



ISTITUTO DI STUDI E ANALISI ECONOMICA

## **Il futuro dei fondi pensione: opportunità e scelte sulla destinazione del TFR**

by

**Maria Cozzolino**

ISAE, Piazza dell'Indipendenza, 4, 00185 Roma

**Fernando Di Nicola**

ISAE, Piazza dell'Indipendenza, 4, 00185 Roma

**Michele Raitano**

ISAE, Piazza dell'Indipendenza, 4, 00185 Roma  
Università degli Studi di Roma "La Sapienza"

Working paper n. 64  
March 2006

La serie “Documenti di Lavoro” dell’Istituto di Studi e Analisi Economica ospita i risultati preliminari di ricerche predisposte all’interno dell’ISAE: La diffusione delle ricerche è autorizzata previo il parere favorevole di un anonimo esperto della materia che qui si ringrazia. Le opinioni espresse nei “Documenti di Lavoro” riflettono esclusivamente il pensiero degli autori e non impegnano la responsabilità dell’Ente.

La serie è destinata agli esperti e agli operatori di politica economica, al fine di formulare proposte e suscitare suggerimenti o critiche.

The Series “*Documenti di Lavoro*” of the *Istituto di Studi e Analisi Economica* - Institute for Studies and Economic Analyses (ISAE) hosts the preliminary results of the research projects carried out within ISAE. The diffusion of the papers is subject to the favourable opinion of an anonymous referee, whom we would like to thank. The opinions expressed are merely the Authors’ own and in no way involve the ISAE responsibility.

The series is meant for experts and policy-makers with the aim of submitting proposals and raising suggestions and criticism.

Stampato presso la sede dell’Istituto

ISAE - Piazza dell’Indipendenza, 4 - 00185 Roma.

Tel. +39-06444821; [www.isae.it](http://www.isae.it)

## **SINTESI**

La legge delega in materia pensionistica varata nell'estate del 2004, ed il relativo decreto legislativo attuativo (n. 252 del 5-12-2005), prevedono il trasferimento alla previdenza complementare dei versamenti annui fino ad ora destinati al trattamento di fine rapporto, a meno che il lavoratore non dichiari esplicitamente la volontà di mantenerli presso l'impresa, insieme ad un sostanziale aumento del beneficio fiscale accordato a chi destinerà il proprio risparmio ai fondi complementari.

Nel lavoro si analizza la convenienza dei lavoratori tra le due forme di impiego del risparmio e l'efficacia della nuova normativa nell'incentivare la scelta a favore dei fondi pensione. L'evidenza empirica che emerge dai risultati di due indagini effettuate dall'ISAE – la prima nei mesi di settembre-dicembre 2004 e la seconda nell'autunno 2005 – suggerisce che le misure contenute nella recente delega non sono sufficienti per indurre la gran parte dei lavoratori a modificare le proprie preferenze e, pertanto, a devolvere ai fondi pensione il proprio TFR.

La scelta fra impresa e Fondo risulta dipendere prevalentemente dall'ampia differenza nella rischiosità e nell'incertezza associata alle due opzioni. Il successo della disposizione può pertanto dipendere, anche in misura rilevante, dalle modalità di intervento scelte per aumentare la convenienza dei fondi. Nel lavoro vengono prospettati quattro possibili scenari di riforma della tassazione confrontando la convenienza per l'interessato, la percepibilità e certezza dei benefici, i tratti redistributivi e il profilo temporale del minor gettito.

Parole chiave: Pensionamento, Politiche previdenziali, Pensioni private,  
Tassazione

Classificazione JEL: J26, J32, H29

## SOMMARIO

Il decreto n. 252 del 5 dicembre 2005 ha dato attuazione alla legge delega in materia previdenziale, varata nel mese di agosto 2004, prevedendo la destinazione ai fondi pensione dell'intero flusso di contribuzione attualmente trattenuto dalle imprese come trattamento di fine rapporto - TFR -, fatta eccezione dei casi in cui il lavoratore richieda esplicitamente il mantenimento del TFR presso il datore (cosiddetto principio del "silenzio assenso"). Si tratta di una misura importante, finalizzata a far affluire risorse rilevanti alla previdenza complementare.

Lo scopo del presente lavoro è di valutare vantaggi e svantaggi per i lavoratori ad accumulare risparmio previdenziale nei fondi pensione oppure presso l'impresa e quanto le nuove regole modifichino le preferenze a favore della previdenza complementare.

Scegliere tra TFR e fondo pensione equivale a scegliere tra due forme alternative di investimento, che hanno caratteristiche diverse per disciplina fiscale, per tipologia dei servizi offerti e per profilo di rischio e rendimento ad essi associati. La riforma interviene sia sulle regole di erogazione delle prestazioni sia sul trattamento fiscale previsto per i fondi pensione cercando di aumentare la convenienza dei fondi rispetto al TFR.

I risultati di un'indagine condotta dall'ISAE sulla propensione dei lavoratori italiani ad esercitare o meno il "silenzio assenso" (per cogliere al meglio l'evoluzione della normativa e del dibattito in materia, l'indagine è stata svolta in due fasi, dapprima tra settembre e dicembre del 2004 e, successivamente, fra settembre e ottobre del 2005) indicano che, per ora, la gran parte dei lavoratori non ha modificato le proprie preferenze e continua a scegliere l'opzione "TFR in azienda". I risultati ottenuti possono essere attribuiti, almeno in parte, alla mancanza di un quadro normativo definito con certezza. Va tuttavia ricordato come tali risultati si siano mantenuti sostanzialmente stabili in tutti i mesi di rilevazione, nonostante l'inchiesta sia stata condotta sia prima che dopo che il Consiglio dei Ministri varasse il decreto di attuazione, che definisce, tra l'altro, le modalità di attuazione del silenzio assenso e introduce nuove e più vantaggiose regole fiscali per i fondi pensione. Il testo definitivo del decreto attuativo è stato varato nel mese di dicembre 2005 ma, come noto, sarà operativo solo a partire dal 2008. Il grado di incertezza rimane elevato e diffusa l'attesa di modifiche all'impianto stesso della riforma e dunque anche su variabili che sono rilevanti nelle valutazioni di convenienza a favore dell'una o dell'altra forma di accumulazione del risparmio.

L'analisi e i risultati tratti dall'indagine evidenziano che sulla scelta fra impresa e fondo può influire, in misura significativa, la differenza di rischio

associata alle due opzioni. L'opzione per il TFR, dichiarata da più dell'80% di coloro che si sentono già in grado di scegliere, è spiegata prevalentemente dalla preferenza per forme di risparmio più liquide e meno rischiose. Per favorire un reale decollo della previdenza integrativa appare pertanto prioritario agire sul grado di liquidità e rischio dei servizi offerti dai fondi pensione.

Il decreto legislativo è intervenuto sul grado di liquidità, riducendo i limiti imposti alla fruibilità delle agevolazioni fiscali che operano quando parte del beneficio viene percepito sotto forma di capitale.

D'altra parte, la lunga fase di implementazione della riforma lascia ancora incerti aspetti rilevanti per il futuro trattamento riservato alle due categorie e anche la particolare modulazione degli incentivi fiscali sembra aumentare piuttosto che ridurre l'incertezza per le valutazioni di convenienza degli individui. I benefici fiscali potrebbero risultare più efficaci, ad esempio, se modulati in modo da privilegiare le fasi della contribuzione e della maturazione dei rendimenti rispetto a quella, lontana, in cui verrà percepita la pensione.

Vanno peraltro valutati anche gli effetti redistributivi che derivano dalle agevolazioni fiscali. Se, da un lato, i fondi complementari alimentati dal TFR allocano risorse previdenziali nei settori di tipo assicurativo a svantaggio di altri gestori, per le persone fisiche la riforma premia in particolare gli alti redditi e coloro che, versando al sistema pubblico una quota inferiore di contributi, potranno allocare maggiore risparmio sulla previdenza privata complementare agevolata. Ne derivano dunque anche problemi di iniquità orizzontale. Per questo nel lavoro vengono quantificati e confrontati i trattamenti netti, i profili temporali di gettito e le tendenze redistributive della riforma governativa, della normativa vigente e di altri due scenari che rappresentano combinazioni diverse di tassazione sui rendimenti e sulla quota di pensione integrativa non tassata. Ciò che emerge è che risulta cruciale per determinare i vantaggi relativi la parte di pensione tassata in Irpef, e dunque soggetta ad aliquote marginali elevate, significativamente superiori alle varie aliquote sostitutive prospettate.

# **PENSION FUNDS'S PERSPECTIVE AND TFR: OPPORTUNITIES AND OPTIONS**

## **ABSTRACT**

The use of TFR (a sort of severance payment) to fund the complementary pension scheme, except when the worker explicitly says not to, has been established by the legislative measures reforming the Italian pension system (law n. 243 approved in summer 2004 and decree n. 252 approved in December 2005). The Italian workers will have choice to invest more saving in pension funds or to maintain the TFR into their firms.

In this paper the choices of workers are analyzed. The results of an ISAE survey, conducted in two phases - in September-December 2004 and in September-October 2005 -, show that the measures included in the second pillar reform are not sufficient to influence the preferences of workers and to incentive them to invest the future flows of TFR in pension funds. The choice in favour of TFR - declared from more than that 80% of workers that have already decided which option choose - seems to depend crucially on the degree of uncertainty and risk related to the pension funds investments (versus the TFR in the firms option).

The effects of four scenarios of the TFR's and the pension funds's taxation on income distribution, public budget and the worker's choices are analyzed.

Key Words: Retirement, Retirement Policies, Private Pensions, Taxation

JEL: J26, J32, H29

## INDICE

1	INTRODUZIONE	Pag.	9
2	LA NORMATIVA IN MATERIA DI PREVIDENZA COMPLEMENTARE E IL TFR	“	12
3	LA SOSTITUIBILITÀ FRA L'ACCANTONAMENTO PRESSO L'IMPRESA E IL FONDO PENSIONE	“	15
4	TFR O FONDO PENSIONE: UN MODELLO INTERPRETATIVO	“	21
5	LA PERCEZIONE DEI LAVORATORI CIRCA IL FUTURO PENSIONISTICO	“	28
6	L'INDAGINE ISAE SULLA SCELTA TRA TFR E FONDI PENSIONE	“	31
7	IL TRATTAMENTO FISCALE DEI FONDI PENSIONE: SCENARI ALTERNATIVI	“	43
8	CONCLUSIONI	“	53



## 1 INTRODUZIONE<sup>1</sup>

Le riforme del sistema pensionistico italiano attuate negli anni '90 hanno modificato le regole di accesso e le modalità di calcolo dei benefici pensionistici; l'uscita dal mercato del lavoro potrà avvenire ad età più avanzate e il livello delle prestazioni garantirà una minore copertura del reddito nell'ultima fase della vita lavorativa. Peraltro gli interventi riguardano, come noto, le varie coorti di lavoratori in misura e con modalità molto diverse: massima per coloro che sono entrati nell'occupazione a metà degli anni '90, significativamente meno rilevante, e inversamente correlata agli anni di lavoro effettuati, per chi aveva già contribuito al sistema<sup>2</sup>.

Parallelamente, il legislatore ha regolamentato e incentivato lo sviluppo di forme di previdenza complementare a capitalizzazione che possano integrare la copertura pensionistica offerta dal sistema pubblico e garantire, in tal modo, l'adeguatezza dei redditi nella fase di pensionamento. Nonostante gli sforzi legislativi compiuti in questa direzione, le dimensioni e la diffusione dei fondi pensione appaiono limitate ed insufficienti a garantire un secondo livello di copertura, finanziato a capitalizzazione, che coinvolga un'ampia platea dei lavoratori potenzialmente interessati (l'ultima relazione annuale della COVIP indica un tasso di adesione tra i lavoratori dipendenti di circa il 14 per cento<sup>3</sup>).

Nell'estate del 2004 è stato varato un disegno di legge delega (Legge 243 del 23/8/2004) che prevede sia misure di revisione delle regole di accesso al pensionamento nel sistema obbligatorio, sia modifiche della normativa in materia di previdenza complementare, tra le quali la principale riguarda la destinazione ai fondi pensione dell'intero flusso di contribuzione attualmente trattenuto dalle imprese come trattamento di fine rapporto - TFR -, fatta eccezione dei casi in cui il lavoratore richieda esplicitamente il mantenimento del TFR presso il datore (cosiddetto principio del "silenzio assenso"). Il decreto n. 252 del 5 dicembre 2005 ha dato attuazione alla delega anche se ha rinviato la possibilità di opzione al 2008. Si tratta di una misura rilevante, che potrebbe

---

<sup>1</sup> Si ringraziano Stefania Gabriele, Angelo Marano, Felice Roberto Pizzuti e un anonimo referee per gli utili suggerimenti fornitici durante la stesura del lavoro. Eventuali errori sono, tuttavia, unicamente di nostra responsabilità.

<sup>2</sup> Per coloro che hanno raggiunto una soglia di contribuzione di 15 anni nel 1992 e 18 nel 1995 non è stata applicata alcuna modifica alle regole di calcolo delle pensioni.

<sup>3</sup> Si veda COVIP (2005).

far convogliare verso i fondi pensione l'intero flusso (il 6,91% del salario) del TFR di lavoratori privati e pubblici<sup>4</sup>.

Lo scopo del presente lavoro è di valutare vantaggi e svantaggi per i lavoratori ad accumulare risparmio previdenziale nei fondi pensione oppure presso l'impresa. Nel dibattito in materia di previdenza complementare sono stati sempre evidenziati il ruolo strategico che può avere un diverso utilizzo del TFR e i costi in termini di efficienza dovuti al suo mantenimento presso i datori, anziché presso i mercati finanziari<sup>5</sup>. Si ritiene, solitamente, che, a parità di garanzie per i lavoratori, i rischi coperti attualmente dal TFR potrebbero essere tutelati in modo più efficiente e redditizio attraverso altri strumenti finanziari. In realtà una diversa allocazione del risparmio previdenziale potrebbe avere conseguenze negative sia per le imprese - soprattutto per le piccole e medie che perderebbero una fonte importante di finanziamento<sup>6</sup> - sia per i lavoratori<sup>7</sup>. Dal punto di vista delle imprese, la destinazione dell'intero flusso di TFR ai fondi è subordinata all'individuazione di compensazioni per i datori di lavoro e alla possibilità di accedere a canali agevolati per la richiesta di crediti. Sulle convenienze dei lavoratori si agisce invece principalmente attraverso la leva fiscale.

Le opportunità di successo della normativa nel far affluire risorse rilevanti alla previdenza complementare dipenderanno, quindi, compensati i costi che una diversa allocazione del TFR comporta per le imprese<sup>8</sup>, da quanto le nuove

---

<sup>4</sup> Attualmente per i lavoratori assunti dopo il 28/4/1993 è prevista la devoluzione obbligatoria dell'intera quota di TFR se aderiscono a un fondo chiuso; per gli "anziani" iscritti a un fondo chiuso la quota è invece stabilita da accordi di categoria ed è, in media, di 2,41 punti percentuali. Oltre al TFR, per ogni lavoratore iscritto a un fondo di categoria, in media, i datori versano un'aliquota dell'1,18% ed i lavoratori dell'1,17% (si veda COVIP, 2005). La contribuzione totale media dei lavoratori "anziani" iscritti ai fondi chiusi è quindi del 4,76%, mentre quella di chi ha iniziato a lavorare dopo il 1993 è del 9,26%. Per i nuovi occupati non sembra quindi emergere tanto un problema di bassa contribuzione, quanto di limitata adesione, ed è principalmente su questa che intende intervenire la legge delega mediante il silenzio assenso e le connesse agevolazioni fiscali.

