

# Le criticità del sistema pensionistico pubblico e privato in Italia e gli spazi per i piani di accumulo in ETF

Analisi comparativa per gli investitori di lungo periodo

Michele Raitano (Sapienza Università di Roma)  
Marco Di Pietro (Sapienza Università di Roma)



# Introduzione ed executive summary

Il Rapporto è formato da tre parti, strettamente consequenziali nei loro contenuti ed obiettivi. Nella prima parte si ragiona sulle caratteristiche del sistema pensionistico italiano, sia pubblico che privato, richiamandone le principali caratteristiche e mettendone in luce pregi e criticità. Nella seconda parte si ragiona sulle diverse forme di previdenza privata, comparandone i rendimenti, anche in confronto a quelli medi ottenuti – in un periodo temporale medio-lungo – da forme di investimento di lungo periodo alternative, quali i piani d'accumulo in ETF. Infine, nella terza parte si presentano i risultati di un'indagine campionaria originale tesa a valutare le propensioni degli intervistati rispetto alle scelte di investimento finanziarie e previdenziali e a rilevare le preoccupazioni rispetto al futuro previdenziale e il potenziale interesse verso forme di investimento alternative come gli ETF.

La riflessione sulle caratteristiche del sistema pensionistico, condotta nella prima parte del Rapporto, serve, fra le altre cose, a mettere in luce i possibili rischi di inadeguatezza del sistema pubblico, che, all'interno della formula contributiva e di regole che prevedono la possibilità di ritirarsi ad età molto avanzate, dipendono esclusivamente da carriere lavorative poco vantaggiose, in termini di retribuzioni ricevute e periodi effettivamente lavorati. Laddove il numero di individui con carriere fragili dovesse rivelarsi elevato, come alcune analisi purtroppo al momento paaventano, appare necessario integrare la pensione contributiva. Quest'integrazione andrebbe però posta a carico del sistema pubblico – attraverso l'introduzione di forme di pensione di garanzia all'interno dello schema contributivo – essendo molto difficile che lavoratori a basso salario e carriera instabile abbiano risorse disponibili per l'investimento previdenziale di lungo periodo. Forme di previdenza complementari sarebbero invece utili a integrare la prestazione pubblica di chi intendesse beneficiare di un pensionamento anticipato che, si ricordi, nel contributivo non genera aggravii per il bilancio pubblico intertemporale ma consentirebbe di scegliere fra una pensione anticipata di minor valore oggi e una prestazione proporzionalmente più elevata domani se si proseguisse l'attività.

I requisiti per il pensionamento introdotti negli scorsi decenni hanno però cancellato le possibilità di pensionamento flessibile che, coerentemente con la logica attuariale dello schema contributivo, erano previste in tale schema (e si sarebbero potute applicare, mediante correttivi sulla componente retributiva, anche a chi era nel regime misto pro rata). Queste norme hanno di fatto spiazzato la convenienza ad investire nella previdenza privata per sostenere una prestazione pubblica altrimenti inadeguata. Come si discute nel Rapporto, infatti, alle età pensionabili attualmente previste (ed attese in crescita dato il loro adeguamento automatico con l'aspettativa di vita) chi dovesse avere vite lavorative stabili e dignitose – e dunque fosse in grado di effettuare versamenti integrativi – riceverà nel contributivo una pensione assolutamente adeguata. Per tali individui si attenua, dunque, in modo molto rilevante la convenienza a investire nella previdenza integrativa, se non per usufruire del contributo aggiuntivo previsto nei contratti collettivi per chi aderisce a fondi negoziali e, soprattutto, dei consistenti vantaggi fiscali (elevati nella fase di versamento, per beneficiare della deducibilità dei contributi fino alla soglia di 5.165 euro l'anno, e di pagamento delle prestazioni dove, anziché le aliquote marginali Irpef, viene applicata un'aliquota proporzionale compresa fra il 9% e il 15%). Al contrario, come detto, chi avrebbe bisogno dell'integrazione – individui a lungo precari e working poor – non ha risorse adeguate e, dunque, non può beneficiare di integrazioni da fonte privata e, dunque, nemmeno degli sgravi fiscali.

Se ne deduce che, nell'attuale cornice normativa che impedisce, ad esempio, di conteggiare per il pensionamento anticipato il totale della pensione pubblica e privata, le pensioni integrative private hanno perso la loro ratio originale per diventare, per le lavoratrici e i lavoratori più abbienti, essenzialmente uno strumento di risparmio di lungo periodo fortemente agevolato fiscalmente. Nel Rapporto si discute però, criticamente, il profilo

di queste agevolazioni fiscali sia per l'impatto sui conti pubblici – con un aggravio attualmente intorno a circa 2,5 miliardi annui di mancate entrate – sia, soprattutto, dal punto di vista dell'efficienza e dell'equità, ovvero riuscire effettivamente a indirizzare la partecipazione ai fondi verso chi avrebbe bisogno di integrare una prestazione altrimenti inadeguata.

Il disegno delle agevolazioni fiscali sulla previdenza integrativa ha, peraltro, conseguenze distorsive anche nelle scelte di investimento di lungo periodo della popolazione. Se, dal punto di vista teorico, gli sgravi sono giustificati per via della meritorietà dell'investimento previdenziale di lungo periodo che serve a correggere la "miopia" individuale verso il futuro, la motivazione teorica si attenua fortemente quando l'investimento più che dal risparmio necessario per la vecchiaia viene motivato prevalentemente da convenienze fiscali. In questo quadro, nella seconda parte del Rapporto si presenta un confronto molto dettagliato fra scelte di investimento in piani di accumulo in ETF e nelle diverse tipologie di fondo pensione, tenendo conto delle differenze nei rendimenti realizzati e della diversa normativa fiscale. Dal confronto emerge chiaramente come, in virtù di rendimenti medi nel medio-lungo periodo più alti (pur a fronte di una maggiore volatilità dei rendimenti) e costi amministrativi sovente minori, gli investimenti in ETF risultano generalmente più performanti, seppur non godendo delle agevolazioni fiscali di cui godono le forme di previdenza integrativa privata. La convenienza economica dei prodotti di previdenza integrativa privata come i fondi pensione è infatti conseguenza diretta proprio dei suddetti vantaggi fiscali: essi generano infatti un'extra liquidità che, se reinvestita in ETF azionari permette di raggiungere rendimenti potenzialmente più elevati. E il vantaggio fiscale – grazie alla deducibilità che favorisce chi paga aliquote marginali più alte – cresce all'aumentare del reddito individuale e, dunque, va sottolineato, avvantaggia in modo regressivo – sotto il profilo dell'equità e dell'uso delle risorse pubbliche – chi meno ne avrebbe bisogno.

Il disegno del sistema pensionistico complessivo e delle agevolazioni fiscali previste negli schemi privati andrebbe, dunque, ripensato, sia alla luce dell'innalzamento continuo dell'età pensionabile, sia di un sistema di fondi pensione a cui partecipano in misura relativamente maggiore gli individui più abbienti.

In questo quadro il Rapporto si conclude con una ricerca originale condotta mediante le risultanze di un'indagine campionaria condotta da BVA Doxa su un campione rappresentativo della popolazione residente in Italia della fascia d'età 18-64 anni. L'indagine campionaria è stata effettuata col fine di verificare le attitudini di un campione rappresentativo della popolazione italiano rispetto alle tipologie di investimento finanziario, alle scelte di investimento nella previdenza integrativa e alle attese rispetto al futuro previdenziale. Nello specifico, la nostra attenzione è stata posta rispetto ai seguenti fenomeni: le attuali scelte di portafoglio degli intervistati; le attuali scelte degli intervistati rispetto alle varie forme di previdenza integrativa e risparmio di lungo periodo; l'attesa di una pensione di importo adeguato e della situazione finanziaria una volta che ci si sarà ritirati; la conoscenza del funzionamento del sistema pensionistico pubblico e di quello privato; l'interesse a un potenziale investimento in ETF come modalità di gestione del risparmio a fini previdenziali.

Fra le evidenze del sondaggio, emerge da parte del campione una notevole consapevolezza sulla necessità di agire per migliorare la propria situazione previdenziale: solo il 2% degli intervistati, infatti, dichiara che non è necessario complementare le future prestazioni pensionistiche pubbliche con alcuna forma di previdenza integrativa. Il 74% degli intervistati associa il proprio futuro finanziario dopo il pensionamento a emozioni negative che spaziano dallo sconforto all'incertezza. Ciononostante, quasi un terzo degli intervistati dichiara di non avere al momento alcuna forma di previdenza complementare.

Una quota non irrilevante del campione (40%) dichiara di preferire, qualora ne avesse la possibilità, un investimento bilanciato in fondi pensione e ETF (intuitivamente raggiungendo le conclusioni del presente studio circa l'efficacia di tale combinazione dal punto di vista dei rendimenti).

Dovrebbe inoltre far riflettere l'evidenziata correlazione fra stabile impiego e accesso a forme di previdenza complementare: il 68% dei disoccupati, infatti, dichiara di non aver sottoscritto alcuna forma di pensione integrativa o polizza vita. Altra forte correlazione si riscontra tra livello di reddito e accesso a previdenza integrativa: mentre l'80% degli intervistati con reddito oltre i 2.000 euro dichiara di avere fondo pensione o polizza vita, questa percentuale scende al 50% per le categorie più fragili (i.e. redditi mensili netti inferiori a 1.000 euro).

Una spinta al cambiamento e un maggiore interesse verso l'investimento privato in strumenti finanziari arriva dal segmento giovanile: sono infatti proprio gli intervistati di età inferiore ai 35 anni a mostrare la più alta propensione (44%) a combinare una forma di previdenza integrativa con un investimento in ETF (la formula di investimento che, abbiamo visto sopra, restituisce i rendimenti netti più alti in assoluto), o addirittura a scegliere un investimento in ETF in modo esclusivo rispetto al fondo pensione (18%).

# Indice dei contenuti

|  |           |
|--|-----------|
| <b>1. CARATTERISTICHE, POTENZIALITÀ E CRITICITÀ DEL SISTEMA PENSIONISTICO ITALIANO</b>                       | <b>5</b>  |
| LE CARATTERISTICHE DEL SISTEMA PUBBLICO  | 5         |
| LE PRINCIPALI CRITICITÀ DEL SISTEMA PUBBLICO   | 7         |
| LE CARATTERISTICHE DEL SISTEMA PRIVATO   | 8         |
| MOTIVAZIONI E IMPLICAZIONI DEGLI SGRAVI FISCALI SULLA PREVIDENZA INTEGRATIVA                                 | 10        |
| <b>2. PREVIDENZA INTEGRATIVA O RISPARMIO INDIVIDUALE DI LUNGO PERIODO? PROFILI A CONFRONTO</b>               | <b>16</b> |
| SCENARI DI SIMULAZIONE E RISPARMI FISCALI  | 16        |
| ETF E FONDI PENSIONE: RENDIMENTI A CONFRONTO   | 17        |
| LA CONVENIENZA RELATIVA DI ETF E FONDI PENSIONE: UNA SIMULAZIONE   | 19        |
| <b>3. PARTECIPAZIONE A PREVIDENZA INTEGRATIVA E PROPENSIONI A INVESTIRE IN ETF: LE EVIDENZE DALLA SURVEY</b> | <b>25</b> |
| CONTENUTI E OBIETTIVI DELL'INDAGINE  | 25        |
| INVESTIMENTI FINANZIARI, PARTECIPAZIONE ALLA PREVIDENZA INTEGRATIVA E INTERESSE PER ETF                      | 26        |
| CONDIZIONE DI VITA ATTESA AL PENSIONAMENTO   | 32        |

# 1. Caratteristiche, potenzialità e criticità del sistema pensionistico italiano

## Le caratteristiche del sistema pubblico

Il sistema pensionistico italiano obbligatorio è di tipo pubblico – i fondi pensione privati svolgono un ruolo integrativo e volontario della copertura pubblica attraverso diverse tipologie di fondi pensione a capitalizzazione, che applicano una formula di calcolo a contribuzione definita –, è finanziato a ripartizione (ovvero con entrate correnti) e le pensioni sono calcolate in base ad una formula che, da retributiva, sta gradualmente passando al metodo a contributivo. Il pensionamento per via "ordinaria" è previsto in base a due diverse modalità, per vecchiaia (al raggiungimento di determinate età anagrafiche, 67 anni nel 2024) e "anticipata" (in base a requisiti relativi all'anzianità contributiva pregressa; nel 2024 42 anni e 10 mesi di anzianità per gli uomini, 41 anni e 10 mesi per le donne); i requisiti anagrafici e di anzianità variano ogni due anni in linea con l'evoluzione dell'aspettativa di vita.

Il quadro attuale discende da una lunga serie di riforme che prese avvio ormai nel lontano 1992 e che ha riguardato primariamente l'innalzamento dell'età pensionabile e dei requisiti di accesso alle pensioni anticipate e la modifica – da retributiva a contributiva – della regola di calcolo delle prestazioni. Dal 1993 (d.lgs. n. 124/1993) si è inoltre introdotta la cornice normativa degli schemi previdenziali privati, tesa a incentivare i lavoratori a versarvi contributi integrativi per accrescere l'importo complessivo della pensione.

Le riforme del sistema pubblico sono state motivate, principalmente, dalla necessità di porre un freno alla crescita attesa della spesa pensionistica, oltre che di correggere alcune iniquità e distorsioni. Prima delle riforme, infatti, molti studiosi imputavano al sistema pensionistico pubblico italiano tre principali difetti<sup>1</sup>. In primo luogo, il sistema avrebbe corso gravi rischi di insostenibilità economica e finanziaria a causa degli elevati incrementi attesi della spesa nel medio-lungo periodo dovuti sia alla generosità del sistema (in termini di requisiti di accesso al pensionamento e livello delle prestazioni), sia all'intenso processo d'invecchiamento della popolazione. Secondo, erano presenti molteplici iniquità distributive – spesso di segno regressivo, e cioè a vantaggio delle categorie più ricche – legate alle differenze nelle formule di calcolo retributive applicate nelle diverse gestioni previdenziali e al fatto che gli importi pensionistici dipendevano dalla media delle ultime annualità di salario (l'ultima mensilità nel pubblico impiego) oltre che dal numero degli anni di versamento. Ciò favoriva, in termini di tassi di rendimento sui contributi versati, coloro che andavano in pensione a età più basse e/o che realizzavano rilevanti crescite salariali al termine della carriera e/o che erano gravati da una minore aliquota di versamento. In terzo luogo, sussistevano forti incentivi al pensionamento anticipato: l'assenza di un legame attuariale fra contributi e prestazioni nella formula retributiva, accompagnata dalla possibilità di ritirarsi unicamente in base a un requisito di anzianità, senza che l'entità della prestazione venisse a dipendere dall'età di pensionamento, comportava un'elevata tassa implicita sul proseguimento dell'attività lavorativa, incentivando i lavoratori a ritirarsi non appena avessero raggiunto i requisiti per la pensione di anzianità.

<sup>1</sup> Cfr., fra gli altri, INPS (1993), *Le pensioni domani: primo rapporto sulla previdenza in Italia*, Bologna, Il Mulino; Gronchi, S. (1995), *Sostenibilità ed equità del sistema pensionistico italiano*, in «Economia Politica», 1; Fornero, E. e O. Castellino (a cura di) (2001), *La riforma del sistema previdenziale italiano*, Bologna, Il Mulino; Franco, D. e M. Marè (2002), *Le pensioni: l'economia e la politica delle riforme*, in «Rivista di politica economica», 92, 7-8.

Il contenimento della spesa è stato ottenuto tramite un mix di misure (crescita dell'età pensionabile, modifica delle regole di indicizzazione delle prestazioni in essere, omogeneizzazione delle regole fra le diverse gestioni, passaggio graduale dalla formula retributiva a quella contributiva), e in primo luogo grazie al continuo processo di innalzamento dell'età pensionabile, culminato con la "riforma Sacconi" del 2009 che stabilì che i requisiti per l'accesso al pensionamento vadano automaticamente adeguati con la variazione dell'aspettativa di vita e con la "riforma Fornero" del 2011 che, introdotta in un momento di grave crisi della finanza pubblica, innalzò repentinamente i requisiti per l'accesso al pensionamento per vecchiaia e a quello anticipato. Tuttavia, nel lungo periodo i principali effetti sulla sostenibilità del bilancio previdenziale – oltre che gli effetti migliorativi in termini di correzioni delle distorsioni derivanti dal precedente schema – verranno garantiti dal passaggio – introdotto gradualmente dalla riforma del 1995 – dalla formula di calcolo retributiva a quella contributiva.

La graduale entrata in vigore delle modifiche della regola di calcolo introdotta dalla riforma del 1995 – il contributivo si applica interamente solo alle coorti entrate nel mercato del lavoro dal 1996, quindi solo dal 2035/2040 circa il flusso annuo di nuove pensioni sarà interamente contributivo – comporta l'attuale coesistenza di più regimi previdenziali, caratterizzati da differente generosità e da diverse regole, logiche e convenienze al posponimento del pensionamento.

