda e quindi la rivalutazione, le possibilità di anticipazioni e le modalità di erogazione non cambiano. L'unico referente del lavoratore per quanto riguarda la gestione delle prestazioni rimane comunque il datore di lavoro.

5.2 TFR alla previdenza complementare

Se il lavoratore sceglie esplicitamente di conferire il TFR futuro ad una forma pensionistica complementare, la decisione non è revocabile e quindi non

potrà riportare il TFR in azienda. Vi sono diverse regole a seconda delle caratteristiche del dipendente.

I lavoratori di prima occupazione antecedente al 29 aprile 1993 che, al 31 dicembre 2006, non versavano il TFR ad alcuna forma di previdenza complementare, possono scegliere di versare ad una qualsiasi forma previdenziale tutto il TFR futuro oppure la percentuale prevista dagli accordi collettivi. In mancanza di questi accordi deve essere versato almeno il 50% del TFR maturando. La quota non conferita rimane in azienda o viene versata al Fondo di Tesoreria se i dipendenti sono più di 50.

I lavoratori di prima occupazione antecedente al 29 aprile 1993 che, al 31 dicembre 2006, versano già una quota di TFR a forme di previdenza complementare, possono decidere di versare la restante quota alla forma pensionistica alla quale già aderiscono oppure di mantenere invariata la loro situazione. La quota di TFR maturando non conferita resta in azienda o è destinata al Fondo di Tesoreria in caso vi siano almeno 50 dipendenti.

I lavoratori di prima occupazione successiva al 29 aprile 1993 che, al 31 dicembre 2006, non versavano il TFR ad alcuna forma di previdenza complementare, possono scegliere di conferire tutto il TFR futuro ad una qualsiasi forma previdenziale oppure mantenerlo interamente in azienda. Anche in questo caso, se l'azienda occupa più di 50 dipendenti il TFR è destinato al Fondo di Tesoreria.

I lavoratori di prima occupazione successiva al 29 aprile 1993 che, al 31 dicembre 2006, versavano già il TFR a forme di previdenza complementare, non hanno potuto compiere nessuna scelta in quanto hanno già conferito tutto il loro TFR alla forma pensionistica alla quale hanno aderito.

Oltre che con il solo TFR maturando, l'aderente può contribuire alla forma pensionistica complementare con ulteriori contributi, decidendone l'importo liberamente. In questo caso, se gli accordi o contratti collettivi lo prevedono, ha diritto al versamento dei contributi a carico del datore di lavoro, che in media sono compresi tra l'1 e il 2 per cento della retribuzione lorda. In una forma collettiva, gli accordi e i contratti possono stabilire la misura minima della

contribuzione dei lavoratori e dei datori. Se il lavoratore destina il TFR ad una forma individuale e versa anche il proprio contributo, non ha diritto al contributo del datore di lavoro stabilito dal contratto collettivo, a meno che il diritto non sia espressamente previsto nel contratto.

Per quanto riguarda la portabilità, l'aderente può riallocare la propria posizione tra i diversi comparti di un fondo, rispettando il periodo minimo di un anno dall'iscrizione, oppure dall'ultima riallocazione. Dopo due anni di adesione ad una forma pensionistica è possibile trasferire la posizione da un fondo ad un altro, senza costi. Il trasferimento del contributo del datore di lavoro ad una altra forma pensionistica è invece condizionato alle modalità stabilite dai contratti o accordi collettivi.

5.3 “Scelta” tacita

Se entro il 30 giugno 2007, per i lavoratori già in attività al 31 dicembre 2006, oppure sei mesi dalla data di assunzione, il lavoratore non ha espresso indicazioni sulla destinazione del TFR, scatta il meccanismo del cosiddetto silenzio-assenso, cioè un'adesione con modalità tacite alla previdenza complementare. In questo caso il datore di lavoro trasferisce il TFR maturando alla forma pensionistica collettiva prevista dall'accordo aziendale oppure, in mancanza di questo, dagli accordi o contratti collettivi, anche territoriali. Se vi sono più forme pensionistiche collettive, il datore di lavoro trasferisce il TFR futuro alla forma individuata con accordo aziendale o, in mancanza di questo, alla forma con il maggior numero di iscritti nell'azienda. La legge stabilisce che, in caso di conferimento tacito, le risorse confluite al fondo pensione devono essere investite nella linea a contenuto più prudenziale, cioè una linea garantita che offra la restituzione del capitale e rendimenti comparabili al tasso di rivalutazione del TFR. La Covip ha disciplinato il comparto garantito prevedendo una garanzia contrattuale della restituzione integrale del capitale, al netto di ogni onere, entro un lasso di tempo predeterminato e/o al verificarsi di eventi quali il

pensionamento. Inoltre la politica di gestione della linea deve essere idonea a realizzare con elevata probabilità rendimenti che siano almeno pari a quelli del TFR, in un orizzonte temporale pluriennale.

In assenza di una forma pensionistica collettiva di riferimento il TFR è trasferito al FondInps, un'apposita forma pensionistica complementare istituita presso l'Inps. Le risorse di questo fondo costituiscono patrimonio separato ed autonomo rispetto a quello dell'Inps e il TFR conferito tacitamente è destinato al comparto garantito. Trascorso un anno, l'aderente può decidere di cambiare comparto, ma può anche trasferire il proprio trattamento di fine rapporto ad un'altra forma pensionistica complementare.

Tabella 3 – Riepilogo delle possibilità di scelta sulla destinazione del TFR

Tipo di Lavoratore	Possibili scelte di destinazione	Quota percentuale di Tfr	Destinazione
Lavoratore pre '93 non iscritto a un fondo pensione	Azienda	100	Azienda/INPS
	Fondo pensione a sua scelta senza contribuzione	Tra aliquota contrattuale (o in assenza 50) e 100	Fondo pensione scelto
	Fondo pensione contrattuale con contribuzione	Tra aliquota contrattuale e 100	Fondo pensione contrattuale
	Tace	100	Fondo pensione di riferimento
Lavoratore pre '93 iscritto a un fondo pensione	Azienda	Residua	Azienda/INPS
	Suo fondo pensione	Residua	Suo fondo pensione
	Tace	Residua	Suo fondo pensione
Lavoratore post '93 non iscritto a un fondo pensione	Azienda	100	Azienda/INPS
	Fondo pensione a sua scelta senza contribuzione	100	Fondo pensione scelto
	Fondo pensione contrattuale con contribuzione	100	Fondo pensione contrattuale
	Tace	100	Fondo pensione di riferimento
Lavoratore post '93 iscritto a un fondo pensione	Suo fondo pensione	100	Suo fondo pensione

Fonte: Cesari, Grande, Panetta, La previdenza complementare in Italia: caratteristiche, sviluppo e opportunità per i lavoratori

5.4 La fiscalità e le prestazioni

Le regole fiscali sono una leva molto utilizzata per favorire lo sviluppo del sistema previdenziale complementare. Il modello adottato in Italia si articola in tre fasi:

- dei contributi (o fase dell'accumulazione);
- dei rendimenti (o fase dell'investimento);
- delle prestazioni (o fase dell'erogazione).

Lo schema che è stato scelto è "ETT", cioè esenzione, tassazione, tassazione, in quanto si applica l'esenzione dei contributi (entro certi limiti), la tassazione dei rendimenti prodotti nella fase di accumulo e la tassazione delle prestazioni erogate.

In particolare i contributi versati alle forme di previdenza complementare sono interamente deducibili dal reddito complessivo IRPEF fino ad un massimo di 5.164,57 Euro all'anno. Per calcolare le somme deducibili non si tiene conto delle quote di TFR maturando trasferite dal datore di lavoro, che comunque non sono tassate al momento del versamento alla forma pensionistica complementare. Tutto ciò non significa che vi sia un'esenzione definitiva dall'imposizione fiscale, ma è solo un rinvio al momento dell'erogazione delle prestazioni.

Nella fase di accumulo i rendimenti sono soggetti ad imposta sostitutiva delle imposte sui redditi nella misura dell'11 per cento. Questa aliquota è leggermente inferiore a quella applicata sui rendimenti realizzati dai normali investimenti finanziari (12,5 per cento).

Per quanto riguarda la fase dell'erogazione, il diritto alla prestazione pensionistica complementare si ottiene al momento della maturazione dei requisiti di legge per la pensione pubblica, purché si siano cumulati almeno cinque anni di partecipazione al sistema di previdenza integrativa. Le prestazioni possono essere erogate in capitale, secondo il valore attuale, fino ad un massimo

del 50 per cento del montante finale accumulato; il resto deve essere erogato sotto forma di rendita. I vecchi iscritti, cioè iscritti a forme di previdenza complementare prima del 29 aprile 1993, mantengono la facoltà di richiedere la liquidazione dell'intera prestazione in capitale. Le somme erogate sotto forma di capitale e rendita vengono tassate solo per la parte che non è già stata assoggettata a tassazione nella fase di accumulo. Quindi si tratta dei contributi entro la soglia dei 5.164,57 Euro e del conferimento del TFR. Su queste somme si applica una ritenuta alla fonte a titolo d'imposta nella misura del 15 per cento, che si riduce progressivamente di 0,30 punti annui a partire dal sedicesimo anno di permanenza nella forma pensionistica. La riduzione massima è pari al 6 per cento, quindi dal trentacinquesimo anno di partecipazione in poi l'aliquota è il 9 per cento. Inoltre in caso di rendita rivalutabile, il rendimento finanziario verrà tassato con l'aliquota del 12,5 per cento.

Questo articolato sistema fiscale è stato studiato per creare un incentivo fiscale rispetto alla scelta del TFR presso il datore di lavoro. In questo caso, alla rivalutazione annua del TFR è applicata un'imposta sostitutiva dell'11 per cento. Al momento dell'erogazione, la prestazione è liquidata interamente sotto forma di capitale; a questo si applica provvisoriamente una tassazione separata che costituisce un acconto. Il conguaglio è successivamente calcolato dall'Agenzia delle Entrate che determina l'imposta definitiva in base all'aliquota media di tassazione dei cinque anni precedenti a quello in cui è sorto il diritto alla percezione. Per calcolare l'aliquota media bisogna determinare l'imposta di ogni singolo anno secondo le aliquote fiscali in vigore in ciascuno di essi. Si rapporta poi la somma delle imposte alla somma degli imponibili dei cinque anni considerati, ottenendo così l'aliquota media. L'Agenzia delle Entrate però non può utilizzare questo metodo qualora l'applicazione della tassazione ordinaria sia più vantaggiosa per il contribuente.

5.5 Le anticipazioni

Il TFR presso il datore di lavoro è una retribuzione differita che ha lo scopo di agevolare il lavoratore nel superare eventuali difficoltà economiche nel momento dell'interruzione del rapporto lavorativo. Il legislatore tuttavia, per tutelare maggiormente il lavoratore, ha previsto che una parte del TFR possa essere anticipata nel corso dell'attività lavorativa. Anche così il trattamento di fine rapporto svolge la sua funzione di ammortizzatore sociale, in quanto permette di finanziare importanti spese familiari. La normativa prevede la possibilità di richiedere l'anticipazione nei limiti del 70 per cento del TFR maturato, trascorsi almeno 8 anni di rapporto lavorativo presso lo stesso datore di lavoro. L'anticipazione è soddisfatta annualmente nei limiti del 10 per cento dei prestatori di lavoro aventi titolo e comunque nei limiti del 4 per cento del numero totale dei dipendenti complessivi dell'azienda, per determinate fattispecie:

- spese sanitarie per terapie ed interventi straordinari;
- acquisto della prima casa per sé o per i figli;
- spese da sostenere durante il periodo di fruizione dei congedi parentali, dei congedi per la formazione e per la formazione continua.

Questa opzione è intesa come un evento straordinario, utilizzabile solo una volta nel corso del singolo rapporto lavorativo e non è reintegrabile.

Anche per le forme di pensione integrativa è prevista la possibilità di anticipazioni della posizione individuale maturata. Le fattispecie sono:

- in ogni momento, per un importo non superiore al 75 per cento della posizione maturata, per spese sanitarie a seguito di gravissime situazioni relative a sé, al coniuge e ai figli, per terapie ed interventi straordinari;
- decorsi 8 anni di iscrizione al fondo, per un importo non superiore al 75 per cento della posizione maturata, per l'acquisto o per i lavori di

manutenzione ordinaria, straordinaria e di ristrutturazione della prima casa per sé o per i figli;

- decorsi 8 anni di iscrizione al fondo, per un importo non superiore al 30 per cento della posizione maturata, per qualsiasi tipologia di esigenza dell'aderente.

A differenza di quanto avviene per l'anticipazione del TFR, non c'è limite al numero di richieste, ferma restando la percentuale massima consentita. Inoltre l'anticipazione della posizione maturata nella previdenza complementare è sempre reintegrabile dall'aderente. In aggiunta a ciò, in caso di cessazione dell'attività lavorativa che comporti l'inoccupazione dai 12 fino ai 48 mesi, o per mobilità o cassa integrazione, l'aderente può riscattare parzialmente il capitale maturato, nella misura del 50 per cento. Se il periodo di inoccupazione supera i 48 mesi oppure in caso di grave invalidità permanente, è consentito il riscatto totale.

Per gli aderenti ai fondi pensione, le operazioni di riscatto e anticipazione sono assoggettate a tassazione separata, al netto dei redditi già tassati, con una ritenuta fiscale del 15 per cento ridotta di 0,30 punti per ogni anno di partecipazione al fondo oltre il quindicesimo, con un limite massimo del 6 per cento. Fanno eccezione gli anticipi per la prima casa e per altre esigenze, soggetti a tassazione separata con aliquota del 23 per cento. Invece per gli anticipi del TFR presso il datore di lavoro, è prevista una tassazione separata, al netto dei redditi già tassati, con l'aliquota media Irpef del lavoratore dell'ultimo quinquennio precedente l'erogazione.