<sup>5</sup> La letteratura economica ritiene solitamente che la presenza di importanti investitori istituzionali quali i fondi pensione possa migliorare l'efficienza dei mercati finanziari e, per tale via, favorire la crescita economica; si veda Walker-Lefort (2001).

<sup>6</sup> Il TFR consente alle imprese di ridurre i problemi di razionamento del credito e, in periodi di alta inflazione, di contenere i costi di finanziamento. Dato il meccanismo previsto per la rivalutazione degli accantonamenti, infatti, il rendimento reale dovuto sulle somme versate per TFR si abbassa al crescere dell'inflazione fino a diventare negativo per tassi più alti del 6%.

<sup>7</sup> Il presente lavoro si concentra sulle scelte dei lavoratori fra le due forme di investimento alternative, senza valutare la convenienza per l'economia italiana, date le caratteristiche del sistema industriale e finanziario, a lasciare il TFR presso le imprese o a destinarlo ai mercati finanziari. A tale proposito, tra i lavori più recenti, si vedano Solari (2003) e Pizzuti (2005).

<sup>8</sup> Su questi aspetti vedi Bardazzi – Paziienza (2005) e Pamolli – Salerno (2005).

regole modificheranno le convenienze dei lavoratori a favore dei fondi pensione rispetto al TFR.

Scegliere tra TFR e fondo pensione equivale per il lavoratore a scegliere tra due forme alternative di investimento, che hanno caratteristiche diverse non solo per la disciplina fiscale, ma anche per la tipologia dei servizi offerti e il profilo di rischio e rendimento. Dopo aver richiamato la normativa in materia di TFR e previdenza complementare, nel terzo paragrafo si descrive il grado di sostituibilità fra le due forme alternative di destinazione del TFR. Gli elementi cruciali della scelta fra impresa o fondo pensione sono analizzati nel quarto paragrafo mediante un modello analitico. Nel quinto si valuta la percezione dei lavoratori italiani circa l'adeguatezza della prestazione pensionistica pubblica attesa e la propensione ad aderire a schemi privati per compensare l'eventuale riduzione del beneficio pensionistico garantito dallo schema pubblico. Vengono, poi, presentati i risultati di una indagine condotta dall'ISAE sulla propensione dei lavoratori italiani ad esercitare o meno il "silenzio assenso" (per cogliere al meglio l'evoluzione della normativa e del dibattito in materia, l'indagine è stata svolta in due fasi, dapprima tra settembre e dicembre del 2004 e, successivamente, fra settembre e ottobre del 2005). L'applicazione di un modello *logit* multinomiale consente di analizzare le caratteristiche individuali rilevanti ai fini della scelta che i lavoratori dovranno effettuare e di avere primi elementi per valutare l'efficacia della recente riforma nell'incentivare l'accumulazione del risparmio previdenziale nei fondi pensione.

Vengono, infine, analizzati gli effetti di quattro possibili scenari di disciplina fiscale della previdenza integrativa con riferimento al profilo temporale del gettito fiscale, all'importo della rendita maturata in caso di adesione ad un programma pensionistico integrativo ed agli impatti redistributivi.

## 2 LA NORMATIVA IN MATERIA DI PREVIDENZA COMPLEMENTARE E IL TFR

Il trattamento di fine rapporto - regolato per i dipendenti privati nella forma attuale agli inizi degli anni ottanta - è un accantonamento annuale nel passivo patrimoniale delle aziende di una quota del salario (6,91%; un ulteriore 0,5% viene destinato al Fondo pensioni lavoratori dipendenti e uno 0,2% ad un fondo di garanzia, entrambi presso l'INPS) sul quale il lavoratore matura ogni anno un rendimento nominale pari all'1,5% più il 75% del tasso di inflazione. Il TFR maturato viene erogato al pensionamento o, prima, in caso di licenziamento, di cambio dell'attività lavorativa o di anticipazione per coprire esigenze particolari<sup>9</sup>.

Per i dipendenti pubblici il TFR secondo le regole del comparto privato è stato introdotto, in sostituzione dell'indennità di fine servizio<sup>10</sup>, nel 1995 in attuazione della legge, varata due anni prima, che istituiva in modo organico i fondi pensione in Italia (D.Lgs.124/93); tuttavia, solo nel dicembre del 1999 (dopo due leggi finanziarie che erano intervenute su questa materia) sono state dettate le regole specifiche per l'eventuale opzione a favore del TFR da parte dei dipendenti pubblici.

In particolare, i lavoratori del pubblico impiego assunti dal 2001 hanno il TFR; tutti gli altri mantengono il sistema precedente e devono optare per il TFR (rinunciando alle varie forme di indennità di buonuscita altrimenti previste) unicamente qualora decidano di aderire ad un fondo di categoria per il personale pubblico. L'introduzione dei fondi chiusi nel settore pubblico è ancora, come noto, allo stato embrionale, e dunque la quasi totalità dei lavoratori non si è ancora trovata a dover esercitare tale opzione<sup>11</sup>.

---

<sup>9</sup> Le anticipazioni (pari al massimo al 70% di quanto fino a quel momento accumulato) si possono richiedere dopo almeno 8 anni di rapporto di lavoro, nel caso in cui i lavoratori debbano sostenere spese mediche per interventi e terapie straordinarie, congedi per periodi di maternità e formazione o esborsi per l'acquisto della prima casa per sé o per i figli.

<sup>10</sup> Per i dipendenti statali vi era l'indennità di buonuscita, per quelli degli enti locali l'indennità di premio di servizio e l'indennità di anzianità per il personale del parastato. In tutti e tre i casi, a differenza del TFR, non è previsto un accantonamento e una rivalutazione annua, ma il beneficio viene calcolato sulla base della retribuzione percepita nell'ultimo mese o anno lavorativo. Pertanto, mentre il TFR viene gestito dalle imprese a capitalizzazione a contribuzione definita (ma con un rendimento predefinito, a meno dell'inflazione), le varie indennità pubbliche sono gestite a ripartizione a benefici definiti. Inoltre, a differenza del TFR, sulle varie indennità non si possono richiedere anticipazioni.

<sup>11</sup> Al di là del Laborfonds, fondo destinato ai dipendenti pubblici e privati della regione Trentino Alto Adige, l'unico fondo di categoria rivolto ai dipendenti pubblici già autorizzato dalla COVIP all'esercizio dell'attività (ma che, si noti, ancora non è autorizzato ad affidare le risorse in gestione) è il fondo Espero, rivolto al personale della scuola. Nonostante l'ampia platea di possibili beneficiari (oltre 1.100.000 di lavoratori, pari al 33% del personale del pubblico impiego) al termine del 2004 risultavano iscritti a tale fondo meno di 300 individui.

La normativa sulla previdenza complementare ha previsto e incentivato sin dall'inizio la destinazione del TFR come fonte primaria di finanziamento per i fondi pensione. Le agevolazioni fiscali sui versamenti di datori e lavoratori sono di fatto concesse solo se almeno una parte del TFR - inizialmente fissata nel 100% dei versamenti effettuati come contributi di datore e lavoratore, ma poi dimezzata - viene destinata al fondo<sup>12</sup>. Nel corso del 1999 si è intervenuti con la legge 144, che ha esplicitamente ribadito l'utilizzo del TFR come fonte di finanziamento dei fondi pensione, e con il D.Lgs. 299 sulla cosiddetta cartolarizzazione del TFR (rivelatasi un insuccesso), che prevedeva la possibilità, nei tre anni successivi, di trasformare direttamente gli accantonamenti futuri di TFR, dirottati al fondo pensione, in titoli dell'impresa sponsor del fondo (se chiuso), o aderente al fondo (se aperto).

Sugli aspetti fiscali si è ripetutamente intervenuti nel corso della seconda metà degli anni novanta con l'obiettivo di eliminare le disomogeneità nel trattamento delle diverse forme di risparmio previdenziale che rendevano relativamente meno conveniente l'accantonamento nei fondi pensione. Peraltro, solo nel 2000 (D.L. 47/2000) si è giunti alla definizione di regole fiscali per il TFR omogenee a quelle applicate ai fondi e si sono disciplinati in modo più organico e compiuto i diversi strumenti pensionistici collettivi e individuali<sup>13</sup>.

Come detto in precedenza, la legge delega varata nel 2004 è intervenuta nuovamente sull'assetto normativo della previdenza complementare introducendo il sistema del silenzio-assenso per il conferimento del TFR ai fondi. I lavoratori, sia privati che pubblici<sup>14</sup>, dovranno dichiarare esplicitamente la volontà di conservare il TFR. In caso contrario esso verrà destinato a previdenza complementare e si dovrà scegliere la forma nella quale investirlo (fondi pensione negoziali, aperti, regionali o apposite forme istituite presso l'INPS, presso cui convogliare in via residuale le quote di TFR non altrimenti devolute).

Il decreto legislativo di attuazione (Dlgs n. 252 del 5/12/2005), prevede, in particolare, che la dichiarazione a favore del TFR o la scelta del tipo di fondo venga fatta nel periodo da gennaio a giugno del 2008. Chi opterà per il TFR

---

<sup>12</sup> In particolare i contributi totali di datore e lavoratore al fondo di categoria sono deducibili per un ammontare pari al minore fra il doppio della quota di TFR versata al fondo, il 12% della retribuzione complessiva e 5.165 euro. Nel decreto attuativo della legge (in vigore dal 2008) si amplia tale deducibilità, mantenendo il solo vincolo dei 5.165 euro.

<sup>13</sup> Le rivalutazioni del TFR accantonato, prima totalmente esenti, dopo il D.L. 47/2000 sono soggette annualmente, al pari dei rendimenti conseguiti presso le forme di previdenza integrativa, all'imposta dell'11%. Per gli aspetti fiscali e su come la normativa agisce sulle convenienze tra TFR e fondo pensione, si vedano Fornero-Fugazza (2002), Bollettino Mensile ISAE (1999) e Forni (2003).

<sup>14</sup> Il decreto di attuazione esclude per ora i dipendenti pubblici; per la definizione del silenzio assenso nel settore pubblico è prevista l'emanazione di un decreto ad hoc.

potrà comunque modificare successivamente la propria scelta, mentre l'adesione al fondo è irreversibile. Viene, peraltro, introdotto un meccanismo per incentivare i lavoratori (almeno i più giovani) a non allungare eccessivamente i tempi della scelta, dal momento che le agevolazioni fiscali da accordare in fase di erogazione delle prestazioni aumenteranno in funzione del numero di anni di permanenza nel fondo pensione<sup>15</sup>.

Differentemente da quanto indicato nelle prime versioni presentate in Parlamento, non si è quindi deciso il trasferimento obbligatorio del TFR a favore dei fondi pensione; la sua destinazione rimane a discrezione del lavoratore, seppur mediante la forma del "silenzio-assenso". Per valutare come i lavoratori sceglieranno fra le due forme di destinazione alternative bisogna, quindi, analizzare in dettaglio il grado di sostituibilità fra le somme detenute presso le imprese o i fondi pensione.

---

<sup>15</sup> Il decreto attuativo prevede che l'aliquota con la quale verranno tassate le prestazioni -fissata al 15% - viene ridotta, se si partecipa al fondo per più di quindici anni, di 0,3 punti percentuali per ogni anno di anzianità aggiuntivo rispetto a questa soglia fino ad un minimo del 9%. Il costo dell'attesa a devolvere il TFR a un fondo è quindi diverso per le diverse fasce d'età; esso è nullo per i lavoratori con età elevate (50 e più), che non hanno un orizzonte temporale di vita lavorativa sufficiente per maturare più di quindici anni di adesione, mentre le attese lunghe costano (fino ad un massimo di 6 punti percentuali di aliquota) per i più giovani.

### **3 LA SOSTITUIBILITÀ FRA L'ACCANTONAMENTO PRESSO L'IMPRESA E IL FONDO PENSIONE**

La recente riforma pensionistica, come descritto, affida ai lavoratori la decisione sulla destinazione dei flussi annui di TFR. Una volta entrato in vigore il decreto attuativo, si dovrà dichiarare esplicitamente la volontà di mantenerli presso l'impresa. In caso contrario i flussi verranno, invece, versati presso un fondo pensione.

Si tratta di scegliere tra due forme alternative di investimento, che hanno caratteristiche diverse per tipologia dei "servizi" offerti, disciplina fiscale<sup>16</sup> e profilo di rischio e rendimento.

Nelle tabelle 1 e 2 si confrontano le modalità con le quali il risparmio accumulato può essere erogato e il relativo trattamento fiscale, distinguendo tra le quattro possibili cause di liquidazione del capitale, ovvero pensionamento, licenziamento, dimissioni o richiesta di anticipazione (possibile dopo 8 anni di rapporto di lavoro o di iscrizione al fondo) prima e dopo l'approvazione del decreto n. 252.

In base alla normativa vigente (ante decreto legislativo 252 che sarà operativo solo dal 2008) esiste uniformità di trattamento tra TFR - erogato sempre e interamente sotto forma di capitale e soggetto a tassazione separata e agevolata - e risparmio gestito dai fondi pensione unicamente se il riscatto avviene in seguito a licenziamento. Differenze (anche di trattamento fiscale) emergono, invece, in caso di pensionamento - per i fondi vengono imposti limiti alla quota di montante che può essere ottenuta come capitale - o se l'interruzione del rapporto di lavoro e il conseguente riscatto avvengono a seguito di dimissioni. Il TFR, quindi, ha un maggior grado di liquidità e, in alcuni casi, è fiscalmente più conveniente.

Maggiore omogeneità sussiste per le richieste di anticipo. Le condizioni di anzianità minima per il diritto all'anticipo e i rischi coperti sono gli stessi; anzi, gli statuti dei fondi pensione negoziali prevedono, generalmente, la possibilità di riscattare integralmente (anziché nel limite del 70%) l'intero capitale accumulato (e non solo quello generato dai versamenti di quote di TFR). Sulle anticipazioni si applicano, tuttavia, le stesse differenze di trattamento fiscale previste quando

---

<sup>16</sup> Di fatto, in base alla normativa (previgente la riforma del 2005), differenze sostanziali si osservano unicamente per il trattamento fiscale previsto al momento dell'erogazione del risparmio accumulato. Tali differenze determinano una maggiore convenienza del TFR rispetto al fondo pensione, come dimostrato, tra gli altri, da Forni (2003). Come detto in precedenza, per agevolare lo sviluppo della previdenza integrativa, il decreto attuativo della legge delega ha predisposto misure di riduzione dell'aliquota di tassazione delle prestazioni erogate dai fondi pensione.

il riscatto per pensionamento avviene per somme inferiori o superiori ad 1/3 del montante (si veda la tabella 1). Anche se con differenze di imposizione che operano nella fase di erogazione, il riscatto anticipato è pertanto consentito sia dalle imprese che dai fondi pensione<sup>17</sup>.

Dal punto di vista delle caratteristiche offerte differenze rilevanti emergono, quindi, nella fase di erogazione delle prestazioni al momento del pensionamento. In questo caso, infatti, dalle imprese si riceve un capitale di cui si può decidere liberamente la destinazione, mentre il montante accumulato presso i fondi deve essere erogato parzialmente (almeno la metà) come rendita vitalizia. *Ceteris paribus*, chi ha un'immediata esigenza di liquidità dopo il pensionamento, o ha un tasso di sconto intertemporale elevato (ad esempio perché ritiene il futuro particolarmente incerto), dovrebbe preferire il TFR presso le imprese.