Nel contributivo l'entità della prestazione non viene più a dipendere dai salari conseguiti in una specifica fase della carriera, ma diviene funzione unicamente di quanto versato nel corso della vita lavorativa. Sui contributi individuali, accumulati in conti nozionali (essendo il sistema a ripartizione, i versamenti continuano a essere trasferiti alla generazione anziana e non sono investiti sul mercato, come accadrebbe invece se il sistema fosse a capitalizzazione), viene accreditato un tasso di rendimento figurativo (indipendente dal saggio di rendimento di mercato e pari, in Italia, alla media del tasso di crescita del Pil nominale nel quinquennio precedente) e, al momento del pensionamento, il montante accumulato viene trasformato in rendita vitalizia sulla base di coefficienti di trasformazione che tengono conto dell'aspettativa di vita media della popolazione italiana. Il metodo contributivo si basa, dunque, su criteri di rigida neutralità attuariale fra i contributi versati durante l'intera carriera e le prestazioni che si riceveranno da anziani. Pertanto, a parità di dinamica demografica e macroeconomica, la prestazione dipende da quanto si è versato (quindi dal successo dell'attività lavorativa) e dall'età in cui ci si ritira.

A differenza della precedente formula di calcolo, che generava, come detto, rendimenti sui contributi versati molto eterogenei (e spesso favorevoli ai più abbienti), nel contributivo ogni contributo erogato riceve uno stesso tasso di rendimento nozionale, legato alla crescita del PIL. In aggiunta, l'applicazione di coefficienti di trasformazione del montante (figurativo) in rendita vitalizia legati all'aspettativa di vita elimina gli incentivi al pensionamento anticipato.

Oltre a essere in media neutrale rispetto alle scelte di pensionamento, dal punto di vista macroeconomico l'applicazione del contributivo scinde il legame fra spesa previdenziale e dinamica demografica. La revisione periodica dei coefficienti di trasformazione, infatti, fa sì che un incremento della speranza di vita media (quindi del numero di anni in cui, in media, si riceverà la pensione) sia compensato da una riduzione dell'entità unitaria della prestazione, senza causare effetti sulla spesa aggregata. Il pagamento sui contributi versati di un tasso di rendimento allineato alla crescita del PIL garantisce inoltre l'equilibrio finanziario "intertemporale" di un sistema pubblico a ripartizione<sup>2</sup>. Una valutazione delle caratteristiche di tale sistema induce quindi a ritenere che la sostenibilità di lungo periodo della spesa previdenziale italiana sia garantita "per definizione", come confermano

<sup>2</sup> Sul legame fra equilibrio di bilancio di un sistema a ripartizione e applicazione di un tasso di rendimento legato alla crescita del PIL, cfr. Aaron, H. (1966), *The Social Insurance Paradox*, in «Canadian Journal of Economics», 32; Gismondi, F. e S. Gronchi (2011), *Il «sistema contributivo»: questo sconosciuto*, in M. Maré (a cura di), *La previdenza complementare: quale futuro?*, Bologna, Il Mulino; Samuelson, P. (1958), *An Exact Consumption-loan Model of Interest with or without the Social Contrivance of Money*, in «Journal of Political Economy», 66.

le proiezioni a lungo termine effettuate periodicamente dalla Commissione Europea, che evidenziano come la graduale entrata in vigore del contributivo contribuirà a stabilizzare la quota di spesa pubblica destinata a pensioni e a neutralizzare il suo andamento rispetto alla variabile demografica.

Dal punto di vista aggregato i meccanismi del contributivo agiscono quindi in modo da stabilizzare la quota di PIL da destinare al pagamento delle pensioni, rendendo sostenibile il bilancio previdenziale intertemporale. La formula di calcolo contributiva, al netto di tecnicità, garantisce, dunque, la sostenibilità di lungo periodo del bilancio previdenziale (ovvero, le uscite per ogni generazione corrispondono attuarialmente a quanto versato in precedenza come contributi). Problemi di finanziamento delle pensioni pubbliche non dipenderanno, pertanto, da promesse "eccessive" o da un cattivo disegno del sistema pensionistico, ma da cali delle entrate (contributive o fiscali) – ad esempio, gravissime crisi economiche o demografiche che riducano consistentemente le fonti di finanziamento delle prestazioni in pagamento – che nel sistema a ripartizione finanziano le pensioni in uscita. Non dipendono, dunque, da limiti degli schemi pensionistici, ma da possibili difficoltà del sistema economico (o del mercato del lavoro) che inciderebbero, peraltro, su ogni forma di previdenza, anche privata.

Ma se è chiaramente efficace nel tener conto dei vincoli di finanza pubblica, qual è la capacità dello schema contributivo di far fronte alle necessità dei singoli individui? E come possono essere tutelati gli individui che dovessero essere coperti in modo inadeguato dalla pensione pubblica contributiva a causa di vite lavorative svantaggiate e, conseguentemente, di un limitato versamento contributivo all'interno di uno schema che replica essenzialmente meccanismi di neutralità attuariale?

### **Le principali criticità del sistema pubblico**

Le principali problematiche del sistema pensionistico italiano non sono legate a limiti del disegno del sistema pensionistico pubblico ma riguardano, da un lato, e nell'immediato, il livello elevato e l'omogeneità delle età pensionabili, dall'altro, le prospettive pensionistiche future delle generazioni che vedranno calcolata la pensione interamente con il metodo contributivo, a fronte di un mercato del lavoro per troppi poco generosi, anche a causa delle due crisi economiche ravvicinate.

Rispetto al primo aspetto, va segnalato come un'età pensionabile relativamente elevata, in crescita automatica in base alla tendenza dell'aspettativa di vita, e, soprattutto, uguale per tutti i lavoratori/lavoratrici, indipendentemente da mansioni svolte, competenze, condizioni di salute ed altre caratteristiche individuali che possono incidere sulla possibilità di lavorare in età avanzata potrebbe non risultare né equa (essendo generalmente i più poveri più penalizzati da lavori gravosi e meno gratificanti) né efficiente (costringendo al lavoro individui a produttività molto limitata). In questa prospettiva, i lavoratori anziani non possono essere considerati una categoria omogenea, dato che appaiono profondamente eterogenei per caratteristiche, opportunità e necessità. Le regole pensionistiche – essendo il sistema previdenziale un'assicurazione sociale che deve dare risposta a rischi per loro natura eterogenei – dovrebbero cercare il più possibile di rispondere in modo efficace a tali eterogeneità, piuttosto che stabilire semplici incrementi omogenei dell'età pensionabile che rischiano di acuire alcune criticità, individuali e di sistema.

Rispetto al secondo, aspetto, va sottolineato come dal punto di vista individuale, a parità di andamento aggregato di economia e demografia, la prestazione dipenda da quanto si contribuisce, quindi dal successo della carriera lavorativa (dalla sua continuità e durata, dal livello salariale – su cui incidono fortemente i periodi trascorsi lavorando part-time – e dall'appartenenza a categorie che pagano una maggiore aliquota). Basandosi su stretti criteri di equità attuariale fra versamenti e prestazioni, e non prevedendo espliciti elementi redistributivi



inter e intra-generazionali, lo schema contributivo costituisce essenzialmente uno specchio di quanto accade all'individuo sul mercato del lavoro e risulta scevro da elementi redistributivi espliciti.

Al di là delle sue tecnicità, l'elemento cardine del sistema contributivo consiste, come detto, nello stabilizzare la quota di risorse da destinare agli anziani, per quanto grande sia il loro numero. Il reale problema di lungo periodo potrebbe allora manifestarsi dall'altro lato di questa coperta corta, ovvero in ragione di prestazioni limitate offerte a chi dovesse essere caratterizzato da vite lavorative svantaggiose. L'attenzione va allora spostata sul piano dell'adeguatezza delle prestazioni erogate, ovvero al tenore di vita di cui potranno godere i futuri pensionati. A parità di crescita del PIL e invecchiamento demografico, la prestazione di ogni individuo è il riflesso della propria esperienza lavorativa. Vite lavorative meno fortunate si rifletteranno in una pensione di importo proporzionalmente minore. In aggiunta, al di là dell'assegno sociale e dell'assegno di inclusione, che sono concessi a tutti gli anziani privi di altri mezzi (anche a chi non ha mai lavorato), nel contributivo non esiste l'integrazione al minimo, che, nel precedente sistema, costituiva un pavimento che impediva alle prestazioni pensionistiche di risultare inferiori ad un livello prestabilito.

I rischi di pensioni basse non dipendono comunque dal contributivo in sé, ma dalla coesistenza delle regole attuariali con bassi tassi di crescita del PIL e un mercato del lavoro incapace di garantire a molti lavoratori carriere soddisfacenti. D'altronde, l'adeguamento automatico dell'età di ritiro e i nuovi vincoli introdotti dalla "riforma Fornero" pensionabile – le prime coorti che andranno in pensione interamente col contributivo non dovrebbero uscire (intorno al 2040) prima dei 69 anni d'età o con meno di 44-45 anni di contribuzione – potrebbero migliorare sensibilmente l'adeguatezza delle future pensioni contributive per effetto dei più elevati coefficienti di trasformazione da applicare e dell'eventuale maggiore durata della vita lavorativa, che comporterebbe una più elevata accumulazione contributiva. Ma, affinché tali previsioni ottimistiche si realizzino, bisogna assumere che il sistema produttivo italiano sia in grado di garantire un'adeguata domanda rivolta a una forza lavoro sempre più anziana. In altri termini, l'innalzamento dell'età pensionabile migliora "per definizione" l'adeguatezza delle prestazioni contributive per gli individui in grado di lavorare a lungo; ma la domanda principale diventa relativa alla possibilità effettiva per i lavoratori più vulnerabili di estendere l'attività fino a quasi 70 anni.

A questo proposito, alcune simulazioni mostrano chiaramente che con carriere "piene" e lunghe (circa 40 anni di contributi) il rapporto fra pensione e ultima retribuzione sarebbe del tutto simile (attorno all'80% netto), se non superiore, a quello dello schema retributivo, dove però prestazioni di simile importo erano pagate a età anagrafiche ben inferiori<sup>3</sup>. Chi dovesse trascorrere una vita lavorativa stabile e remunerata decentemente riceverebbe, dunque, una prestazione pubblica del tutto adeguata al tenore di vita precedente al pensionamento. Tuttavia, nonostante l'incremento dell'età pensionabile, un rischio di inadeguatezza della pensione futura esiste, e grave, per chi dovesse avere una carriera svantaggiata, soprattutto in termini di bassi salari e frequenti interruzioni nella contribuzione. Al momento non si conosce, ovviamente, quanti futuri pensionati saranno in queste condizioni ma, in base alle evidenze empiriche disponibili, una quota non irrilevante di chi ha iniziato a lavorare dopo il 1995 potrebbe ritrovarsi al pensionamento con un limitato montante contributivo.

### **Le caratteristiche del sistema privato**

L'adesione alla previdenza privata complementare è in Italia volontaria. I fondi pensione possono essere gestiti unicamente a capitalizzazione e le prestazioni erogate sono calcolate in base al metodo della contribuzione

---

<sup>3</sup> Sulle problematiche legate all'adeguatezza attesa delle future pensioni contributive, cfr. Raitano M. (2017), "Poveri da giovani, poveri da anziani? Prospettive previdenziali e vantaggi della pensione di garanzia", Social Cohesion Paper, n. 1/2017.

definita; le pensioni dipendono, quindi, dal montante accumulato, ovvero dai contributi versati nel corso della vita lavorativa e dai rendimenti di mercato ottenuti su tali contributi.

L'architettura del sistema pensionistico integrativo si basa su tre differenti tipologie di offerta: i fondi pensione chiusi (o negoziali), i fondi pensione aperti e le polizze assicurative con finalità previdenziale (i PIP). La distinzione tra tali tipologie rispecchia la differenza fra l'adesione ai fondi in forma collettiva o individuale, mentre la disciplina fiscale è simile. In base alle norme attualmente in vigore, le somme versate a qualsiasi forma di previdenza privata (con l'eccezione della quota di TFR devoluta ai fondi pensione) sono infatti fiscalmente deducibili fino ad un massimo di 5.164,57 euro annui, i rendimenti conseguiti sui contributi sono tassati al 20% (era l'11% fino al 2014)<sup>4</sup> e le prestazioni erogate sono soggette a un'aliquota proporzionale del 15%, che viene ridotta di 0,3 punti percentuali per ogni anno di adesione al fondo fra il quindicesimo e il trentacinquesimo, fino a un'aliquota minima del 9%.

Per quanto riguarda il tipo di adesione, in forma collettiva si può aderire ai fondi chiusi o ai fondi aperti (per i lavoratori dipendenti l'adesione collettiva a questi ultimi è possibile solo laddove non sia attivo il proprio fondo chiuso di categoria). In forma individuale chiunque, indipendentemente dal proprio status lavorativo, può aderire ai fondi aperti o acquistare una polizza previdenziale. Per quanto concerne i lavoratori dipendenti, un'ulteriore distinzione fra i fondi collettivi e individuali attiene alla destinazione del Tfr e del contributo del datore eventualmente stabilito nel contratto collettivo. Fino al 2006, in caso di adesione individuale a un fondo aperto o PIP il lavoratore non aveva diritto alla contribuzione del datore e non poteva versarvi, neanche parzialmente, il Tfr, al cui versamento era inoltre legato il diritto alle agevolazioni fiscali. La riforma del 2005 ha previsto invece la possibilità di destinare il flusso annuo di Tfr anche alle forme previdenziali individuali, ma ha confermato (salvo ove diversamente specificato dagli accordi collettivi) il divieto di destinare a tali forme il contributo addizionale del datore previsto dai contratti.

Nonostante la definizione di una dettagliata cornice normativa e la concessione di cospicue agevolazioni fiscali – con un costo annuo per il bilancio pubblico attualmente pari a circa 2,5 miliardi di euro – solo una minoranza di lavoratori è iscritta a una delle diverse forme di previdenza integrativa. Inoltre, come si discute successivamente, la partecipazione è relativamente minore fra i lavoratori e le lavoratrici più giovane quelle che, soffrendo di maggiori rischi di instabilità della carriera e bassa accumulazione previdenziale, maggiormente potrebbero beneficiare di un'integrazione di fonte privata della pensione pubblica.

Rispetto al "limitato decollo" della partecipazione alla previdenza integrativa in Italia va peraltro ricordata che essa nasceva all'interno di un processo di riforma che aveva previsto (con la riforma del 1995) la possibilità di ritiro flessibile all'interno di una fascia di età pensionabile compresa fra 57 e 65 anni (e un importo di pensione non inferiore ad una certa soglia). L'idea era che, nel contributivo, chi avesse preferito ritirarsi prima avrebbe potuto farlo accettando una prestazione di importo più limitato (in virtù delle regole attuariali prima ricordate) da abbinare, possibilmente, a una pensione integrativa di fonte privata finanziata con apposite contribuzioni aggiuntive (oltre che con il versamento volontario del TFR alla previdenza complementare).

Le norme relative al pensionamento anticipato stabilite dalle riforme del 2005, 2009 e 2011 – che hanno generato un forte aumento dell'età pensionabile e hanno cancellato la flessibilità originariamente prevista dalla riforma Dini – hanno però di fatto spiazzato la logica originaria del disegno della previdenza integrativa in Italia la quale, come detto, nasceva principalmente per integrare prestazioni pubbliche di importo inferiori a quelle a cui si era abituati nello schema retributivo.

---

<sup>4</sup> I rendimenti ottenuti tramite investimenti dei fondi pensione in titoli di stato o equiparati sono però tassati con l'aliquota del 12,5%.

Come ricordato in precedenza, alle età pensionabili molto elevate previste dall'attuale cornice normativa, chi dovesse trascorrere carriere lunghe e dignitose finirebbe per ricevere una prestazione del tutto adeguata rispetto al tenore di vita in età attiva. Chi ha dunque livelli salariali e una stabilità di carriera tali da potersi permettere un risparmio previdenziale di lungo periodo aggiuntivo non ne ha dunque più strettamente necessità, non potendo scegliere di pensionarsi anticipatamente facendo anche uso delle risorse accumulate nei fondi pensione. Per questi individui "relativamente abbienti" la scelta di investire a lungo termine nella previdenza privata ha, dunque, una motivazione prettamente "fiscale", ovvero per potere usufruire degli sgravi prima richiamati (oltre che per potere eventualmente beneficiare del contributo aggiuntivo del datore nei fondi negoziali).

Al contrario, chi, anche alle attuali elevate età pensionabili, rischiasse di avere prestazioni di importo inadeguato ha difficoltà a partecipare alla previdenza privata dato che vincoli di liquidità cogenti e incertezza sull'evoluzione della carriera portano a non avere adeguate risorse da investire nel risparmio a lungo termine e/o a preferire le necessità correnti al risparmio precauzionale a fini previdenziali.

In altri termini, guardando a una mera logica previdenziale, e prescindendo dalle convenienze di natura fiscale, si può affermare che la previdenza integrativa serve a poco a chi se la può permettere, mentre quelli a cui servirebbe (precari e working poor) non possono permettersela a causa di vincoli di liquidità. A questi ultimi, una risposta di policy per tutelare i livelli di reddito in età anziana va, dunque, fornita all'interno del sistema pubblico, attraverso forme di integrazione al minimo o pensione di garanzia<sup>5</sup>.

Nell'attuale quadro normativo relativo al sistema previdenziale pubblico, la previdenza privata ha, dunque, soprattutto una funzione fiscale che rischia di essere difficilmente motivabile – sulla base di considerazioni di equità ed efficienza – laddove a beneficiare di questi sgravi non fossero gli individui che maggiormente necessitano di un'integrazione della loro pensione.