6 Le garanzie

Il TFR è un credito assistito da privilegio nei confronti del datore di lavoro, quindi in caso di fallimento dell'azienda, concordato preventivo, liquidazione coatta amministrativa oppure procedura di amministrazione straordinaria, il

lavoratore ha una prelazione rispetto agli altri creditori. Se l'attivo realizzato non è sufficiente, per tutelare il lavoratore è stato istituito presso l'Inps un Fondo di garanzia per il trattamento di fine rapporto, che ha lo scopo di sostituirsi al datore di lavoro insolvente nel pagamento del TFR. Questo fondo è alimentato con un contributo del datore di lavoro pari allo 0,20 per cento della retribuzione imponibile, elevato allo 0,40 per cento per i dirigenti di aziende industriali.

La riforma del 2005 prevede che i datori di lavoro, i cui lavoratori destinano il TFR futuro alla previdenza complementare oppure lo trasferiscono al Fondo di Tesoreria, siano esonerati dal versamento del contributo al Fondo di garanzia.

Nonostante ciò, presso l'Inps è stato istituito un Fondo di garanzia della posizione previdenziale complementare che tutela il lavoratore quando il datore di lavoro insolvente non versa i contributi alle forme di previdenza integrativa, o ne versa in misura minore. Il Fondo di garanzia interviene rifondendo ai fondi pensione le somme non versate dal datore di lavoro e copre sia le quote di TFR destinate alla previdenza complementare che il contributo aggiuntivo del datore di lavoro. Questo fondo è finanziato da una quota del contributo di solidarietà, a carico del datore di lavoro, sulle somme versate alla previdenza integrativa. La quota è pari all'1 per cento del contributo di solidarietà, il quale è il 10 per cento dei versamenti effettuati alle forme pensionistiche complementari. La garanzia riguarda sia i lavoratori iscritti a forme collettive che a forme individuali.

7 Conclusioni

Il primo capitolo è dedicato all'analisi del sistema previdenziale, delle forme pensionistiche complementari e del nuovo concetto di stato sociale nato nell'ultimo ventennio. La trattazione fornisce gli elementi necessari per comprendere la portata della scelta cui si sono trovati di fronte milioni di lavoratori italiani e che dovranno affrontare i neoassunti. Inoltre dalla descrizione della riforma del 2005 emergono le variabili fondamentali che possono influire sulla decisione e che verranno trattate nei capitoli successivi.

Bibliografia

- [1] AA.VV., 2007, Personal Manager, volume 8: Le pensioni e la previdenza, EGEA, Milano
- [2] Agenzia delle entrate, 2008, I vantaggi fiscali della previdenza complementare
- [3] Cesari R., Grande G., Panetta F., 2007, La previdenza complementare in Italia: caratteristiche, sviluppo e opportunità per i lavoratori, Banca d'Italia Occasional papers, No.8
- [4] Covip, 2008, Relazione per l'anno 2007, Roma
- [5] Fornero E., Castellino O., 2001, *La riforma del sistema previdenziale italiano*, Il Mulino, Bologna
- [6] ISAE, 2005, Rapporto ISAE, Finanza pubblica e redistribuzione, Roma
- [7] ISAE, 2006, Rapporto ISAE, Finanza pubblica e redistribuzione, Roma
- [8] Morcaldo G., 2007, Pensioni: necessità di una nuova riforma, Banca d'Italia
- [9] Nucleo di valutazione della spesa previdenziale, 2009, Gli andamenti finanziari del sistema pensionistico obbligatorio, Roma
- [10] Ragioneria generale dello Stato, 2010, Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario, Rapporto n.11
- [11] Visco I., 2007, An ageing population: solution from financial markets, Banca d'Italia

Siti consultati

www.covip.it

www.inps.it

www.istat.it

www.tfr.gov.it

Capitolo 2

L'analisi dei fattori che guidano la scelta

1 Introduzione

L'anticipazione di un anno dell'entrata in vigore della riforma della previdenza complementare ha ridotto i tempi utili per informare in modo completo i lavoratori interessati. Quindi dalla fine dell'anno 2006 e per i primi sei mesi del 2007 vi è stata un'ampia produzione di articoli di giornale, opuscoli e ricerche volti a consigliare ed informare i lavoratori; in tal senso anche le organizzazioni sindacali hanno svolto il loro ruolo. In quel periodo è nato un vero e proprio dibattito su quale fosse la scelta migliore riguardo alla destinazione del TFR futuro. Da molte parti si è sostenuto l'invito ad aderire alla previdenza integrativa, soprattutto per gli individui giovani, cioè i soggetti che subiranno le maggiori riduzioni del tasso di sostituzione ed il cui orizzonte d'investimento è più lungo. L'idea di fondo è che i lavoratori con molti anni di fronte prima del pensionamento potrebbero trarre vantaggio dalle proprietà delle azioni riscontrate in alcuni mercati borsistici. In questo modo otterrebbero delle prestazioni finali superiori rispetto alla rivalutazione del TFR lasciato presso il datore di lavoro. Inoltre, solitamente si fa riferimento ai vantaggi fiscali introdotti dalla normativa per favorire lo sviluppo della previdenza complementare in Italia. In ogni caso il dibattito è ancora molto attuale poiché la decisione sulla destinazione del TFR riguarda coloro che non hanno aderito inizialmente ai fondi pensione e ogni neoassunto nel settore privato, anche con contratto a tempo determinato di almeno sei mesi.

In questo capitolo si analizzano i vari elementi che un lavoratore dovrebbe considerare prima di effettuare una scelta così importante per la propria ricchezza pensionistica, e che soprattutto è irrevocabile nel caso di adesione alla previdenza integrativa. I fattori principali sono il profilo rischio-rendimento, l'aspetto fiscale, il contributo del datore di lavoro e l'incidenza dei costi.

2 L'analisi dei rendimenti e della volatilità

Uno dei fattori principali che deve guidare il lavoratore nella scelta è lo studio dei rendimenti dei fondi pensione e del TFR. Tra i lavori più completi al riguardo vi è un *working paper* della Banca d'Italia realizzato da Riccardo Cesari, Giuseppe Grande e Fabio Panetta, intitolato “La previdenza complementare in Italia: caratteristiche, sviluppo e opportunità per i lavoratori”. In questo studio si analizzano le cause alla base del mancato sviluppo dei fondi pensione nel nostro paese ed i possibili vantaggi di cui possono godere i lavoratori aderendo alla previdenza integrativa.

Innanzitutto i rendimenti sono stati confrontati a partire dal 1999, anno in cui sono stati istituiti e hanno iniziato ad operare i primi “nuovi” fondi pensione, aperti e chiusi. Inoltre i dati sono riportati fino al 2006, in quanto la ricerca è stata pubblicata nel maggio 2007. Per i fondi pensione negoziali ed aperti si considera il rendimento medio ponderato dei fondi in gestione finanziaria, al netto delle ritenute fiscali e dei costi. Per il TFR, il tasso di rivalutazione è calcolato al netto dell'imposta sostitutiva dell'11 per cento solo a partire dal 2001, l'anno in cui è stata introdotta questa tassazione. I risultati sono i seguenti:

Tabella 1 - Rendimenti dei fondi pensione e del TFR (dati annuali; valori percentuali)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	Rendimento medio annuo composto
Fondi pensione negoziali	11,2	3,6	-0,5	-3,4	5,0	4,5	7,4	3,8	3,9
Fondi pensione aperti	24,0	2,9	-5,6	-13,1	5,7	4,3	11,5	2,4	3,5
TFR	3,1	3,5	2,9	3,1	2,8	2,5	2,6	2,4	2,9

Fonte: Cesari, Grande, Panetta, La previdenza complementare in Italia: caratteristiche, sviluppo e opportunità per i lavoratori.

Osservando il rendimento medio annuo composto si nota la migliore performance dei fondi pensione negoziali, mentre il TFR ha reso meno anche dei fondi pensione aperti.

Sicuramente otto anni di analisi sono un intervallo di tempo limitato per valutare il rendimento dei fondi pensione, il cui orizzonte di investimento è il lungo periodo. Nonostante ciò, l'elemento più importante da considerare è l'avvento della crisi economica, che ha colpito duramente tutto il settore finanziario e ha influito sugli investimenti effettuati dai fondi pensione. Ampliando il periodo di riferimento fino al 2010, e quindi comprendendo gli effetti della crisi, i rendimenti medi annui si modificano, come riportato nella Tabella 2.

Tabella 2 - Rendimenti dei fondi pensione e del TFR (dati annuali; valori percentuali)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Rendim. medio annuo composto
FPN	11,2	3,6	-0,5	-3,4	5,0	4,5	7,4	3,8	2,1	-6,3	8,5	3,0	3,1
FPA	24,0	2,9	-5,6	-13,1	5,7	4,3	11,5	2,4	-0,4	-14,0	11,3	4,2	2,3
TFR	3,1	3,5	2,9	3,1	2,8	2,5	2,6	2,4	3,1	2,7	2,0	2,6	2,8

Fonte: elaborazioni su dati Covip

Con questi dati si può effettuare una valutazione approssimativa del comportamento dei fondi e del TFR in una fase turbolenta dei mercati. In particolare i fondi pensione aperti hanno subito i maggiori ribassi, probabilmente a causa del più alto contenuto di azioni che caratterizza i loro portafogli. I fondi pensione negoziali sono passati da un rendimento medio del 3,9 per cento al 3,1, mentre il TFR si è rivalutato del 2,8 per cento nei dodici anni considerati, superando quindi i fondi aperti.

Lo studio dei rendimenti non può essere esaustivo senza tener conto del grado di rischio e quindi della volatilità. Nel periodo di riferimento risulta evidente come il rendimento dei fondi sia maggiormente soggetto ad oscillazioni,

mentre il TFR presenta un andamento molto più lineare, che segue quello del tasso d'inflazione. L'indice dei prezzi al consumo è stato sicuramente influenzato dalla recessione, ma la diminuzione che si è verificata principalmente nel 2009 non ha influito sull'andamento complessivo del TFR. Calcolando le deviazioni standard si ha una conferma della minore volatilità della rivalutazione del TFR rispetto ai fondi pensione.

Tabella 3 - Deviazione standard per il periodo 1999 - 2010 (1)
(valori percentuali)

Fondi pensione negoziali	4,9
Fondi pensione aperti	10,6
TFR	0,4

(1) Deviazione standard dei rendimenti annuali.
Fonte: elaborazioni su dati Covip

Inoltre dal confronto emerge una maggior volatilità dei rendimenti dei fondi pensione aperti rispetto a quelli negoziali, dovuta, anche in questo caso, al numero superiore di azioni in cui investono.

Come già ricordato, anche estendendo la serie a dodici anni, il confronto non si può ritenere esaustivo in quanto gli investimenti previdenziali nascono con lo scopo di soddisfare necessità di lungo periodo. A tal proposito, gli autori dello studio hanno analizzato i rendimenti nominali delle principali attività finanziarie e del TFR, la loro volatilità e l'indice di Sharpe⁴ su un periodo che va dal 1950 al 2006. I rendimenti riportati per le azioni italiane sono ottenuti calcolando la variazione percentuale sui dodici mesi a fine anno di un indice che tiene conto del reinvestimento dei dividendi. Dal gennaio 1993 l'indice è MSCI Italy, per il periodo precedente sono stati utilizzati i dati della Banca d'Italia. La formula di rivalutazione del TFR, in vigore dal 1982, è stata applicata anche agli anni precedenti. Inoltre tutti i dati sono al lordo delle ritenute fiscali.

⁴ In questa analisi l'indice è dato dal rapporto tra il rendimento in eccesso sul Bot e la deviazione standard. Esso rappresenta il rendimento percepito dall'investitore per ogni unità di rischio addizionale.

Tabella 4 - Rendimento e volatilità delle principali attività finanziarie e del Tfr
(dati annuali; valori percentuali)

	Bot a 12 mesi	Btp	Azioni italiane	TFR
<i>(a) periodo: 1950 - 2006 (57 anni)</i>				
media	7,76	2,9	14,03	6,35
deviazione standard	5,03	14,09	28,14	4,35
rendimento in eccesso sul Bot		-4,85	6,27	-1,41
Sharpe Ratio		-0,34	0,22	-0,32

Fonte: Cesari, Grande, Panetta, La previdenza complementare in Italia: caratteristiche, sviluppo e opportunità per i lavoratori.

Il rendimento medio maggiore risulta quello delle azioni italiane che, nonostante una variabilità elevata, presentano uno Sharpe ratio migliore rispetto ai Buoni del Tesoro Poliennali (BTP) e al TFR. Da questi risultati deriva la considerazione che i giovani dovrebbero investire maggiormente in azioni, in quanto su orizzonti temporali lunghi le eventuali perdite sono riassorbite più facilmente. Per gli individui più anziani invece, più vicini al pensionamento, sembrerebbe ragionevole aumentare la quota degli investimenti a basso rischio come titoli di Stato a breve termine e obbligazioni. Ciò in modo da ridurre le possibilità che il montante finale subisca perdite, non più recuperabili, poco prima del momento del pensionamento.

Questo ragionamento è supportato anche da un'ampia parte della letteratura finanziaria, per la quale i rendimenti azionari presentano la caratteristica di *mean reversion*, cioè la tendenza dei prezzi azionari a tornare verso un valore medio di lungo periodo. Quindi titoli che riportano bassi rendimenti tenderanno ad averli alti nel futuro, e viceversa. Questo fenomeno, registrato in alcuni mercati di borsa, è dovuto all'esistenza di autocorrelazione negativa nei rendimenti e genera una diminuzione della rischiosità nel lungo termine. Perciò numerosi ed

autorevoli autori sostengono che i giovani, che hanno un orizzonte d'investimento esteso, dovrebbero pesare di più le azioni nei loro portafogli, in modo da ottenere performance con un miglior rapporto rischio-rendimento. Nonostante tali studi, la limitatezza delle serie disponibili e altre analisi che escludono la presenza di *mean reversion*, fanno sì che il dibattito su questo tema sia ancora aperto e che non si sia ancora giunti ad una teoria definitiva.