**Tab. 1 Erogazione del capitale presso le imprese e i fondi pensione e normativa fiscale (normativa vigente ante D.Lgs. 5/12/2005 n. 252)**

	<i>TFR in azienda</i>	<i>Fondi pensione</i>
<b>Pensionamento</b>	Erogazione interamente come capitale; tassazione separata <sup>1</sup> al netto dei rendimenti già tassati.	Erogazione come capitale al massimo del 50% di quanto accumulato; sul capitale tassazione separata <sup>1</sup> , al netto dei rendimenti già tassati, unicamente se si ritira non più di 1/3 del montante, altrimenti doppia tassazione sui rendimenti. Sulla parte erogata come rendita tassazione progressiva, al netto dei rendimenti già tassati.
<b>Licenziamento</b>	Erogazione interamente come capitale; tassazione separata <sup>1</sup> al netto dei rendimenti già tassati.	Erogazione interamente come capitale; tassazione separata <sup>1</sup> al netto dei rendimenti già tassati.
<b>Dimissioni</b>	Erogazione interamente come capitale; tassazione separata <sup>1</sup> al netto dei rendimenti già tassati.	Erogazione interamente come capitale; tassazione al netto dei rendimenti già tassati, ma in base all'aliquota marginale.
<b>Anticipazioni</b>	Erogazione al massimo del 70% del montante accumulato; tassazione separata <sup>1</sup> al netto dei rendimenti già tassati.	Erogazione dell'intero montante accumulato; tassazione separata <sup>1</sup> al netto dei rendimenti già tassati solo per quote inferiori ad 1/3 del montante, altrimenti doppia tassazione dei rendimenti.

(1) La tassazione separata è calcolata in base all'aliquota media IRPEF a cui è stato assoggettato il lavoratore nel quinquennio precedente l'erogazione.

<sup>17</sup> Va peraltro considerato che la possibilità, offerta dai fondi pensione, di riscattare anticipatamente il risparmio accumulato può riflettersi sui costi amministrativi della previdenza integrativa, determinandone una riduzione del rendimento netto conseguibile.

Il decreto legislativo n. 252 prevede modifiche sia delle regole per anticipazioni e riscatti, sia del trattamento fiscale (tabella 2).

Da un lato, vengono introdotti vincoli più stringenti alla possibilità di riscatto dal fondo pensione in caso di licenziamento - il riscatto può essere totale solo per periodi lunghi di disoccupazione - e alla quota di montante che può essere anticipata per finanziare l'acquisto della prima casa o per altre esigenze. Viene invece ampliata la possibilità di anticipi a copertura di spese sanitarie, che potranno essere richiesti anche dopo brevi periodi di adesione al fondo (inferiori agli otto anni) e in misura maggiore rispetto al TFR. Il grado di liquidità delle somme investite nel fondo aumenta dunque per il rischio malattia, mentre si abbassa negli altri casi. Va inoltre notato che viene eliminata la disincentivazione fiscale a richiedere in capitale più di 1/3 del montante accumulato.

Dall'altro, viene significativamente ridotta l'imposizione prevista nella fase di godimento dei benefici. Sia sulle rendite (attualmente soggette alle aliquote progressive IRPEF), sia sulla parte di montante erogata come capitale (ora tassata separatamente con un'aliquota media calcolata sulla base dei redditi degli ultimi anni) si applica un'aliquota proporzionale pari al 15% (ulteriormente ridotta, come detto in precedenza, nel caso si aderisca al fondo per più di quindici anni, di 0,3 punti percentuali all'anno fino ad un'aliquota proporzionale minima del 9% con 35 anni di partecipazione).

**Tab. 2                   Erogazione del capitale presso i fondi pensione e  
normativa fiscale in base al decreto attuativo n. 252 del 5 dicembre 2005**

	<b>Decreto legislativo 5-12-2005</b>
<b>Pensionamento</b>	Erogazione come capitale al massimo del 50% di quanto accumulato; sia sul capitale che sulla parte erogata come rendita tassazione (al netto dei rendimenti) separata con aliquota del 15% ridotta di 0,3 punti percentuali per ogni anno di anzianità nel fondo >15 anni fino a un massimo di 6 punti.
<b>Licenziamento</b>	Riscatto parziale (50%) nel caso di disoccupazione di durata compresa tra 1 e 4 anni o di ricorso a procedure di mobilità e cassa integrazione; riscatto totale se disoccupati da più di 4 anni o in caso di invalidità permanente. Tassazione separata con le stesse modalità previste in caso di pensionamento.
<b>Dimissioni</b>	Trasferimento ad altra forma pensionistica alla quale il lavoratore accede in seguito all'eventuale cambio di lavoro o come in caso di licenziamento se segue periodo di non occupazione.
<b>Anticipazioni</b>	Per un importo ≤ 75% del montante maturato per spese sanitarie senza vincoli di anzianità minima e con tassazione separata con aliquota del 15% ulteriormente ridotta per anzianità >15. Per un importo ≤ 75% per acquisto prima casa o del 30% per altre esigenze ma dopo almeno 8 anni di iscrizione al fondo e con tassazione separata con aliquota del 23 per cento <sup>1</sup> .

(1) Le somme percepite a titolo di anticipazione possono essere reintegrate in qualsiasi momento e su tali somme viene concesso un credito d'imposta pari all'imposta pagata al momento dell'anticipazione.

Il trattamento fiscale previsto dal decreto diventa quindi più favorevole. Con la normativa previgente infatti il TFR era soggetto a tassazione separata con un'aliquota media IRPEF (riferita ai redditi degli ultimi cinque anni precedenti l'erogazione del trattamento) che, nell'ipotesi di redditi mediani (circa 17.000 euro), è pari al 23 per cento circa<sup>18</sup>.

Il beneficio fiscale modifica in misura significativa la convenienza a favore dei fondi pensione. I giovani hanno la possibilità di usufruire di una riduzione della tassazione fino al 9%. La modulazione dell'incentivo risponde allora senza dubbio all'obiettivo di spingere verso la pensione integrativa la gran parte delle coorti meno anziane, che avranno tassi di sostituzione della pensione pubblica ridotti dalle riforme degli anni '90 e che sono proprio quelle che più vanno incentivate. Tuttavia l'incentivo viene dato al momento dell'erogazione delle prestazioni, evento che si verificherà al raggiungimento del pensionamento (o, prima, nei soli casi di anticipo o riscatto) e, quindi, è lontano nel tempo. L'entità del beneficio verrà allora presumibilmente scontata per tener conto dell'incertezza rispetto al futuro e della possibilità che vi siano nuove riforme.

Va d'altronde evidenziato come, rispetto al precedente regime fiscale progressivo, la nuova normativa di imposizione delle prestazioni erogate dalla previdenza integrativa comporti elementi di regressività. Il vantaggio ad aderire a un fondo aumenta infatti al crescere del reddito percepito; l'aliquota proporzionale del 15% va confrontata con le aliquote marginali, prima applicate alle prestazioni fornite dai fondi, che vanno dal 30% al 43% a seconda dello scaglione IRPEF di appartenenza<sup>19</sup>.

Anche al fine di valutare la coerenza complessiva della normativa fiscale sulle prestazioni previdenziali, e l'equilibrio "politico" di lungo periodo di un

---

<sup>18</sup> Il reddito mediano è stato calcolato considerando il reddito complessivo dei percettori di reddito da lavoro dipendente; l'aliquota è calcolata, sulla base dell'interpretazione data dall'Agenzia delle entrate sulla tassazione del TFR, senza considerare le deduzioni e considerando una quota di TFR già soggetta a tassazione dell'11% sui rendimenti. Recita infatti l'attuale art.19 del TUIR: "Il trattamento di fine rapporto costituisce reddito per un importo che si determina riducendo il suo ammontare delle rivalutazioni già assoggettate ad imposta sostitutiva. L'imposta è applicata con l'aliquota determinata con riferimento all'anno in cui è maturato il diritto alla percezione, corrispondente all'importo che risulta dividendo il suo ammontare aumentato delle somme destinate alle forme pensionistiche di cui al decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124 e al netto delle rivalutazioni già assoggettate ad imposta sostitutiva, per il numero degli anni e frazione di anno preso a base di commisurazione, e moltiplicando il risultato per dodici. Gli uffici finanziari provvedono a riliquidare l'imposta in base all'aliquota media di tassazione dei cinque anni precedenti a quello in cui è maturato il diritto alla percezione, iscrivendo a ruolo o rimborsando le maggiori o le minori imposte entro il 31 dicembre del terzo anno successivo a quello di presentazione della dichiarazione del sostituto d'imposta".

<sup>19</sup> Si ricordi che nel presente lavoro si trascurava la quantificazione degli effetti sul bilancio pubblico derivanti dalla riforma del TFR, effetti riguardanti, da un lato, gli esborsi immediati per le compensazioni alle imprese e, dall'altro, le minori entrate future per le agevolazioni fiscali ai lavoratori che aderiscono alla previdenza integrativa. Su questi aspetti si veda ISAE (2005 b).

sistema previdenziale misto (pubblico e privato), va d'altronde evidenziato come, a regime, ci sarà un'ampia divergenza nel carico fiscale gravante sulle pensioni pubbliche (soggette all'imposta progressiva sul reddito) e private (soggette, come detto, a un'aliquota proporzionale di entità limitata). Un vantaggio fiscale così rilevante a favore della componente privata, potrebbe, nel lungo termine, non essere sostenibile dal punto di vista distributivo e disincentivare la partecipazione al sistema pubblico, rendendo molto più conveniente il trasferimento, almeno parziale, del carico contributivo dallo schema pubblico a quello privato.

Oltre a differenze nel trattamento fiscale, possono comunque essere rilevanti anche aspetti connessi alla percezione di maggior rischio associato ai fondi pensione. Le due forme di destinazione sono, infatti, caratterizzate da un diverso profilo di rischio e rendimento e, sulla scelta tra l'una e l'altra, può, dunque, influire anche una maggiore o minore avversione al rischio degli individui. Anticipando i risultati ottenuti nell'indagine effettuata, va notato che proprio questa variabile sembra essere la ragione più importante che spiega le scelte espresse dagli intervistati.

Innanzitutto vi è una differenza nel grado di certezza dei rendimenti conseguibili. Sulle somme accantonate presso le imprese viene garantito, come detto, un tasso di rendimento nominale pari all'1,5% maggiorato dei 3/4 del tasso di inflazione, e, dunque, a meno di alta inflazione, si matura un rendimento reale positivo e prestabilito. Sul risparmio gestito dai fondi pensione si consegue un rendimento che su orizzonti temporali lunghi (quali una carriera individuale) potrebbe sì essere significativamente superiore rispetto a quello offerto dalle imprese, ma soggetto all'incerto e volatile andamento dei mercati finanziari oltre che, ovviamente, al tipo di gestione scelta dal fondo pensione (più o meno rischiosa in funzione del comparto - monetario, obbligazionario, azionario o bilanciato - nel quale si investono i risparmi).

Nelle valutazioni sulla rischiosità dei fondi può essere rilevante anche il diverso grado di garanzia offerto rispetto al rischio "fallimento". Il credito relativo agli accantonamenti per TFR è, infatti, considerato un titolo privilegiato e dunque gode, in caso di fallimento dell'azienda, di un diritto di prelazione rispetto agli altri crediti<sup>20</sup>, mentre nel caso del fondo pensione la normativa di riferimento è quella generale di tutela del risparmio.

La devoluzione del TFR dall'impresa al fondo è pertanto interpretabile come un passaggio, su base volontaria, da uno schema sostanzialmente a beneficio definito (con un rendimento, per quanto limitato, certo - a meno di 1/4

---

<sup>20</sup> Presso l'INPS esiste inoltre, come detto, un fondo di garanzia per il TFR accumulato in azienda, coperto con un contributo a carico del datore dello 0,2% del salario individuale.

del tasso di inflazione) ad uno a contribuzione definita, con un tasso di rendimento variabile, di media incerta e meno tutelato rispetto al rischio fallimento. A parità di altre condizioni, le scelte dei lavoratori dipenderanno perciò essenzialmente dai tassi di rendimento attesi e dal loro grado di avversione al rischio.

Se si considerano poi gli aspetti non strettamente previdenziali, le regole esistenti non danno origine a differenze rilevanti quanto a “servizi” offerti (sostanzialmente i fondi pensione continuano a consentire riscatti anticipati e, dunque, una continuità rispetto alla funzione di riserva di liquidità svolta fino ad ora dal TFR). Tuttavia, anche in questo caso, il diverso grado di liquidità che caratterizza le due forme di investimento può influire sulle convenienze dei lavoratori.

Di fatto, a causa del maggior rischio cui è esposto, il risparmio gestito dai fondi pensione perde, in misura significativa, le caratteristiche di ammortizzatore sociale (*buffer stock*) e riserva di liquidità associate al TFR in impresa<sup>21</sup>. Un lavoratore potrebbe, ad esempio, avere necessità di ricorrere al risparmio versato al fondo in periodi di bassa congiuntura sui mercati finanziari; di conseguenza, egli sarebbe costretto a rinviare delle scelte (dimissioni, acquisto della casa o pensionamento) o a ricevere un ammontare di bassa entità.

Il risparmio accumulato presso le imprese, quindi, è, data la minore volatilità a cui è soggetto, più adatto a soddisfare esigenze, di breve periodo, non strettamente previdenziali. Pertanto, anche in questo caso, l'avversione al rischio (valutata anche in un'ottica di più breve periodo e non solo in base agli orizzonti pluriennali relativi al periodo di accumulazione per il pensionamento) appare la variabile determinante nella valutazione di convenienza dei singoli lavoratori.

A causa delle differenti caratteristiche di offerta, imposizione fiscale, liquidità e rendimenti, le due destinazioni del TFR non sono quindi considerabili perfetti sostituti. Se si considerano tutte le caratteristiche (previdenziali e non) associate al TFR, oltre all'avversione al rischio e alle performance di lungo periodo dei mercati finanziari, la scelta fra impresa e fondo può dipendere anche dalla preferenza per la liquidità e, qualora si consideri anche il beneficio del riscatto anticipato, ciò che rileva per le scelte non è unicamente il reddito atteso al pensionamento, ma quello atteso in ogni periodo della carriera lavorativa (o, per le anticipazioni volontarie, dopo almeno otto anni di carriera).

---

<sup>21</sup> A proposito delle molteplici esigenze cui risponde il TFR, si vedano Castellino-Fornero (2000) e Solari (2003).

## 4 TFR O FONDO PENSIONE: UN MODELLO INTERPRETATIVO

Per analizzare la propensione dei lavoratori a devolvere il TFR alla previdenza integrativa appare utile sintetizzare formalmente tutti i fattori che, come visto nel precedente paragrafo, possono influire su tale propensione<sup>22</sup>.

Ipotizziamo un modello a 4 periodi caratterizzato dalla seguente scansione temporale:

tempo 0: l'individuo inizia a lavorare, sceglie (in maniera irreversibile) se versare il TFR al fondo o trattenerlo in impresa, e versa la prima quota fissata pari a  $k$ ;

tempo 1: al termine del primo periodo il lavoratore con probabilità  $p$  riscatta il TFR accumulato (presso fondo o impresa) nel periodo precedente<sup>23</sup>, mentre con probabilità  $(1-p)$  lo trattiene presso il gestore prescelto al tempo 0; versa poi, in ogni caso, una nuova quota  $k$  di TFR;

tempo 2: il lavoratore si pensiona; se ha trattenuto tutto il TFR in impresa lo ritira immediatamente come capitale, se lo ha versato a un fondo ne ritira come capitale una quota  $\alpha$ , mentre la restante gli viene erogata come rendita vitalizia<sup>24</sup>;

tempo 3: ipotizzando un orizzonte di pensionamento di un solo periodo, il lavoratore che ha devoluto il TFR a un fondo pensione riceve come rendita vitalizia<sup>25</sup> la quota di montante residua  $(1-\alpha)$ .