Per ridare slancio all'idea originale di previdenza integrativa come strumento di integrazione previdenziale per accrescere prestazioni pubbliche di importo limitato, appare, dunque, necessario reintrodurre forme di flessibilità dell'età pensionabile – che, si ricordi, nel contributivo non impatterebbero in alcun modo sul bilancio intertemporale del sistema pensionistico. Solo in tal caso la previdenza integrativa tornerebbe in Italia alla sua funzione originaria di garantire un'integrazione di reddito pensionistico a chi, per scelta o necessità, andasse in pensione a età non troppo elevate con un importo della prestazione relativamente limitato.

### **Motivazioni e implicazioni degli sgravi fiscali sulla previdenza integrativa**

La letteratura economica chiarisce le motivazioni in base alla quale lo stato assume un ruolo centrale in ambito pensionistico<sup>6</sup>: ove lasciati soli nelle loro scelte, gli individui possono non essere in grado di risparmiare le somme necessarie per garantirsi un reddito adeguato nell'età anziana. Ciò accade per una molteplicità di ragioni: la miopia verso le necessità future, che porta a sottostimare le esigenze in cui si incorrerà nei decenni a venire e, quindi, a limitare le somme accantonate nel corso del tempo; la presenza di vincoli di liquidità nella fase di vita attiva, che impediscono un adeguato risparmio precauzionale a fini previdenziali; la difficoltà di prevedere l'importo della pensione a cui si avrà diritto, difficoltà maggiore tanto più tale importo è incerto (ad esempio, quando si basa su una regola di calcolo in cui è definita solo la quota di contribuzione e non l'ammontare del

<sup>5</sup> Cfr. Raitano M. (2017), "Poveri da giovani, poveri da anziani? Prospettive previdenziali e vantaggi della pensione di garanzia", Social Cohesion Paper, n. 1/2017.

<sup>6</sup> Cfr. Barr N., Diamond P. (2008), *Reforming Pensions: Principles and Policy Choices*, Oxford University Press, Oxford.

beneficio futuro); un comportamento opportunistico, che può indurre gli individui a non risparmiare a sufficienza nella speranza che, quando saranno anziani, «qualcun altro» si prenderà cura di loro.

Per tutte queste ragioni, il risparmio previdenziale – ovvero quelle forme di risparmio di lungo periodo il cui utilizzo a fini di consumo non è possibile prima che il beneficiario abbia raggiunto una certa età (di solito coincidente con l'età per la pensione) – presenta caratteristiche di “bene meritorio”, ovvero un bene di cui l'operatore pubblico – assumendo un atteggiamento paternalistico – obbliga o incentiva il consumo (presso fornitori pubblici o privati), per superare le inevitabili carenze informative o gli atteggiamenti opportunistici individuali.

Di conseguenza, in pressoché tutti i paesi sviluppati la partecipazione agli schemi pensionistici pubblici non soltanto è obbligatoria, ma la contribuzione è fiscalmente esente e, in alcuni casi, le stesse prestazioni godono di un trattamento tributario agevolato rispetto alle altre fonti di reddito. Le agevolazioni fiscali nel settore pensionistico non si limitano, tuttavia, al solo pilastro pubblico. Infatti, sia che la partecipazione alla previdenza privata sia obbligatoria, sia che – come in Italia – sia facoltativa, la partecipazione alle diverse tipologie di fondi pensione è ovunque fiscalmente agevolata.

Dal punto di vista teorico, la presenza di agevolazioni fiscali alla spesa privata per il welfare va valutata in base a criteri di efficienza – se tali agevolazioni modificano le scelte degli individui a favore di consumi meritori o vanno a migliorare l'accesso a prestazioni di assicurazione sociale fornite poco o male dall'operatore pubblico – e dal punto di vista dell'equità, facendo attenzione a valutare quali tipologie di individui e famiglie godono maggiormente dei vantaggi fiscali. In particolare, le motivazioni di efficienza alla base della necessità di incentivare forme integrative di assicurazione privata pensionistica da parte degli individui verrebbero a scomparire qualora l'offerta pubblica risultasse sufficiente a tutelare “nel miglior modo possibile” gli individui rispetto al rischio di ricevere prestazioni pensionistiche inadeguate. Ciò varrebbe, a maggior ragione, qualora lo stato fornisse tali forme di assicurazione in modo più efficiente di quanto realizzabile dai mercati privati.

Ne consegue che, in ambito pensionistico, gli incentivi fiscali di cui beneficia chi si iscrive a fondi integrativi privati sono senz'altro coerenti con l'assunzione di meritorietà del risparmio previdenziale quando la partecipazione agli schemi privati serve a integrare prestazioni pubbliche di livello non particolarmente generoso, che non realizzino, cioè, il principio della «miglior copertura possibile» (o dell'adeguatezza della prestazione, in base alla terminologia seguita in ambito europeo) a fronte dei rischi economici connessi con la vecchiaia – non consentendo, ad esempio, di mantenere sostanzialmente invariato il tenore di vita precedente al pensionamento o, addirittura, di proteggere gli anziani dal rischio di povertà. Le motivazioni a difesa delle agevolazioni fiscali si affievoliscono, invece, quando queste non sono sufficienti a modificare (a causa di una serie di vincoli) le scelte di chi necessiterebbe di una più elevata copertura pensionistica e il risparmio previdenziale integrativo (e, dunque, le connesse agevolazioni fiscali) serve – anche o principalmente – a incrementare prestazioni pubbliche di importo adeguato.

A questo proposito va ricordato che le agevolazioni fiscali sulle somme versate presso le forme pensionistiche private possono essere introdotte nelle tre fasi attraverso cui si forma una prestazione pensionistica: 1) la fase di versamento dei contributi alle diverse tipologie di fondi pensione (in Italia, i cosiddetti fondi chiusi o aperti e i piani pensionistici individuali – PIP); 2) la fase di investimento di tali contributi che – ove questi siano gestiti a capitalizzazione – consente di ottenere rendimenti di mercato sul montante dei contributi precedentemente versati; 3) la fase di pagamento delle prestazioni, ovvero il momento in cui la pensione integrativa privata viene erogata.

Nella maggior parte dei paesi dell'Unione Europea gli schemi di previdenza privata sono soggetti a sistemi di tassazione del tipo EET (dove la «E» e la «T» rappresentano, rispettivamente, l'esenzione o la tassazione nelle tre

fasi sopra indicate), che prevedono, dunque, un'esenzione completa dell'imposizione nella fase di versamento dei contributi e in quella in cui si accreditano i rendimenti sul montante accumulato, mentre le prestazioni sono tassate in base alle normali aliquote dell'imposta personale sui redditi. In Italia, invece, come spiegato in precedenza, le somme detenute presso i fondi pensione, indipendentemente dalla tipologia di questi (chiusi, aperti o PIP), sono invece tassate sulla base di una sorta di schema ibrido ETE o, per meglio dire, ETT con tassazione molto limitata nella terza fase. Nel nostro paese, infatti, i versamenti sono dedotti dall'imponibile fino a un valore pari a 5,164 euro l'anno (indipendentemente dall'ammontare dell'imponibile complessivo), sui rendimenti maturati si paga un'aliquota del 20% (a fronte del 26% sui rendimenti finanziari), mentre le prestazioni vengono tassate in misura molto agevolata (compresa fra il 9% e il 15%) e non fanno cumulo con gli altri redditi individuali, anche da lavoro o da pensione.

Va altresì ricordato che, nel nostro paese, nel sentire comune la previdenza privata viene spesso considerata uno strumento necessario per consentire alle generazioni più giovani – gli entrati in attività dal 1996 in poi, le cui pensioni verranno calcolate interamente secondo il meno generoso metodo contributivo – di integrare l'importo delle prestazioni pubbliche che, in ragione delle caratteristiche dello schema contributivo, potrebbe risultare limitato e, a ogni modo, dovrebbe risultare ampiamente inferiore alle prestazioni ricevute da chi appartiene – interamente o in parte – al precedente schema retributivo. In questo quadro, le agevolazioni fiscali sulla previdenza integrativa – e la spesa fiscale a esse connessa – si giustificerebbero in virtù della meritorietà del risparmio previdenziale presso i fondi privati, che consentirebbe di raggiungere un tenore di vita adeguato durante il pensionamento, altrimenti irraggiungibile affidandosi alla sola previdenza pubblica. In altri termini, gli incentivi fiscali consentirebbero ai più bisognosi di incrementare il loro risparmio previdenziale e, in tal modo, migliorare il tenore di vita atteso – altrimenti insufficiente – nella fase di quiescenza.

Una riflessione di stampo normativo sulla presenza delle agevolazioni fiscali sulla previdenza integrativa privata – e del mancato gettito che esse determinano – può allora basarsi su tre semplici considerazioni, ispirate a criteri di meritorietà del tipo di risparmio e di efficienza ed equità dell'incentivo fiscale, che analizzino se: 1. le agevolazioni fiscali effettivamente modificano le scelte di accumulazione previdenziale; 2. Vanno a tutelare chi, in assenza di contribuzione a fondi privati, avrebbe un reddito da pensione inadeguato (sia che si valuti l'adeguatezza in termini di tutela contro i rischi di povertà sia che, in modo più ampio, la si valuti in relazione al tenore di vita precedente il pensionamento); 3. il loro importo consente di ottenere un vantaggio relativamente maggiore per i più bisognosi (si concreta, dunque, in forme di tax expenditures progressive).

Seguendo questo quadro concettuale, se le agevolazioni fiscali fossero godute (anche) da persone che non rischiano di avere una prestazione di importo limitato al pensionamento – o che, in loro assenza, avrebbero comunque versato a forme previdenziali integrative – queste non sarebbero giustificabili secondo principi di meritorietà ed efficienza. Laddove poi di tali agevolazioni beneficiassero soprattutto i più abbienti – o comunque coloro la cui pensione pubblica sia ritenuta adeguata in base agli obiettivi di «adeguatezza» che essa dovrebbe consentire di raggiungere (ad esempio, tutela contro la povertà o mantenimento dello standard di vita pregresso) –, e in misura relativamente maggiore, si creerebbero anche rischi di forti iniquità dovute alla regressività della misura. In altri termini, se l'agevolazione fiscale non modificasse le scelte dei più bisognosi e consentisse unicamente a individui relativamente abbienti di modificare il proprio carico fiscale, la spesa fiscale a essa connessa andrebbe ritenuta una "perdita secca" per il bilancio pubblico, per giunta con caratteristiche regressive.

Sulla base di questo quadro concettuale, con riferimento al caso italiano, le agevolazioni fiscali sarebbero, invece, da valutare tanto più positivamente: 1. quanto più modificassero le scelte di chi non avrebbe altrimenti partecipato alla previdenza privata; 2. quanto più di esse beneficiasse principalmente chi rischiasse, in assenza di

contribuzione integrativa ai fondi pensione, di ricevere al pensionamento una pensione pubblica di importo limitato o comunque inadeguato a mantenere immutato il tenore di vita precedente; 3. quanto più l'importo delle agevolazioni non presentasse caratteri di regressività.

In realtà, anche il solo affidarsi nella fase di versamento dei contributi a forme di deduzione dall'imponibile (anziché di detrazione dell'imposta dovuta) presenta problemi da quest'ultimo punto di vista, dato che una deduzione in somma fissa avvantaggia in misura relativamente più elevata i più abbienti, che sono soggetti a un'aliquota marginale più elevata e, dunque, riducono il proprio carico fiscale in misura relativamente maggiore. La proporzionalità delle imposte nella fase di maturazione dei rendimenti ed erogazione delle prestazioni non dovrebbe generare problemi di regressività – ma certo non presenta alcun carattere di progressività – fatta salva la considerazione che è presumibile che i lavoratori a più alto salario riescano a trascorrere vite lavorative più continue, che consentano loro più facilmente di essere iscritti ai fondi per più di 15 anni, in modo da godere dell'ulteriore abbattimento dell'aliquota sulle prestazioni erogate dai fondi pensione. Questi aspetti assumono, però, maggiore o minore importanza a seconda di chi, fra i potenziali iscritti ai fondi pensione, effettivamente partecipa alla previdenza integrativa e beneficia, pertanto, delle agevolazioni fiscali. Dal punto di vista dell'equità, infatti, anche forme di agevolazione fiscale basate su aliquote proporzionali risulterebbero nei fatti fortemente regressive se ad avvantaggiarsi principalmente di queste fossero, ad esempio, unicamente i lavoratori più abbienti (ovvero, se unicamente i lavoratori a maggior salario si iscrivevano ai fondi pensione integrativi).

Per valutare, quindi, le caratteristiche delle agevolazioni fiscali sulla previdenza integrativa attualmente presenti in Italia bisogna ragionare, in primo luogo, su quanto sia effettivamente diffuso il rischio che la pensione pubblica risulti «inadeguata» (in termini di tutela del precedente tenore di vita e, a maggior ragione, di contrasto alla povertà) e necessiti, dunque, di un'integrazione di fonte privata da agevolare fiscalmente. Come richiamato in precedenza, la normativa sulla previdenza privata in Italia muove dall'assunto implicito che versare a fondi pensione privati sia per tutti necessario per ottenere in futuro una pensione adeguata, stante la riduzione attesa delle pensioni pubbliche nello schema contributivo. Se però tale assunzione poteva valere all'interno di un sistema – come quello definito dalla riforma del 1995, che introdusse la regola contributiva in sostituzione di quella retributiva – in cui l'età pensionabile era flessibile e i lavoratori potevano scegliere fra una prestazione pubblica di importo più limitato e una minore età di ritiro e viceversa, il quadro definito dalla riforma del 2011, che ha stabilito, anche all'interno dello schema contributivo, età pensionabili molto elevate e sostanzialmente rigide, ha modificato radicalmente la prospettiva riguardo alla convenienza della previdenza integrativa.

Come sottolineato in precedenza, in virtù dei meccanismi dello schema contributivo, chi dovesse riuscire a trascorrere vite lavorative così lunghe come quelle implicite in base all'innalzamento dei requisiti di pensionamento, non troppo frammentate e con salari decenti, raggiungerebbe tassi di sostituzione (ovvero il rapporto fra la prima pensione e l'ultimo salario) non dissimili da quelli che si potevano ottenere (ma a età pensionabili sensibilmente minori) all'interno dello schema retributivo; la pensione sarebbe inoltre ampiamente superiore a possibili soglie di povertà (ad esempio, quelle basate sull'importo dell'assegno sociale). Per tali tipologie di individui – che, al momento, non si può chiaramente prevedere se saranno maggioritarie o minoritarie – in seguito ai vincoli imposti dalla riforma del 2011 il sistema pubblico offrirebbe coperture del tutto adeguate (ovviamente, al costo di una vita attiva particolarmente lunga) e, dunque, l'integrazione privata non sarebbe necessaria, a meno, per l'appunto, di voler approfittare delle agevolazioni fiscali concesse a chi partecipa a tale settore.

Analogamente, i lavoratori delle coorti più anziane, che in tutto o in parte riceveranno una pensione basata sulla formula retributiva, che, come noto, lega l'importo della pensione alla retribuzione di fine carriera, non dovrebbero avere una necessità particolare di vedersi integrata questa pensione qualora la loro vita lavorativa

fosse sufficientemente continua e remunerativa. In ogni caso, in presenza di risorse pubbliche scarse, non dovrebbero essere considerati i principali beneficiari di agevolazioni fiscali che vanno a ridurre in misura non irrilevante le entrate pubbliche.

Diverso è il caso di chi si caratterizza per carriere frammentate e poco remunerate per lunga parte della vita lavorativa, soprattutto se aderenti interamente allo schema contributivo, nel quale, come richiamato, l'importo della pensione viene a dipendere dai risultati dell'intera vita lavorativa. Tali individui, anche ammesso che riescano a restare attivi fino alle età di ritiro previste dalla riforma, rischierebbero di ricevere al pensionamento una prestazione pubblica di importo limitato che necessiterebbe, quindi, di un'integrazione da fonte privata. Un'agevolazione fiscale a loro favore sarebbe, dunque, meritoria e migliorerebbe, altresì, l'equità.

Una valutazione delle agevolazioni fiscali sulla previdenza in Italia non può dunque essere scissa da un'analisi sulle caratteristiche dei principali beneficiari di queste, ovvero su chi si iscrive ai diversi tipi di fondo pensione, in modo da valutare a quali gruppi di individui vengono destinate le risorse pubbliche a cui si rinuncia mediante tale forma di tax expenditure.

Un'analisi sulle caratteristiche reddituali e occupazionali degli iscritti alle forme di previdenza integrativa in Italia viene presentata nella terza sezione di questo Rapporto. Di seguito, però, appare utile ricordare i risultati di uno studio sulle caratteristiche dei partecipanti alla previdenza integrativa in Italia nel 2016 condotto attraverso i dati dell'Indagine sui Bilanci delle Famiglie Italiane (IBF) della Banca d'Italia<sup>7</sup>.

Se, da un lato, per le loro caratteristiche, i dati dell'IBF non consentono di rilevare se le agevolazioni fiscali sono efficaci nel modificare le scelte di risparmio degli individui, dall'altro permettono di osservare quali sono i gruppi di lavoratori che con maggiore frequenza si iscrivono a fondi pensione e beneficiano delle agevolazioni fiscali e, quindi, consentono di valutare a chi vengono destinate le risorse pubbliche individuate dalle agevolazioni fiscali oltre che l'equità sostanziale di tali agevolazioni.