Per completare l'analisi è possibile sfruttare la serie storica elaborata dall'Ufficio Studi di Mediobanca e i dati forniti dall'Istat. Per le azioni italiane è stato calcolato il rendimento nominale medio annuo composto a partire dall'indice dei corsi azionari *total returns*. I risultati sono i seguenti:

Tabella 5 - Rendimento e volatilità delle principali attività finanziarie e del Tfr
(dati annuali; valori percentuali)

	Bot a 12 mesi	Azioni italiane	TFR
<i>(a) periodo: 1950 - 2006 (57 anni)</i>			
media	7,54	10,67	6,43
deviazione standard	4,86	27,52	4,63
rendimento in eccesso sul Bot		3,13	-1,11
Sharpe Ratio		0,11	-0,24

Fonte: elaborazioni su dati dell'Ufficio Studi di Mediobanca e dell'Istat

Confrontando il rendimento medio annuo composto per il periodo compreso tra il 1950 e il 2006, si può osservare come i rendimenti nominali delle azioni siano inferiori rispetto ai dati precedenti, mentre la deviazione standard non sia molto differente. Ciò dà origine ad uno Sharpe ratio più contenuto, seppur ancora superiore rispetto alla rivalutazione media del TFR.

Siccome il periodo considerato è caratterizzato da un livello molto elevato dell'inflazione fino agli anni Ottanta, gli autori della ricerca hanno effettuato

l'analisi anche per due sottoperiodi più recenti, con un tasso d'inflazione via via inferiore. Essi si sono concentrati sull'intervallo 1985 – 2006, caratterizzato da inflazione inferiore al 10 per cento, e sull'intervallo 1996 – 2006, con inflazione inferiore al 3 per cento. La tabella seguente riporta i risultati ottenuti utilizzando le serie storiche di Mediobanca per le azioni e per i Bot, dell'Istat per il TFR.

Tabella 6 - Rendimento e volatilità delle principali attività finanziarie e del Tfr
(dati annuali; valori percentuali)

	Bot a 12 mesi	Azioni italiane	TFR
<i>(b) inflazione inferiore al 10 per cento: 1985 - 2006 (22 anni)</i>			
media	7,81	14,68	4,17
deviazione standard	4,25	32,73	1,52
rendimento in eccesso sul Bot		6,87	-3,64
Sharpe Ratio		0,21	-2,39
<i>(c) inflazione inferiore al 3 per cento: 1996 - 2006 (11 anni)</i>			
media	4,11	15,00	3,05
deviazione standard	2,17	23,97	0,35
rendimento in eccesso sul Bot		10,89	-1,06
Sharpe Ratio		0,45	-3,03

Fonte: elaborazioni su dati dell'Ufficio Studi di Mediobanca e dell'Istat

Si può osservare come gli Sharpe ratio delle azioni siano positivi e superiori rispetto al TFR, ma anche come la volatilità dei titoli azionari rimanga più elevata.

Come effettuato in precedenza, anche in questa analisi può risultare interessante estendere le serie fino al 2010, ricomprendendo quindi gli effetti della crisi. Dai dati emerge come i rendimenti medi annui composti siano diminuiti, prevedibilmente in misura maggiore considerando gli intervalli

temporali più recenti, dal 1985 e dal 1996. Soprattutto però si evidenzia un incremento della volatilità, mentre nei dati che riguardano la rivalutazione del TFR non si osservano particolari scostamenti rispetto ai calcoli pre crisi.

Tabella 7 - Rendimento e volatilità delle principali attività finanziarie e del Tfr fino al 2010
(dati annuali; valori percentuali)

	Bot a 12 mesi	Azioni italiane	TFR
<i>(a) periodo: 1950 - 2010 (61 anni)</i>			
media	7,20	8,96	6,20
deviazione standard	4,90	27,94	4,56
<i>(b) periodo: 1985 - 2010 (26 anni)</i>			
media	6,97	9,95	3,95
deviazione standard	4,42	32,90	1,50
<i>(c) periodo: 1996 - 2010 (15 anni)</i>			
media	3,67	6,82	3,01
deviazione standard	2,14	27,04	0,38

Fonte: elaborazioni su dati dell'Ufficio Studi di Mediobanca e dell'Istat

E' necessario infine ricordare che i fondi pensione italiani non investono solamente in Italia, anzi gran parte del loro patrimonio è impiegato sui mercati esteri. Un'analisi completa dei rendimenti richiederebbe quindi l'estensione a più paesi e, ove possibile, a periodi di tempo più ampi⁵.

⁵ Per un'analisi approfondita sui premi al rischio azionari nel lungo periodo ed in diversi paesi si veda Dimson, Elroy, Paul Marsh, and Mike Staunton, 2003, Global evidence on the equity risk premium, *Journal of Applied Corporate Finance* 15, 8-19.

3 I vantaggi fiscali

La leva su cui il legislatore ha puntato maggiormente per dare un definitivo impulso allo sviluppo della previdenza integrativa in Italia è l'incentivo fiscale. Come spiegato nel primo capitolo, esso si sostanzia in una tassazione favorevole al momento dell'erogazione della prestazione. Infatti, mentre il lavoratore che ha lasciato il TFR presso il datore è tassato secondo l'aliquota media IRPEF dei cinque anni precedenti il pensionamento, colui che ha aderito ad una forma pensionistica è tassato in modo diverso in base agli anni di partecipazione, ma sempre in misura inferiore. Fino a quindici anni di permanenza nella forma pensionistica complementare l'aliquota è pari al 15 per cento, dal sedicesimo anno in poi essa si riduce di 0,30 punti all'anno. La riduzione massima è pari al 6 per cento, perciò dal trentacinquesimo anno di partecipazione in avanti la tassazione è del 9 per cento. Invece per quanto riguarda il lavoratore che mantiene il TFR presso il datore di lavoro, secondo le aliquote IRPEF vigenti, l'aliquota minima con la quale può essere tassato è il 23 per cento. E' necessario infine ricordare che in ogni caso l'ammontare finale, sia sottoforma di capitale che di rendita, è tassato solamente per la parte che non è già stata tassata nella fase di accumulo. Nelle analisi che seguiranno ciò vuol dire che, al momento dell'erogazione della prestazione, è assoggettato a tassazione unicamente il conferimento del TFR.

Per valutare i benefici fiscali, isolandone l'effetto dagli altri fattori, si possono considerare 100 Euro di versamenti effettuati, analizzando diversi periodi di tempo. Se il lavoratore aderisce alla previdenza complementare per non più di quindici anni, i suoi versamenti verranno tassati del 15 per cento. Se mantiene il TFR in azienda e la sua fascia di reddito è la più bassa, le somme versate saranno tassate del 23 per cento. In sostanza quindi, nel primo caso il lavoratore ottiene 85 Euro, nel secondo 77. La differenza è di 8 Euro, per cui si può affermare che l'adesione al fondo pensione porta un vantaggio del 10,4 per

cento. Nella tabella seguente vengono riportati i risultati per diversi anni di permanenza nella previdenza integrativa, fino ad un massimo di 40, cioè il caso in cui un giovane di 25 anni conferisca il suo TFR ad un fondo pensione e vada in pensione a 65.

Tabella 8 – Vantaggio fiscale in funzione degli anni di permanenza (1)
Aliquota IRPEF: 23%

Anni	Tassazione prestazioni		differenza	Vantaggio
	TFR	Fondo pensione		
1 - 15	23%	15%	8	10,4%
16	23%	14,7%	8,3	10,8%
20	23%	13,5%	9,5	12,3%
30	23%	10,5%	12,5	16,2%
35	23%	9%	14	18,2%
40	23%	9%	14	18,2%

(1) Per il TFR si considera l'aliquota minima possibile

Si nota come il vantaggio espresso in percentuale aumenta con il crescere degli anni di adesione a partire dal sedicesimo, grazie al meccanismo che riduce l'aliquota di 0,30 punti per ogni anno, fino al trentacinquesimo.

La stessa analisi può essere effettuata per un lavoratore con aliquota IRPEF massima, cioè al 43 per cento. In questo caso il vantaggio sarà maggiore poiché le aliquote per tassare il fondo pensione dipendono solamente dal periodo di adesione.

Tabella 9 – Vantaggio fiscale in funzione degli anni di permanenza (1)
Aliquota IRPEF: 43%

Anni	Tassazione prestazioni		differenza	Vantaggio
	TFR	Fondo pensione		
1 - 15	43%	15%	28	49,1%
16	43%	14,7%	28,3	49,6%
20	43%	13,5%	29,5	51,8%
30	43%	10,5%	32,5	57,0%
35	43%	9%	34	59,6%
40	43%	9%	34	59,6%

(1) Per il TFR si considera l'aliquota massima possibile

Il vantaggio riportato nella tabella rappresenta il beneficio massimo ottenibile in quanto la differenza tra l'aliquota IRPEF e l'aliquota stabilita dalla riforma è la più ampia possibile.

Nonostante l'incentivo fiscale appaia molto forte, è interessante capire come questo beneficio influisca sulla performance annua del fondo pensione rispetto alla rivalutazione del TFR lasciato presso il datore di lavoro. Bisogna cioè quantificare, per i vari orizzonti temporali, di quanto la tassazione più favorevole migliori il rendimento annuo di una forma pensionistica complementare. E' stato quindi calcolato il vantaggio fiscale annuo in percentuale, partendo dal beneficio totale e riportandolo su base annua. I risultati che si ottengono in funzione dei vari anni di permanenza nel fondo sono i seguenti:

Tabella 10 – Vantaggio fiscale annuo in funzione degli anni di permanenza

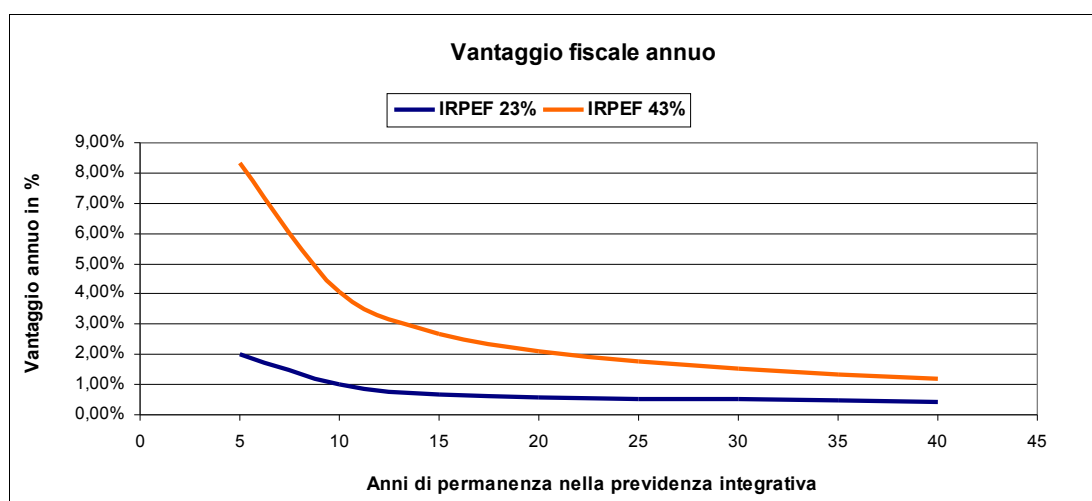
Aliquota IRPEF: 23%

Aliquota IRPEF: 43%

Anni	Vantaggio totale	Vantaggio annuo	Anni	Vantaggio totale	Vantaggio annuo
5	10,4%	2,00%	5	49,1%	8,32%
10	10,4%	0,99%	10	49,1%	4,08%
15	10,4%	0,66%	15	49,1%	2,70%
20	12,3%	0,58%	20	49,6%	2,11%
25	14,3%	0,54%	25	51,8%	1,75%
30	16,2%	0,50%	30	57,0%	1,52%
35	18,2%	0,48%	35	59,6%	1,35%
40	18,2%	0,42%	40	59,6%	1,18%

Grafico 1 – Vantaggio fiscale annuo in percentuale in funzione degli anni di permanenza

permanenza



Ciò significa che, considerando ad esempio 40 anni di adesione alla previdenza integrativa, la fiscalità più vantaggiosa migliora il rendimento lordo di un fondo pensione dello 0,42 per cento annuo per il lavoratore con aliquota IRPEF minima. In pratica si ottiene un uguale risultato finale confrontando il TFR che in azienda si rivaluta del 3 per cento annuo ed un fondo che rende il 2,58 per cento.

Osservando il grafico si può notare come il vantaggio annuo in percentuale diminuisca con l'aumentare degli anni di adesione alla previdenza integrativa, per entrambe le tipologie di lavoratore. Quindi, in termini di beneficio annuo, il sistema avvantaggia i lavoratori che rimangono per un periodo minore nella

forma pensionistica. Inoltre, il soggetto con aliquota IRPEF più alta ottiene il beneficio massimo, che però decresce con il tempo più rapidamente rispetto al beneficio minimo del soggetto con aliquota 23 per cento.

A sostegno di questa analisi vi è anche il lavoro di Cesari, Grande e Panetta. In effetti, per valutare in modo più completo l'effetto della tassazione agevolata delle prestazioni, è necessario considerare che la tassazione finale incide solo su ciò che non era stato già tassato nella fase di accumulo, quindi i versamenti. Perciò il beneficio fiscale agisce solo su una parte del montante totale accumulato dal lavoratore, in quanto la parte derivante dai rendimenti (del TFR o del fondo pensione) è già stata tassata in precedenza all'11 per cento. Nel *paper* gli autori ipotizzano un versamento iniziale di 1000 Euro, che cresce del 3 per cento all'anno, e lo stesso rendimento del 5 per cento per il TFR e per il fondo pensione. In questo modo è possibile isolare l'effetto fiscale, poiché la diversa tassazione viene applicata su due montanti finali uguali.

Dopo 30 anni un lavoratore che ha versato 47575 Euro ottiene un montante, al netto della tassazione dell'11 per cento dei rendimenti, pari a 87376 Euro. Colui che ha conferito il TFR al fondo pensione subirà una tassazione dei versamenti con aliquota del 10,5 per cento, mentre colui che lo ha mantenuto in azienda verrà tassato come minimo del 23 per cento. Dal confronto dei due montanti finali emerge come nel primo caso l'ammontare totale sia superiore del 7,8 per cento. Nella tabella che segue vengono anche riportati i risultati per orizzonti di 10 e 20 anni, aggiungendo il calcolo del relativo vantaggio annuo percentuale.