---

<sup>22</sup> Pur semplificando alcuni aspetti, il modello interpretativo del presente paragrafo si basa sulla normativa attuale. Non sono pertanto prese esplicitamente in considerazione le misure previste nel decreto attuativo, sebbene, ove necessario, viene messo in luce come tali misure potrebbero alterare la convenienza individuale fra le due opzioni di scelta.

<sup>23</sup> Per semplicità si ipotizza sempre un riscatto anticipato totale (come previsto per licenziamento o dimissioni), senza differenziare il fatto che le anticipazioni (causa spese mediche o acquisto della prima casa) sono invece possibili solo sul 70% di quanto accumulato.

<sup>24</sup> Come visto in precedenza, al pensionamento, in base all'attuale normativa, si può ricevere dal fondo come capitale una quota  $\alpha \leq 1/2$  di quanto accumulato; tuttavia, unicamente l'erogazione di una quota  $\alpha \leq 1/3$  viene fiscalmente agevolata. Si ricordi altresì che le quote erogate come capitale, sia dall'impresa che dai fondi, sono tassate in base all'aliquota media (differenze si riscontrano nel caso di riscatto per dimissioni o al pensionamento per quote  $\alpha > 1/3$ ).

<sup>25</sup> In base alla normativa attuale le rendite erogate dai fondi sono gravate della normale imposta sul reddito e, pertanto, assumendole come integrazione di altri redditi (ad esempio le pensioni pubbliche), esse sono tassate in base all'aliquota marginale.

La quota annua di TFR è una percentuale, fissata per legge, del salario (che ipotizziamo costante nei vari periodi), per cui<sup>26</sup>:

$$k = tw \quad (1)$$

che si può normalizzare uguale ad 1. Per semplicità si ipotizza assenza di inflazione, per cui il tasso di rendimento conseguibile dall'investimento presso il datore diviene certo e costante<sup>27</sup>, e lo si indica con  $\gamma$ ; il tasso di rendimento conseguibile presso il fondo è invece incerto e variabile annualmente ed è indicato con  $r_t$ . Tale tasso non indica il rendimento variabile che si realizza con certezza all'anno  $t$ , ma è un'aspettativa individuale del rendimento atteso nell'anno (basata ad esempio sul rendimento medio atteso).

In linea con l'attuale normativa italiana che, come visto nel paragrafo precedente, non differenzia le aliquote di tassazione dei rendimenti conseguiti presso imprese e fondi (in ambedue i casi i rendimenti sono tassati da un'aliquota proporzionale dell'11%), nella presente analisi i rendimenti sono intesi al netto delle imposte. Si considerano invece esplicitamente gli aspetti fiscali relativi all'erogazione del capitale e delle prestazioni.

La valutazione della convenienza individuale fra le due opzioni alternative (mostrata nelle seguenti equazioni) viene pertanto effettuata confrontando i relativi redditi disponibili dopo l'imposizione fiscale.

Per semplicità, i rendimenti sono altresì assunti al netto dei costi amministrativi, sebbene sia lecito attendersi che tali costi influenzino il divario fra i rendimenti dei due investimenti alternativi, rendendo, *ceteris paribus*, più conveniente l'opzione impresa.

Al tempo 0 l'individuo sceglie quindi dove versare il TFR in base al reddito atteso dai due investimenti alternativi (si noti che il confronto è effettuato attualizzando i valori al tempo 2).

Se trattiene il TFR in impresa, il lavoratore riceverà al pensionamento il seguente reddito disponibile atteso, dipendente dalla probabilità che al tempo 1 effettui o meno il riscatto anticipato:

$$Y_{TFR} = \left\{ p[k(1+\gamma)(1+\delta_2) + k(1+\gamma)] + (1-p)[k(1+\gamma)^2 + k(1+\gamma)] \right\} (1-\lambda) \quad (2)$$

<sup>26</sup> L'analisi del presente paragrafo si riferisce a grandezze che variano da individuo a individuo, quali il salario, il tasso di sconto intertemporale, la probabilità di licenziamento; non effettuando tuttavia confronti fra i diversi individui, nelle formule per semplicità si omette l'apice "i" indicante l'individuo.

<sup>27</sup> Tale ipotesi non appare molto restrittiva dal momento che la variabilità dei rendimenti di mercato appare significativamente superiore a quella del tasso di inflazione (di cui il rendimento del TFR in impresa non garantisce copertura solo per 1/4).

laddove  $k$  si può normalizzare ad 1,  $\lambda$  è l'aliquota media<sup>28</sup> con cui viene tassata l'erogazione del TFR e  $\delta_2$  è il tasso di sconto intertemporale con cui il lavoratore attualizza al tempo 2 l'importo riscattato anticipatamente al tempo 1.

Se l'individuo versa il TFR alla previdenza integrativa, a parità di possibilità di riscatto anticipato, riceve un tasso di rendimento annualmente variabile ( $r_t$  non è costante e può differire, in positivo e in negativo, da  $\gamma$ ); inoltre, parte del montante accumulato  $(1-\alpha)$  viene versata non al pensionamento, ma come rendita vitalizia. Il reddito atteso dall'investimento nel fondo pensione è pertanto (sempre attualizzando al tempo 2 e normalizzando  $k$ ):

$$Y_{FP} = p \left\{ [(1+r_1)(1+\delta_2)(1-\lambda)] + [\alpha(1+r_2)(1-\lambda)] + \left[ (1-\alpha)(1-\vartheta)(1+r_2) \frac{(1+r_3)}{(1+\delta_3)} \right] \right\} + \\ + (1-p) \left\{ \alpha(1-\lambda)[(1+r_1)(1+r_2) + (1+r_2)] + (1-\alpha)(1-\vartheta) \left[ (1+r_1)(1+r_2) \frac{(1+r_3)}{(1+\delta_3)} + (1+r_2) \frac{(1+r_3)}{(1+\delta_3)} \right] \right\} \quad (3)$$

dove  $\lambda$  è l'aliquota media applicata sull'erogazione come capitale<sup>29</sup>,  $\vartheta$  l'aliquota marginale di imposizione delle rendite erogate dalla previdenza integrativa, e  $\delta_3$  indica il tasso di sconto intertemporale con cui l'individuo attualizza al tempo 2 la rendita vitalizia ricevuta al tempo 3. Qualora il lavoratore sia particolarmente impaziente (per miopia, vincoli di liquidità, o qualora abbia un'aspettativa di vita attesa minore della media), tale tasso di sconto sarà elevato e renderà, *ceteris paribus*, più attraente una forma di investimento, quale il deposito presso l'azienda, che consenta di ottenere al pensionamento un capitale immediato anziché, almeno parzialmente, un'*annuity*.

Tornando al confronto fra le due opzioni alternative, per le ipotesi effettuate sul tasso di rendimento, il reddito atteso nella (2) può essere considerato certo, laddove quello della (3) è incerto. Come detto, i tassi di rendimento presenti nella (3) possono essere considerati come delle aspettative con una loro funzione di distribuzione. Considerando l'avversione al rischio individuale la (3) può allora essere corretta nella:

$$Y'_{FP} = \beta Y_{FP} \quad (4)$$

<sup>28</sup> Le aliquote di imposizione di rendita e capitale sono ipotizzate costanti nel tempo.

<sup>29</sup> Tale aliquota, per semplicità, è ipotizzata identica per le erogazioni da parte di impresa e fondo; nella (3) si prescinde pertanto dalle differenze di imposizione delle erogazioni in capitale nel caso di riscatti per dimissioni o per pensionamento di ammontare superiore a 1/3.

laddove  $\beta$  va inteso come un parametro di avversione al rischio con:

$$\left. \begin{array}{l} \beta < 1 \quad \textit{individuo avverso al rischio} \\ \beta = 1 \quad \textit{individuo neutrale al rischio} \\ \beta > 1 \quad \textit{individuo propenso al rischio} \end{array} \right\} \quad (5)$$

Il confronto fra le due opzioni alternative va quindi fatto comparando la (2) e la (4). Un individuo avverso al rischio può infatti preferire un profilo meno incerto, come quello espresso nella (2), ad uno più incerto, come quello espresso nella (3), anche qualora il reddito disponibile atteso fosse in media significativamente maggiore.

Dall'osservazione della (2), della (3) e della (4) emerge pertanto come il confronto fra le due alternative disponibili sia molto complesso e coinvolga numerose variabili e parametri (che risentono delle molteplici funzioni, non solo previdenziali, che ha finora svolto il TFR), e non unicamente i tassi di rendimento offerti dalle due opzioni alternative. In particolare sono cruciali la distribuzione temporale dei tassi di rendimento (e non solo quello medio nel periodo di accumulazione), la probabilità di ricevere un'anticipazione (per licenziamento, dimissione o necessità di sostenere spese mediche o di acquisto dell'abitazione), il tasso di sconto intertemporale (sia dopo il pensionamento che da giovani), l'avversione al rischio individuale e le variabili fiscali (come detto, nel modello si trascurava la considerazione dei costi amministrativi e non si tiene conto delle agevolazioni fiscali previste nel decreto di attuazione n. 252).

La scelta verrà allora a dipendere da come tali numerosi parametri interagiscono tra loro. Concentrandosi sui soli obiettivi previdenziali<sup>30</sup>, possiamo mostrare le relazioni di equivalenza fra i due investimenti nel caso in cui non si effettuino riscatti anticipati ( $p=0$ ).

Con semplici passaggi dalla (2), dalla (3) e dalla (4) si ottiene:

$$Y'_{FP} > Y_{TFR} \Leftrightarrow [(1+r_2)(2+r_1)]\beta \left[ \alpha + (1-\alpha) \frac{(1-g)(1+r_3)}{(1-\lambda)(1+\delta_3)} \right] > (1+\gamma)(2+\gamma) \quad (6)$$

---

<sup>30</sup> La soluzione congiunta della (2) e della (4) contiene troppi elementi per essere analiticamente chiara. D'altronde appare rilevante concentrarsi sugli obiettivi previdenziali proprio perché nella delega si intende privilegiare, a scapito delle altre funzioni, la funzione del TFR come accumulazione di risparmio per la vecchiaia.

laddove risulta evidente come la scelta individuale dipenda dall'interazione di più parametri anziché dai soli tassi di rendimenti medi conseguiti nel periodo di accumulazione<sup>31</sup>.

In particolare risulta evidente come, mentre la valutazione dell'opzione TFR in impresa dipenda unicamente da una funzione del tasso di rendimento prestabilito, la valutazione dell'investimento presso il fondo sia invece influenzata da tre diversi fattori: una funzione dei tassi di rendimento attesi lungo l'intero periodo di investimento, l'avversione al rischio individuale, e una sorta di "fattore di liquidità ( $L$ )" che incorpora, in proporzione alla quota che si può ricevere come capitale, l'impazienza individuale (espressa come rapporto fra tasso di rendimento atteso e tasso di sconto intertemporale) e la normativa fiscale su rendita e capitale.

In altri termini la (6) si può indicare come:

$$Y'_{FP} > Y_{TFR} \Leftrightarrow f(r_t)\beta f(L) > f(\gamma) \quad (7)$$

Va d'altronde notato che, essendo, in base alla normativa attuale,  $\vartheta > \lambda$ , per un individuo "impaziente" (per miopia, limitata aspettativa di vita o vincoli di liquidità) - caratterizzato, quindi, da  $\delta_3 > r_3$  -, il valore del fattore di liquidità è sempre inferiore all'unità e può essere inteso come un elemento di riduzione del rendimento atteso dalla previdenza integrativa.

A parità di rendimento atteso (e prescindendo come detto, per semplicità, dall'eventualità di riscatti anticipati), avversione a rischio ( $\beta < 1$ ) e fattore di liquidità contribuiscono quindi a ridurre il reddito disponibile atteso (e la convenienza relativa) dall'investimento presso il fondo.

Dalla (6) e dalla (7) risulta quindi confermato come nella valutazione delle due opzioni alternative non ci si possa limitare al solo confronto fra i tassi di rendimento attesi da TFR e investimento di mercato, e come, anzi, le caratteristiche associate all'opzione fondo contribuiscano a ridurre l'importanza del fattore "rendimento".

Dalla (6) si possono altresì osservare le implicazioni della proposta di agevolazione fiscale delle prestazioni della previdenza integrativa (rendita e

---

<sup>31</sup> Va a tale proposito rimarcato che per confrontare due investimenti alternativi non va valutata la media dei tassi di rendimenti, ma la loro distribuzione temporale (ovvero il tasso di rendimento medio annuo). Per un lavoratore prossimo al pensionamento, ad esempio, anche se negli anni lavorativi il rendimento sulle quote di TFR gestite dai fondi pensione è stato superiore a quello garantito dalle aziende, una crisi finanziaria, o anche una semplice volatilità dei corsi seguita da persistenza della fase negativa del ciclo, può causare una diminuzione del patrimonio pensionistico accumulato tale da renderlo inferiore al capitale cui avrebbe avuto diritto se avesse lasciato il TFR presso l'impresa. A tale proposito si veda COVIP (2004) dove si rileva come, nell'ultimo quinquennio, il tasso di rendimento garantito sul TFR abbia generalmente ecceduto i tassi di rendimento conseguiti dai fondi pensione italiani.

capitale) contenute nel decreto di attuazione recentemente approvato. Al di là di alcune differenze determinate dalla causa del riscatto, in base al dettato del decreto rendita e capitale erogati dai fondi verrebbero infatti tassati mediante una stessa aliquota proporzionale di ammontare inferiore sia all'aliquota marginale  $\rho$ , sia (almeno per i redditi medio-alti) all'aliquota media della tassazione separata (indicata nel modello con  $\lambda$ ) che attualmente grava sulle erogazioni in capitale da parte di imprese e fondi e che continuerebbe a gravare sul TFR erogato dalle imprese. Le misure contenute nel decreto incrementerebbero quindi il valore assoluto del fattore "liquidità" espresso nella (6) e, da questo punto di vista, ridurrebbero il vantaggio relativo dell'opzione impresa (per un'esatta quantificazione andrebbe inserita nella 2 e nella 3 la differenza fra le nuove aliquote di imposizione delle somme pagate da imprese e fondi)<sup>32</sup>. Per individui impazienti e valori  $\alpha < 1$  - a meno di ampie differenze di aliquota - il TFR in impresa manterrebbe comunque un vantaggio in termini di liquidità.

Dalla (6) appare pertanto evidente come per incentivare il decollo della previdenza integrativa mediante la devoluzione volontaria del TFR vada posta l'attenzione su tutti e tre gli elementi rilevanti, ovvero l'avversione al rischio, il rendimento atteso sul mercato e il grado relativo di liquidità. Misure normative che intendessero variare unicamente le convenienze fiscali, tralasciando elementi rilevanti per la valutazione degli altri fattori (ad esempio un'efficiente regolamentazione del risparmio e dei mercati finanziari, che influenzasse avversione al rischio e rendimenti attesi) potrebbero pertanto non essere sufficienti a indurre la maggior parte dei lavoratori a rinunciare all'accumulazione del TFR presso l'impresa<sup>33</sup>.

Nella soluzione delle equazioni (2), (3) e (4), per semplicità analitica, e per focalizzarsi sulle funzioni previdenziali del TFR, abbiamo tralasciato la considerazione della probabilità del riscatto anticipato, la quale, tuttavia, essendo nella realtà limitata (intorno ai 7 anni) l'anzianità media dello stock di TFR accumulato, è per molti lavoratori prossima all'unità.