Contrariamente all'assunto che vede le coorti più giovani bisognose di un'integrazione futura della pensione pubblica, il tasso di partecipazione registrato in IBF cresce sensibilmente con l'età dei lavoratori: è del 18,9% fra gli over 50 e del 12,7% nella fascia d'età 30-39. In linea con un'immagine di previdenza integrativa a cui accedono in misura relativamente maggiore i lavoratori più avvantaggiati o potenzialmente più stabilizzati sul mercato del lavoro, si evince che, fra i dipendenti, il tasso di adesione alla previdenza complementare – e, dunque, l'ottenimento dell'agevolazione fiscale – è nettamente maggiore per i dirigenti (35,4%) che per gli operai (12,0%) e per chi lavora nelle grandi imprese (28,6%) rispetto a quelle piccole (11,7% in quelle con 5-19 addetti) e micro (7,0% in quelle con meno di 5 addetti), anche in virtù della maggiore penetrazione dei sindacati nelle imprese più grandi, che favorisce le adesioni contrattuali ai fondi chiusi.

L'immagine di una partecipazione alla previdenza integrativa fortemente correlata con lo status socioeconomico dei lavoratori – e, dunque, di agevolazioni fiscali di cui godono in misura relativamente maggiore i più abbienti, con ovvie ricadute negative sull'equità – emerge chiaramente se si dividono i lavoratori in base al quintile di appartenenza della distribuzione dei redditi: mentre la quota di lavoratori appartenenti ai primi tre quintili della distribuzione dei salari che risulta iscritta alla previdenza integrativa si attesta attorno al 10%, senza particolari differenze fra questi tre quintili, tale quota raggiunge il 20% nel quarto quintile ed è pari o supera il 30% nel quintile più ricco.

<sup>7</sup> Cfr. Bloise F., Raitano M. (2022), "Welfare fiscale, previdenza complementare e sanità integrativa: una valutazione di equità ed efficienza", in Jessoula M. e Pavolini E. (a cura di), La mano invisibile dello stato sociale. Il welfare fiscale in Italia, Il Mulino, Bologna.

Da questi risultati appare evidente come – date le caratteristiche del sistema pensionistico pubblico e dell'evoluzione del mercato del lavoro italiano – la scelta di sostenere fiscalmente il pilastro pensionistico integrativo non si dimostri una scelta né particolarmente efficiente né equa.

I risultati appena discussi evidenziano come le agevolazioni fiscali alla previdenza integrativa avvantaggino in misura notevolmente maggiore i lavoratori più abbienti che, in tutta probabilità, sono esposti a un rischio limitato di ritrovarsi da anziani con una pensione inadeguata. Al contrario, per questi lavoratori la previdenza integrativa può ritenersi una valida opportunità di investimento del risparmio proprio in virtù di un disegno delle agevolazioni fiscali che non svantaggia (anzi, può avvantaggiare) i contribuenti più ricchi.

Le regole fiscali applicate al risparmio previdenziale integrativo andrebbero, dunque, profondamente riviste dato che, al momento, sembrano rivelarsi inefficienti – a causa di un'adesione ai fondi pensione relativamente sbilanciata verso chi ne avrebbe meno bisogno in una pura ottica previdenziale – oltre che inique: il combinato disposto delle regole fiscali e di tassi di adesione differenziati per condizione socioeconomica individuale si concretizza, infatti, in un'imposizione regressiva e in una quota per nulla irrilevante di risorse pubbliche (pari a circa 2,5 miliardi di euro l'anno) di cui, mediante agevolazioni, si appropriano in misura notevolmente maggiore i più abbienti.

Se si ritiene doveroso migliorare le prestazioni pensionistiche attese dei lavoratori con carriere meno favorevoli, si dovrebbe allora intervenire all'interno del sistema pubblico anziché immaginare un ulteriore sviluppo fiscalmente agevolato della previdenza integrativa (ad esempio, ampliando l'area di deducibilità fiscale della contribuzione) che, con tutta probabilità, finirebbe per acuire le già ampie disuguaglianze fra lavoratori e che già in anni recenti ha un costo non irrilevante per le finanze pubbliche.



## 2. Previdenza integrativa o risparmio individuale di lungo periodo? Profili a confronto

### Scenari di simulazione e risparmi fiscali

L'obiettivo di questa sezione è comparare il rendimento di un piano di investimento in titoli azionari con il rendimento derivante dall'adesione ad un fondo pensione. Si ipotizza che alla fine del periodo di investimento tutte e due i piani forniranno all'investitore una rendita vitalizia.

A tal fine costruiamo due scenari. Nel primo assumiamo che ogni anno una persona investa individualmente una percentuale fissa del suo reddito in un ETF replicante l'indice MSCI World. Questo indice è attualmente composto da 1.465 titoli azionari (di tipo sia large-cap che mid-cap) appartenenti a 23 paesi. Nel secondo scenario assumiamo, invece, che una persona destini ogni anno la stessa percentuale del proprio reddito nel comparto azionario di un fondo pensione (che potrà essere di tipo negoziale, aperto o PIP).

La comparabilità dei due tipi di investimento è garantita dal fatto che stiamo considerando in ambedue gli scenari investimenti in fondi di tipo azionario e con un elevato livello di differenziazione geografica a livello globale. Infatti, i fondi pensione azionari italiani investono principalmente in titoli esteri, prettamente statunitensi (al riguardo si veda la tavola 4.14 della relazione annuale COVIP, 2022), in linea la composizione dell'MSCI World.

L'analisi si sviluppa come segue. Consideriamo tre persone con retribuzione annua lorda (RAL) rispettivamente di 25.000, 40.000 e 55.000 euro. Ogni persona può destinare annualmente il 9% del proprio RAL o in un ETF di tipo World (Scenario 1) oppure in un fondo pensione (Scenario 2). L'ammontare investito ogni anno sarà quindi pari a 2.250 euro per la prima persona, 3.600 euro per la seconda e 4.950 euro per la terza. Consideriamo due possibili orizzonti di investimento per la fase di accumulo: 10 anni e 20 anni.

Per quanto concerne i fondi pensione bisogna considerare che l'ammontare di reddito destinato ad un fondo pensione – con l'esclusione dell'eventuale contribuzione come TFR devoluto ai fondi che non costituisce reddito imponibile per il lavoratore – è deducibile dalle imposte fino a 5.164 euro per anno, abbassando, de facto, il reddito imponibile. Dunque, nello scenario in cui si aderisce ad un fondo pensione si verificherà un risparmio fiscale rispetto allo scenario in cui si decide di investire individualmente parte del proprio reddito in titoli finanziari (nel nostro caso un ETF replicante un indice globale) poiché la deducibilità comporta che il reddito imponibile, e quindi l'imposta netta pagata, saranno più bassi. Il vantaggio fiscale derivante dalle deducibilità fiscali – finché non si raggiunge il massimale fissato dalla legge – cresce, ovviamente, all'aumentare dell'aliquota (e, dunque, della contribuzione) che si destina a un fondo pensione. A tale riguardo, c'è da considerare un ulteriore fattore: coloro che aderiscono ad un fondo negoziale beneficiano di un contributo aggiuntivo da parte del datore di lavoro, pari all'incirca all'1% del RAL. Ciò comporta che l'ammontare di capitale investito sarà in questo caso più alto rispetto agli altri casi considerati e, di conseguenza, anche la somma deducibile dal reddito sarà più elevata, comportando un maggiore risparmio fiscale.

La Tabella 1 mostra i risparmi fiscali annui (in euro) che si verificano nello Scenario 2 (adesione ad un fondo pensione azionario) rispetto allo Scenario 1 (investimento in ETF). Nelle simulazioni che seguono, si distinguono fondi pensione negoziali (FPN), aperti (FPA) e piani individuali pensionistici (PIP).

**Tabella 1 – Risparmio fiscale per tipologia di investimento**

| RAL    | Tipo di fondo pensione |       |
|--------|------------------------|-------|
|        | FPA o PIP              | FPN   |
| 25.000 | 780                    | 866   |
| 40.000 | 1.662                  | 1.847 |
| 55.000 | 2.252                  | 2.350 |

Si nota come i risparmi fiscali aumentino al crescere del reddito poiché l'ammontare investito aumenta e con esso anche la quota deducibile dal reddito, comportando un maggiore risparmio d'imposta. Il vantaggio fiscale cresce in misura più che proporzionale all'aumento del reddito dato che, come noto, la deducibilità fiscale, riducendo l'imponibile, avvantaggia in misura relativamente maggiore chi è gravato da un'aliquota marginale più alta. Come detto sopra, i risparmi fiscali sono più alti nel caso di un FPN poiché il contributo addizionale da parte del datore di lavoro comporta un più alto ammontare di investimento deducibile, abbassando ulteriormente il reddito imponibile e, quindi, l'imposta netta pagata.

Poiché i sottoscrittori dei fondi pensione beneficiano di un risparmio fiscale è ragionevole ipotizzare che tale risparmio venga reinvestito ogni anno. Assumiamo che l'ammontare di risparmio fiscale venga investito in un ETF che replica un indice azionario mondiale; considerando che, soprattutto le persone più giovani, hanno un orizzonte temporale di investimento molto lungo è ragionevole ipotizzare che si scelga di investire in un titolo del comparto azionario; tale tipologia di investimento è solitamente consigliata per chi ha prospettive di investimento di medio-lungo periodo, poiché gli indici azionari sono in grado di garantire rendimenti più elevati su orizzonti temporali lunghi (come appunto quelli di coloro che aderiscono ad un fondo pensione)<sup>8</sup>.

### ETF e fondi pensione: rendimenti a confronto

Nella Tabella 2 riportiamo i rendimenti nominali netti<sup>9</sup> medi annui composti delle varie alternative di investimento, sia a 10 anni che a 20 anni<sup>10</sup>. La massima estensione temporale della nostra analisi è di 20 anni poiché i primi fondi pensione in essere hanno iniziato la loro attività dai primi anni 2000 (COVIP, 2022). Limitarsi a un orizzonte temporale massimo ventennale è anche coerente con la prassi – applicata anche dalla quasi totalità dei fondi pensione – di favorire un investimento azionario nella prima fase della carriera – quando si ha tempo per recuperare un'eventuale perdita temporanea derivante da shock finanziari – per poi muoversi verso investimenti con un minor profilo rischio/rendimento man mano che il momento del pensionamento si avvicina.

<sup>8</sup> L'alternativa è assumere che l'extra liquidità derivante dal risparmio fiscale associato all'adesione in un fondo pensione sia investito in titoli non rischiosi come i BTP, per i quali il tasso di rendimento si attesta attorno al 3% netto annuo. Tale rendimento è tuttavia inferiore a quello registrato dagli ETF World.

<sup>9</sup> Per rendimenti netti si intende i rendimenti al netto delle imposte da capital gain e dei costi di gestione. A tale proposito, va segnalato che i fondi pensione beneficiano di una tassazione agevolata dei rendimenti che ammonta al 20% anziché al 26% come per gli ETF

<sup>10</sup> La massima estensione temporale della nostra analisi è di 20 anni poiché i primi fondi pensione in essere hanno iniziato la loro attività dai primi anni 2000 (COVIP 2022).

**Tabella 2 – Rendimenti percentuali per diversi tipi di strumento**

| Tipologia investimento | Rendimento 10 anni | Rendimento 20 anni |
|------------------------|--------------------|--------------------|
| ETF MSCI World         | 8,3%               | 6,0%               |
| FPN Azionario          | 4,7%               | 4,2%               |
| FPA Azionario          | 4,9%               | 3,7%               |
| PIP "nuovi"            | 4,7%               | n.d.               |

L'ETF replicante l'indice globale è stato costruito prendendo i rendimenti annuali dell'indice MSCI World e sottraendo un TER (Total Expense Ratio, ovvero le spese di gestione associate all'ETF) dello 0,3% (in linea col TER medio degli ETF) ed ipotizzando un tracking error<sup>11</sup> rispetto all'indice di riferimento pari a 0.

Come si può vedere dalla Tabella 2, il rendimento dell'indice MSCI World è stato mediamente superiore a quello dei fondi pensione azionari. A tale proposito, va notato che questa differenza di rendimento dipende anche dal fatto che – anche in ragione di vincoli normativi – i comparti azionari dei fondi pensione azionari non investono il 100% del proprio capitale in azioni, ma sono in realtà dei fondi misti sbilanciati sull'azionario. Infatti, per quanto concerne i FPA, circa l'85% del capitale dei comparti azionari è investito in azioni, mentre il restante 15% è investito in titoli di debito; per i comparti azionari dei FPN la percentuale investita in azionario scende al 59%, col restante 41% investito in titoli di debito; per i PIP la percentuale investita in azionario sale a circa il 95% con solo il 5% investito in titoli di debito. Va anche segnalato che gli investimenti in ETF sono generalmente gravati da costi di gestione minori di quelli tipici di PIP e FPA e in linea con quelli dei FPN<sup>12</sup>.

Il confronto fra investimenti alternativi non va però, come noto, effettuato prendendo in considerazione unicamente il rendimento cumulato in un periodo lungo, dato che possibili oscillazioni – anche di breve periodo – dei rendimenti annui possono risultare gravose soprattutto per chi avesse età avanzata e non avesse, dunque, tempo sufficiente per recuperare le perdite e per chi – soggetto a vincoli di liquidità (ad esempio, in seguito a un licenziamento o a causa di eventi inattesi) – avesse necessità di riscatto anticipato delle somme investite.

La Figura 1 mostra l'andamento dei rendimenti annuali dell'ETF World e dei fondi pensione fra il 2002 e il 2022<sup>13</sup>. Diversamente da quanto mostrato in precedenza, i rendimenti annui delle diverse tipologie di previdenza integrativa non si riferiscono ai soli comparti azionari (non disponibili in serie storica annuale), ma al rendimento annuo medio netto realizzato dai vari comparti (azionari, obbligazionari, bilanciati) all'interno di ogni tipologia di fondo. Dalla figura si evince come i rendimenti siano altamente correlati, ma essendo l'ETF esclusivamente azionario la variabilità dei suoi rendimenti – sia in fase ascendente che discendente – risulta maggiore, ovvero più volatile.

<sup>11</sup> Il tracking error è la differenza tra il rendimento dell'ETF e il rendimento dell'indice di riferimento.

<sup>12</sup> COVIP (2022) rileva che, in media, dopo 35 anni di permanenza in un piano di previdenza integrativo l'indicatore sintetico dei costi (in percentuale del patrimonio investito) è pari allo 0,29% nei FPN, all'1,24% nei FPA e all'1,81% nei PIP.

<sup>13</sup> I rendimenti medi annui netti dei fondi pensione sono disponibili in COVIP (2022).

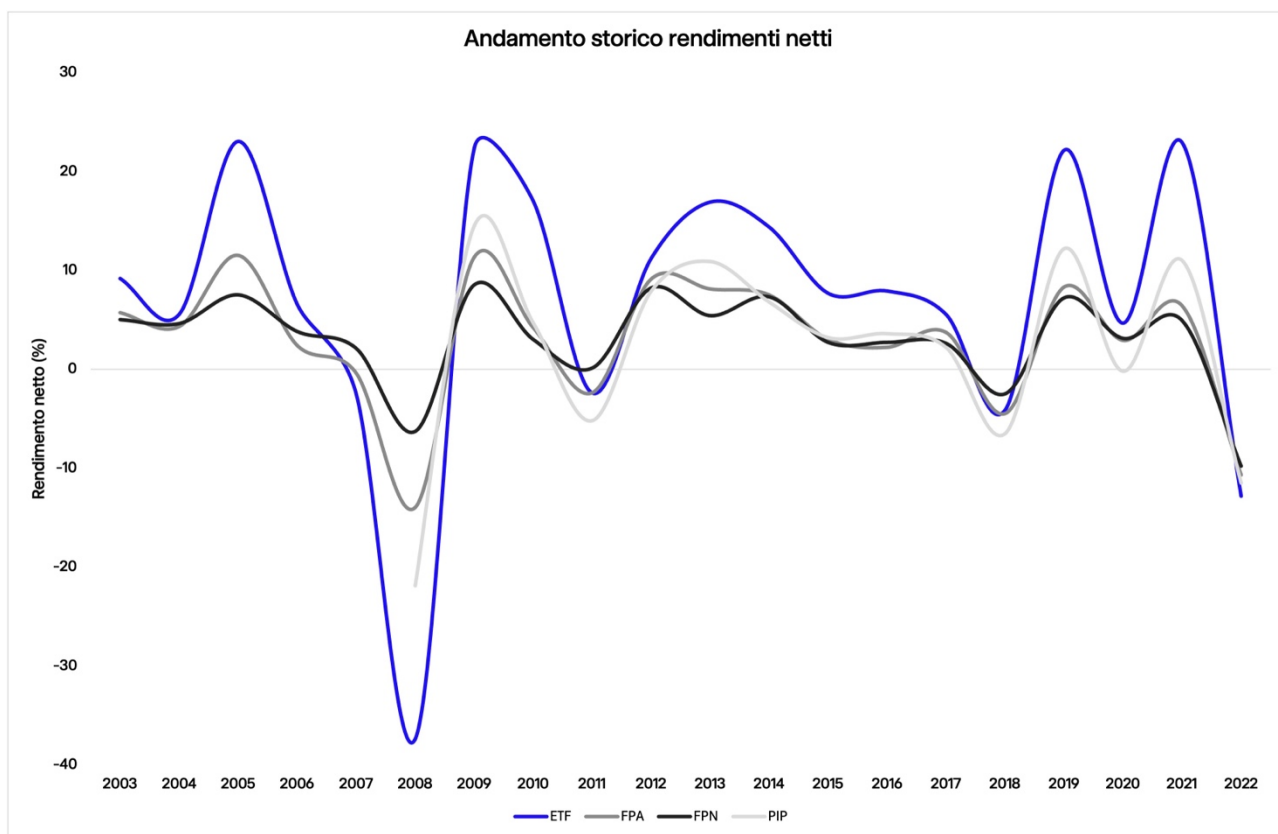


Figura 1 – Andamento storico dei rendimenti netti annuali per ETF World e fondi pensione.