Tabella 11 – Vantaggio fiscale in funzione degli anni di permanenza
Aliquota IRPEF: 23%

	Vantaggio totale	Vantaggio annuo
Lavoratore anziano (10 anni di contribuzione)	8,1%	0,78%
Lavoratore medio (20 anni di contribuzione)	7,5%	0,36%
Lavoratore giovane (30 anni di contribuzione)	7,8%	0,25%

Fonte: elaborazioni su ipotesi di Cesari, Grande, Panetta, La previdenza complementare in Italia: caratteristiche, sviluppo e opportunità per i lavoratori.

I dati confermano l'analisi precedente, infatti il lavoratore che aderisce alla previdenza integrativa per 10 anni usufruisce di un beneficio superiore rispetto a chi vi permane per più tempo.

Per ampliare ulteriormente la ricerca dei tre autori, è possibile effettuare lo stesso calcolo anche per gli individui con aliquota IRPEF massima (43 per cento), cioè i lavoratori con redditi più alti. I risultati sono i seguenti:

**Tabella 12 – Vantaggio fiscale in funzione degli anni di permanenza
Aliquota IRPEF: 43%**

	Vantaggio totale	Vantaggio annuo
Lavoratore anziano (10 anni di contribuzione)	35,5%	3,08%
Lavoratore medio (20 anni di contribuzione)	27,6%	1,23%
Lavoratore giovane (30 anni di contribuzione)	23,1%	0,70%

Fonte: elaborazioni su ipotesi di Cesari, Grande, Panetta, La previdenza complementare in Italia: caratteristiche, sviluppo e opportunità per i lavoratori.

Ancora una volta si evidenzia come il beneficio sia maggiore per il soggetto con aliquota IRPEF massima, ed anche in questo caso il vantaggio per il

lavoratore più vicino alla pensione è superiore rispetto a quello del lavoratore giovane.

Per completare lo studio della disciplina fiscale è possibile analizzare l'andamento del beneficio al variare del rendimento di TFR e fondo pensione. Utilizzando un'aliquota IRPEF del 27 per cento, più coerente con la dinamica dei versamenti impiegata, si può notare come con rendimenti alti rimanga avvantaggiato chi permane per meno anni nella previdenza complementare. Con rendimenti bassi però la convenienza è massima per colui che aderisce per 30 anni.

Tabella 13 – Vantaggio fiscale in funzione degli anni di permanenza

Dinamica retributiva: 3%

Aliquota IRPEF: 27%

	Rendimento 10%	Rendimento 1%
	Vantaggio totale	Vantaggio totale
Lavoratore anziano (10 anni di contribuzione)	9,8%	15,6%
Lavoratore medio (20 anni di contribuzione)	6,5%	16,7%
Lavoratore giovane (30 anni di contribuzione)	4,7%	19,4%

Il motivo per cui con rendimenti alti il vantaggio diminuisce al crescere della permanenza nel fondo è che la tassazione al momento del pensionamento è effettuata solo sui versamenti e non sulla parte di prestazione derivante dai rendimenti. Se i rendimenti sono alti, i versamenti rappresentano, col passare del tempo, via via una quota sempre più ridotta della prestazione finale. Quindi il beneficio fiscale si applica su tale quota sempre più piccola, per cui l'incidenza del vantaggio sulla prestazione totale ottenuta dal lavoratore si riduce con gli anni di adesione al fondo.

4 Il contributo del datore di lavoro

Tra gli argomenti utilizzati per dare impulso allo sviluppo dei fondi pensione vi è il fatto che, aderendo alla forma previdenziale individuata dagli accordi collettivi, i lavoratori possono beneficiare del contributo del datore di lavoro. Questa somma aggiuntiva è versata nel caso in cui anche il lavoratore destini al fondo un contributo, oltre al conferimento del TFR. L'ammontare minimo del contributo a carico del lavoratore e del datore di lavoro è stabilito all'interno del contratto collettivo.

Per valutare questo elemento nel *paper* si fa riferimento alle aliquote contrattuali medie di contribuzione al fondo pensione fornite dalla Covip. Oltre al 6,91 per cento della retribuzione che deriva dal TFR, il contributo medio a carico del datore di lavoro è l'1,22 per cento, mentre quello a carico del lavoratore è l'1,17. La contribuzione totale è quindi mediamente il 9,3 per cento del salario lordo. Sulla base di questi dati, il lavoratore versa al fondo l'8,08 per cento della retribuzione, ma aggiungendo il contributo datoriale l'investimento effettivo risulta essere pari al 9,3 per cento. Secondo gli autori dello studio ciò conduce ad una redditività immediata ed "automatica" data dal rapporto fra il contributo totale ed il contributo del lavoratore. Per cui si ha:

$$\text{redditività contributo datoriale} = \frac{9,30\%}{8,08\%} - 1 = 15,1\%$$

Allo scopo di calcolare il beneficio del contributo, l'investimento nel fondo pensione è stato confrontato con un investimento alternativo. L'ipotesi è che il lavoratore che non aderisce alla previdenza complementare investa sul mercato finanziario la quota di retribuzione a suo carico se avesse aderito, in questo caso l'1,17 per cento. Per isolare l'effetto del contributo non si è tenuto conto della tassazione, né nella fase di accumulo, né sulla prestazione finale. L'analisi è effettuata in funzione di rendimenti del mercato finanziario compresi tra -10 e

+10 per cento; l'inflazione è posta al 2 per cento, per cui il TFR rende il 3 per cento. Inoltre i risultati sono validi solamente per il primo anno successivo alla scelta. Riassumendo, il lavoratore che si iscrive al fondo vi investe il 9,3 per cento della retribuzione annua, mentre colui che mantiene il TFR in azienda investe sui mercati l'1,17 per cento, ottenendo lo stesso rendimento del fondo pensione.

Per confrontare le due scelte si può ipotizzare un salario annuo di 100 Euro e, come esempio, un rendimento del mercato finanziario del 6 per cento.

Lavoratore che aderisce al fondo pensione

Al termine del primo anno di adesione si ottiene che i 9,3 Euro investiti nel fondo pensione diventano 9,9 Euro. Senza 1,22 Euro dal datore di lavoro, la somma accumulata a fine anno sarebbe stata di 8,56 Euro. Il lavoratore usufruisce quindi della già citata redditività "automatica" del 15,1 per cento, data in questo caso dal rapporto tra 9,9 e 8,56. In totale si ha che il lavoratore ha investito 8,08 Euro (6,91 del TFR e 1,17 del proprio contributo) e, alla fine dell'anno, ricava 9,9 Euro. Il rendimento totale è quindi il 22 per cento.

Lavoratore che non aderisce al fondo pensione

Il lavoratore che non aderisce al fondo investe 1,17 Euro sul mercato finanziario, ottenendo 1,24 Euro grazie al rendimento del 6 per cento. A questi vanno aggiunti i 6,91 Euro del TFR in azienda che, rivalutati del 3 per cento, diventano 7,12 Euro. Quindi, al termine del primo anno, il lavoratore si ritroverà con 8,36 Euro, dati dalla somma di 1,24 e 7,12. In totale, l'investimento iniziale di 8,08 Euro ha originato un ammontare finale di 8,36 Euro, per cui il rendimento totale è del 3,4 per cento.

Estendendo l'analisi a rendimenti finanziari che vanno dal -10 al +10 per cento, si ottengono i risultati riportati nella seguente tabella:

Tabella 14 – Beneficio derivante dal contributo del datore, misurato nel primo anno di adesione al fondo pensione (valori percentuali)

	<u>lavoratore che aderisce</u>	<u>lavoratore che non aderisce</u>
Rendimento finanziario	beneficio	beneficio
10	26,6	4,0
8	24,3	3,7
6	22,0	3,4
4	19,7	3,1
2	17,4	2,9
0	15,1	2,6
-2	12,8	2,3
-4	10,5	2,0
-6	8,2	1,7
-8	5,9	1,4
-10	3,6	1,1

Fonte: Cesari, Grande, Panetta, La previdenza complementare in Italia: caratteristiche, sviluppo e opportunità per i lavoratori.

Soffermandosi sul primo anno di adesione al fondo, così come avviene nel *paper*, risulta evidente l'effetto migliorativo del contributo del datore di lavoro. Il beneficio però deve essere valutato su un arco temporale più esteso, soprattutto perché l'ottica di uno schema previdenziale è di lungo periodo. Tornando all'esempio con rendimenti finanziari del 6 per cento, si è visto come, a parità di investimento iniziale, a fine anno il lavoratore che aderisce al fondo ottenga 9,9 Euro, mentre colui che non aderisce ottiene 8,36 Euro. Il beneficio è quindi quantificabile in un 18 per cento per il primo anno. Se si considerano più anni, si nota come il beneficio complessivo aumenti al crescere dell'orizzonte temporale.

Tabella 15 – Beneficio derivante dal contributo del datore, misurato su più anni

rendimento finanziario: 6%

Anni	montante lavoratore che aderisce (Euro)	montante lavoratore che non aderisce	beneficio
1	9,9	8,4	18,0%
10	123,5	95	30,0%
20	343,8	229,3	49,9%
35	1040,4	549,2	89,4%

Tutto ciò funziona finché il rendimento medio del mercato finanziario è al di sopra del 3 per cento, al di sotto di questa soglia il beneficio diminuisce con l'aumentare del periodo di tempo considerato. Se si ipotizzano rendimenti finanziari del 2,15 per cento, dopo 35 anni di adesione al fondo pensione si otterrà lo stesso montante conseguibile dal lavoratore che lascia il TFR in azienda ed investe 1,17 Euro sul mercato finanziario. Quindi dopo 35 anni il vantaggio del contributo del datore di lavoro si annullerebbe. Al di sotto del 2,15 per cento, con orizzonti temporali lunghi, il montante ottenibile dal lavoratore iscritto al fondo pensione risulta inferiore. Considerando ad esempio un rendimento del 2 per cento, si può osservare come nel primo anno vi sia una differenza di ben 14,1 punti percentuali tra i due ammontari. Dopo 35 anni però il montante finale per chi ha aderito al fondo è inferiore del 2,4 per cento rispetto a quello del lavoratore che non ha aderito.

Tabella 16 – Beneficio derivante dal contributo del datore, misurato su più anni

rendimento finanziario: 2%

Anni	montante lavoratore che aderisce	montante lavoratore che non aderisce	beneficio
1	9,5	8,3	14,1%
10	102,1	92,3	10,5%
20	226,2	214,5	5,5%
35	465,3	476,9	-2,4%

I calcoli effettuati dimostrano come il contributo del datore di lavoro non sia un elemento che rende sempre conveniente la previdenza integrativa nel lungo termine. Infatti, se il tasso di rendimento nominale medio del fondo pensione è inferiore al tasso di rivalutazione medio nominale del TFR, il beneficio si può annullare totalmente. Nel caso considerato ciò avviene con rendimenti medi inferiori alla soglia del 2,15 per cento. In questa situazione i vantaggi maggiori sarebbero ottenibili aderendo per pochi anni alla previdenza complementare, in quanto si sfrutterebbe pienamente il beneficio del contributo del datore di lavoro, anche con scenari finanziari pessimistici rispetto al TFR.

5 I costi

I costi della previdenza integrativa a carico del lavoratore sono un fattore determinante, che deve essere tenuto in considerazione nel momento in cui si effettua la scelta sulla destinazione del TFR futuro. Infatti gli eventuali vantaggi derivanti dall'adesione a una forma pensionistica, visti in precedenza, possono essere vanificati dall'applicazione di costi troppo elevati.

La struttura delle commissioni dei fondi e delle polizze previdenziali è molto eterogenea e dipende dalle diverse caratteristiche delle forme pensionistiche disponibili. In particolare i fondi pensione chiusi sono

organizzazioni senza scopo di lucro, quindi solo i costi effettivamente sostenuti dal fondo incidono sul valore della posizione maturata dall'aderente. I costi totali derivano dalla somma dei costi amministrativi, di gestione e per la banca depositaria. I primi coprono le spese necessarie per il funzionamento del fondo, mentre i secondi sono dovuti all'attività dell'intermediario che gestisce gli investimenti. Le commissioni alla banca depositaria derivano dalla gestione del portafoglio titoli effettuata da un intermediario. Invece i fondi pensione aperti e i PIP sono promossi da degli investitori finanziari, che svolgono attività d'impresa, dunque le spese che sostengono gli iscritti non coprono solo gli oneri effettivamente sostenuti, ma servono a remunerare il rischio d'impresa.

La Covip ogni anno calcola un indicatore sintetico di costo (ISC) che fornisce una rappresentazione immediata dell'incidenza, sulla posizione individuale, dei costi sostenuti dall'aderente durante la fase di accumulo. Esso esprime l'onere annuo che grava sull'iscritto se rimane per un certo periodo di tempo (2, 5, 10, 35 anni) nella forma pensionistica nell'ipotesi versare un contributo annuo di 2.500 Euro. L'ISC considera tutti i costi diretti e indiretti e permette di confrontare le diverse opportunità di investimento. Non vengono però inclusi i costi relativi ad eventuali commissioni d'incentivo e a commissioni di negoziazione, cioè le spese che il fondo sostiene per la compravendita dei titoli. L'indicatore è costruito calcolando la differenza tra il rendimento di un investimento che rende il 4 per cento annuo, senza applicazione di costi, e il rendimento di un investimento che li considera. Secondo l'ultima relazione Covip l'indicatore sintetico dei costi è il seguente:

Tabella 17 – Indicatore sintetico dei costi (dati di fine 2009; valori percentuali)

	2 anni	5 anni	10 anni	35 anni
Fondi pensione negoziali	0,9	0,5	0,4	0,2
Fondi pensione aperti	2	1,3	1,2	1,1
PIP	3,5	2,4	1,9	1,5

Fonte: Relazione per l'anno 2009, Covip

L'incidenza dei costi sulla posizione individuale maturata diminuisce al crescere degli anni considerati poiché alcuni costi iniziali e commissioni *una tantum* hanno un impatto che si riduce col trascorrere del tempo. Inoltre dalla tabella si può notare la maggiore onerosità dei piani individuali pensionistici e dei fondi pensione aperti rispetto a quelli negoziali. Il divario è dovuto a molti fattori, oltre che ai margini di profitto per gli intermediari che caratterizzano le prime due forme pensionistiche. Oltre a ciò, i PIP e i fondi aperti sono in genere più costosi perché raccolgono soprattutto adesioni su base individuale, per cui i costi amministrativi e di collocamento sono maggiori. I fondi negoziali invece, grazie alle loro dimensioni più elevate, riescono a realizzare economie di scala. Inoltre, siccome si rivolgono a lavoratori con caratteristiche precise, non sostengono molte spese per attrarre iscritti, riducendo i costi amministrativi.