La probabilità di riscatto anticipato può essere d'altronde considerata in parte esogena al comportamento individuale (nel caso che il rapporto di lavoro

---

<sup>32</sup> Rispetto all'attuale normativa, l'eliminazione, prevista nel decreto, del disincentivo fiscale a ricevere dai fondi un capitale superiore a 1/3 del montante (ma comunque inferiore alla metà) - non esplicitata nel modello -, contribuirebbe ulteriormente a ridurre lo svantaggio relativo, in termini di grado di liquidità dell'opzione "TFR al fondo".

<sup>33</sup> Si ricordi che nel modello si considera per semplicità un unico individuo rappresentativo. D'altronde, differendo la maggior parte delle variabili analizzate (in particolare avversione al rischio, tasso di sconto intertemporale e rendimento atteso) da individuo a individuo, la scelta fra le due opzioni dipende prevalentemente da caratteristiche individuali.

venga interrotto per volontà del datore, e approssima quindi una probabilità di licenziamento, o nel caso in cui si debbano sostenere importanti spese mediche) e in parte endogena (nel caso si riferisca alle dimissioni volontarie o a individui che, magari a causa di stringenti vincoli di liquidità in età giovanili, preferiscono richiedere l'anticipazione per l'acquisto della casa piuttosto che attendere l'accumulazione del TFR).

Di conseguenza, l'eventualità di dover ricorrere (per scelta o necessità) a anticipazioni in qualunque fase della vita lavorativa fa sì che l'individuo attribuisca un peso elevato all'intera distribuzione dei rendimenti conseguiti durante la fase di accumulazione del capitale (*ceteris paribus*, il peso assegnato ai rendimenti iniziali è tanto maggiore quanto più alta è la probabilità di erogazioni anticipate) e pertanto assegni un valore all'intera serie dei rendimenti medi - calcolati nelle diverse scadenze temporali -, anziché al solo rendimento medio lungo l'intera carriera.

Osservando il caso di un individuo neutrale al rischio, tralasciando gli effetti della differente quota di capitale erogabile dai fondi ( $\alpha=\beta=1$ ), appare infatti evidente dalla (8) come la possibilità di dover ricorrere ad anticipazioni o riscatti in qualunque istante di tempo faccia sì che ciò che conti per l'individuo sia l'intera distribuzione dei rendimenti nel periodo di accumulazione del capitale e l'importanza che l'individuo attribuisce (mediante il tasso di sconto intertemporale  $\delta_2$ ) alla possibilità di poter disporre di liquidità immediata al tempo 1. In tali ipotesi, dalla (2) e dalla (3) si ottiene, infatti:

$$Y_{FP} > Y_{TFR} \Leftrightarrow p(1+r_1)(\delta_2 - r_2) + (1+r_2)(2+r_1) > p(1+\gamma)(\delta_2 - \gamma) + (1+\gamma)(2+\gamma) \quad (8)$$

Alla luce dei risultati evidenziati, il modello interpretativo del presente paragrafo conferma pertanto come, date le differenti caratteristiche e la molteplicità di obiettivi che, anche dopo le recenti riforme, si continuano a perseguire mediante il TFR, la scelta fra le due opzioni dipenda da numerosi fattori, anziché unicamente dai rendimenti conseguibili nel lungo periodo. Per valutare in modo più approfondito quanto affermato sinora, appare, pertanto, particolarmente rilevante indagare sulle preferenze espresse dai lavoratori italiani fra il TFR in impresa e nei fondi pensione.

## 5 LA PERCEZIONE DEI LAVORATORI CIRCA IL FUTURO PENSIONISTICO

Una delle possibili fonti per studiare la propensione dei lavoratori italiani ad aderire alla previdenza integrativa è rappresentata dall'indagine condotta nel 2002 dalla Banca d'Italia sui bilanci delle famiglie italiane. L'indagine consente, in particolare, di verificare se gli individui si attendono una pensione pubblica non adeguata alle loro esigenze personali e se l'adesione alla previdenza integrativa è considerata la modalità principale per migliorare il tenore di vita nell'età anziana.

Le aspettative sui futuri redditi da pensione sembrano incorporare gli effetti delle riforme realizzate negli ultimi anni; solo una parte ormai esigua di lavoratori dipendenti (il 21,3%) ritiene adeguata la copertura che la componente pubblica garantirà per il periodo di pensionamento, mentre il 46,5% non la ritiene sufficiente (il 32,2% degli intervistati non si sente, invece, in grado di effettuare una previsione).

Per analizzare quali fattori influenzano la percezione degli individui riguardo l'adeguatezza attesa delle prestazioni pubbliche è stata effettuata una regressione *logit* multinomiale (tabella 3). La variabile dipendente (*coppuok*) è a tre modalità (adeguata, non adeguata, non so) e le esplicative riguardano caratteristiche individuali demografiche (sesso, età, area geografica di residenza) e socio-economiche (livello di istruzione, qualifica professionale, logaritmo del reddito da lavoro individuale - *logyl* -, settore di attività - pubblico o privato -, stato civile, numero di percettori di reddito presenti nella famiglia e ruolo di capofamiglia). Per cogliere gli effetti degli interventi realizzati negli anni '90 e, in particolare, delle modifiche al metodo di calcolo delle prestazioni, sono state, inoltre, incluse due *dummies*: la prima (*ddini*) consente di distinguere chi nel 1995 non aveva anzianità contributiva, la seconda (*dprorata*) di individuare chi, alla stessa data, aveva versato contributi per meno di 18 anni<sup>34</sup>.

La maggior parte delle variabili considerate risulta significativa e, come previsto, reputano relativamente meno adeguata la prestazione pubblica gli individui colpiti dalle riforme (sia i lavoratori soggetti interamente al metodo contributivo, sia quelli per i quali tale metodo si applica solo *pro-rata*), i più giovani - che rispetto agli anziani incorporano aspettative di carriere lavorative più instabili -, quelli con uno status socio-economico più svantaggiato, e i dipendenti privati rispetto ai pubblici.

---

<sup>34</sup> Queste due variabili sono costruite sulla base delle dichiarazioni degli individui sul numero di anni di versamenti maturati al momento dell'inchiesta.

**Tab. 3** **Adeguatezza attesa della pensione pubblica;**  
**regressione *logit* multinomiale**  
**Variabile dipendente *coppuok*; modalità di riferimento “Adeguata”**

Modalità: Non adeguata					Modalità: Non so				
Variabile esplicativa	Coefficiente	Standard Error	z	P> z	Variabile esplicativa	Coefficiente	Standard Error	z	P> z
logyl	-0,7671	0,1284	-5,98	0,0000	logyl	-0,4504	0,1407	-3,20	0,0010
Eta	-0,0209	0,0065	-3,20	0,0010	eta	-0,0234	0,0075	-3,12	0,0020
dsexmas	0,0116	0,1143	0,10	0,9190	dsexmas	0,0602	0,1232	0,49	0,6250
ddini <sup>1</sup>	0,3722	0,1767	2,11	0,0350	ddini <sup>1</sup>	0,3666	0,1956	1,87	0,0610
dprorata <sup>1</sup>	0,3617	0,1153	3,14	0,0020	dprorata <sup>1</sup>	0,1940	0,1295	1,50	0,1340
dprivato	0,4470	0,1146	3,90	0,0000	dprivato	0,2934	0,1243	2,36	0,0180
dimpiegato <sup>2</sup>	-0,3378	0,1416	-2,39	0,0170	dimpiegato <sup>2</sup>	-0,1958	0,1520	-1,29	0,1980
ddirigente <sup>2</sup>	-0,5180	0,2301	-2,25	0,0240	ddirigente <sup>2</sup>	-0,1991	0,2443	-0,81	0,4150
dareanord <sup>3</sup>	-0,2429	0,1183	-2,05	0,0400	dareanord <sup>3</sup>	0,4421	0,1302	3,40	0,0010
dareacentro <sup>3</sup>	-0,1303	0,1462	-0,89	0,3730	dareacentro <sup>3</sup>	0,6690	0,1607	4,16	0,0000
ddiploma <sup>4</sup>	-0,1978	0,1366	-1,45	0,1480	ddiploma <sup>4</sup>	-0,3515	0,1436	-2,45	0,0140
dlaurea <sup>4</sup>	-0,2178	0,1977	-1,10	0,2710	dlaurea <sup>4</sup>	-0,5290	0,2156	-2,45	0,0140
dsposato	0,0702	0,1181	0,59	0,5520	dsposato	-0,1423	0,1221	-1,17	0,2440
dcapofam	0,2697	0,1103	2,44	0,0150	dcapofam	-0,0919	0,1222	-0,75	0,4520
dnumperc <sup>5</sup>	-0,1603	0,1404	-1,14	0,2540	dnumperc	-0,4844	0,1467	-3,30	0,0010
costante	8,8500	1,1885	7,45	0,0000	costante	5,7961	1,3000	4,46	0,0000

Numero di osservazioni = 5.779

Wald  $\chi^2$  (30) = 339,66

Prob >  $\chi^2$  (30) = 0,0000

Pseudo R<sup>2</sup> = 0,0570

Logverosimiglianza = -5.702,82

Fonte: nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia (2004).

Le stime sono effettuate sul campione ponderato con i pesi campionari forniti dalla Banca d'Italia.

- (1) La modalità di riferimento della *dummy* sul tipo di calcolo pensionistico è “retributivo”.
- (2) La modalità di riferimento della *dummy* sulla categoria professionale è “operaio”.
- (3) La modalità di riferimento della *dummy* sull'area geografica è “sud”.
- (4) La modalità di riferimento della *dummy* sul titolo di studio è “al più diploma secondario inferiore”.
- (5) Assume valore unitario se nel nucleo sono presenti più percettori

Gli individui sembrano, dunque, avere una percezione corretta rispetto al proprio futuro previdenziale. Tuttavia, tra quelli che si attendono una pensione pubblica inadeguata, solo il 23% ritiene utile aderire ad un fondo pensione (tabella 4)<sup>35</sup>.

<sup>35</sup> La tabella 4 si riferisce ai soli lavoratori dipendenti privati, gli unici per i quali sono già attivi i fondi pensione di categoria. Va osservato che, alla richiesta sui modi per incrementare il reddito in età anziana, gli intervistati hanno potuto fornire risposte multiple; i valori riportati non possono pertanto essere letti in senso verticale.

**Tab. 4 Se la pensione attesa non è adeguata cosa ha fatto, o intende fare, per aumentare il suo reddito nel periodo successivo al pensionamento? (lavoratori dipendenti privati)**

	Sì		No	
	Valore assoluto	Valore percentuale	Valore assoluto	Valore percentuale
Aderisce a un fondo pensione	441	23,0	1.480	77,0
Aumenta i versamenti a fondi cui già aderisce	51	2,7	1.870	97,4
Posticipa la data di pensionamento	23	1,2	1.898	98,8
Lavora dopo il pensionamento	260	13,5	1.661	86,5
Investe in immobili	37	1,9	1.884	98,1
Accumula attività finanziarie	62	3,2	1.859	96,8
Niente	635	33,1	1.286	66,9
Non so	466	24,3	1.455	75,7

Fonte: nostre elaborazioni su dati Banca d'Italia (2004).

Le scelte in favore della previdenza integrativa sono interpretabili mediante una regressione *logit*, presentata nella tabella 5. La stima è effettuata sul sottocampione dei lavoratori dipendenti privati che ritengono inadeguata la pensione pubblica attesa e la variabile dipendente (*adesfp*) è una variabile binaria che assume valore unitario quando gli individui dichiarano che per mantenere un reddito adeguato intendono aderire (o già hanno aderito) ad un fondo pensione. Le variabili esplicative sono le stesse considerate nella stima sulle aspettative circa l'adeguatezza della pensione.

L'adesione ai fondi pensione è più probabile per i giovani, per i lavoratori ad alto salario, per gli impiegati rispetto agli individui che hanno qualifiche più basse e per coloro che risiedono al nord o al centro, relativamente al sud e alle isole. La probabilità di ricorrere ad un fondo pensione come forma di integrazione del reddito per il periodo di pensionamento non sembra, invece, influenzata da variabili istituzionali e, in particolare, dal diverso grado di copertura (indicato dalle *dummies* *ddini* e *dprorata*) offerto dal sistema pubblico come conseguenza delle disomogeneità di regole - introdotte con le riforme - tra lavoratori di coorti diverse. Ciò significa che i lavoratori per i quali gli effetti delle modifiche in materia previdenziale sono più rilevanti non sembrano privilegiare, se confrontati con quelli che sono interessati solo marginalmente dal processo di revisione della normativa, la previdenza integrativa rispetto ad altre forme di integrazione del reddito, quali l'investimento in immobili o in attività finanziarie, oppure il cumulo, una volta in quiescenza, della pensione con redditi da lavoro.



## 6 L'INDAGINE ISAE SULLA SCELTA TRA TFR E FONDI PENSIONE

La legge delega e il decreto attuativo individuano come prioritarie alcune misure per influire sulla diffusione della previdenza integrativa e sulla convenienza ad aderire ai fondi pensione. Per valutare l'impatto degli interventi previsti, nell'inchiesta ISAE sui consumatori<sup>37</sup>, effettuata in una prima fase nel periodo settembre-dicembre 2004 (dopo l'approvazione della delega) e in una seconda fase nei mesi di settembre e ottobre 2005 (dopo la presentazione della bozza di decreto), sono state inserite domande sul grado di informazione circa i

**Tab. 6** **Caratteristiche del campione ISAE (2004-2005)**  
**(lavoratori dipendenti del settore privato)**

	Valore assoluto	Valore percentuale
<i>Sesso</i>		
Uomo	1.560	65,2
Donna	832	34,8
<i>Età</i>		
15-29	224	9,4
30-49	1.581	66,1
50-64	587	24,5
<i>Titolo di studio</i>		
Laurea	201	8,4
Diploma secondaria superiore	1.289	53,9
Al più diploma secondaria inferiore	902	37,7
<i>Categoria professionale</i>		
Impiegato/Dirigente	1.429	59,7
Operaio specializzato	557	23,3
Operaio non specializzato	406	17,0
<i>Area geografica di residenza</i>		
Nord-ovest	806	33,7
Nord-est	548	22,9
Centro	455	19,0
Sud	583	24,4
<i>Periodo dell'intervista</i>		
Settembre-Dicembre 2004	1.587	66,3
Settembre-Ottobre 2005	805	33,7
<b>Totale lavoratori dipendenti privati</b>	<b>2.392</b>	

Fonte: nostre elaborazioni su dati ISAE (2004 a e 2005 a).

contenuti della legge delega in materia pensionistica (e, in particolare, l'introduzione della formula del silenzio-assenso), sulle preferenze tra TFR e

<sup>37</sup> L'indagine è realizzata mensilmente attraverso interviste telefoniche a un campione casuale di 2.000 unità, stratificato per ripartizioni geografiche e ampiezza dei comuni di residenza. Si vedano ISAE (2004 a) e ISAE (2005 a).

fondo pensione e sulle motivazioni a favore dell'una o dell'altra forma di risparmio<sup>38</sup>.

L'indagine è stata somministrata ai lavoratori dipendenti sia pubblici che privati. Tuttavia nell'inchiesta 2004 (di seguito prima inchiesta) la quasi totalità dei dipendenti pubblici non ha risposto alle domande relative alla destinazione del TFR. I lavoratori del pubblico impiego probabilmente percepiscono in misura più limitata l'evoluzione della normativa in materia perché nel loro caso è attivo, ma non ancora operativo, un unico fondo (quello rivolto al personale scolastico). Nell'inchiesta 2005 (di seguito seconda inchiesta) il tasso di mancate risposte per i dipendenti pubblici si è ridotto ma l'analisi che segue si riferisce al solo sottocampione dei dipendenti privati sia per motivi di omogeneità sia perché in questa prima fase i pubblici non dovranno ancora esercitare il silenzio-assenso. Nonostante la legge delega coinvolga anche i dipendenti pubblici, infatti, il decreto attuativo li esclude e per loro si attende quindi un decreto attuativo ad hoc.