### La convenienza relativa di ETF e fondi pensione: una simulazione

Per calcolare se sia più redditizio portare avanti un piano di investimento individuale in ETF oppure destinare la stessa quota del proprio reddito annuale in previdenza complementare sviluppiamo la seguente analisi. Nello Scenario 1 (Tabella 3) calcoliamo il rendimento capitalizzato di un investimento in ETF. Rendimento capitalizzato significa che l'interesse derivato annualmente dall'investimento anziché essere riscosso viene interamente reinvestito, cioè viene aggiunto al capitale iniziale che lo ha prodotto. Il rendimento capitalizzato viene calcolato per un periodo di accumulo sia di 10 che di 20 anni, assumendo che i rendimenti medi riportati in Tabella 2 per l'ETF si ripetano, rispettivamente, nei prossimi 10 e 20 anni. Quindi, il rendimento composto medio annuale per un ETF sarà pari all'8,3% per il piano a 10 anni e al 6,0% per il piano a 20 anni.

La Tabella 3 riporta i risultati della nostra simulazione; i valori sono in euro.

Come detto in precedenza, consideriamo tre possibili livelli di reddito e ipotizziamo che il 9% del RAL venga annualmente investito: ciò comporta che il capitale totale investito in 10 anni sarà pari a 22.500 euro per una persona con reddito di 25.000 euro all'anno, 36.000 euro per una persona con un reddito di 40.000 euro ed infine 49.500 euro per una persona con un reddito di 55.000 euro. La differenza tra capitale investito e controvalore del capitale alla fine del periodo di accumulo ci dà la dimensione del capitale aggiuntivo netto derivante da un investimento decennale in ETF World. In particolare, abbiamo che per la categoria di reddito pari a 25.000 euro si avranno 13.235 in più al termine del decennio; per un reddito di 40.000 euro il plus sarà di 21.177 euro, mentre per un reddito di 55.000 euro si otterranno 29.118 euro in più. Seguendo lo stesso approccio si possono calcolare i guadagni netti a 20 anni. Avendo rendimenti medi annui positivi, la differenza tra il controvalore del capitale e il capitale totale investito aumenta sia con il reddito che con l'orizzonte temporale dell'investimento.

**Tabella 3 – Rendimento investimento ETF World**

| RAL    | Investimento a 10 anni |                       |            | Investimento a 20 anni |                       |            |
|--------|------------------------|-----------------------|------------|------------------------|-----------------------|------------|
|        | Capitale investito     | Controvalore capitale | Differenza | Capitale investito     | Controvalore capitale | Differenza |
| 25.000 | 22.500                 | 35.735                | 13.235     | 45.000                 | 87.558                | 42.558     |
| 40.000 | 36.000                 | 57.177                | 21.177     | 72.000                 | 140.093               | 68.093     |
| 55.000 | 49.500                 | 78.618                | 29.118     | 99.000                 | 192.628               | 93.628     |

Nello Scenario 2 (Tabella 4) assumiamo che, anziché procedere individualmente ad un piano di investimento in ETF, gli individui scelgano di destinare ogni anno il 9% del proprio reddito ad un fondo pensione. Anche in questo caso il rendimento dell'investimento è calcolato per un periodo di accumulo di 10 e 20 anni ipotizzando che i rendimenti associati ai comparti azionari dei diversi tipi di fondi pensioni siano quelli riportati nella Tabella 2. Gli interessi maturati vengono reinvestiti nel fondo pensione ogni anno. La differenza fondamentale con l'investimento in ETF è che, in virtù del risparmio fiscale sopra discusso, l'intero ammontare di risparmio fiscale generato annualmente può essere a sua volta investito in ETF World<sup>14</sup>. La tabella seguente riporta i risultati dell'analisi per i diversi tipi di fondo pensione (valori in euro). Per ora mostriamo il controvalore del capitale derivante dall'adesione del fondo pensione senza che il risparmio fiscale venga reinvestito (nell'ipotesi, dunque, che venga destinato annualmente a consumo).

La prima cosa da notare è che per un FPN il capitale totale investito è maggiore rispetto agli altri tipi di fondi e anche rispetto all'ETF (soprattutto quando sale il RAL): come spiegato in precedenza, ciò è dovuto al fatto che per i fondi negoziali è previsto un contributo aggiuntivo, nella misura dell'1% del reddito lordo, a carico del datore di lavoro che dunque va ad aggiungersi al versamento effettuato dal lavoratore. Anche in questo caso, essendo i rendimenti medi positivi, la differenza tra il controvalore del capitale ed il capitale totale investito aumenta al crescere dell'ammontare investito e della durata del periodo di accumulo. In generale, è difficile dire se sia più vantaggioso destinare i propri risparmi ad un fondo pensione o ad un piano d'accumulo (PAC) in ETF World: tendenzialmente per una durata di investimento più breve (10 anni) i fondi pensione hanno dei rendimenti leggermente superiori agli ETF, mentre su orizzonti temporali più lunghi (20 anni) gli ETF sovraperformano.

L'analisi sin qui svolta ha però la limitazione di non considerare i benefici del risparmio fiscale generato dalla possibilità di dedurre dal reddito imponibile la quota destinata al fondo pensione. È ragionevole ipotizzare che – soprattutto per chi non ha vincoli di liquidità stringenti (e, dunque, per chi ha un RAL più elevato) – tale extra liquidità venga reinvestita, piuttosto che essere tenuta ferma su un conto corrente e quindi soggetta a svalutazione dovuta ad inflazione. In particolare, contribuenti giovani, quindi con un orizzonte temporale di investimento molto lungo, possono scegliere di destinare la liquidità generate dal risparmio fiscale in un PAC in ETF di tipo World. Un'alternativa è quella di non investire il risparmio fiscale in ETF e consumarlo (alternativa valida soprattutto per i percettori di bassi redditi che potrebbero trarre beneficio dall'avere la possibilità di consumare di più). Economicamente questo equivale ad assegnare un prezzo "ombra" al consumo (ovvero un costo opportunità) pari a quello del titolo privo di rischio: nel nostro caso una proxy del titolo risk-free può essere considerato l'investimento in BTP.

<sup>14</sup> Per esempio, un FPA avrà un rendimento medio annuo composto del 4,9% per il piano a 10 anni e del 3,7% per il piano a 20 anni. Il risparmio fiscale, che viene a sua volta investito in ETF World, esibisce un rendimento netto annuo dell'8,3% sui piani a 10 anni e del 6% sui piani a 20 anni.

**Tabella 4 – Rendimento investimento in previdenza complementare nel comparto azionario**

| Tipo investimento | RAL    | Investimento a 10 anni |                       |            | Investimento a 20 anni |                       |            |
|-------------------|--------|------------------------|-----------------------|------------|------------------------|-----------------------|------------|
|                   |        | Capitale investito     | Controvalore capitale | Differenza | Capitale investito     | Controvalore capitale | Differenza |
| FPN               | 25.000 | 25.000                 | 38.207                | 13.207     | 50.000                 | 89.073                | 39.073     |
|                   | 40.000 | 40.000                 | 65.742                | 25.742     | 80.000                 | 151.739               | 71.739     |
|                   | 55.000 | 55.000                 | 88.492                | 33.492     | 110.000                | 204.834               | 94.834     |
| FPA               | 25.000 | 22.500                 | 34.686                | 12.186     | 45.000                 | 76.888                | 31.888     |
|                   | 40.000 | 36.000                 | 59.648                | 23.648     | 72.000                 | 131.321               | 59.321     |
|                   | 55.000 | 49.500                 | 81.679                | 32.179     | 99.000                 | 179.892               | 80.892     |
| PIP               | 25.000 | 22.500                 | 34.386                | 11.886     | 22.500                 | n.d.                  | n.d.       |
|                   | 40.000 | 36.000                 | 59.168                | 23.168     | 36.000                 | n.d.                  | n.d.       |
|                   | 55.000 | 49.500                 | 81.018                | 31.518     | 49.500                 | n.d.                  | n.d.       |

Le Tabelle 5 e 6 mostrano i rendimenti dell'adesione alla previdenza complementare quando l'extra liquidità viene investita rispettivamente in BTP ed in ETF World. Dalla tabella si evince chiaramente che il reinvestimento del risparmio derivante dagli sgravi fiscali associati all'adesione ad un fondo pensione aumenta notevolmente il controvalore del capitale che si ottiene alla fine dell'investimento. Tale valore sarà tanto più alto quanto più elevato sarà sia l'orizzonte temporale dell'investimento sia il suo rendimento. Ovviamente, l'ipotesi di investire il risparmio fiscale in un PAC in ETF World, i cui rendimenti netti sia a 10 che a 20 anni sono molto elevati (si veda la Tabella 2), fa sì che tale strategia di investimento nel medio-lungo periodo possa garantire un ritorno molto elevato.

Le precedenti tabelle ci aiutano a quantificare l'importanza dell'investimento dell'extra liquidità in un PAC (in BTP nel caso della Tabella 5 o in ETF World nel caso della Tabella 6) per gli aderenti ad un fondo pensione. Infatti, tale strategia permette di guadagnare un rendimento addizionale sul risparmio fiscale generato dall'adesione ad un fondo pensione. Considerando che chi aderisce a fondi pensione, soprattutto se parliamo di contribuenti giovani, avrà un orizzonte temporale di investimento lungo, investendo in ETF azionari può ottenere rendimenti molto elevati poiché nel medio-lungo periodo il comparto azionario (se opportunamente diversificato come area geografica e settore) è in grado di sovraperformare in maniera marcata i cosiddetti titoli non rischiosi, come i BTP. Ovviamente, l'ipotesi di investimento addizionale della quota di reddito ottenuta come sgravio fiscale vale soprattutto per chi ha un RAL più elevato e, dunque, è presumibilmente meno vincolato dalla liquidità e ha, pertanto, una minore preferenza per il consumo corrente (o l'investimento di breve periodo) che per un investimento di più lungo periodo. Le Tabelle 7 e 8 riportano i risultati delle nostre simulazioni (valori in euro).

**Tabella 5 – Rendimento investimento in FP nel comparto azionario (extra liquidità investita in BTP)**

| Tipo investimento | RAL    | Investimento a 10 anni |                       |            | Investimento a 20 anni |                       |            |
|-------------------|--------|------------------------|-----------------------|------------|------------------------|-----------------------|------------|
|                   |        | Capitale investito     | Controvalore capitale | Differenza | Capitale investito     | Controvalore capitale | Differenza |
| FPN               | 25.000 | 25.000                 | 39.773                | 14.773     | 50.000                 | 95.724                | 45.724     |
|                   | 40.000 | 40.000                 | 69.082                | 29.081     | 80.000                 | 165.920               | 85.920     |
|                   | 55.000 | 55.000                 | 92.739                | 37.739     | 110.000                | 222.871               | 112.871    |
| FPA               | 25.000 | 22.500                 | 36.096                | 13.596     | 45.000                 | 82.874                | 37.874     |
|                   | 40.000 | 36.000                 | 62.654                | 26.654     | 72.000                 | 144.084               | 72.084     |
|                   | 55.000 | 49.500                 | 85.751                | 36.251     | 99.000                 | 197.182               | 98.182     |
| PIP               | 25.000 | 22.500                 | 35.796                | 13.296     | 22.500                 | n.d.                  | n.d.       |
|                   | 40.000 | 36.000                 | 62.173                | 26.173     | 36.000                 | n.d.                  | n.d.       |
|                   | 55.000 | 49.500                 | 85.090                | 35.590     | 49.500                 | n.d.                  | n.d.       |

**Tabella 6 – Rendimento investimento in FP nel comparto azionario (extra liquidità investita in ETF)**

| Tipo investimento | RAL    | Investimento a 10 anni |                       |            | Investimento a 20 anni |                       |            |
|-------------------|--------|------------------------|-----------------------|------------|------------------------|-----------------------|------------|
|                   |        | Capitale investito     | Controvalore capitale | Differenza | Capitale investito     | Controvalore capitale | Differenza |
| FPN               | 25.000 | 25.000                 | 43.330                | 18.330     | 50.000                 | 105.527               | 55.527     |
|                   | 40.000 | 40.000                 | 76.667                | 36.667     | 80.000                 | 186.824               | 106.824    |
|                   | 55.000 | 55.000                 | 102.387               | 47.387     | 110.000                | 249.460               | 139.460    |
| FPA               | 25.000 | 22.500                 | 39.297                | 16.797     | 45.000                 | 91.697                | 46.697     |
|                   | 40.000 | 36.000                 | 69.481                | 33.481     | 72.000                 | 162.898               | 90.898     |
|                   | 55.000 | 49.500                 | 95.000                | 45.500     | 99.000                 | 222.668               | 123.668    |
| PIP               | 25.000 | 22.500                 | 38.997                | 16.497     | 22.500                 | n.d.                  | n.d.       |
|                   | 40.000 | 36.000                 | 69.000                | 33.000     | 36.000                 | n.d.                  | n.d.       |
|                   | 55.000 | 49.500                 | 94.338                | 44.838     | 49.500                 | n.d.                  | n.d.       |

Le simulazioni mostrano come un aderente ad un fondo pensione possa ottenere un capitale molto più elevato alla fine dell'investimento quando sceglie di destinare l'extra liquidità generata dai benefici fiscali in un PAC in ETF World piuttosto che lasciarla non investita.<sup>15</sup> Se da un lato investire in titoli azionari come gli ETF World può comportare un rischio più elevato, dall'altro considerando che l'orizzonte temporale (soprattutto se giovani) degli aderenti ad un fondo pensione è molto lungo è altamente probabile che l'investimento in uno strumento come l'ETF World, che presenta caratteristiche di alta diversificazione di investimento (sia geografica che settoriale), può permettere di elevare i rendimenti. Inoltre, un ulteriore beneficio degli ETF sono i loro bassi costi di gestione, che permettono il raggiungimento di rendimenti netti ancora più alti. Come si può vedere dalla Tabella 8, i rendimenti crescono con la durata dell'investimento e con il RAL del lavoratore (ciò è dovuto al fatto che un RAL più alto comporta un maggiore risparmio fiscale, liberando maggiori risorse da destinare ad un PAC in ETF).

<sup>15</sup> Anche quando l'extra liquidità viene investita in BTP il rendimento del capitale che si ottiene è più basso rispetto quello che potenzialmente può ottenersi investendo in un PAC in ETF. Ciò è dovuto al fatto che l'ETF World nel lungo periodo permette di ottenere un rendimento medio annuo maggiore di quello, meno rischioso, generato dal BTP.

**Tabella 7 – Differenziale di rendita tra FP con PAC in BTP vs FP senza PAC in BTP**

| Tipologia strumento | RAL    | Investimento a 10 anni             | Investimento a 20 anni             |
|---------------------|--------|------------------------------------|------------------------------------|
|                     |        | Differenziale rendita rispetto ETF | Differenziale rendita rispetto ETF |
| FPN                 | 25.000 | 1.566                              | 6.651                              |
|                     | 40.000 | 3.340                              | 14.181                             |
|                     | 55.000 | 4.247                              | 18.037                             |
| FPA                 | 25.000 | 1.410                              | 5.986                              |
|                     | 40.000 | 3.006                              | 12.763                             |
|                     | 55.000 | 4.072                              | 17.290                             |
| PIP                 | 25.000 | 1.410                              | n.d.                               |
|                     | 40.000 | 3.005                              | n.d.                               |
|                     | 55.000 | 4.072                              | n.d.                               |

**Tabella 8 – Differenziale di rendita tra FP con PAC in ETF vs FP senza PAC in ETF**

| Tipologia strumento | RAL    | Investimento a 10 anni | Investimento a 20 anni |
|---------------------|--------|------------------------|------------------------|
|                     |        | Differenziale rendita  | Differenziale rendita  |
| FPN                 | 25.000 | 5.123                  | 16.454                 |
|                     | 40.000 | 10.925                 | 35.085                 |
|                     | 55.000 | 13.895                 | 44.626                 |
| FPA                 | 25.000 | 4.611                  | 14.809                 |
|                     | 40.000 | 9.833                  | 31.577                 |
|                     | 55.000 | 13.321                 | 42.776                 |
| PIP                 | 25.000 | 4.611                  | n.d.                   |
|                     | 40.000 | 9.832                  | n.d.                   |
|                     | 55.000 | 13.320                 | n.d.                   |

In generale, possiamo sottolineare il seguente punto: nonostante il rendimento medio annuo dell'ETF sia maggiore di quelli osservato per i fondi pensione (sia a 10 anni che a 20 anni, si veda la Tabella 2), grazie alle agevolazioni fiscali previste per la previdenza integrativa l'adesione ad un fondo pensione si mostra più vantaggiosa rispetto all'investimento individuale in ETF. I benefici aumentano inoltre all'aumentare del reddito del lavoratore, dal momento che la deducibilità fiscale avvantaggia in misura relativamente maggiore chi è gravato da una più alta aliquota marginale IRPEF.