Come rilevato nello studio di Cesari, Grande e Panetta, anche all'interno di ogni forma previdenziale vi è una grande variabilità dei costi applicati. Queste differenze sono un elemento fondamentale nel momento in cui si effettua la scelta, in quanto modesti scostamenti tra una forma e l'altra possono determinare ampi divari nella prestazione finale. Ad esempio, confrontando i montanti ottenibili da due fondi con commissioni annue dello 0,5 e dell'1,5 per cento, il montante accumulato dal fondo più costoso sarà inferiore del 29 per cento dopo 35 anni di adesione, a parità di rendimento. Tutto ciò si traduce in una diminuzione del rendimento annuo di quasi l'1 per cento⁶. Da questi semplici dati emerge in modo chiaro come costi che non sembrano particolarmente elevati possano incidere fortemente sulla prestazione previdenziale finale e quindi è fondamentale che il lavoratore possa confrontare le varie opportunità.

Oltre a queste considerazioni, non bisogna dimenticare che nel complesso i costi delle forme pensionistiche complementari italiane sono molto più alti dei fondi pensione statunitensi e tra i più elevati in Europa. Ciò è dovuto ad un mercato che è ancora piuttosto arretrato e che si sta sviluppando troppo lentamente per raggiungere i livelli di efficienza degli altri paesi. La speranza è

⁶ Per approfondimenti si veda Fornero-Fugazza-Ponzetto (2004)

che una crescita delle risorse gestite dall'industria finanziaria permetta di realizzare economie di scala e quindi di ridurre i costi amministrativi e gestionali. Inoltre è necessario aumentare la trasparenza in modo da rendere veramente confrontabili le commissioni applicate alle diverse forme previdenziali. Così gli aderenti potrebbero più facilmente spostarsi verso schemi pensionistici meno onerosi e, con l'aumento della mobilità, si incrementerebbe la concorrenza tra i fondi pensione. Per favorire tutto ciò sarebbe anche opportuno eliminare qualsiasi vincolo al trasferimento del contributo del datore di lavoro, raggiungendo quindi una maggiore libertà di scelta per i lavoratori.

6 Conclusioni

In questo capitolo sono stati valutati ad uno ad uno i fattori che dovrebbero influenzare la scelta di un lavoratore sulla destinazione del TFR maturando. Dall'analisi emerge come non sempre i consigli che usualmente vengono forniti agli interessati siano supportati dai dati. In particolare, anche se i fondi pensione, o comunque le azioni, possono rendere più del TFR, non bisogna mai dimenticare di valutare la loro volatilità, soprattutto quando si tratta del tema previdenziale. Specialmente a partire dagli ultimi quindici anni, grazie al perseguimento dell'obiettivo comunitario della stabilità dei prezzi, il TFR offre rendimenti più prevedibili e meno volatili. Oltre a ciò si è osservato come il beneficio fiscale possa non essere sempre ampio, ma soprattutto come favorisca gli individui che permangono per meno anni nella previdenza integrativa. Ciò sembra contrastare con l'idea di sistema previdenziale, che dovrebbe essere impostata su una visione di lungo periodo. Inoltre dall'analisi appare evidente la mancanza di progressività nell'applicazione delle agevolazioni fiscali. Infatti la riduzione di tassazione per le forme pensionistiche complementari è la stessa indipendentemente dall'aliquota IRPEF del lavoratore. Per questo la struttura della riforma privilegia gli individui con redditi alti e dunque aliquote IRPEF maggiori.

Inoltre è stato verificato l'effettivo vantaggio del contributo del datore di lavoro e si è visto come dipenda sostanzialmente dall'andamento dei mercati. Il beneficio può essere molto forte, però esistono delle situazioni plausibili in cui i potenziali vantaggi si annullano nel lungo periodo. Infine bisogna sempre considerare i costi delle forme pensionistiche complementari, che sono molto alti per il mercato italiano e possono ridurre, se non eliminare, gli eventuali benefici descritti in precedenza. In particolare, combinando l'effetto fiscale con quello dei costi, vi è la possibilità che i secondi vanifichino ogni beneficio indotto dalle agevolazioni fiscali.

Sebbene sia molto complicato analizzare i diversi fattori tutti insieme, nel prossimo capitolo si proverà a costruire un modello che consideri contemporaneamente tutti gli elementi fin qui studiati e che permetta di valutare il livello di ricchezza pensionistica raggiungibile.

Bibliografia

- [1] AA.VV., 2007, Personal Manager, volume 8: Le pensioni e la previdenza, EGEA, Milano
- [2] Cesaratto S., 2008, The Macroeconomics of the Pension Fund Reform and the Case of the TFR Reform in Italy, *Quaderni del Dipartimento di Economia Politica*, Università degli Studi di Siena, No.549
- [3] Cesari R., Grande G., Panetta F., 2007, La previdenza complementare in Italia: caratteristiche, sviluppo e opportunità per i lavoratori, Banca d'Italia Occasional papers, No.8
- [4] Covip, 2008, Relazione per l'anno 2007, Roma
- [5] Covip, 2010, Relazione per l'anno 2009, Roma
- [6] Covip, 2011, La previdenza complementare, principali dati statistici
- [7] Cozzolino M., Di Nicola F., Raitano M., 2006, Il futuro dei fondi pensione: opportunità e scelte sulla destinazione del TFR, ISAE Working Paper n. 64
- [8] Dimson E., Marsh P., Staunton M., 2003, Global evidence on the equity risk premium, *Journal of Applied Corporate Finance* 15, 8-19.
- [9] Fornero E., Castellino O., 2001, *La riforma del sistema previdenziale italiano*, Il Mulino, Bologna
- [10] Fornero E., Fugazza C., Ponzetto G., 2004, A comparative analysis of the costs of Italian pension plans, CeRP Working Paper, n. 33
- [11] ISAE, 2005, Rapporto ISAE, Finanza pubblica e redistribuzione, Roma
- [12] ISAE, 2006, Rapporto ISAE, Finanza pubblica e redistribuzione, Roma
- [13] Marano A., 2007, Fondi pensione: meno del TFR se non rischi?, Econpubblica, Short note n.11
- [14] Scienza B., 2007, La pensione tradita, Fazi Editore, Roma

[15] Ufficio Studi Mediobanca, 2010, La borsa italiana dal 1928, indice annuale dei corsi

[16] Ufficio Studi Mediobanca, 2010, La borsa italiana dal 1928: alcune analisi

Siti consultati

www.covip.it

www.inps.it

www.istat.it

www.mbres.it

www.tfr.gov.it

Capitolo 3

Il modello di simulazione

1 Introduzione

Nel capitolo precedente sono stati analizzati singolarmente gli elementi che bisognerebbe considerare prima di compiere la scelta sulla destinazione del TFR maturando. In questa sezione i vari fattori sono stati inclusi in un modello con il quale si simula l'andamento del TFR dal momento in cui il lavoratore effettua la decisione fino al pensionamento. In questo modo è possibile valutare quanto avrà a disposizione l'individuo al termine della fase attiva e di quanto potrà integrare la pensione pubblica.

Questo tipo di simulazione si inserisce in quel filone di analisi sviluppatosi nei mesi precedenti l'entrata in vigore della riforma e che ancora oggi viene proposto saltuariamente sui giornali economici. Di solito tali studi sono impostati ipotizzando a priori il rendimento medio dei fondi pensione per gli orizzonti temporali considerati. Chiaramente questo modo di operare tende a guidare i risultati e le considerazioni sulla convenienza relativa tra TFR e fondo pensione. Infatti il rendimento delle forme pensionistiche è una variabile determinante nello stabilire l'opzione migliore per il lavoratore. In particolare, il fatto di ipotizzare a priori il rendimento dei fondi può portare a concludere che “grazie al fisco il fondo pensione batte sempre il TFR”, come si afferma in un articolo di Milano Finanza che riporta le elaborazioni della società di consulenza Progetica.

Data la difficoltà nel prevedere le performance di lungo periodo dei fondi pensione, nel presente lavoro l'intento è di considerare il rendimento come un output del modello, come un obiettivo minimo che il fondo pensione deve raggiungere per eguagliare la prestazione del TFR mantenuto presso il datore di lavoro. L'idea è dunque di valutare la convenienza al variare di altri parametri significativi, quale ad esempio l'età in cui si compie la scelta e quindi la distanza dal pensionamento. Inoltre è opportuno includere tra i parametri la dinamica retributiva, un elemento che nello studio di Progetica non è tenuto in considerazione. Nella realtà il livello di reddito ed il suo andamento nel tempo sono fattori importanti in quanto determinano il versamento annuo di TFR, indipendentemente dal fatto che sia destinato al fondo pensione o mantenuto

presso il datore. Inoltre la retribuzione raggiunta negli ultimi cinque anni antecedenti al pensionamento è fondamentale per il calcolo dell'aliquota con cui si tassa il montante finale del TFR. L'analisi quindi è stata compiuta per diversi scenari e per diverse tipologie di individui. Al fine di valutare se la scelta possa essere influenzata da fattori quali l'età e il reddito, i soggetti di riferimento sono il lavoratore giovane, l'adulto ed il lavoratore anziano, cioè più vicino alla pensione. Inoltre la simulazione è effettuata per fasce di reddito, all'interno delle quali i tre soggetti sono caratterizzati dalla stessa retribuzione iniziale e dalla stessa dinamica salariale.

Alla base del modello vi è una serie di ipotesi il quanto più possibile realistiche, affinché il meccanismo riproduca fedelmente ciò che accade alla ricchezza pensionistica dell'individuo, in base al percorso scelto. In ogni caso bisogna tenere presente che si tratta per lo più di analisi di lungo periodo, anche fino a 40 anni. Perciò è molto probabile che in un intervallo di tempo così ampio intervengano delle modifiche alla normativa vigente, sia riguardanti la previdenza complementare che la disciplina fiscale. La convenienza tra un percorso e l'altro quindi può essere influenzata dai cambiamenti che eventualmente subirà il settore dei fondi pensione in Italia, non solo in termini di efficienza.

Dopo aver dettagliato il meccanismo del modello e le ipotesi sottostanti utilizzate, nel paragrafo 3.1 si descrive come viene implementata la disciplina fiscale e come è affrontato il tema del *fiscal drag*. La simulazione è stata effettuata confrontando la rivalutazione del TFR lasciato presso il datore di lavoro sia con un fondo pensione aperto, sia con un fondo negoziale. In questo modo è possibile far emergere anche le eventuali differenze tra le due forme pensionistiche. In entrambi i casi i risultati sono riportati per i tre lavoratori tipo, distinti per l'età, all'interno di uno scenario comune e caratterizzato da una certa retribuzione iniziale e da una predeterminata dinamica retributiva. Gli scenari analizzati sono tre: reddito alto, reddito basso e lo scenario base, quello intermedio. Nel paragrafo 4 la simulazione è realizzata eliminando l'effetto del drenaggio fiscale, mentre nel paragrafo 5 si effettua la stessa analisi tenendone conto ed evidenziando le differenze. Per concludere, dal modello è stato

estrapolato e valutato il fattore chiave della riforma, cioè il beneficio fiscale, sia totale che annualizzato.

2 Il modello

Il modello che è stato ideato ha lo scopo di simulare gli effetti della scelta del lavoratore in merito alla destinazione del suo TFR futuro. Al tempo 0 l'individuo ha la possibilità di lasciare il TFR presso il datore di lavoro oppure di conferirlo ad un fondo pensione. A seconda della decisione, la sua posizione individuale evolverà in maniera differente, fino al momento del pensionamento. Infatti il TFR che rimane presso il datore di lavoro si rivaluta ogni anno dell'1,5 per cento, a cui si aggiunge il 75 per cento dell'aumento dell'indice dei prezzi al consumo, se positivo. Quindi in questo caso il rendimento è legato all'inflazione e non può essere mai inferiore all'1,5 per cento. Il rendimento del TFR destinato al fondo pensione, invece, dipende dall'andamento dei mercati finanziari.

L'obiettivo del modello è di simulare il meccanismo di funzionamento delle due strade percorribili dal lavoratore, tenendo conto di tutti i fattori analizzati nel capitolo 2. Ciò significa che per ogni anno si applicano i diversi regimi fiscali, così come al momento dell'erogazione della prestazione. Inoltre, per i fondi pensione è necessario considerare anche l'incidenza dei costi annui; oltre a ciò, per i soli fondi pensione negoziali, il modello prevede il contributo del datore di lavoro, in modo da rispecchiare maggiormente la realtà. Non si considera però l'avversione al rischio dell'individuo, un elemento che potrebbe influenzare fortemente la scelta. Date le caratteristiche osservate in precedenza, i lavoratori più avversi al rischio potrebbero orientarsi verso il mantenimento del TFR presso il datore, mentre i meno avversi potrebbero preferire l'adesione al fondo pensione.

Il modello permette di stabilire un livello di retribuzione iniziale ed una dinamica retributiva reale, mediante la quale il salario si incrementa nel corso degli anni. Ciò determina il versamento annuo di TFR che, in base alla scelta

effettuata, viene destinato al fondo pensione oppure rimane presso il datore di lavoro. Infatti il versamento corrisponde al 6,91 per cento della retribuzione lorda, quindi l'importo accantonato varia ogni anno, seguendo l'andamento del salario. Inoltre, il livello di retribuzione raggiunto nei cinque anni antecedenti al pensionamento consente di calcolare l'aliquota media IRPEF utilizzata per tassare il montante finale del TFR lasciato presso il datore.

Al tempo finale, cioè il momento del pensionamento, si otterranno quindi due montanti che derivano dai due diversi meccanismi messi a confronto. A questo punto si applica il regime fiscale sulle somme erogate, ottenendo la prestazione finale. Per il fondo pensione si applicano le aliquote agevolate che vanno dal 15 al 9 per cento, a seconda degli anni di permanenza nella forma pensionistica complementare. Nel caso di TFR mantenuto presso il datore di lavoro, date le aliquote IRPEF vigenti, l'imposizione fiscale non può scendere al di sotto del 23 per cento.