Il campione è costituito da 2.392 individui, nella maggioranza dei casi uomini, diplomati, di età compresa tra i 30 e i 49 anni, che sono occupati prevalentemente con funzioni impiegatizie (tabella 6).

Dalle risposte (tabella 7) emerge che circa il 28% degli intervistati dichiara di essere iscritto ad un fondo pensione, percentuale ampiamente superiore a quella registrata dalla COVIP, che riporta, come detto, un tasso di partecipazione ai fondi chiusi intorno al 14%. È possibile che tale discrepanza

**Tab. 7 Adesione a fondi, informazione sulla riforma e intenzioni individuali sulla destinazione del TFR**

	Valore assoluto		Valore percentuale		Valore assoluto		Valore percentuale	
	Si		No		Non risponde			
<i>Aderisce a un fondo pensione di categoria?</i>	679	28,4	1.671	69,9	42	1,8		
<i>E' informato della riforma della destinazione del TFR?</i>	1.528	63,9	816	34,1	48	2,0		
	Fondo pensione		Azienda		Non so			
<i>Dove ha intenzione di versare la quota annua di TFR?</i>	322	13,5	1.093	45,7	977	40,8		

Fonte: nostre elaborazioni su dati ISAE (2004 a e 2005 a).

<sup>38</sup> Sui risultati dell'indagine vedi anche ISAE (2004 b) e ISAE (2005 b).

sia, almeno in parte, dovuta al fatto che la domanda è stata interpretata come adesione *tout court* e che, quindi, individui in possesso di piani pensionistici individuali o assicurazioni sulla vita abbiano risposto positivamente, dichiarando erroneamente l'iscrizione ad un fondo di categoria. L'informazione data da questa variabile risulterebbe, in questa ipotesi, distorta e sovrastimata.

**Tab. 8** Informazione sui contenuti della riforma per mese di intervista

	2004					2005			Totale
	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Totale	Settembre	Ottobre	Totale	
<i>Non è informato</i>	198 51,4	199 46,9	131 33,1	106 27,7	634 39,9	114 27,7	116 29,5	230 28,6	864 36,1
<i>E' informato</i>	187 48,6	225 53,1	265 66,9	276 72,3	953 60,1	298 72,3	277 70,5	575 71,4	1.528 63,9
<i>Totale</i>	385	424	396	382	1.587	412	393	805	2.392

Fonte: nostre elaborazioni su dati ISAE (2004 a e 2005 a).

Le risposte fornite circa il livello di conoscenza sulla nuova norma indicano, invece, un'attenzione elevata per i provvedimenti previsti in materia previdenziale (complessivamente il 64% del campione si dichiara informato sulla riforma). Il grado di informazione, inizialmente basso, è cresciuto significativamente (tabella 8): circa tre quarti degli intervistati nel dicembre 2004 era a conoscenza delle regole introdotte per il conferimento del TFR e questo tasso di informazione viene confermato nella seconda inchiesta. Ad ottobre 2005, però, probabilmente come conseguenza del rinvio del varo definitivo del decreto, una percentuale inferiore rispetto al mese precedente si è dichiarata informata.

Dalle risposte sulle intenzioni di destinazione delle quote di TFR, nella prima inchiesta emergeva peraltro un diffuso grado di incertezza (tabella 9); ben il 44% dichiarava di non essere ancora in grado di decidere e tale percentuale appariva costante nei quattro mesi di rilevazione. L'incertezza rifletteva probabilmente, in alcuni casi, una carenza di informazioni sulla normativa e, in altri, la difficoltà ad effettuare calcoli di convenienza complessi; tuttavia l'indecisione individuale risentiva sicuramente anche dell'assenza di una posizione ufficiale delle parti sociali e della mancanza di un quadro normativo definito in dettaglio. Aspetti rilevanti per la valutazione del grado di convenienza di una scelta piuttosto di un'altra non erano, infatti, ancora stabiliti al momento dell'intervista, essendo demandate ai decreti delegati, la definizione delle agevolazioni fiscali di cui si potrà godere in caso di opzione a favore del fondo e la specificazione dettagliata della normativa sul silenzio assenso. Tra i non

incerti, nella prima inchiesta più dei tre quarti indicava come preferita l'opzione per il mantenimento del TFR in azienda.

**Tab. 9 Scelta della destinazione del TFR per mese di intervista**

	2004					2005			Totale
	Settembre	Ottobre	Novembre	Dicembre	Totale	Settembre	Ottobre	Totale	
<i>Fondo</i>	61	43	63	52	219	60	43	103	322
	15,8	10,1	15,9	13,6	13,8	14,6	10,9	12,8	13,5
<i>Azienda</i>	168	172	164	165	669	223	201	424	1.093
	43,6	40,6	41,4	43,2	42,2	54,1	51,1	52,7	45,7
<i>Non so</i>	156	209	169	165	699	129	149	278	977
	40,5	49,3	42,7	43,2	44,0	31,3	37,9	34,5	40,8
<i>Totale</i>	385	424	396	382	1.587	412	393	805	2.392

Fonte: nostre elaborazioni su dati ISAE (2004 a e 2005 a).

Nella seconda indagine, condotta dopo la presentazione del decreto di attuazione e dopo il confronto con le parti sociali, la percentuale di intervistati che non esprime una scelta tra le due alternative si è ridotta sensibilmente (35%). E' aumentato invece il numero di lavoratori che dichiarano l'opzione a favore del TFR; la maggioranza (il 53% degli intervistati di settembre-ottobre 2005 - l'80% se si escludono coloro che, pur dichiarandosi informati, non rispondono -, *versus* il 42% del 2004) intenderebbe, infatti, lasciare il TFR presso l'azienda.

Per ora, le fasi di implementazione della riforma se, da un lato, sembrano aver chiarito le condizioni normative del trattamento per l'immediato, dall'altro - a causa dell'intenso dibattito politico che continua a interessare punti rilevanti del provvedimento - sembrano accrescere la sfiducia e ridurre la credibilità del percorso di attuazione nel futuro meno immediato. Quindi, dato che, come previsto dal decreto, optare immediatamente per il trasferimento del TFR è una scelta irreversibile, mentre non lo è la decisione di mantenerlo in azienda, poiché i principali interessati sono i giovani con un lungo orizzonte temporale e visto che il dibattito politico sembra evidenziare la presenza di motivi rilevanti di incertezza sull'evoluzione futura della disciplina, quella di posticipare è la scelta che comporta minori rischi e nella generalità dei casi può rivelarsi come la più razionale (si ricordi tuttavia che la prima inchiesta, nella quale oltre il 40% preferiva l'opzione impresa, *versus* meno del 14% a favore del fondo, era stata condotta quando la normativa non specificava che la scelta a favore del TFR in impresa potesse essere reversibile in qualsiasi momento futuro, eventualità introdotta invece dal decreto di attuazione).

A proposito dell'influenza del dibattito normativo va evidenziato che tra le rilevazioni di settembre e ottobre del 2005 si è ridotta la percentuale di

lavoratori che si dichiarano a favore del fondo pensione (da 14,6 a 10,9), ma anche di quelli che indicano l'opzione TFR (da 54,1 a 51,1), dato che sono aumentati gli incerti (da 31,3 a 37,9). Queste variazioni dipendono, almeno in parte, proprio dall'evoluzione del dibattito intorno all'approvazione definitiva del decreto.

Le indicazioni che emergono dall'inchiesta del 2005 nella sostanza non sembrano d'altronde difformi da quelle risultanti dall'indagine precedente. Si evidenzia pertanto una decisa preferenza da parte dei lavoratori a conservare il TFR presso l'azienda, preferenza sulla quale pesa anche l'incertezza sulla futura evoluzione del quadro normativo che interessa i fondi pensione (si veda, dalla tabella 9, la sostanziale costanza, nei sei mesi d'indagine, della quota di lavoratori che preferisce la previdenza integrativa).

Anche le agevolazioni fiscali inserite nel decreto attuativo della riforma non appaiono sufficienti a indurre una modifica della scelta a favore del fondo pensione; nella seconda inchiesta, ben il 56% degli intervistati ritiene la normativa poco o per niente conveniente e spiega la scarsa attrattiva degli incentivi proposti principalmente con la loro insufficienza e/o con l'incertezza circa la loro permanenza nel tempo<sup>39</sup>.

Anche se, come analizzato nei precedenti paragrafi, le variabili che possono guidare le scelte individuali sono molte e in gran parte legate a caratteristiche precise attribuite alle due tipologie di investimento, l'inchiesta condotta indica che il grado di rischio (e la connessa liquidità) è la variabile più significativa (tabella 10). Tra le motivazioni elencate da coloro che opterebbero per il TFR, infatti, le prime due - rendimento più sicuro e liquidazione sotto forma di capitale - rappresentano l'83% delle risposte. L'opzione per il TFR sembra, dunque, riflettere soprattutto una preferenza per forme di risparmio percepite come meno rischiose e più liquide.

Segue, sia pure con un peso molto più limitato, la fedeltà all'azienda, che può essere ricollegata al legame interpersonale tra datore e dipendente e alla connessa volontà del lavoratore di non sottrarre risorse finanziarie all'impresa. Non si può, peraltro, escludere una valenza negativa attribuita alla "fedeltà" e, quindi, la possibilità che i lavoratori temano forme di discriminazione (fino al licenziamento) qualora scelgano di trasferire il risparmio dall'impresa al fondo.

---

<sup>39</sup> Le domande relative alla normativa fiscale sono state incluse unicamente nell'indagine condotta nel 2005.

La facoltà di ottenere anticipazioni - consentita, come visto, anche con la previdenza integrativa - risulta invece una motivazione secondaria<sup>40</sup>.

**Tab. 10** Motivi delle scelte di destinazione del TFR

Se intende lasciare il TFR presso l'azienda, qual è il motivo principale che la induce a tale scelta?	Valore assoluto	Valore percentuale
Rendimento più sicuro di quello ottenibile da un fondo pensione	409	37,4
Preferenza per l'erogazione come capitale anziché come rendita vitalizia	498	45,6
Erogazione di una somma una somma più elevata in caso di riscatto anticipato	48	4,4
Fedeltà all'azienda in cui si lavora	91	8,3
Altro/non risponde	47	4,3
<b>Totale risposte</b>	<b>1.093</b>	<b>100,0</b>
Se intende destinare il TFR a un fondo pensione, qual è il motivo principale che la induce a tale scelta?	Valore assoluto	Valore percentuale
Aspettativa di un rendimento più elevato	242	75,2
Maggiore libertà di scelta del tipo di investimento	45	14,0
Senso di appartenenza alla categoria che gestisce il fondo	13	4,0
Agevolazioni fiscali <sup>1</sup>	8	2,5
Altro/non risponde	14	4,3
<b>Totale risposte</b>	<b>322</b>	<b>100,0</b>

Fonte: nostre elaborazioni su dati ISAE (2004 a e 2005 a).

(1) Tale risposta è presente unicamente nel questionario del 2005.

Nell'ambito della minoranza che preferisce i fondi (il 13,5 % di tutti gli intervistati), ben il 75% indica quale motivazione l'aspettativa di un rendimento più elevato. Tra i soggetti disposti a destinare maggiori risorse ai fondi pensione sembra prevalere, quindi, la preferenza per forme di impiego del proprio risparmio previdenziale più redditizie e, dunque, una maggiore disponibilità verso investimenti alternativi al TFR, che, come detto, offre un rendimento reale certo ma non troppo elevato.

Per analizzare i fattori che possono influenzare le decisioni dei lavoratori abbiamo utilizzato un modello *logit* multinomiale (tabelle 11 e 12). La variabile dipendente "scelta" è a tre modalità: TFR devoluto a fondo pensione, ad azienda o "non so". Tra le variabili esplicative sono incluse le caratteristiche demografiche (sesso, età, area geografica di residenza) e socio-economiche

<sup>40</sup> Fugazza-Teppa (2005) stimano la distribuzione attesa del TFR tra i tre possibili utilizzi (pensionamento, ammortizzatore in caso di licenziamento e riserva di liquidità da utilizzare mediante le anticipazioni) utilizzando i dati sulle carriere lavorative di dipendenti del settore privato tra il 1985 e il 1996. Dall'analisi emerge che, di fatto, gli anticipi di TFR vengono richiesti da una percentuale molto limitata di lavoratori e che la probabilità di ricorrere ad anticipazioni è più elevata per i giovani, ovvero quando è maggiore la probabilità di essere soggetti a vincoli di liquidità.

(qualifica, reddito familiare). In aggiunta sono considerate altre variabili per tener conto della possibilità che le scelte degli individui dipendano anche da percezioni diverse in merito al sistema previdenziale pubblico e/o a particolari situazioni individuali. In particolare, due indicano il rischio attribuito dagli

**Tab. 11 Stime *logit* multinomiali dell'intenzione di destinazione del TFR  
Campione dei lavoratori dipendenti del settore privato intervistati nel 2004  
Variabile dipendente scelta; modalità di riferimento "Fondo"**

Variabile esplicativa	Modalità: Azienda				Modalità: Non so			
	Coefficiente	Standard error	Z	P> Z	Coefficiente	Standard error	Z	P> Z
Sexmas	0,0641	0,1766	0,36	0,7170	0,3635	0,1881	1,93	0,0530
Adesfp	0,0031	0,1821	0,02	0,9870	-0,5864	0,2019	-2,90	0,0040
Infolex	0,1507	0,1978	0,76	0,4460	-1,2053	0,1996	-6,04	0,0000
Propcasa	0,3391	0,2340	1,45	0,1470	-0,2393	0,2306	-1,04	0,2990
Operaio	0,2570	0,1780	1,44	0,1490	0,0222	0,1872	0,12	0,9060
Fearpens	-0,0465	0,2683	-0,17	0,8630	-0,2197	0,2926	-0,75	0,4530
Debtfeare	0,0042	0,2725	0,02	0,9880	0,0398	0,2835	0,14	0,8880
Rich	-0,2695	0,1766	-1,53	0,1270	-0,2868	0,1855	-1,55	0,1220
Novest <sup>1</sup>	0,0102	0,2274	0,04	0,9640	0,2123	0,2410	0,88	0,3780
Nest <sup>1</sup>	0,0193	0,2465	0,08	0,9380	0,2233	0,2596	0,86	0,3900
Centro <sup>1</sup>	-0,2732	0,2564	-1,07	0,2870	0,2932	0,2635	1,11	0,2660
Maturi <sup>2</sup>	0,2536	0,2897	0,88	0,3810	1,1085	0,3414	3,25	0,0010
Anziani <sup>2</sup>	0,1088	0,3230	0,34	0,7360	1,2545	0,3687	3,40	0,0010
Meseint	-0,0310	0,0798	-0,39	0,6980	0,1904	0,0847	2,25	0,0250
Costante	0,5672	0,4294	1,32	0,1870	0,1228	0,4736	0,26	0,7950

Numero di osservazioni =1.236

LR  $\chi^2$  (34) = 199,57; Prob.>  $\chi^2$  (34)= 0,0000; Logverosimiglianza = -1.157,409; Pseudo R<sup>2</sup>=0,0794

Fonte: nostre elaborazioni su dati ISAE (2004 a).