Va comunque rimarcato che la differenza a favore della previdenza complementare deriva dal fatto che i fondi pensione garantiscono un risparmio fiscale dovuto alla deducibilità dell'imposta (oltre che da un'aliquota di imposta lievemente inferiore applicata ai rendimenti maturati): la possibilità di dedurre l'imposta abbassa il reddito imponibile – in misura, peraltro, proporzionalmente maggiore al crescere del RAL – e, quindi, l'imposta netta pagata. Questo ammontare aggiuntivo di denaro può essere consumato, investito a breve termine o investito a lungo termine, anche in maniera rischiosa visto il lungo orizzonte temporale, permettendo agli aderenti ad un fondo pensione di ottenere una rendita molto più alta rispetto quella che avrebbero ottenuto investendo la stessa quota del proprio reddito semplicemente in titoli finanziari.



Il beneficio associato alla previdenza complementare ha, dunque, essenzialmente una radice dovuta allo sgravio fiscale previsto dalla legislazione corrente. La motivazione economica dell'esistenza di questo sgravio è giustificabile dal fatto che lo Stato considera la pensione un bene meritorio (per proteggere contro la 'miopia' individuale che limita i risparmi precauzionali di lungo periodo a protezione del 'rischio vecchiaia') e, quindi, tramite agevolazioni fiscali cerca di favorire l'adesione dei lavoratori ai fondi pensione. Inoltre, volendo tramite gli sgravi lo Stato favorire il risparmio a tutela della vecchiaia, l'adesione ad un fondo pensione "costringe" di fatto una persona a vincolare dei soldi per un elevato periodo di tempo (fino al raggiungimento dell'età pensionabile), cosicché lo sgravio fiscale assume anche la forma di un premio alla liquidità. La regolamentazione dei diversi schemi di previdenza integrativa agisce poi per cercare di ridurre la componente speculativa degli investimenti di tali schemi, riducendo, così, l'incertezza delle rendite che si percepiranno all'interno di schemi che – come ricordato nella Sezione 1 – sono a contribuzione definita e danno quindi prestazioni commisurate ai rendimenti ottenuti sugli investimenti realizzati tramite il versamento contributivo.

Così come concepito, ovvero come deduzione d'imposta, lo sgravio fiscale ha, come visto, effetti benefici decisamente più elevati per i lavoratori con reddito medio-alto piuttosto che per i lavoratori aventi un reddito medio-basso. Come si discute anche in altre sezioni di questo Rapporto, allo stato attuale gli sgravi fiscali – avvantaggiando quasi esclusivamente individui con retribuzione stabile e di livello non particolarmente limitato e, dunque, un'adeguata pensione futura attesa – potrebbero essere criticabili sotto il profilo dell'equità e dell'efficienza.

Riassumendo, la nostra indagine mostra che i rendimenti medi di un PAC in ETF sono più elevati rispetto a quelli medi dei comparti azionari di un fondo pensione su un periodo di tempo ampio (sia 10 anni che 20 anni), mostrando quindi il potenziale degli ETF come strumento di previdenza privata, soprattutto a favore di lavoratori e lavoratrici più giovani (si veda Tabella 2). Tuttavia, gli sgravi fiscali previsti dalla legislazione vigente permettono di liberare extra liquidità, che – se non consumata – può essere reinvestita e, quindi, aumentare, di fatto, i rendimenti dei fondi pensione. La liquidità extra, soprattutto per sottoscrittori "giovani", può essere investita anche in ETF World anziché in titoli a minor rischio e durata come i BTP, visto che l'orizzonte temporale elevato può garantire dei rendimenti sul medio-lungo periodo ancora più alti. Investire il risparmio fiscale derivante dalla deduzione in ETF anziché BTP è ragionevole per un giovane, considerato che gli ETF World nel medio-lungo periodo sovraperformano i rendimenti delle obbligazioni. Dunque, a chi decide di aderire ad un fondo pensione, soprattutto se giovane, con una retribuzione adeguata e non vincolato dalla liquidità, si potrebbe consigliare di investire il risparmio fiscale in un PAC in ETF in modo da massimizzare il rendimento di lungo periodo del proprio investimento previdenziale.

# 3. Partecipazione a previdenza integrativa e propensione a investire in ETF: le evidenze dalla survey

## Contenuti e obiettivi dell'indagine

L'indagine campionaria è stata effettuata col fine di verificare le attitudini di un campione rappresentativo della popolazione italiano rispetto alle tipologie di investimento finanziario, alle scelte di investimento nella previdenza integrativa e alle attese rispetto al futuro previdenziale.

L'indagine è stata condotta da BVA Doxa su un campione di 2.001 intervistati, di età compresa fra i 18 e i 64 anni. Ai fini della nostra analisi il campione è stato poi ristretto a chi, fra gli intervistati, ha dichiarato di essere occupato o disoccupato, così ottenendo un campione finale composto da 1.731 individui. Alcune analisi – relative alla conoscenza del sistema previdenziale privato integrativo – sono state condotte prendendo invece a riferimento unicamente il sotto-campione (di 1.156 intervistati) che ha dichiarato nell'indagine di essere in possesso di una o più forme di pensione complementare.

Nello specifico, la nostra attenzione è stata posta rispetto ai seguenti fenomeni (presi a riferimento come variabili dipendenti delle analisi empiriche):

- Le attuali scelte di portafoglio degli intervistati, rilevando chi negli ultimi tre anni ha investito in: azioni, obbligazioni e titoli di stato, prodotti finanziari assicurativi, libretti di risparmio e conti deposito, fondi comuni di investimento, ETF, derivati, criptovalute o, al contrario, non ha effettuato alcun tipo di investimento;
- Le attuali scelte degli intervistati rispetto alle varie forme di previdenza integrativa e risparmio di lungo periodo distinguendo: fondi negoziali con versamento del TFR, fondi negoziali senza versamento del TFR, fondi aperti con versamento del TFR, fondi aperti senza versamento del TFR, PIP con versamento del TFR, PIP senza versamento del TFR, una polizza vita o, al contrario, non detiene alcuna forma previdenziale privata.
- L'attesa di una pensione di importo adeguato una volta che ci si sarà ritirati, colta attraverso le risposte "assolutamente" o "abbastanza d'accordo" alla domanda contenente l'affermazione "la mia pensione pubblica (cioè senza considerare un'eventuale pensione privata) mi permetterà di avere uno stile di vita dignitoso dopo aver smesso di lavorare";
- L'interesse a un potenziale investimento in ETF come modalità di gestione del risparmio a fini previdenziali, colta attraverso due diverse variabili costruite sulla base della domanda "Se ti fosse offerta la possibilità di investire in piani ETF su un indice azionario mondiale come alternativa ad un fondo pensione, cosa faresti?". Nella prima variabile, "narrow", si pone l'attenzione su chi risponde che preferirebbe investire unicamente in un ETF, nella seconda, "broad", si guarda a chi risponde che preferirebbe investire unicamente in un ETF o in modo bilanciato sia in un fondo che in un ETF;
- Le attese rispetto alla situazione finanziaria post pensionamento, colte attraverso domande che hanno chiesto agli intervistati "Che emozioni provi quando pensi alla tua situazione finanziaria post-pensionamento?" con possibili risposte (multiple): felicità, sicurezza, tristezza, serenità, sollievo, preoccupazione, incertezza, sconforto, nessuna emozione (indifferenza);

- La conoscenza dell'attuale sistema di previdenza integrativa, rispetto alle seguenti caratteristiche di tali schemi: costi amministrativi, rendimenti, fiscalità, montante attualmente accumulato, livello delle contribuzioni mensili.

Le risposte positive ai diversi item considerati come variabili dipendenti sono state incrociate in modo bivariato (cioè, considerando una caratteristica alla volta) con una serie di variabili relative alle caratteristiche individuali, nello specifico: genere, classe d'età (minore di 35, 35-49, 50-64), istruzione (laureato versus non laureato), status occupazionale (dipendente, autonomo, disoccupato), classe del salario mensile (minore di 1.000 euro, fra 1.000 e 2.000, oltre 2.000, non risponde), e una serie di variabili binarie relative all'informarsi o meno frequentemente dell'andamento dei mercati finanziari, alla financial literacy (sintetizzata da chi risponde correttamente o meno alla domanda sul legame fra rischio e rendimento negli investimenti finanziari), alla pension literacy (colta dalla risposta, corretta o meno, alla domanda sulla conoscenza della regola di calcolo della pensione pubblica) e all'importo della pensione attesa (maggiore o minore del 60% in rapporto al salario di fine carriera).

Di seguito, si mostra una serie di figure relative ai principali aspetti fra quelli summenzionati.

### **Investimenti finanziari, partecipazione alla previdenza integrativa e interesse per ETF**

Dall'indagine emerge che solo il 16,4% degli intervistati dichiara di non aver fatto investimenti finanziari negli scorsi 3 anni (Figura 1). Fra chi effettua investimenti, sono prevalenti le scelte di portafoglio in titoli a basso rischio, quali obbligazioni e titoli di stato, conti deposito e fondi comuni di investimento. In aggregato, il 41% degli intervistati ha effettuato un investimento in una tipologia a maggior rischio negli ultimi 3 anni (azioni, ETF, derivati e criptovalute; Figura 2). La propensione a investire in titoli a maggior contenuto di rischio è più elevata fra gli uomini, fra chi ha meno di 35 anni, fra chi ha un salario superiore ai 2.000 euro al mese e, come atteso, fra chi si informa spesso sull'andamento dei mercati finanziari e, dalle risposte al questionario, dimostra di avere un livello adeguato di financial literacy.

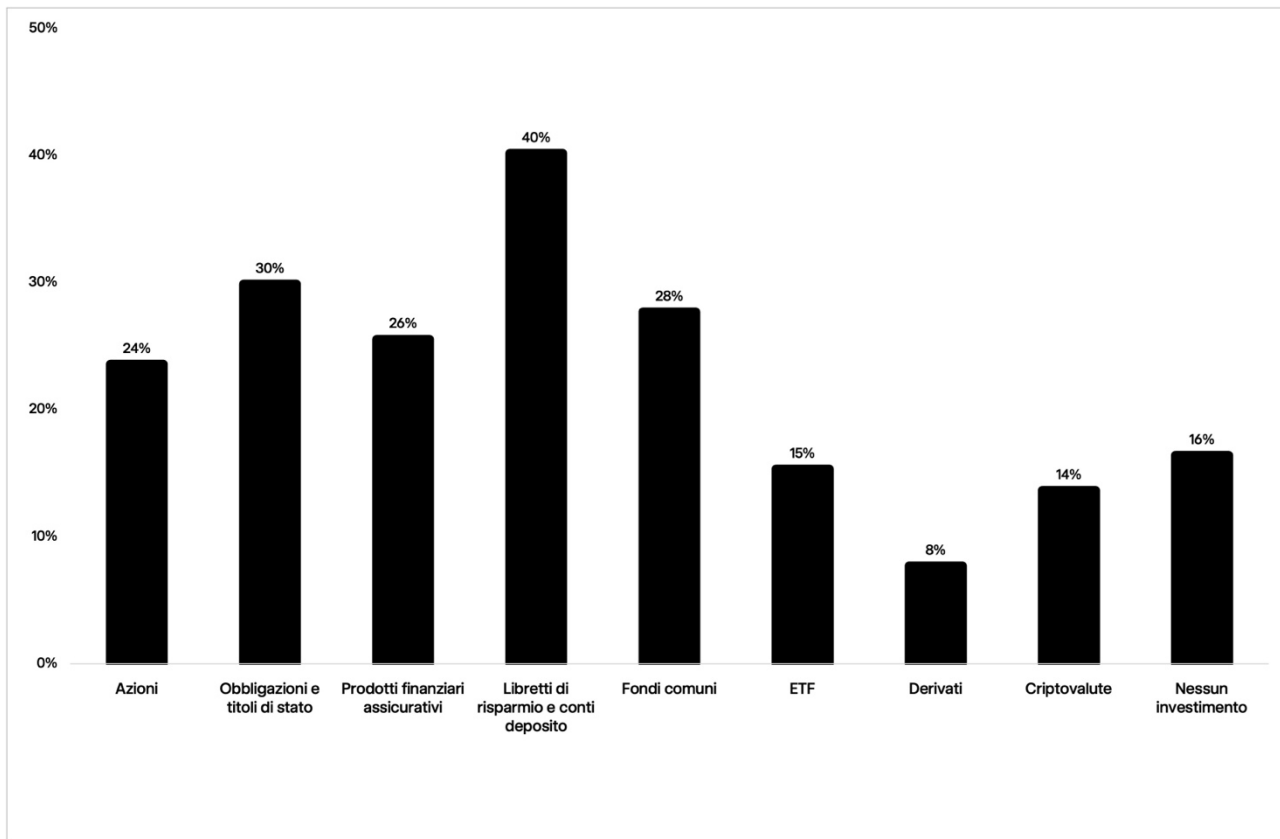


Figura 1: Quota di intervistati che ha investito negli ultimi 3 anni in vari strumenti finanziari (possibili risposte multiple)

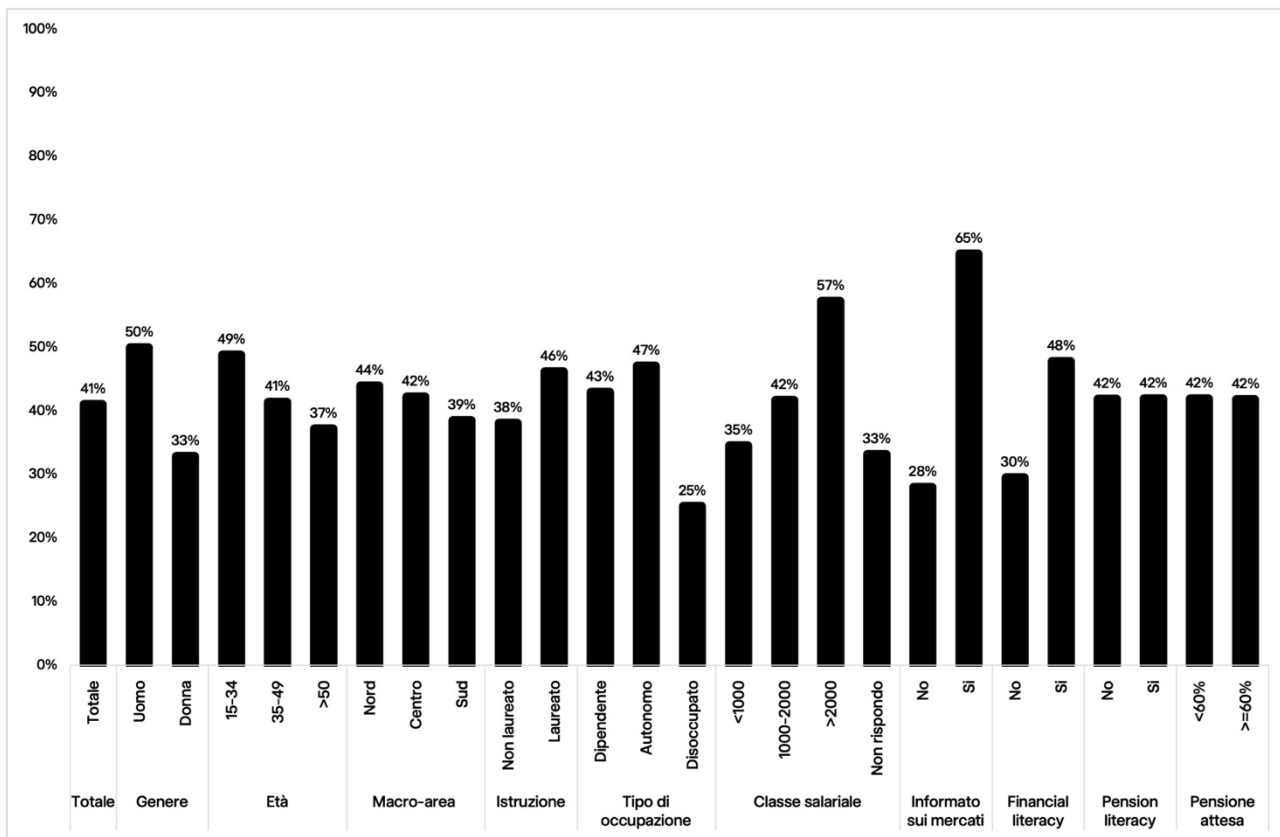


Figura 2: Quota di intervistati che ha investito negli ultimi 3 anni in almeno uno strumento fra azioni, derivati, ETF, criptovalute, per caratteristiche individuali

Dal nostro campione risulta che la quota di chi possiede almeno un prodotto a fini previdenziali (includendo, oltre ai fondi pensione, PIP e polizze vita) è maggioritaria (67,2%; Figura 3). Poco meno di 1/5 degli intervistati è iscritto a un fondo negoziale a cui versa anche il TFR, mentre la corrispondente quota relativa ai fondi aperti è del 13,1%. In totale, il 35,9% degli intervistati partecipa a una forma previdenziale in cui versa il TFR e tale quota è relativamente maggiore (oltre che, ovviamente, fra i dipendenti) fra gli uomini, fra chi ha salari superiori a 1.000 euro al mese, fra chi è residente nel Nord o nel Centro (Figura 4).

Emerge chiaramente una correlazione fra stato occupazionale e accesso a forme di previdenza complementare: il 68% di coloro che dichiara di essere disoccupato infatti dichiara di non aver sottoscritto alcuna forma di pensione integrativa o polizza vita (Figura 5). Altra forte correlazione si riscontra tra categoria di reddito e accesso a previdenza integrativa: mentre l'80% degli intervistati con reddito oltre i 2.000 euro dichiara di avere fondo pensione o polizza vita, questa percentuale scende al 50% per le categorie più fragili (i.e. redditi mensili netti inferiori a 1.000 euro). La maggioranza degli iscritti a forme pensionistiche complementari o in possesso di polizze vita dichiara di essere adeguatamente informata sulle caratteristiche di tali prodotti (Figura 6), anche se la quota di "informati" varia a seconda dell'aspetto che si considera ed è massima per quanto riguarda il livello delle contribuzioni mensili (70,6%) e minima quando la domanda attiene al regime fiscale applicato alle forme previdenziali integrative (58,3%).