Modificando i parametri del modello è possibile analizzare i vari risultati e valutare il livello di ricchezza pensionistica ottenibile dal lavoratore, in modo da studiare la convenienza relativa tra le due opportunità. In particolare, per confrontare i risultati tra individui con redditi diversi, si ha la possibilità di impostare la retribuzione iniziale. Questa evolve nel corso degli anni in base ad una dinamica reale che può essere altresì modificata. In aggiunta a ciò, è interessante modificare il tasso d'inflazione; in questo modo si incide sul meccanismo di rivalutazione del TFR lasciato presso il datore di lavoro e, allo stesso tempo, sull'incremento nominale della retribuzione. Come già ricordato, il livello di retribuzione raggiunto dal lavoratore è determinante nello stabilire l'aliquota con cui si tassa la somma di TFR maturata presso il datore.

Per poter effettuare delle valutazioni sulla scelta migliore, i risultati finali sono stati riportati per tre tipologie di individui, distinti in base all'età in cui si trovano di fronte alla decisione:

- lavoratore giovane (25 anni);
- lavoratore adulto (40 anni);

- lavoratore anziano (60 anni).

Si può realisticamente pensare che i tre soggetti, in base alla riforma della previdenza complementare, abbiano dovuto compiere la scelta nei primi sei mesi del 2007, poiché già assunti al 31/12/2006. Oppure si può immaginare che a quel tempo abbiano scelto di mantenere il TFR presso il datore di lavoro, ma raggiunte le tre età di riferimento considerate, vogliano stabilire in quel momento la convenienza ad aderire o meno ad una forma pensionistica complementare.

In particolare l'ottica di riferimento è quella del lavoratore giovane, in quanto più interessato dagli effetti della riforma. Infatti, essendo molto lontani dal pensionamento, i soggetti giovani dovrebbero prestare ancora più attenzione nel compiere una scelta che li può vincolare per tutta la carriera lavorativa. Inoltre, la decisione incide su un periodo di tempo più esteso, di conseguenza su un numero di versamenti maggiore e quindi su una quota superiore della ricchezza pensionistica finale.

3 Il meccanismo e le ipotesi sottostanti il modello

Il modello è stato implementato in modo da riprodurre il più realisticamente possibile l'evoluzione del TFR maturando, sia che venga mantenuto presso il datore di lavoro, sia che alimenti un fondo pensione. Sebbene al momento attuale non sia nota la legislazione sul sistema pensionistico che sarà in vigore in futuro, è stata ipotizzata un'età di pensionamento pari a 65 anni. Ciò significa che il lavoratore giovane ha di fronte a sé una vita lavorativa di 40 anni, il lavoratore adulto andrà in pensione dopo 25 anni, mentre il lavoratore anziano compie la scelta sul suo TFR quando mancano solo 5 anni al pensionamento. Utilizzando queste età è possibile confrontare le conseguenze della decisione a seconda del momento in cui viene effettuata e soprattutto verificare se l'anzianità sia un fattore determinante. A tal fine sono stati scelti due casi estremi, il giovane e

l'adulto, ed un soggetto intermedio, che si trova all'incirca a metà della sua carriera.

Inoltre è stato ipotizzato che la carriera lavorativa degli individui non sia statica, ma progredisca annualmente secondo un tasso costante. Nell'ipotesi base, cioè nello scenario di partenza, la dinamica retributiva nominale annua è il 3,55 per cento, così come stimato dalla Ragioneria generale dello Stato. Quest'ultima infatti pone il tasso di variazione nominale della retribuzione pari alla produttività per occupato. Per il periodo 2010-2060 il tasso di variazione nominale annuo della produttività per occupato è il 3,55 per cento; ciò significa che, con un'inflazione del 2 per cento, il tasso reale, e di conseguenza la dinamica retributiva reale, equivale all' 1,52 per cento⁷. Anche nel modello ideato per la scelta sul TFR, lo scenario base è caratterizzato da un tasso d'inflazione pari al 2 per cento. Nelle analisi solitamente si utilizza questo valore in quanto si ipotizza il perseguimento ed il raggiungimento dell'obiettivo della stabilità dei prezzi dettato dall'Unione Europea. Si prevede dunque che, nonostante oscillazioni di breve periodo, dal 2010 al 2060 il tasso d'inflazione medio annuo sia il 2 per cento. Tutto ciò dà origine ad un andamento futuro lineare della rivalutazione del TFR lasciato presso il datore di lavoro. L'ipotesi non si allontana di molto dall'evoluzione stabile fatta registrare dal TFR negli ultimi quindici anni, come si è visto nel capitolo 2.

Per lo scenario base si ha quindi:

- inflazione = $\pi = 2\%$
- dinamica retributiva reale = $\Delta w_r = 1,52\%$
- dinamica retributiva nominale = $\Delta w_n = (1 + \pi)(1 + \Delta w_r) - 1 = 3,55\%$

A livello generale la rivalutazione annua del TFR è data da:

⁷ Infatti $\frac{(1 + 3,55\%)}{(1 + 2\%)} - 1 = 1,52\%$

$$r_{TFR} = 1,5\% + 0,75\pi$$

Quindi il TFR, che è il 6,91 per cento della retribuzione lorda, nel caso venga mantenuto presso il datore di lavoro si rivaluta al 31 dicembre di ogni anno, escludendo la quota maturata nell'anno corrente, secondo l'indice composto appena riportato. Esso è costituito dalla somma dell'1,5 per cento in misura fissa e del 75 per cento dell'aumento dell'indice dei prezzi al consumo rispetto al dicembre dell'anno precedente, se positivo. Il meccanismo di rivalutazione si applica a partire dal secondo anno considerato, nel primo anno si verifica solo l'accantonamento del TFR maturato. Bisogna inoltre tenere presente che alla rivalutazione annua del TFR si applica un'imposta sostitutiva dell'11 per cento.

Per quanto riguarda invece il TFR destinato alle forme pensionistiche complementari, il modello prevede alcuni elementi aggiuntivi. I versamenti effettuati sono anche in questo caso il 6,91 per cento della retribuzione, che evolve come descritto in precedenza. Si ipotizza però che i versamenti delle quote di TFR al fondo pensione avvengano con cadenza trimestrale, così come avviene per il fondo Cometa. Ciò significa che i rendimenti medi devono essere capitalizzati per il periodo in cui effettivamente le somme rimangono nel fondo. Nel modello si utilizza un periodo di giacenza medio che, considerando versamenti trimestrali, equivale a 0,63, inteso come frazione di anno.

Il capitale accumulato dal fondo pensione a fine anno è quindi formato da due componenti: l'ammontare del fondo accumulato fino all'anno precedente, che rende per tutto l'anno considerato, ed il nuovo versamento annuo, il cui rendimento medio è calcolato per il periodo di giacenza medio.

Il modello inoltre tiene conto dei costi annui che gravano sul fondo e che ne riducono il rendimento. Gli oneri ipotizzati si basano sull'Indicatore sintetico di costo (ISC) fornito dalla Covip e sono applicati tenendo conto dei diversi orizzonti temporali considerati⁸. Nella fase di accumulo si applica anche l'imposta dell'11 per cento sui risultati finanziari positivi. Le minusvalenze non

⁸ Per ulteriori informazioni sull'ISC si veda il paragrafo dedicato ai costi nel capitolo 2

sono tassate, però non è previsto il meccanismo per cui possono essere computate in diminuzione del risultato della gestione di periodi d'imposta successivi.

Quindi, ponendo:

- r_{FP} = rendimento medio del fondo pensione;
- v = versamento annuo;
- V = capitale generato dal versamento annuo;
- F_{t-1} = capitale maturato al 31/12 dell'anno precedente;
- F_t = capitale generato da F_{t-1} ;
- F = capitale totale al 31/12 dell'anno considerato;
- g = periodo di giacenza medio;
- ISC_t = indicatore sintetico di costo per l'orizzonte temporale t ;
- tax = imposta sui rendimenti (11 per cento);

il modello consente di ricavare:

$$F_t = F_{t-1} (1 + r_{FP}(1 - tax))(1 - ISC_t)$$

$$V = v(1 + r_{FP}(1 - tax))^g (1 - ISC_t)$$

$$F = F_t + V$$

3.1 La disciplina fiscale nel modello

Grazie ai meccanismi che caratterizzano i due percorsi della scelta, al momento del pensionamento si ottengono due montanti, uno derivante dal TFR mantenuto presso il datore di lavoro, l'altro derivante dal fondo pensione. Per calcolare la prestazione finale effettiva, ai montanti si deve applicare l'imposizione fiscale prevista dalla legge.

Nel caso di adesione al fondo pensione il montante è tassato in modo diverso in base agli anni di partecipazione. Fino a quindici anni di permanenza nella forma pensionistica complementare l'aliquota è pari al 15 per cento, dal sedicesimo anno in poi essa si riduce progressivamente di 0,30 punti all'anno. La riduzione massima è pari al 6 per cento, perciò dal trentacinquesimo anno di partecipazione in avanti la tassazione è del 9 per cento.

Il montante derivante dal TFR lasciato presso il datore di lavoro è invece tassato in base all'aliquota media IRPEF del lavoratore dei cinque anni precedenti il pensionamento.

In entrambi i casi l'ammontare finale è tassato solamente per la parte che non è già stata tassata nella fase di accumulo. Ciò significa che, al momento dell'erogazione della prestazione, è assoggettata a tassazione unicamente la somma dei versamenti del TFR.

L'ipotesi utilizzata nel modello è che il soggetto vada in pensione il primo gennaio, in modo da poter confrontare i montanti maturati al 31 dicembre dell'anno precedente. Inoltre non si tiene esplicitamente conto del fatto che, nel caso di TFR destinato alla previdenza complementare, la prestazione ottenibile sottoforma di capitale sia al massimo il 50 per cento del montante netto finale; il resto deve essere erogato sottoforma di rendita. Invece nel caso di TFR maturato presso il datore la prestazione finale è ottenibile interamente sottoforma di capitale. Per rendere confrontabili le due opzioni è possibile immaginare che il lavoratore che ottiene la prestazione interamente come capitale, decida immediatamente di convertirne una percentuale in rendita. La percentuale convertita deve essere la stessa che l'individuo sceglierebbe nel caso di TFR destinato al fondo pensione.

Per riassumere, ponendo:

- P_{TFR} = prestazione finale netta ottenuta mantenendo il TFR presso il datore di lavoro;
- P_{FP} = prestazione finale netta ottenuta conferendo il TFR al fondo pensione;

- M_{TFR} = montante finale ante imposte mantenendo il TFR presso il datore;
- M_{FP} = montante finale ante imposte conferendo il TFR al fondo pensione;
- $\sum v$ = somma dei versamenti effettuati tra il momento della scelta e il pensionamento;
- τ_{TFR} = aliquota fiscale IRPEF con cui si tassa il TFR mantenuto presso il datore;
- τ_{FP} = aliquota fiscale con cui si tassa il TFR conferito al fondo pensione;

la disciplina fiscale nel modello è applicata nel seguente modo:

$$P_{TFR} = M_{TFR} - \sum v * \tau_{TFR}$$

$$P_{FP} = M_{FP} - \sum v * \tau_{FP}$$

Nel calcolare l'aliquota IRPEF applicata al TFR mantenuto presso il datore di lavoro è possibile tenere conto dell'effetto del *fiscal drag* (drenaggio fiscale), oppure eliminarlo. Il *fiscal drag* consiste nell'aumento della pressione fiscale in un contesto di inflazione crescente, a causa della progressività delle aliquote. Infatti, grazie all'inflazione, il reddito nominale viene spinto in scaglioni con aliquote superiori, mentre il suo valore reale rimane costante. Ciò si traduce in un incremento del carico fiscale reale in quanto l'aliquota media IRPEF aumenta e riduce il reddito reale al netto della tassazione.

Nel modello il tasso d'inflazione è il 2 per cento annuo, quindi è inevitabile che dopo 40 anni i lavoratori si ritrovino in una fascia di tassazione più elevata a causa dell'inflazione, non solo per l'incremento reale del salario. Al momento, nella realtà, le perdite reali subite dai lavoratori non sono più compensate dallo Stato. Tuttavia è auspicabile ed immaginabile che in un arco temporale di 40 anni avvenga almeno una parziale restituzione di tali somme. Per questo, nel paragrafo

4, per gli ultimi cinque anni prima del pensionamento il reddito è stato depurato dal *fiscal drag*. Nel paragrafo successivo, invece, si possono osservare i cambiamenti nel caso in cui si consideri il drenaggio fiscale e quindi l'aumento dell'aliquota IRPEF dovuto all'inflazione.

4 I risultati della simulazione in assenza di fiscal drag

Nel presente lavoro è stato osservato che, grazie all'obiettivo comunitario della stabilità dei prezzi, la rivalutazione del TFR lasciato presso il datore di lavoro è maggiormente prevedibile ed ha un andamento più lineare. Merita quindi interesse impostare un'analisi in cui la rivalutazione del TFR è fissa e si ha come obiettivo calcolare quale debba essere il rendimento medio del fondo pensione tale per cui le due prestazioni finali nette coincidono ($P_{TFR} = P_{FP}$). Al di sotto di questo rendimento obiettivo è più conveniente per il lavoratore mantenere il TFR presso il datore, al di sopra conviene destinarlo alla previdenza complementare.

In tutti gli scenari si utilizza quindi un tasso d'inflazione stabilito a priori che realisticamente è posto pari al 2 per cento. L'analisi è effettuata per i tre soggetti di riferimento (lavoratore giovane, adulto ed anziano), e per diverse fasce di reddito. In questo modo il modello consente di valutare se l'età in cui viene effettuata la scelta ed il livello di retribuzione siano elementi che influiscono sulla convenienza relativa tra TFR e fondo pensione.

La simulazione è stata effettuata confrontando il TFR lasciato presso il datore sia con un fondo pensione aperto, sia con un fondo negoziale, per poter mostrare anche le eventuali differenze tra le due forme pensionistiche.