La modalità di riferimento è: (1) "sud" per la *dummy* sull'area geografica; (2) "giovani" per la *dummy* sulla classe d'età.

individui rispettivamente all'ipotesi di riduzioni delle prestazioni pensionistiche pubbliche (fearpens) e all'eventualità di doversi indebitare (debtfeare, come indicatore dell'esistenza di vincoli di liquidità più stringenti), altre due approssimano il grado di informazione in materia previdenziale (adesfp, *dummy* sulla partecipazione ai fondi, e infolex, *dummy* sulla conoscenza della legge

delega)<sup>41</sup> e, infine, un'altra (il titolo di possesso dell'abitazione) indica l'eventuale maggiore necessità di richiedere anticipazioni sul TFR accumulato per l'acquisto della prima casa.

Nelle tabelle 11 e 12 la scelta a favore del fondo - ovvero la scelta che viene implicitamente operata in caso di silenzio - viene confrontata con le alternative "azienda" e "non so". Dato il differente quadro normativo derivante dalla presentazione (anche se non dell'approvazione definitiva avvenuta solo nel mese di dicembre) del decreto attuativo, si è preferito separare le stime econometriche relative al 2004 (tabella 11) e al 2005 (tabella 12).

In relazione al campione del 2004, nel primo confronto (azienda/fondo pensione) nessuna variabile risulta significativa e, dunque, la scelta non sembra dipendere da variabili economiche. In particolare, non risultano significative il reddito - rich - (sia pure con il segno atteso), incluso per cogliere la diversa preferenza per la liquidità tra classi di reddito, e l'età, che presenta anche un segno diverso da quello previsto.

Dall'indagine 2004 non risulterebbe, quindi, confermata una maggiore propensione dei giovani a investire nei fondi pensione. Tale risultato appare in contrasto con quanto ci si potrebbe attendere. Per gli individui meno anziani, infatti, la convenienza del fondo pensione dovrebbe essere relativamente più elevata, dato che essi hanno un orizzonte temporale più esteso, e questo riduce il rischio di volatilità dei mercati finanziari e aumenta la probabilità di ottenere un rendimento maggiore di quello offerto dal TFR. In aggiunta, sulle decisioni dei più giovani dovrebbe influire la maggiore necessità di integrare con una componente privata la prestazione pubblica.

Va inoltre notato che lo *status* di aderente a un fondo pensione non rappresenta un motivo per preferire la destinazione del TFR a previdenza. Tale risultato potrebbe segnalare la preferenza per una diversificazione delle forme di risparmio e, quindi, la possibilità che l'opzione "tutto il TFR al fondo" non rappresenti un ottimo per molti lavoratori (si ricordi che gli aderenti ai fondi chiusi vi versano già attualmente circa due punti e mezzo percentuali di TFR).

La probabilità di dichiarare "non so" rispetto a "fondo" risulta, invece, significativamente correlata, e con segno negativo - come atteso -, con il grado di informazione e la partecipazione precedente alla previdenza integrativa.

---

<sup>41</sup> Le *dummies* assumono valore unitario quando l'individuo possiede la caratteristica in esame; in particolare *fearpens* e *debtfear* hanno, rispettivamente, valore 1 quando i lavoratori dichiarano di temere un futuro taglio delle pensioni o di doversi indebitare, *adesfp* quando aderiscono ad un fondo, *infolex* quando si dichiarano informati, *maturi* e *anziani* quando gli individui hanno, rispettivamente, età compresa fra i 30 e i 49 anni e fra i 50 e i 64 anni, e *rich* quando il reddito familiare mensile netto è superiore a 2.300 euro.

Dopo la presentazione dello schema di decreto di attuazione, in relazione alla scelta azienda/fondo risultano invece ampiamente significative, e con il segno atteso, sia le variabili maturi e anziani, ad indicare che è più probabile che al crescere dell'età si preferisca lasciare il TFR in azienda, sia l'essere già iscritto ad un fondo (tabella 12). Chi ha già manifestato una preferenza verso la previdenza integrativa in passato è ora più propenso a versarvi la restante quota di TFR. Le altre variabili economiche continuano invece a non essere significative.

**Tab. 12: Stime *logit* multinomiali dell'intenzione di destinazione del TFR  
Campione dei lavoratori dipendenti del settore privato intervistati nel 2005  
Variabile dipendente *scelta*; modalità di riferimento "Fondo"**

Variabile esplicativa	Modalità: Azienda				Modalità: Non so			
	Coefficiente	Standard error	Z	P> Z	Coefficiente	Standard error	Z	P> Z
Sexmas	-0,1068	0,2717	-0,39	0,6940	-0,4011	0,2999	-1,34	0,1810
Adesfp	-0,8375	0,2634	-3,18	0,0010	-1,1279	0,3129	-3,60	0,0000
Infolex	0,4252	0,3094	1,37	0,1690	-1,0964	0,3202	-3,42	0,0010
Propcasa	-0,0676	0,4107	-0,16	0,8690	-0,3700	0,4402	-0,84	0,4010
Operaio	-0,0226	0,2700	-0,08	0,9330	0,0609	0,2989	0,20	0,8380
Fearpens	-0,2007	0,3788	-0,53	0,5960	-1,1600	0,4887	-2,37	0,0180
Debtfear	-0,2085	0,3375	-0,62	0,5370	-0,5140	0,3958	-1,30	0,1940
Rich	-0,0708	0,2967	-0,24	0,8110	-0,0886	0,3426	-0,26	0,7960
Novest <sup>1</sup>	0,1405	0,3411	0,41	0,6800	-0,1628	0,3774	-0,43	0,6660
Nest <sup>1</sup>	0,4023	0,3780	1,06	0,2870	0,0903	0,4200	0,22	0,8300
Centro <sup>1</sup>	-0,0549	0,3926	-0,14	0,8890	0,0126	0,4295	0,03	0,9770
Maturi <sup>2</sup>	0,7991	0,3637	2,20	0,0280	1,0381	0,4308	2,41	0,0160
Anziani <sup>2</sup>	1,9930	0,5063	3,94	0,0000	2,3432	0,5706	4,11	0,0000
Meseint	0,2142	0,2515	0,85	0,3940	0,2268	0,2807	0,81	0,4190
Costante	-0,6730	1,5349	-0,44	0,6610	0,1636	1,6994	0,10	0,9230

Numero di osservazioni = 608

LR  $\chi^2$  (34) = 113,69; Prob  $\chi^2$  (34) = 0,0000; Logverosimiglianza = -528,671; Pseudo R<sup>2</sup> = 0,0971

Fonte: nostre elaborazioni su dati ISAE (2005 a).

La modalità di riferimento è <sup>1</sup> "sud" per la *dummy* sull'area geografica; <sup>2</sup> "giovani" per la *dummy* sulla classe d'età.

Per quanto concerne l'età, la discrepanza tra i risultati ottenuti nei due diversi periodi può essere interpretabile come conseguenza dell'evoluzione del dibattito in materia e delle agevolazioni fiscali proposte nel decreto (la distribuzione delle scelte per classe d'età del campione 2005 è contenuta nella tabella 13). Questi due nuovi elementi hanno reso chiaro ai lavoratori anziani come la nuova normativa sia soprattutto finalizzata a modificare le convenienze per i più giovani (come evidenziato nei paragrafi precedenti). Su questi ultimi, però, continua a pesare l'incertezza legata alla mancanza di un quadro normativo definito, soprattutto per gli anni a venire, che si combina

sfavorevolmente con le modalità prescelte per concedere agevolazioni che, come già rilevato, riguardano un futuro remoto, ovvero la lontana fase di erogazione delle prestazioni. Tutto questo contribuisce a spiegare la non significatività nelle stime delle altre variabili economiche (il reddito innanzitutto) e, in ogni caso, la preferenza relativa anche dei più giovani per il TFR in impresa (nella fascia d'età 15-29 41,1% *versus* il 18,9% a favore del fondo).

**Tab. 13** Scelta della destinazione del TFR per classi d'età  
Campione 2005; dipendenti privati

	15-29	30-39	40-49	50-64	Totale
<i>Fondo</i>	17 18,9	44 16,7	31 11,6	11 6,0	103 12,8
<i>Azienda</i>	37 41,1	126 47,7	149 55,8	112 60,9	424 52,7
<i>Non so</i>	36 40,0	94 35,6	87 32,6	61 33,2	278 34,5
<i>Totale</i>	90	264	267	184	805

Fonte: nostre elaborazioni su dati ISAE (2005).

Per il campione 2005, il risultato sulla variabile di adesione al fondo pensione (*adesfp*) conferma le attese; chi è già favorevole a una forma di pensione integrativa troverà questa scelta ancora più conveniente, a seguito della riforma, per via dei favorevoli incentivi fiscali (sulla distribuzione delle scelte in funzione all'adesione al fondo nel campione 2005, si veda la tabella 14). D'altronde, la differenza col risultato dell'indagine 2004 può dipendere anche dalle condizioni di mercato attuali che rivelano una recente buona *performance* dell'investimento per chi ha scelto di ricorrere ai fondi pensione (Covip, 2005, evidenzia per l'ultimo anno un rendimento medio dei fondi chiusi pari al 4,5%, a fronte di un 2,5% per il TFR).

**Tab. 14:** Scelta della destinazione del TFR in base all'adesione  
precedente a fondi pensione. Campione 2005; dipendenti privati

	Non aderisce	Aderisce	Totale
<i>Fondo</i>	62 10,78	41 17,75	103 12,78
<i>Azienda</i>	310 53,91	114 49,35	424 52,61
<i>Non so</i>	203 35,3	76 32,9	279 34,62
<i>Totale</i>	575	231	806

Fonte: nostre elaborazioni su dati ISAE (2005).

La probabilità di dichiarare “non so” rispetto a fondo risulta per il 2005 significativa e inversamente correlata, come era da attendersi, con la pregressa adesione ad un fondo pensione, il grado di informazione dichiarato e con il timore di ricevere una pensione non adeguata (tabella 12). Coloro che si attendono una riduzione della copertura garantita dal settore pubblico sono, infatti, presumibilmente più attenti agli eventi previdenziali e hanno riflettuto sulle varie opzioni, apparendo dunque, con maggiore probabilità, già in grado di operare una scelta fra le due alternative. Di nuovo invece, e per le stesse ragioni evidenziate per l’alternativa azienda/fondo, le variabili relative all’età (maturi e anziani) risultano significative e positivamente correlate.

L’insieme dei risultati evidenzia che in questi mesi si è ridotto il livello di incertezza riguardo alle regole applicabili nell’immediato e all’ambito dei soggetti più avvantaggiati dalla riforma (in primis i giovani). Emerge anche che resta, invece, ancora molto rilevante ai fini dell’effettiva efficacia della riforma la credibilità delle azioni annunciate per il futuro. Molti preferiscono non trasferire il TFR ai fondi soprattutto per attendere una maggiore definizione del quadro normativo. Scegliere oggi il fondo è una decisione irreversibile, e quindi costosa, mentre i benefici fiscali che si perdono differendo la scelta sono contenuti; il rinvio appare pertanto un’alternativa conveniente.

Dall’analisi emerge, quindi, come per ora sembrano prevalere l’incertezza (determinata dall’assenza di informazioni certe per valutare la convenienza a privilegiare i fondi) e la bassa propensione al rischio, che rende poco attraenti i canali di investimento caratterizzati da una maggiore volatilità e un minor grado di garanzia. Rischio e incertezza appaiono pertanto le leve fondamentali nell’orientare le scelte degli individui; è dunque su di esse che è necessario incidere se si vuole ottenere uno spostamento sostanziale del TFR verso i fondi pensione. In questo senso anche gli incentivi fiscali previsti nel decreto potrebbero garantire risultati più sicuri se modulati con una distribuzione nel tempo che privilegiasse il presente rispetto a un remoto futuro.

## **7 IL TRATTAMENTO FISCALE DEI FONDI PENSIONE: SCENARI ALTERNATIVI**

La volontà di favorire il decollo della previdenza integrativa trova riscontro evidente nella tassazione fortemente agevolata che si intende accordare alle prestazioni previdenziali integrative. La tassazione sostitutiva del 15% (riducibile fino ad un minimo del 9% con 35 anni di versamenti), prevista dal decreto legislativo a partire dal 2008, sarebbe non solo inferiore al regime fiscale attualmente riservato alle prestazioni della previdenza integrativa ed al TFR, ma più vantaggiosa anche del trattamento riservato alla previdenza pubblica e, con un sufficiente periodo di accantonamento, ad un qualsiasi investimento finanziario alternativo.

Sull'agevolazione proposta si possono avanzare due ordini di considerazioni: da un lato essa permette di introdurre un incentivo fiscale senza procurare alcun aggravio in termini di gettito, essendo rinviato al futuro il costo<sup>42</sup>; dall'altro, introduce elementi di incertezza tra i risparmiatori sull'entità dei benefici attesi. Data l'estrema distanza temporale dalla corresponsione dei trattamenti mensili pensionistici, infatti, lo sconto aggiunge alla ingente e fisiologica aleatorietà dei benefici, legata alle probabilità di sopravvivenza ed ai rendimenti attesi, ulteriori motivi di incertezza che riguardano almeno due aspetti:

1. l'aliquota che sarà effettivamente applicata alla pensione integrativa negli anni di fruizione della stessa, considerando non solo l'incertezza sul livello della futura aliquota separata, ma anche quella sulla stessa permanenza del regime di tassazione separata piuttosto che l'eventuale riconduzione della pensione integrativa alla tassazione in IRPEF;
2. l'aliquota cui sarà assoggettato il TFR nell'anno di percezione, e quindi (indirettamente), il regime IRPEF operante a quella data.

Poiché il rinvio al futuro della copertura dei costi di una riforma si traduce inevitabilmente in successive modifiche peggiorative (aumento delle entrate o riduzione delle spese), è ragionevole pensare che un trattamento pensionistico a tassazione separata con aliquota tanto bassa, ma così lontano nel tempo, appaia agli interessati una promessa difficilmente sostenibile e perciò poco

---

<sup>42</sup> Minor gettito che si prospetta peraltro ingente, considerato che le somme coinvolte sono ingenti e che l'aliquota marginale Irpef gravante sulla quasi totalità dei contribuenti – che opererebbe sulla quota di pensione integrativa soggetta ad Irpef con la normativa ante Decreto Legislativo – è compresa tra il 30% ed il 40%, contro il 9% minimo della tassazione separata con riforma.

credibile, a maggior ragione per l'assenza di nuovi benefici fiscali accordati invece alla componente più immediata dei rendimenti degli accantonamenti.

Anche la continua evoluzione dell'IRPEF ed i progetti di modifica della tassazione del TFR rendono meno certe le aspettative e le valutazioni di convenienza tra i due strumenti, le cui aliquote effettive di tassazione potrebbero registrare anche un avvicinamento consistente.

Oltre agli elementi tradizionali di valutazione (tassi, aliquote, preferenze tra una somma una tantum ed un trattamento periodico) è altrettanto cruciale, ai fini della scelta tra TFR e fondo pensione, quanto di queste considerazioni sarà percepito dagli interessati, e come pertanto essi reagiranno alle novità oggi prospettate.

La recente inchiesta ISAE tra i cittadini sulle preferenze tra TFR e fondi pensione integrativi sembra confermare quanto qui ipotizzato: alla domanda sui motivi di perplessità sulla convenienza della nuova normativa che si prospetta, quasi il 50% di coloro che la ritengono poco o per nulla conveniente ha indicato l'insufficiente certezza sui benefici promessi.