Una quota non irrilevante degli intervistati (16,3%; Figura 7) dichiara che sarebbe fortemente interessata a investire in ETF anziché nelle diverse forme di previdenza integrativa e tale quota è sensibilmente più alta fra chi è informato su andamenti e funzionamento dei mercati finanziari, cresce con il salario degli intervistati e decresce con la loro età. La quota di chi investirebbe in ETF o, in modo bilanciato, in ETF o fondo pensione è sensibilmente maggiore (40,3%; Figura 8) e, oltre che rispetto alle variabili già richiamate con riferimento alla scelta di investimento solo in ETF, è sensibilmente più elevata fra gli uomini che fra le donne, a segnale di una possibile maggiore propensione al rischio dei primi<sup>16</sup>.

---

<sup>16</sup> Una maggiore propensione al rischio degli uomini si rileva anche quando si conducono stime econometriche così controllando per possibili caratteristiche correlate del genere (ad esempio, tipo di occupazione e salario).

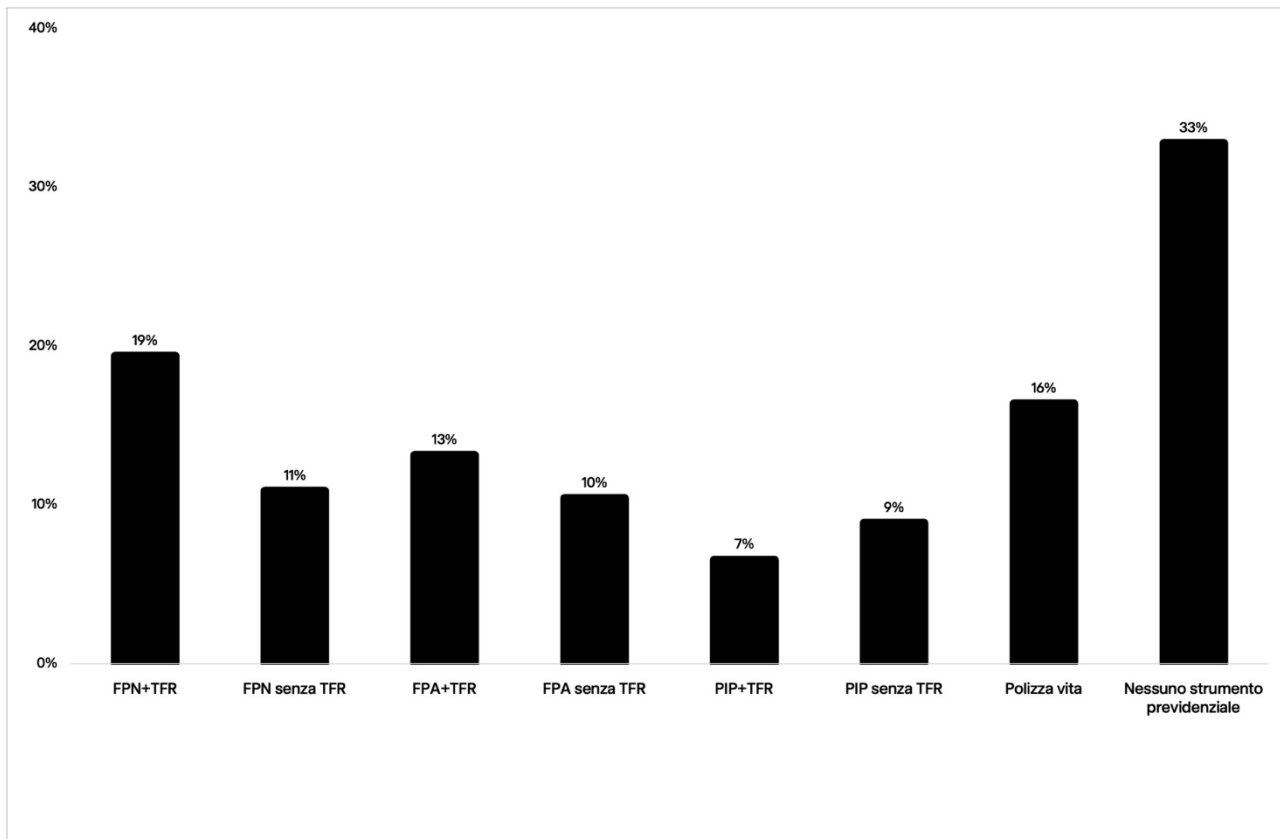


Figura 3: Quota di intervistati iscritti alle varie tipologie di fondo pensione (possibili risposte multiple)

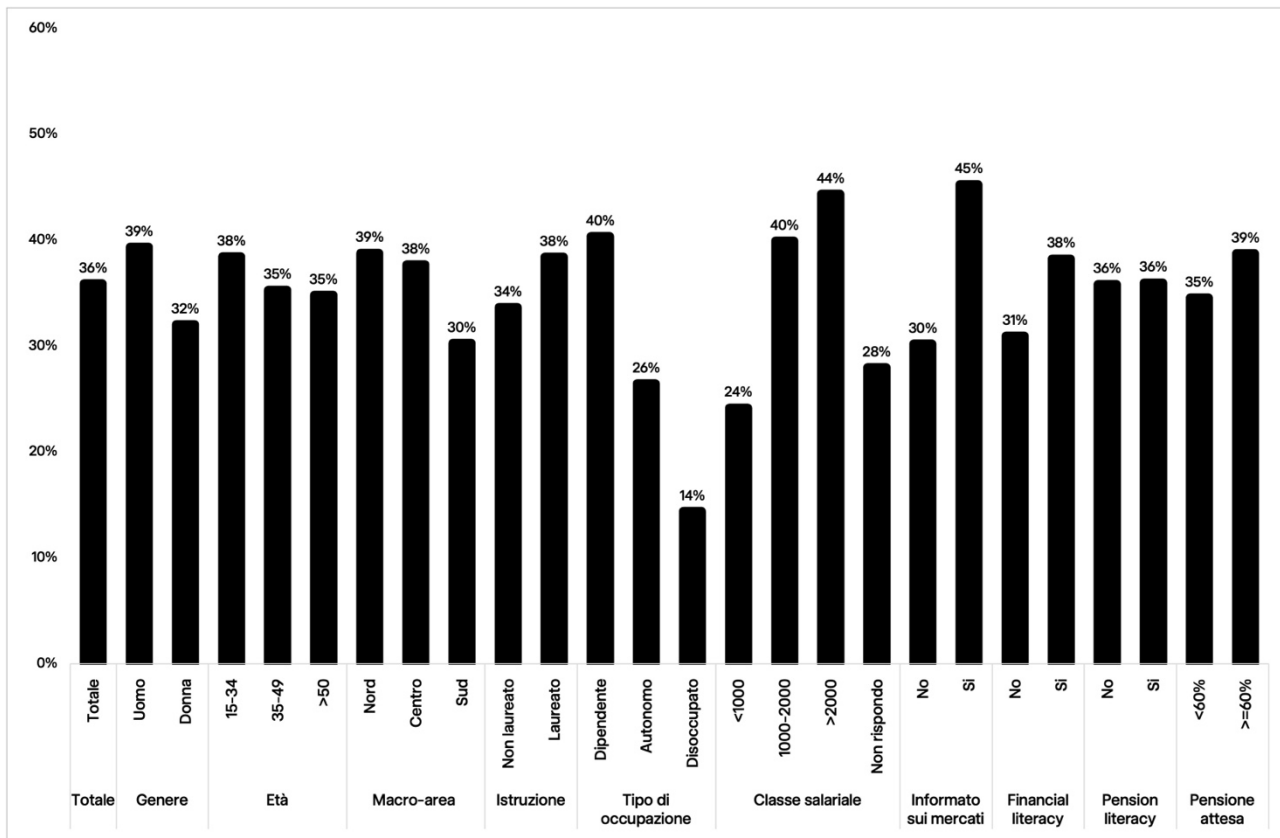


Figura 4: Quota di intervistati iscritta a una forma di previdenza integrativa in cui versa il TFR, per caratteristiche individuali

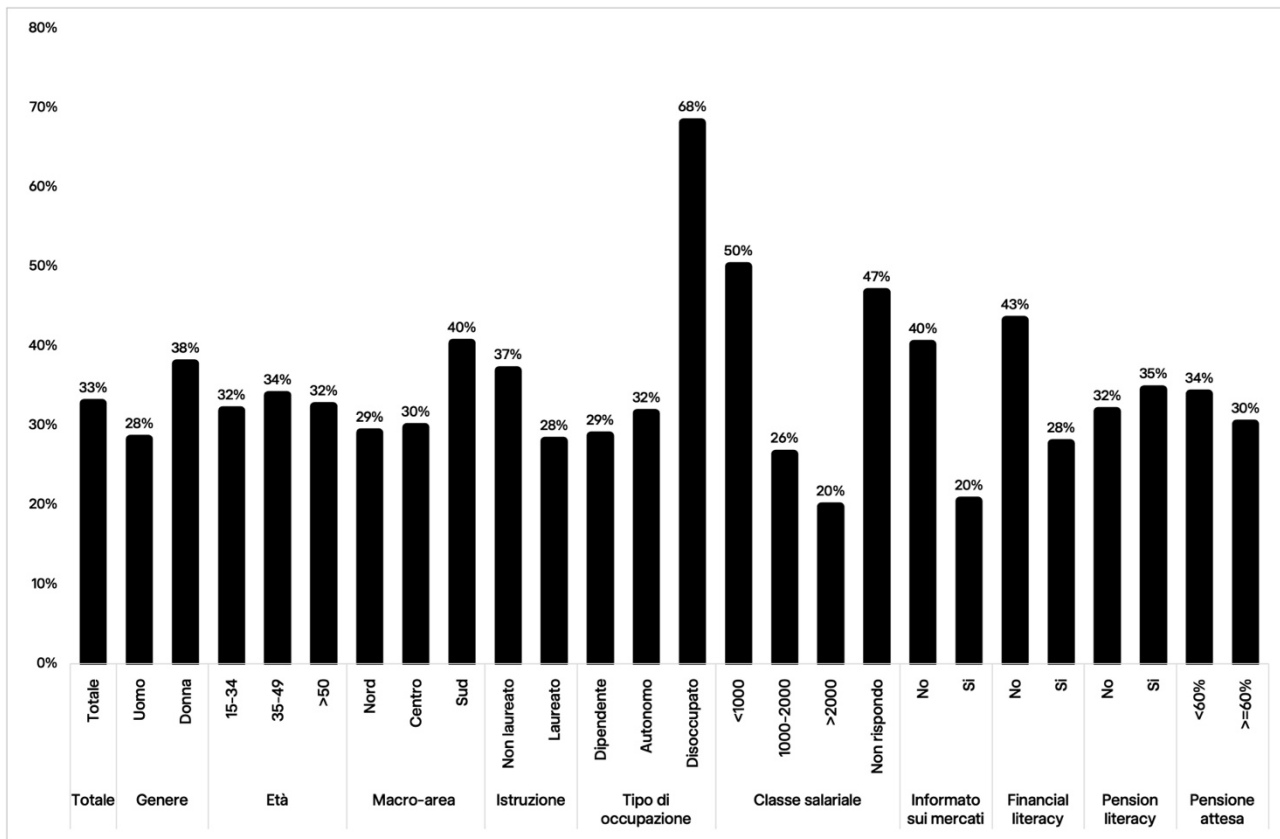


Figura 5: Quota di intervistati che non partecipa ad alcune forme di previdenza integrativa o polizze vita, per caratteristiche individuali

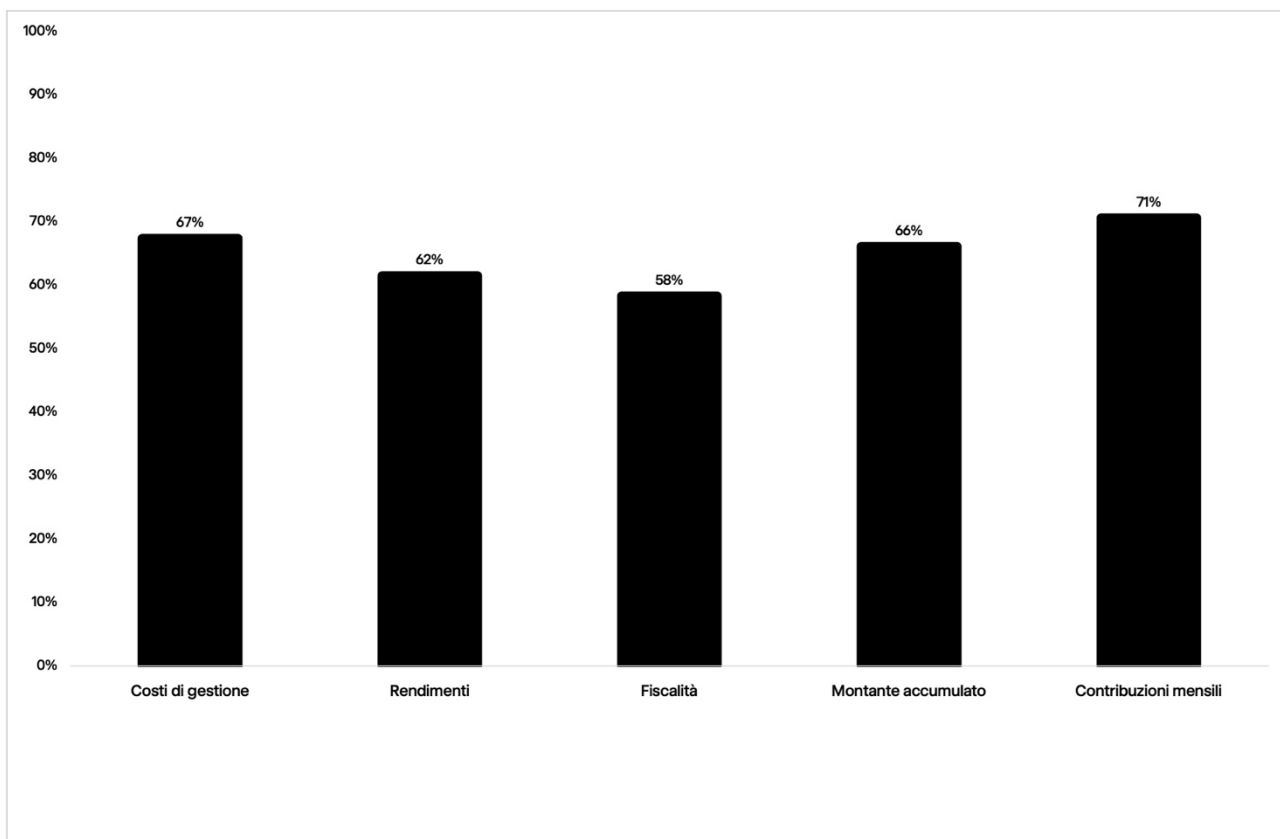


Figura 6: Quota di intervistati iscritti a previdenza integrativa che dichiarano di essere a conoscenza delle varie dimensioni rilevanti negli investimenti nei fondi

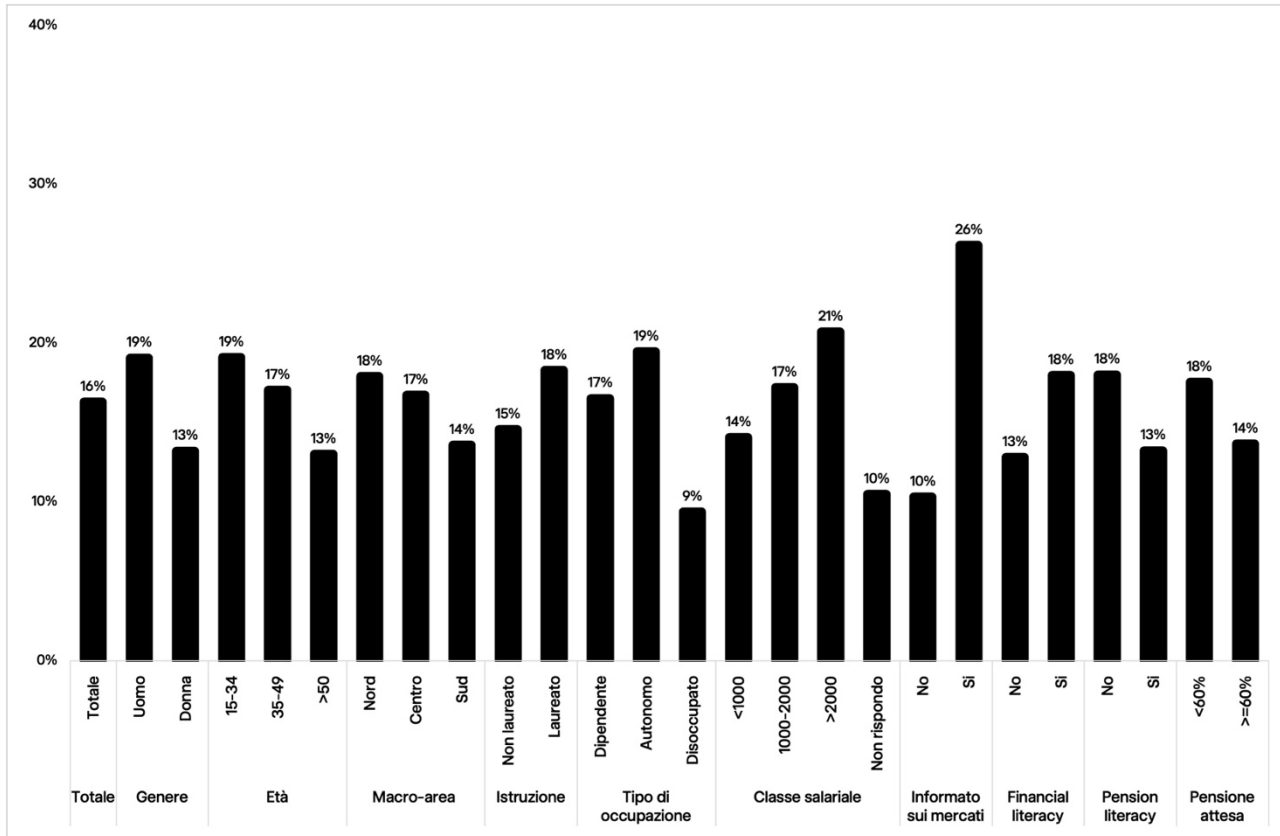


Figura 7: Quota di intervistati che sarebbe interessata a investire unicamente in ETF se fosse offerta la possibilità di investirvi in alternativa ai fondi pensione, per caratteristiche individuali