4.1 Fondo pensione aperto

4.1.1 Scenario base

Inflazione = 2%

Retribuzione iniziale = 15000 €

Dinamica retributiva reale = 1,52%

Dinamica retributiva nominale = 3,55%

Aliquota Irpef = 24,7%

Tabella 1 – Rendimento medio del fondo pensione aperto tale che $P_{TFR} = P_{FP}$

	Somma versamenti	Prestazione TFR	Prestazione FP	Rendimento medio FP
lavoratore giovane (40 anni al pensionamento)	88665	115644	115644	3,54%
lavoratore adulto (25 anni al pensionamento)	68591	74441	74441	3,24%
lavoratore anziano (5 anni al pensionamento)	18866	15211	15211	-0,36%

Dai dati emerge come il rendimento medio del fondo pensione necessario per eguagliare la prestazione netta del TFR diminuisca con l'aumentare dell'età in cui viene compiuta la scelta. Infatti, per un lavoratore giovane che aderisce alla previdenza complementare, il fondo pensione dovrà rendere di più per centrare l'obiettivo minimo, cioè la prestazione ottenibile lasciando il TFR presso il datore di lavoro. Inoltre, si può notare come per il soggetto più vicino alla pensione la prestazione finale netta sia inferiore ai versamenti effettuati. Ciò è dovuto all'imposizione fiscale, sia sui rendimenti nella fase di accumulo, sia sul montante finale. Nonostante questa considerazione, si evidenzia come per il fondo pensione sia sufficiente anche solo un rendimento medio negativo per eguagliare la prestazione del TFR.

4.1.2 Scenario reddito alto

Inflazione = 2%

Retribuzione iniziale = 25000 €

Dinamica retributiva reale = 2,00%

Dinamica retributiva nominale = 4,04%

Aliquota Irpef = 30,8%

Tabella 2 – Rendimento medio del fondo pensione aperto tale che $P_{TFR} = P_{FP}$

	Somma versamenti	Prestazione TFR	Prestazione FP	Rendimento medio FP
lavoratore giovane (40 anni al pensionamento)	165713	201974	201974	3,19%
Lavoratore adulto (25 anni al pensionamento)	131020	133073	133073	2,67%
Lavoratore anziano (5 anni al pensionamento)	37453	27894	27894	-3,96%

Anche in questo caso il rendimento obiettivo del fondo diminuisce con l'aumentare dell'età, come avviene per lo scenario base. Si nota però che per tutti e tre gli individui è sufficiente un risultato inferiore rispetto alla situazione precedente. Inoltre il lavoratore anziano, anche se il fondo riportasse un rendimento medio negativo del 3,96 per cento in cinque anni, otterrebbe comunque la stessa prestazione netta finale del TFR mantenuto presso il datore.

4.1.3 Scenario reddito basso

Inflazione = 2%

Retribuzione iniziale = 10000 €

Dinamica retributiva reale = 1,00%

Dinamica retributiva nominale = 3,02%

Aliquota Irpef = 23,0%

Tabella 3 – Rendimento medio del fondo pensione aperto tale che $P_{TFR} = P_{FP}$

	Somma versamenti	Prestazione TFR	Prestazione FP	Rendimento medio FP
lavoratore giovane (40 anni al pensionamento)	52339	70564	70564	3,65%
Lavoratore adulto (25 anni al pensionamento)	39468	43859	43859	3,40%
Lavoratore anziano (5 anni al pensionamento)	10398	8559	8559	0,68%

Per redditi bassi, a cui corrisponde l'aliquota IRPEF minima possibile (23 per cento) è necessario un rendimento obiettivo maggiore, sia rispetto allo scenario base, sia rispetto agli individui con redditi e dinamica retributiva superiori. In questo caso, per il lavoratore anziano non è più sufficiente un risultato medio negativo del fondo pensione. Infine, anche per questo scenario il rendimento obiettivo diminuisce con l'aumentare dell'età alla quale viene effettuata la scelta.

4.2 Fondo pensione negoziale

La simulazione per il fondo pensione negoziale è stata condotta nello stesso modo del fondo aperto, includendo però il contributo aggiuntivo del datore di lavoro, che solitamente è previsto in questa forma pensionistica complementare. Il contributo considerato è quello medio per i fondi pensione chiusi calcolato dalla Covip ed ammonta all'1,22 per cento della retribuzione lorda del lavoratore. Tale contributo è dovuto dal datore solamente se anche il lavoratore contribuisce con una quota della retribuzione, mediamente l'1,17 per cento. Per rendere confrontabili le due strade percorribili, si ipotizza che chi decide di mantenere il TFR presso il datore investa sul mercato finanziario l'1,17 per cento della propria

retribuzione, cioè la quota che avrebbe dovuto investire nel fondo pensione negoziale. Si ipotizza inoltre che questa quota offra lo stesso rendimento del fondo pensione. In sostanza, qualsiasi sia la destinazione del TFR futuro, il lavoratore effettua il medesimo versamento, cioè l'8,08 per cento della retribuzione⁹. Nel caso scelga il fondo pensione chiuso, il suo versamento viene incrementato della quota spettante al datore di lavoro, cioè l'1,22 per cento del salario.

Inoltre è necessario considerare nel modello l'indicatore sintetico di costo per i fondi pensione negoziali. Secondo i dati Covip esso è mediamente inferiore rispetto ai fondi pensione aperti, per tutti gli orizzonti temporali.

La simulazione è stata eseguita, come in precedenza, per uno scenario base e per fasce di reddito differenti. I risultati sono i seguenti:

4.2.1 Scenario base

Inflazione = 2%

Retribuzione iniziale = 15000 €

Dinamica retributiva reale = 1,52%

Dinamica retributiva nominale = 3,55%

Aliquota Irpef = 24,7%

Tabella 4 – Rendimento medio del fondo pensione negoziale tale che $P_{TFR} = P_{FP}$

	Prestazione TFR = FP	Rendimento medio FP
lavoratore giovane (40 anni al pensionamento)	115644	1,49%
lavoratore adulto (25 anni al pensionamento)	74441	0,90%
lavoratore anziano (5 anni al pensionamento)	15211	-8,76%

⁹ dato da 6,91+1,17 per cento.

4.2.2 Scenario reddito alto

Inflazione = 2%

Retribuzione iniziale = 25000 €

Dinamica retributiva reale = 2,00%

Dinamica retributiva nominale = 4,04%

Aliquota Irpef = 30,8%

Tabella 5 – Rendimento medio del fondo pensione negoziale tale che $P_{TFR} = P_{FP}$

	Prestazione TFR = FP	Rendimento medio FP
lavoratore giovane (40 anni al pensionamento)	201974	1,09%
Lavoratore adulto (25 anni al pensionamento)	133073	0,29%
Lavoratore anziano (5 anni al pensionamento)	27894	-12,10%

4.2.3 Scenario reddito basso

Inflazione = 2%

Retribuzione iniziale = 10000 €

Dinamica retributiva reale = 1,00%

Dinamica retributiva nominale = 3,02%

Aliquota Irpef = 23,0%

Tabella 6 – Rendimento medio del fondo pensione negoziale tale che $P_{TFR} = P_{FP}$

	Prestazione TFR = FP	Rendimento medio FP
lavoratore giovane (40 anni al pensionamento)	70564	1,64%
Lavoratore adulto (25 anni al pensionamento)	43859	1,10%
Lavoratore anziano (5 anni al pensionamento)	8559	-7,85%

Analizzando i dati è possibile giungere alle stesse considerazioni effettuate nel confronto col fondo pensione aperto. Infatti, anche in questo caso, il rendimento medio del fondo pensione necessario per eguagliare la prestazione netta del TFR diminuisce all'aumentare dell'età alla quale viene compiuta la scelta. Per tutti e tre gli scenari, i soggetti più vicini al momento del pensionamento possono ottenere la stessa prestazione del TFR anche con rendimenti medi piuttosto negativi. Inoltre, anche per i fondi pensione negoziali, i soggetti con retribuzioni inferiori e meno dinamiche hanno bisogno di un rendimento obiettivo maggiore affinché sia più conveniente la previdenza integrativa.

La differenza fondamentale è che, per tutti gli scenari e tutte le età, il rendimento soglia che determina la convenienza è inferiore per il fondo pensione negoziale rispetto al fondo aperto. Ciò è dovuto al beneficio del contributo del datore di lavoro e all'applicazione di costi più contenuti, i quali consentono di abbassare il livello di rendimento obiettivo minimo.

5 I risultati della simulazione in presenza di fiscal drag

Come detto in precedenza, il tasso d'inflazione fa sì che il reddito nominale dei lavoratori venga spinto col tempo in scaglioni con aliquote IRPEF superiori,

determinando il cosiddetto drenaggio fiscale. E' possibile quindi effettuare le stesse simulazioni del paragrafo 4 non eliminando l'effetto del *fiscal drag*, per cui l'aliquota media degli ultimi cinque anni precedenti il pensionamento risulta più elevata. La conseguenza è che il TFR mantenuto presso il datore viene tassato maggiormente rispetto all'analisi precedente. Di seguito vengono riportati i risultati per un fondo pensione aperto:

5.1 Scenario base

Inflazione = 2%

Retribuzione iniziale = 15000 €

Dinamica retributiva reale = 1,52%

Dinamica retributiva nominale = 3,55%

Aliquota Irpef = 31,3%

Tabella 7 – Rendimento medio del fondo pensione aperto tale che $P_{TFR} = P_{FP}$

	Somma versamenti	Prestazione TFR = FP	Rendimento medio FP
lavoratore giovane (40 anni al pensionamento)	88665	109748	3,22%
lavoratore adulto (25 anni al pensionamento)	68591	69880	2,67%
lavoratore anziano (5 anni al pensionamento)	18866	13956	-4,25%

5.2 Scenario reddito alto

Inflazione = 2%

Retribuzione iniziale = 25000 €

Dinamica retributiva reale = 2,00%

Dinamica retributiva nominale = 4,04%

Aliquota Irpef = 36,7%

Tabella 8 – Rendimento medio del fondo pensione aperto tale che $P_{TFR} = P_{FP}$

	Somma versamenti	Prestazione TFR = FP	Rendimento medio FP
lavoratore giovane (40 anni al pensionamento)	165713	192176	2,88%
Lavoratore adulto (25 anni al pensionamento)	131020	125326	2,12%
Lavoratore anziano (5 anni al pensionamento)	37453	25679	-7,59%

5.3 Scenario reddito basso

Inflazione = 2%

Retribuzione iniziale = 10000 €

Dinamica retributiva reale = 1,00%

Dinamica retributiva nominale = 3,02%

Aliquota Irpef = 25,8%

Tabella 9 – Rendimento medio del fondo pensione aperto tale che $P_{TFR} = P_{FP}$

	Somma versamenti	Prestazione TFR = FP	Rendimento medio FP
lavoratore giovane (40 anni al pensionamento)	52339	69114	3,53%
Lavoratore adulto (25 anni al pensionamento)	39468	42765	3,18%
Lavoratore anziano (5 anni al pensionamento)	10398	8271	-0,96%

I risultati delle tre simulazioni evidenziano come i rendimenti medi obiettivo in tutti gli scenari e per tutti gli individui siano inferiori rispetto al caso in cui si annullava l'effetto del *fiscal drag* (tabelle 1,2,3). Ciò è dovuto al maggior impatto del beneficio fiscale, infatti le aliquote IRPEF più alte incidono sulla tassazione del solo TFR, mentre non vi sono modifiche nell'imposizione del fondo pensione. Questo determina una differenza più ampia tra le due tipologie di tassazione ed un maggior vantaggio fiscale per il fondo. Quindi è necessario un rendimento medio più contenuto per eguagliare le due prestazioni nette finali.

Inoltre è possibile osservare che, a causa dell'elevata aliquota IRPEF, per lo scenario reddito alto il lavoratore adulto otterrebbe una prestazione dal TFR minore della somma dei versamenti effettuati. Nello studio precedente ciò si verificava solamente per il lavoratore anziano.

In conclusione si può però notare come includere l'effetto del drenaggio fiscale nel modello non cambi le considerazioni generali sui risultati. Infatti, anche in questo caso, il rendimento medio obiettivo diminuisce quanto più il soggetto è vicino al pensionamento. Inoltre la convenienza del fondo pensione rimane minima per i lavoratori con reddito basso e meno dinamico, ai quali servono rendimenti maggiori per superare la rivalutazione del TFR.

6 I benefici fiscali nel modello

Il fattore principale su cui ha puntato la riforma per incentivare l'adesione alla previdenza complementare è una disciplina fiscale favorevole. Per questo il modello consente di isolare e valutare il beneficio fiscale. Riprendendo i tre scenari considerati per il fondo pensione aperto, è possibile quantificare il beneficio prendendo come riferimento il montante finale ante imposte ottenibile lasciando il TFR presso il datore. A questo ammontare si applicano poi i due diversi regimi fiscali in modo da poter confrontare la prestazione finale netta del TFR con quella che si otterrebbe con il fondo pensione. Oltre al beneficio totale,

sull'intero periodo di tempo considerato, è stato anche calcolato il vantaggio fiscale annualizzato.

6.1 Scenario base

Inflazione = 2%

Retribuzione iniziale = 15000 €

Dinamica retributiva reale = 1,52%

Dinamica retributiva nominale = 3,55%

Aliquota Irpef = 24,7%

Tabella 10 – Beneficio fiscale derivante dall'adesione ad una forma pensionistica complementare

	Somma versamenti	Montante ante imposte TFR	Prestazione TFR	Prestazione FP	Beneficio fiscale	Beneficio annuo
lavoratore giovane (40 anni al pensionamento)	88665	137514	115644	129534	12,0%	0,28%
lavoratore adulto (25 anni al pensionamento)	68591	91359	74441	83128	11,7%	0,44%
lavoratore anziano (5 anni al pensionamento)	18866	19864	15211	17034	12,0%	2,29%

Dai dati si evince come, a parità di montante ante imposte, la prestazione netta ottenibile col fondo pensione sia superiore rispetto a quella derivante dal TFR lasciato presso il datore. Questo risultato è dovuto alla disciplina fiscale favorevole introdotta per la previdenza complementare. Nello scenario base il beneficio totale è costante per le tre età considerate ed è circa il 12 per cento. Quindi, grazie alle agevolazioni fiscali, la prestazione finale netta derivante dal fondo pensione è superiore del 12 per cento rispetto a quella derivante dal TFR.