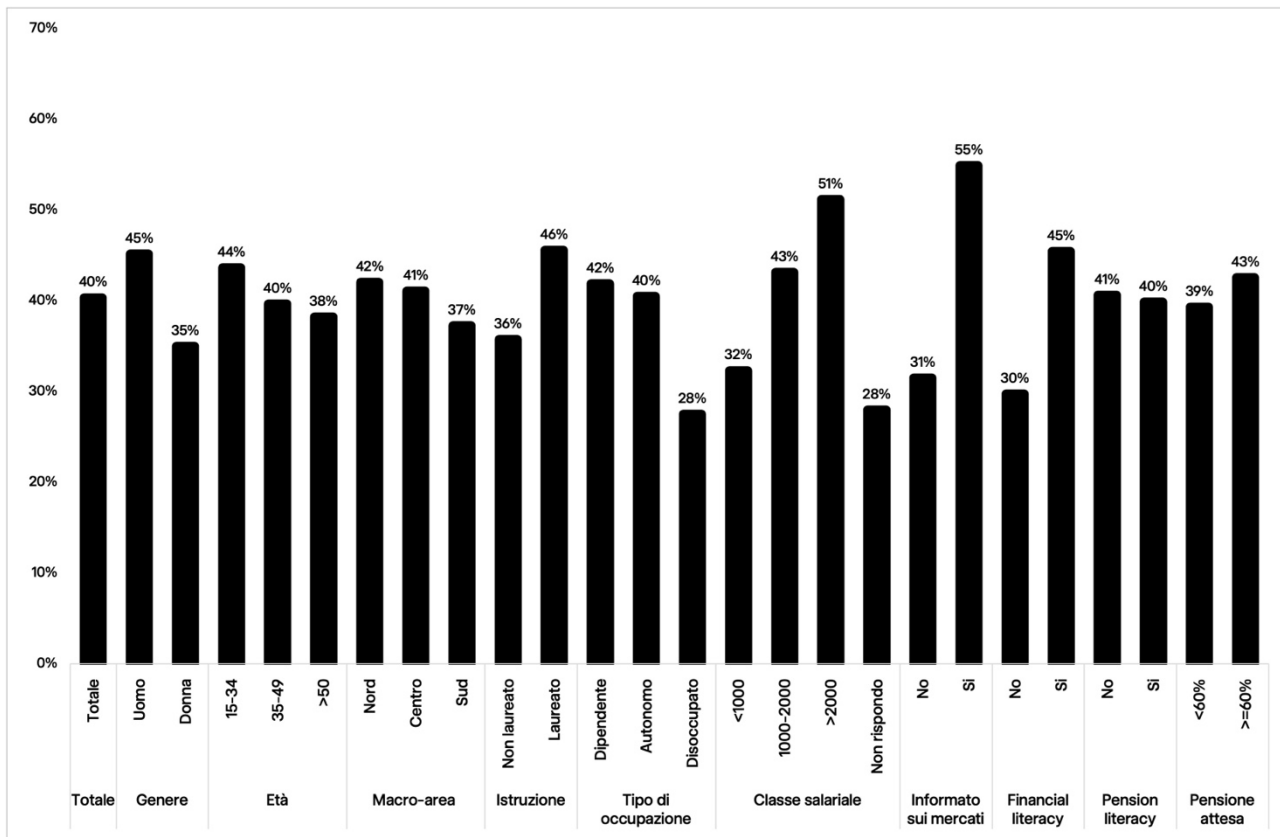


Figura 8: Quota di intervistati che sarebbe interessata a investire in modo bilanciato in ETF e in fondi se fosse offerta la possibilità di investirvi in alternativa ai fondi pensione, per caratteristiche individuali



## Condizione di vita attesa al pensionamento

Una quota minoritaria di intervistati (34,6%; Figura 9) degli intervistati si attende una pensione di livello dignitoso. Come atteso, la quota cresce fra chi ha un salario più alto, mentre, in modo forse inatteso, le aspettative di una pensione dignitosa sono minori per chi vive al Nord (e beneficia, sovente, di migliori prospettive contrattuali e salariali) e per i meno giovani. Interessante è che le aspettative pensionistiche si riducono fra chi dimostra di avere conoscenza delle regole di calcolo contributive.

Le scarse aspettative degli intervistati si confermano guardando al tipo di emozioni che vengono in mente quando si pensa al tenore di vita post pensionamento (Figure 10 e 11). Ben il 74,2% degli intervistati manifesta almeno un'emozione negativa (tristezza, preoccupazione, sconforto o incertezza). La quota di "pessimisti" è, inoltre, abbastanza omogenea fra gruppi della popolazione e si riduce sensibilmente – ma senza diventare minoritaria – solo fra chi ha una retribuzione superiore ai 2.000 euro mensili.

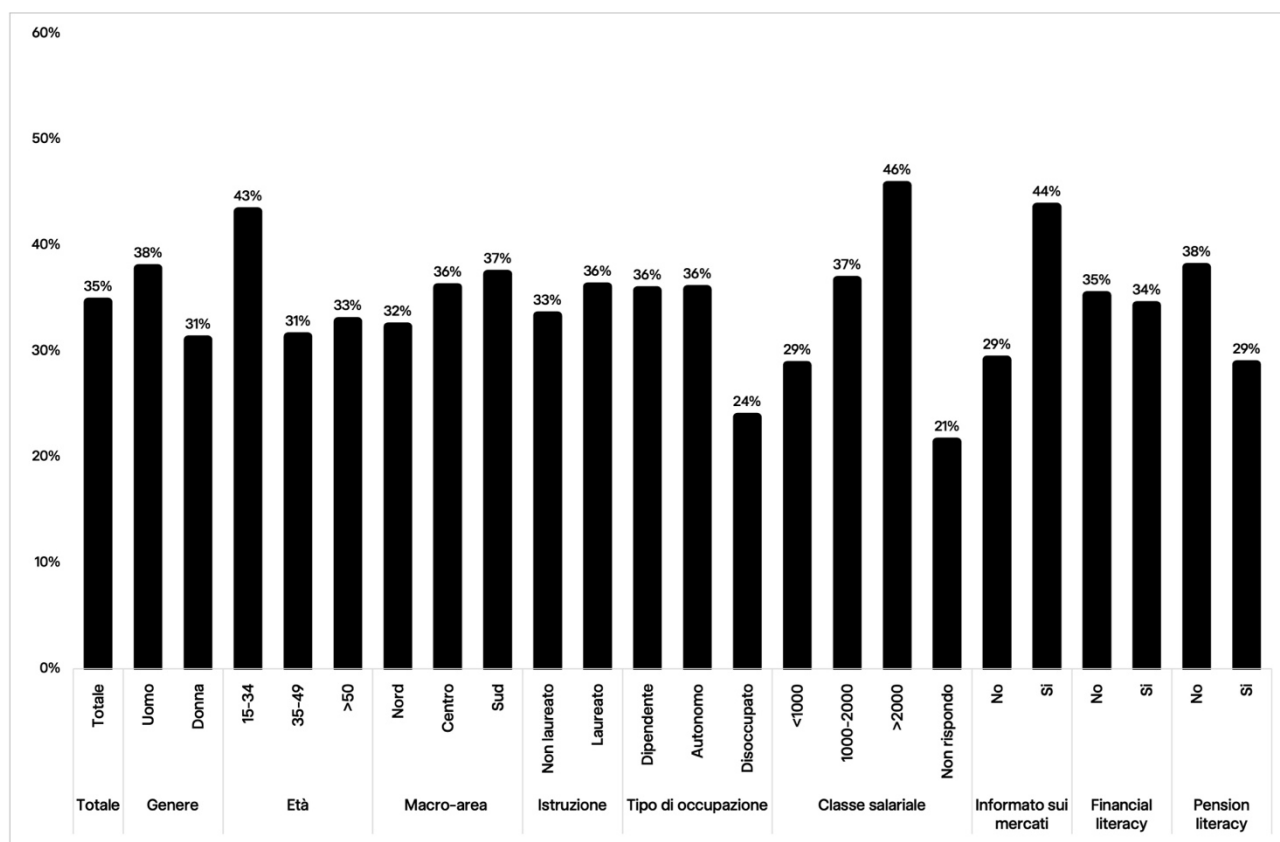


Figura 9: Quota di intervistati che ritiene che riceverà una pensione pubblica che consentirà una vita dignitosa, per caratteristiche individuali

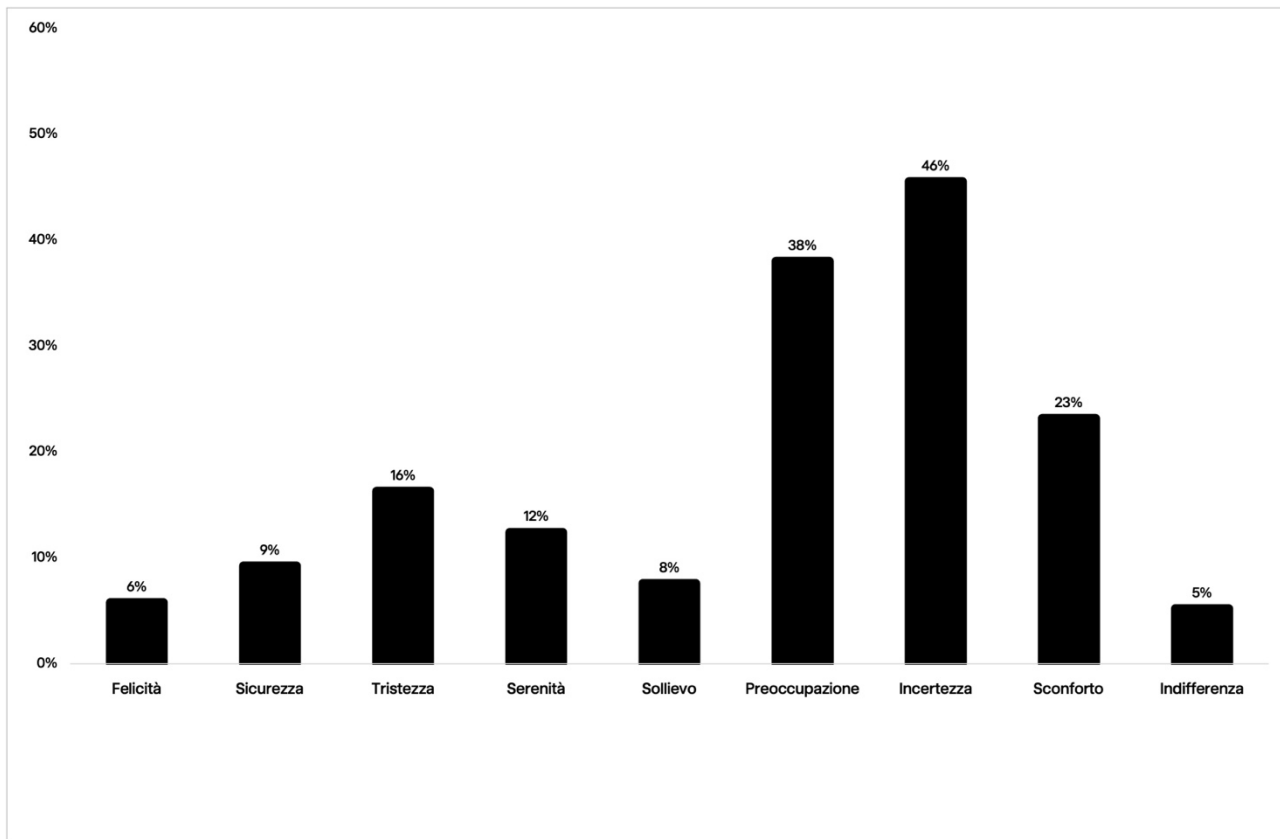


Figura 10: Emozioni attese nella fase di vita post-pensionamento (possibili risposte multiple)

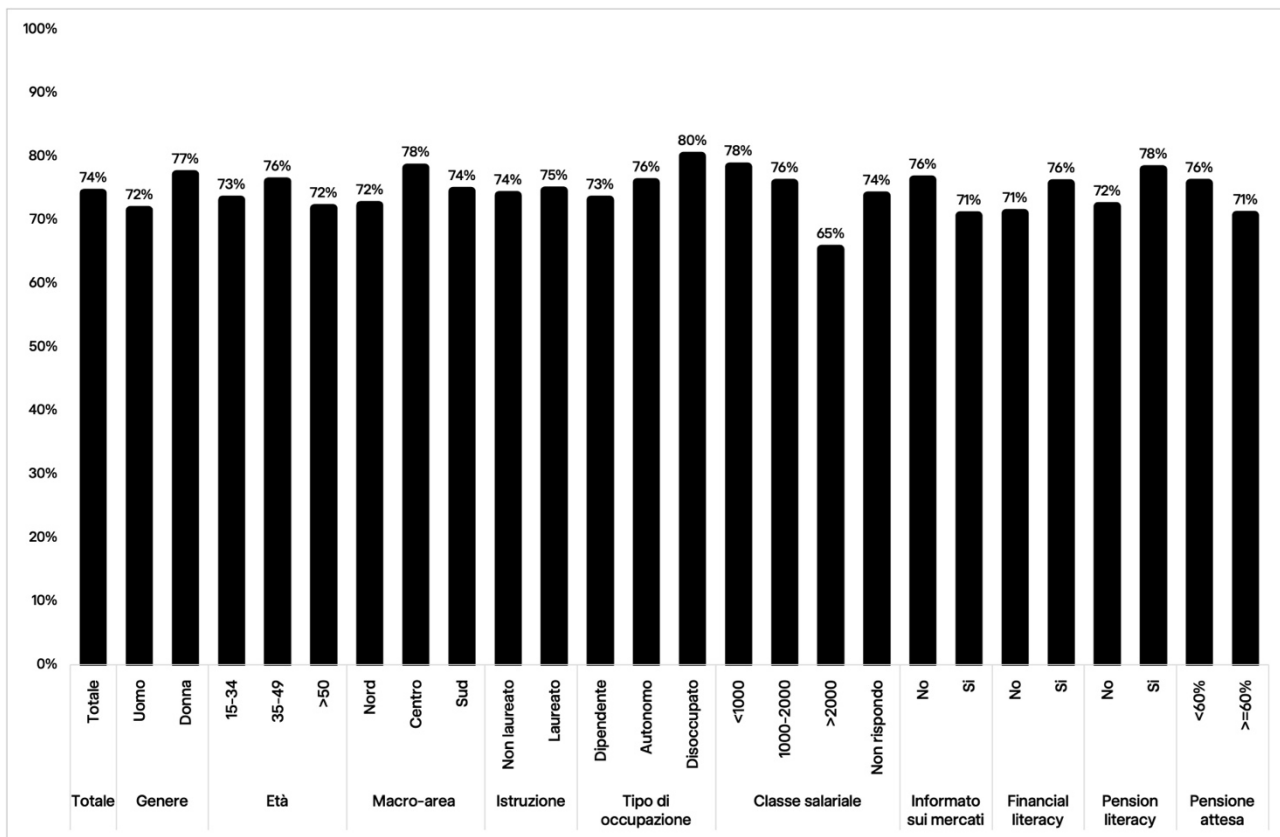


Figura 11: Quota di intervistati che si associa alla vita post pensionamento tristezza, preoccupazione, incertezza o sconforto, per caratteristiche individuali

# Gli Autori



**Michele Raitano** è Direttore del Dipartimento di Economia e Diritto della Sapienza Università di Roma da novembre 2022. Dal 2021 è Professore Ordinario in Politica Economica, presso il Dipartimento di Economia e Diritto della Sapienza Università di Roma.

È membro di ESPN (European Social Policy Network), un network di esperti indipendenti sulle politiche di welfare, finanziato dalla Commissione Europea.



**Marco Di Pietro** è Professore Associato di Politica Economica presso il Dipartimento di Economia e Diritto della Sapienza Università di Roma, dove insegna Politica Monetaria ed Economia Finanziaria.

I suoi temi di ricerca vertono su tematiche di macroeconomia, in particolare sul ruolo e l'impatto delle frizioni finanziarie sul ciclo economico.