Inoltre è interessante capire come questo beneficio influisca sulla performance annua del fondo pensione rispetto alla rivalutazione del TFR lasciato presso il datore di lavoro. Per fare ciò, il beneficio totale è stato annualizzato in base ai tre orizzonti temporali di riferimento. Quindi nell'ultima colonna della

tabella è stato calcolato di quanto la tassazione più favorevole migliori il rendimento annuo della forma pensionistica complementare. In altre parole, è stato ricavato di quanto i vantaggi fiscali riducono l'obiettivo minimo di rendimento annuo del fondo pensione rispetto alla rivalutazione del TFR. L'obiettivo minimo di rendimento annuo è dato dalla rivalutazione del TFR, cioè:

$$r_{TFR} = 1,5\% + 0,75\pi$$

Considerando ad esempio il lavoratore giovane, il cui beneficio annualizzato è lo 0,28 per cento, si ha che l'obiettivo diventa:

$$r^* = 1,22\% + 0,75\pi$$

Dai risultati emerge come il beneficio annualizzato sia maggiore per il lavoratore anziano rispetto a quello giovane. Il vantaggio annualizzato dunque aumenta con l'aumentare dell'età alla quale si compie la scelta sulla destinazione del TFR.

6.2 Scenario reddito alto

Inflazione = 2%

Retribuzione iniziale = 25000 €

Dinamica retributiva reale = 2,00%

Dinamica retributiva nominale = 4,04%

Aliquota Irpef = 30,8%

Tabella 11 – Beneficio fiscale derivante dall'adesione ad una forma pensionistica complementare

	Somma versamenti	Montante ante imposte TFR	Prestazione TFR	Prestazione FP	Beneficio fiscale	Beneficio annuo
lavoratore giovane (40 anni al pensionamento)	165713	252992	201974	238078	17,9%	0,41%
lavoratore adulto (25 anni al pensionamento)	131020	173409	133073	157687	18,5%	0,68%
lavoratore anziano (5 anni al pensionamento)	37453	39424	27894	33806	21,2%	3,92%

In questo scenario si può notare come il beneficio fiscale non sia più costante, ma incrementi all'aumentare dell'età in cui il lavoratore compie la decisione. Più il soggetto è vicino alla pensione, maggiore è il vantaggio. Inoltre tale beneficio è superiore in valore assoluto rispetto a quello ottenibile nello scenario base. Di conseguenza anche il vantaggio annualizzato è maggiore e rimane crescente all'aumentare dell'età dell'individuo.

6.3 Scenario reddito basso

Inflazione = 2%

Retribuzione iniziale = 10000 €

Dinamica retributiva reale = 1,00%

Dinamica retributiva nominale = 3,02%

Aliquota Irpef = 23,0%

Tabella 12 – Beneficio fiscale derivante dall'adesione ad una forma pensionistica complementare

	Somma versamenti	Montante ante imposte TFR	Prestazione TFR	Prestazione FP	Beneficio fiscale	Beneficio annuo
lavoratore giovane (40 anni al pensionamento)	52339	82602	70564	77892	10,4%	0,25%
lavoratore adulto (25 anni al pensionamento)	39468	52936	43859	48200	9,9%	0,38%
lavoratore anziano (5 anni al pensionamento)	10398	10951	8559	9391	9,7%	1,87%

Contrariamente a quanto visto finora, per i soggetti con redditi bassi il beneficio fiscale è maggiore per i lavoratori giovani e decresce man mano che l'età si avvicina a quella del pensionamento. Nonostante ciò, il vantaggio su base annua rimane massimo per il lavoratore anziano, a cui mancano solo cinque anni alla pensione.

7 Conclusioni

Al termine dell'analisi è possibile effettuare delle valutazioni in merito alla convenienza tra lasciare il proprio TFR futuro presso il datore di lavoro oppure destinarlo alla previdenza integrativa. L'elemento determinante è rappresentato dal rendimento futuro dei fondi pensione, in quanto rendimenti più alti aumentano le probabilità di ottenere delle prestazioni maggiori al momento del pensionamento. Sicuramente le performance nel lungo periodo dei fondi pensione sono difficilmente prevedibili e dipendono da molti fattori. Nonostante ciò, indipendentemente dal rendimento che la previdenza complementare sarà in grado di offrire, lo studio effettuato dimostra come la convenienza tra le due opzioni dipenda fortemente da elementi quali il reddito dell'individuo, la sua dinamica retributiva e l'età in cui compie la scelta sul TFR maturando. In particolare si è visto che il rendimento medio minimo tale per cui conviene

aderire al fondo pensione diminuisce con l'aumentare dell'età del lavoratore, indipendentemente dal reddito. Quindi vi è più convenienza ad iscriversi ad una forma pensionistica quanto più si è vicini al pensionamento, poiché è sufficiente un rendimento più contenuto del fondo per superare la prestazione del TFR.

Analizzando i profili di reddito, si può osservare come per i soggetti con retribuzioni maggiori e più dinamiche il rendimento medio minimo sia più basso rispetto ai soggetti con redditi minori. Questi ultimi quindi hanno bisogno che il fondo pensione offra rendimenti medi più alti affinché la prestazione finale netta sia superiore a quella della rivalutazione del TFR. Perciò, vi è maggior convenienza ad iscriversi ad una forma pensionistica per gli individui con retribuzioni superiori e più dinamiche.

Nel confronto tra le due forme pensionistiche complementari si è potuto osservare come, a parità di scenario, i fondi pensione negoziali risultino più convenienti rispetto a quelli aperti. Infatti, grazie al contributo del datore di lavoro e ai costi inferiori, il rendimento medio obiettivo del fondo è più basso.

Combinando i fattori età e reddito, si ottiene che la massima convenienza ad aderire al fondo pensione si abbia nel caso in cui il lavoratore sia più prossimo al momento del pensionamento e sia collocato in una fascia di reddito alta. La convenienza minima si verifica per il lavoratore giovane con reddito basso.

Gran parte dei vantaggi della previdenza complementare sono dovuti alle agevolazioni fiscali introdotte. La ratio della riforma è quella di privilegiare chi permane più anni nella previdenza integrativa. Analizzando però il solo beneficio fiscale, dai dati si evince come non sempre ciò avvenga. Infatti nello scenario base il vantaggio è pressoché costante, indipendentemente dagli anni di permanenza nel fondo pensione. Per i soggetti con retribuzioni dinamiche ed alte invece, il beneficio fiscale è maggiore per il lavoratore anziano, che aderisce per pochi anni al fondo. L'unico caso in cui è privilegiato chi rimane per molti anni nella previdenza integrativa è lo scenario caratterizzato da redditi bassi e poco dinamici. Per tale categoria il lavoratore giovane gode di un vantaggio fiscale maggiore rispetto al lavoratore anziano. Come visto poco sopra però, nonostante questo vantaggio, il lavoratore giovane con dinamica retributiva contenuta è

quello per cui la convenienza del fondo pensione è minima. Egli infatti necessita di un rendimento minimo del fondo maggiore.

In termini di beneficio fiscale totale, la convenienza massima ad aderire alla previdenza complementare si riscontra per il lavoratore anziano con reddito alto (21,2%), mentre la convenienza minima è per il lavoratore anziano con reddito basso (9,7%).

In termini di beneficio fiscale annualizzato, la massima convenienza si riscontra sempre per il lavoratore anziano con reddito alto (3,92%), mentre la convenienza minima è per il lavoratore giovane con reddito basso (0,25%).

Questa situazione per cui i benefici fiscali esistono, ma non appaiono avvantaggiare chi permane per orizzonti temporali lunghi nella previdenza integrativa, è dovuta al fatto che la tassazione finale agisce solo su ciò che non era stato tassato in precedenza, cioè solo sui versamenti effettuati. L'aliquota favorevole quindi si applica solo su una parte del montante finale. Quanto meno un soggetto permane nel fondo pensione, tanto più il beneficio fiscale si applica su una quota consistente del montante finale.

Il fatto che i lavoratori con retribuzioni più dinamiche e alte godano di maggiori vantaggi fiscali è dovuto all'assenza di progressività nell'applicazione delle agevolazioni. Infatti, le aliquote con cui si tassa il montante finale derivante dal fondo pensione sono fisse e dipendono solamente dagli anni di permanenza nella previdenza integrativa. I soggetti con retribuzioni più alte negli ultimi cinque anni precedenti il pensionamento avranno dunque aliquote IRPEF maggiori e quindi potranno godere maggiormente delle aliquote agevolate applicate ai fondi pensione.

In conclusione si può affermare che, per come è strutturata, la riforma del 2005 rende più conveniente l'adesione ad un fondo pensione per i soggetti ai quali mancano pochi anni al momento del pensionamento. Ciò contrasta con l'idea di previdenza, che dovrebbe essere impostata su un'ottica di lungo periodo. Inoltre, in base ai risultati della simulazione, la previdenza complementare appare più conveniente per i soggetti con alti redditi e dinamiche retributive maggiori.

Bibliografia

- [1] Brugiavini A., 2007, TFR o fondo pensione? Una scelta di convenienza, www.lavoce.info
- [2] Brugiavini A., 2007, TFR o fondi pensione: alcuni esempi, www.lavoce.info
- [3] Cesaratto S., 2008, The Macroeconomics of the Pension Fund Reform and the Case of the TFR Reform in Italy, *Quaderni del Dipartimento di Economia Politica*, Università degli Studi di Siena, No.549
- [4] Cesari R., Grande G., Panetta F., 2007, La previdenza complementare in Italia: caratteristiche, sviluppo e opportunità per i lavoratori, Banca d'Italia Occasional papers, No.8
- [5] Cesari R., Grande G., Panetta F., 2007, Il fondo pensione conviene, ma attenzione ai costi, www.lavoce.info
- [6] Corsini L., Pacini P.M., Spataro L., 2010, Workers'Choice on Pension Schemes: an Assessment of the Italian TFR Reform Through Theory and Simulations, Discussion Papers, Dipartimento di Scienze Economiche, Università di Pisa, No.96
- [7] Covip, 2010, Relazione per l'anno 2009, Roma
- [8] Covip, 2011, La previdenza complementare, principali dati statistici
- [9] Fornero E., Castellino O., 2001, *La riforma del sistema previdenziale italiano*, Il Mulino, Bologna
- [10] Fornero E., Fugazza C., Ponzetto G., 2004, A comparative analysis of the costs of Italian pension plans, CeRP Working Paper, n. 33
- [11] Fugazza C., Teppa F., 2009, The Italian severance payment (TFR): a life raft or a seashore?
- [12] Marano A., 2007, Fondi pensione: meno del TFR se non rischi?, *Econpubblica*, Short note n.11
- [13] Ragioneria generale dello Stato, 2010, Le tendenze di medio-lungo periodo del sistema pensionistico e socio-sanitario, Rapporto n.11
- [14] Scienza B., 2007, *La pensione tradita*, Fazi Editore, Roma

Siti consultati

www.covip.it

www.inps.it

www.istat.it

www.mbres.it

www.tfr.gov.it

Conclusioni

Nella presente ricerca si è potuto constatare come le decisioni in ambito previdenziale peseranno sempre di più sui singoli individui, soprattutto grazie alla riforma del 2005. L'analisi e le simulazioni effettuate tentano di offrire indicazioni riguardo alla destinazione del TFR, in particolare sulla convenienza tra conferirlo ad una forma pensionistica oppure mantenerlo presso il datore. Al termine dello studio è possibile affermare che non esiste una risposta univoca e definitiva, in quanto la convenienza è determinata dalla combinazione di più fattori che possono spostare il giudizio verso una delle due strade percorribili. Il fattore determinante è certamente il rendimento futuro che sarà conseguito dai fondi pensione, ma, indipendentemente da questo, alcuni dei parametri da considerare dipendono dalle caratteristiche dell'individuo. In particolare è emerso come la convenienza massima ad aderire alla previdenza complementare si verifichi per i soggetti con carriere dinamiche e redditi alti, e per i lavoratori maggiormente vicini alla pensione. Altri parametri, invece, sembrano essere esterni alla sfera del singolo individuo, come i costi delle forme pensionistiche, il contributo del datore di lavoro e l'aspetto fiscale. In realtà, per quest'ultimo elemento, le caratteristiche del lavoratore incidono notevolmente. Si è osservato infatti come, a causa dell'assenza di progressività nell'applicazione delle agevolazioni, i benefici fiscali per chi aderisce ad un fondo sono legati alla retribuzione che percepirà negli ultimi anni della vita lavorativa. Oltre a ciò, è rilevante l'età in cui viene compiuta la scelta.

Nel complesso, quindi, la riforma non privilegia l'ottica di lungo periodo che dovrebbe caratterizzare un sistema previdenziale. A conferma di questo, analizzando alcuni fattori che guidano la scelta, si è evidenziato come benefici presenti nel breve termine diminuiscano o scompaiano su orizzonti temporali estesi. E' quello che succede per i vantaggi fiscali o per il contributo del datore di lavoro. Inoltre si è osservato come, nel lungo periodo, i costi delle forme pensionistiche complementari possano erodere i benefici derivanti da altri elementi. Quindi i consigli degli esperti dovrebbero essere sempre valutati in

un'ottica di pianificazione di lungo termine e soprattutto tenendo conto delle peculiarità del singolo individuo.

E' infine necessario ricordare che il modello di simulazione realizzato include buona parte dei fattori che influenzano la scelta sulla destinazione del TFR. Nonostante ciò, le ipotesi sottostanti sono riferite alla realtà attuale, mentre è possibile che nel futuro vi saranno modifiche alla disciplina della previdenza integrativa e alla normativa fiscale, così come variazioni nell'incidenza dei costi dei fondi pensione. Tutto ciò potrebbe certamente modificare i risultati della ricerca. Inoltre vi sono alcuni elementi di cui non si è tenuto conto, quale ad esempio la difesa del potere d'acquisto ottenibile col TFR, grazie al suo meccanismo di rivalutazione che segue parzialmente l'andamento dell'inflazione. Allo stesso modo non è stato inserito il parametro dell'avversione al rischio, una variabile che porterebbe maggiormente a considerare il TFR come uno strumento con funzione di "cuscinetto", come un'attività priva di rischio all'interno di un'ottica di allocazione del portafoglio previdenziale.