In questo paragrafo si analizza perciò il mix degli strumenti di tassazione (incentivazione) a disposizione del *policy maker*, presentando un confronto tra diversi possibili trattamenti fiscali della previdenza integrativa. A tal fine sono stati simulati quattro diversi scenari, che si differenziano sostanzialmente in base all'entità e al tipo di tassazione sulle due componenti dei rendimenti degli accantonamenti e delle prestazioni pensionistiche complementari<sup>43</sup>:

1. l'impianto ETT (tassazione dei rendimenti all'11% e tassazione separata al 9% della quota di pensione corrispondente agli accantonamenti) delineato dal decreto legislativo;
2. l'impianto attualmente esistente (che possiamo definire come "ETT a parziale tassazione in IRPEF"): tassazione dei rendimenti all'11% e tassazione in IRPEF della quota di pensione corrispondente agli accantonamenti;
3. uno schema ETT con tassazione più agevolata dei rendimenti (6,25%), ma con tassazione separata al 20% della quota di pensione derivante dagli accantonamenti detassati;
4. uno schema EET con detassazione completa dei rendimenti ma con tassazione dell'intera pensione integrativa in IRPEF.

---

<sup>43</sup> In tutti gli scenari è considerata costante la detassazione completa delle quote di reddito accantonate a fini previdenziali, che pure in linea teorica potrebbe far parte del mix di intervento.

I quattro scenari si differenziano dal punto di vista della pensione netta attesa dall'individuo - che qui quantifichiamo - ma anche, specularmente, da quello del gettito per le Amministrazioni Pubbliche, con riferimento alla distribuzione tra breve e lungo periodo, nonché ad altri aspetti redistributivi.

Per ogni scenario sono stati ipotizzati:

- retribuzione lorda iniziale a 25 anni pari a 25.000 euro, interruzione del lavoro a 65 anni con 40 anni di accantonamenti (o combinazioni inferiori, fino a 60 anni con 35 anni di accantonamenti), trasformazione dell'intero montante in pensione integrativa;
- una pensione INPS derivante dalla previdenza obbligatoria pari a 22.000 euro lordi, circa il 50% dell'ultima retribuzione<sup>44</sup>;
- tasso di crescita reale della retribuzione dell'1,5% annuo, accantonamento annuo commisurato al 7% della retribuzione lorda, tasso di rendimento reale atteso pari al 2 per cento;
- livello dei prezzi costante (in questo modo i diversi tassi d'inflazione ed il fiscal drag operante in un arco di 40 anni, insieme alle eventuali contromisure, non influenzano i risultati);
- coefficienti di trasformazione dei montanti in pensioni lorde derivati dalle tavole di mortalità ISTAT 1998 e da un rendimento del montante residuo pari al 2 per cento;
- aliquota dell'11% eventualmente gravante sui rendimenti da accantonamenti per previdenza integrativa;

Nella quantificazione della rendita netta non sono stati considerati i costi di intermediazione, né considerate possibili reversibilità.

## **Scenario 1: ETT come da decreto legislativo 252/2005**

Questo scenario si caratterizza per un alto beneficio a favore del contribuente (tassazione separata della pensione integrativa al 9%, contro aliquote marginali effettive IRPEF quasi sempre comprese tra il 30 ed il 40%), senza alcun decremento di gettito nel breve e medio periodo.

---

<sup>44</sup> Questa ipotesi è necessaria per il corretto calcolo dell'eventuale aliquota marginale IRPEF sulla pensione integrativa, risultando perciò di rilievo solo negli scenari che ipotizzano una tassazione IRPEF su almeno una quota di pensione integrativa.

Per quanto riguarda il beneficio per il contribuente, va richiamato brevemente il particolare impianto IRPEF emerso con le riforme 2003 e 2005 e fondato su deduzioni decrescenti per tipo di reddito e per carichi familiari. Tale decrescenza, a prescindere dalla particolare forma analitica che assume, implica che al crescere del reddito la base imponibile aumenti maggiormente, a causa della minore deduzione spettante: ciò determina un'aliquota effettiva sull'incremento di reddito maggiore di quella legale di scaglione. È calcolabile<sup>45</sup> che con questo meccanismo l'aliquota marginale effettiva di un pensionato, che si colloca al 29% (più le addizionali locali) al superamento della no tax area, può arrivare, con qualche salto intermedio, oltre il 43% in corrispondenza di redditi superiori ai 100.000 euro.

Dunque, ogni tassazione separata inferiore al 30% implica una più o meno intensa riduzione del carico fiscale sul contribuente ed un aumento della pensione netta attesa, ma anche una perdita di gettito per lo Stato e gli Enti locali, pur se lontana nel tempo.

Allo stesso tempo, la tassazione sui rendimenti dei fondi mantenuta costante all'11% implica l'invarianza del gettito fino alla corresponsione della prima pensione, cioè per 35-40 anni.

Dal punto di vista redistributivo, la tassazione separata, anziché quella IRPEF, determina un netto vantaggio relativo per i redditi più elevati e per coloro che, grazie a basse aliquote contributive obbligatorie<sup>46</sup>, potranno accantonare a fini previdenziali integrativi maggiori quote - a parità di reddito - e beneficiare, dunque, della minore tassazione separata su una quota maggiore della pensione.

Tuttavia, si è visto che il rinvio della detassazione per 35-40 anni crea una forte incertezza per il contribuente sulla tassazione che sarà effettivamente applicata alla pensione futura, in quanto esigenze di gettito ed eventuali modifiche dell'IRPEF in un periodo così ampio potrebbero avvicinare decisamente l'onere della tassazione separata rispetto a quello IRPEF e ridurre, se non annullare, il maggior vantaggio dell'opzione fondo pensione nell'ipotesi in esame. Questo aspetto, da solo, potrebbe attenuare la misura delle auspiccate maggiori adesioni ai fondi pensione.

La tabella 15 illustra i principali meccanismi di formazione del debito di imposta e l'esito atteso.

Come si vede, con 40 anni di contribuzione la previdenza integrativa assicurerebbe oltre 10.000 euro netti annui, che si aggiungerebbero ai quasi

---

<sup>45</sup> Per un maggior dettaglio analitico si veda Di Nicola e Paladini (2005).

<sup>46</sup> È il caso di commercianti, artigiani, professionisti e collaboratori iscritti alla specifica gestione separata.



redditi più elevati, che verrebbero gravati da IRPEF ad aliquota progressiva, anziché costante (Tab. 16).

**Tab. 16 Scenario 2 - ETT come da tassazione vigente**

Anni	Età	Accant. 7% annuo	Montante capitale	ETT ibrido con tassazione in IRPEF quota pensione									
				Rendimento netto (1)		Montante cap. e interessi	Pens int. lorda	Quota pens. Tax	Deduz. totale	IRPEF totale	Deduz P. INPS	IRPEF P. INPS	Pens. int. netta
				annuo	cumulato								
0	25	1.750	1.750	31	31	1.781	57	56	2.946	4.395	2.962	4.379	41
1	26	1.776	3.526	63	94	3.621	117	114	2.931	4.412	2.962	4.379	84
2	27	1.803	5.329	97	191	5.520	181	175	2.914	4.430	2.962	4.379	130
..omissis..													
35	60	2.947	82.732	1.982	30.619	113.352	7.419	5.415	1.504	5.960	2.962	4.379	5.838
36	61	2.991	85.723	2.071	32.690	118.414	8.029	5.812	1.397	6.117	2.962	4.379	6.291
37	62	3.036	88.759	2.162	34.852	123.612	8.692	6.242	1.281	6.297	2.962	4.379	6.774
38	63	3.081	91.841	2.255	37.107	128.948	9.414	6.705	1.156	6.491	2.962	4.379	7.302
39	64	3.128	94.968	2.351	39.458	134.427	10.200	7.206	1.022	6.701	2.962	4.379	7.878
40	65	3.175	98.143	2.449	41.907	140.051	11.058	7.749	875	6.928	2.962	4.379	8.508

Fonte: nostre elaborazioni.

(1) Al netto delle imposte.

Note: le ipotesi alla base della simulazione sono:

- tasso di crescita retribuzione reale: 1,5%; retribuzione lorda iniziale: 25.000; aliquota su rendimenti: 11%;
- tasso rendimento atteso reale: 2,0% ; pensione base INPS: 22.000.

### Scenario 3: ETT con 6,25% sui rendimenti e 20% su quota pensione

Questo scenario rappresenta un tentativo di collocarsi ad un livello intermedio tra i due precedenti, per conseguire sia una maggiore credibilità delle agevolazioni fiscali (in quanto in parte immediate), sia una minore perdita di gettito ed una maggiore equità tra tipologie di percettori nei lontani anni di corresponsione delle pensioni integrative.

All'interno dello schema ETT si ipotizza infatti un'aliquota di tassazione del 6,25% sui rendimenti dei fondi (come da più parti proposto nel corso del lungo periodo di formazione della riforma) ed un'aliquota separata del 20% sulla quota di pensione derivante dai soli accantonamenti precedentemente detassati.

In termini di distribuzione temporale del gettito, questo scenario, comparato con lo schema in discussione, dapprima riduce le entrate (a causa della minore imposta sui rendimenti), per poi accrescerle decisamente (con la tassazione delle quote pensione al 20%, rispetto al 9% della riforma *in fieri*).

In termini redistributivi, si può dire, semplificando, che permane (grazie alla tassazione separata proporzionale) il maggior favore per i redditi più elevati, che però risulta nettamente attenuato.

Dal punto di vista del numero di nuove adesioni ai fondi, questa soluzione potrebbe dare un impulso nettamente superiore, in quanto gli sgravi sarebbero più credibili, dato che il livello di tassazione futura non verrebbe ridotto in misura drastica, e la tassazione più vantaggiosa dei rendimenti sarebbe immediatamente percepibile.

La tabella 17 riporta il profilo quantitativo del gettito.

**Tab. 17 Scenario 3 - ETT con 6,25% sui rendimenti e 20% su quote pensioni**

Anni	Età	Accant. 7% annuo	Montante capitale	ETT con tassazione rendimenti al 6,25% e quota pensione al 20%						
				Rendimento netto (1)		Montante capitale e interessi	Pens. int. lorda	Quota pens. tax	IRPEF 9%	Pens. int. netta
				annuo	cumulato					
0	25	1.750	1.750	32	32	1.783	57	56	11	46
1	26	1.776	3.526	66	99	3.626	118	114	23	95
2	27	1.803	5.329	101	201	5.530	181	175	35	146
		...omissis...								
35	60	2.947	82.732	2.123	32.629	115.363	7.551	5.415	1.083	6.468
36	61	2.991	85.723	2.219	34.849	120.573	8.175	5.812	1.162	7.013
37	62	3.036	88.759	2.317	37.166	125.926	8.855	6.242	1.248	7.607
38	63	3.081	91.841	2.418	39.585	131.427	9.595	6.705	1.341	8.254
39	64	3.128	94.968	2.522	42.108	137.077	10.401	7.206	1.441	8.960
40	65	3.175	98.143	2.629	44.738	142.882	11.281	7.749	1.550	9.732

Fonte: nostre elaborazioni.

(1) Al netto delle imposte.

Note: le ipotesi alla base della simulazione sono:

- tasso di crescita retribuzione reale: 1,5%; retribuzione lorda iniziale: 25.000; aliquota su rendimenti: 6,25%;
- tasso rendimento atteso reale: 2,0%; pensione base INPS : 22.000; aliquota IRPEF separata: 20%.

Si noti come in questo scenario si conseguirebbe una pensione integrativa netta decisamente superiore allo Scenario 2 (situazione preesistente) e di poco inferiore allo Scenario 1 (riforma), perciò con riduzione del costo attualizzato della riforma in fieri in termini di gettito.

## **Scenario 4: EET classico con tassazione intera pensione in IRPEF**

Questo scenario modifica lo schema di tassazione da ETT a EET classica, cioè con detassazione degli accantonamenti e dei rendimenti realizzati e tassazione in IRPEF dell'intera pensione integrativa.

Dal punto di vista redistributivo si consegue la massima azione di riequilibrio tra redditi alti e bassi, ma anche la massima neutralità di trattamento tra diversi tipi di reddito ed accantonamento (ad es. dipendente vs autonomo), continuando ad attribuire all'imponibile IRPEF il ruolo di base più idonea per la tassazione personale del "reddito-entrata", nella quale far confluire i vari redditi. Va peraltro segnalato come, con questo schema, si registrerebbe invece una differenza di tassazione rispetto ad un investimento finanziario, soggetto a tassazione separata del 12,5% sul reddito maturato.

Considerata la diversa necessità di accantonamenti previdenziali tra dipendenti (soggetti ad un prelievo obbligatorio attorno al 33%) e autonomi (soggetti ad aliquote inferiori o uguali al 19% del reddito "dichiarato"), a parità di reddito e di accantonamento pensionistico desiderato, diventa rilevante osservare che questo scenario salvaguarda anche la neutralità di trattamento tra diversi mix di pensioni obbligatorie (soggette alle aliquote progressive IRPEF future) ed integrative (soggette invece, secondo il D. Lgs. 252, ad aliquote separate comprese tra il 15% ed il 9%).

In termini di gettito, si avrebbe allo stesso tempo la massima perdita negli anni più vicini (relativamente alla situazione vigente di tassazione dei rendimenti maturati) ed il massimo aumento negli anni di corresponsione delle pensioni integrative, con un saldo complessivo di notevole minor onere per l'erario<sup>47</sup>.

Dal punto di vista delle nuove adesioni ai fondi, questa soluzione è di dubbio effetto, essendo la meno conveniente tra quelle ipotizzate (la progressività dell'IRPEF opera sull'intera pensione integrativa) e dipendendo in maniera cruciale dalla percezione del minor beneficio e dalle aspettative sulle future aliquote marginali effettive IRPEF.

Va comunque segnalato che anche questo scenario rappresenta un beneficio netto per l'aderente ai fondi complementari, se il finanziamento del fondo integrativo avviene attraverso quote di reddito risparmiato (che in quanto reddito entrata sarebbe soggetto all'attuale aliquota marginale IRPEF, più elevata di quella gravante sulla futura pensione) invece che da rinuncia al TFR.

---

<sup>47</sup> Che potrebbe essere indirizzato alla tutela di specifici segmenti di popolazione attraverso i meccanismi del sistema pensionistico pubblico.

**Tab. 18 Scenario 4 - EET classico con tassazione intera pensione in IRPEF**

Anni	Età	Accant. 7% annuo	Montante capitale	EET con detassazione rendimenti e tassazione in IRPEF intera pensione								
				Rendimento lordo		Montante capitale e interessi	Pens. Int. lorda	Deduz. Totale	IRPEF totale	Deduz. base	IRPEF base	Pens. Int. netta
				Annuo	cumulato							
0	25	1.750	1.750	35	35	1.785	57	2.946	4.396	2.962	4.379	41
1	26	1.776	3.526	71	106	3.632	118	2.930	4.413	2.962	4.379	83
2	27	1.803	5.329	108	214	5.544	182	2.913	4.432	2.962	4.379	129
...omissis...												
35	60	2.947	82.732	2.315	35.344	118.077	7.728	881	6.920	2.962	4.379	5.187
36	61	2.991	85.723	2.421	37.765	123.489	8.373	707	7.190	2.962	4.379	5.562
37	62	3.036	88.759	2.530	40.295	129.056	9.075	518	7.484	2.962	4.379	5.970
38	63	3.081	91.841	2.642	42.938	134.780	9.840	312	7.804	2.962	4.379	6.415
39	64	3.128	94.968	2.758	45.696	140.666	10.673	88	8.153	2.962	4.379	6.899
40	65	3.175	98.143	2.876	48.573	146.717	11.584	0	8.488	2.962	4.379	7.475

Fonte: nostre elaborazioni.

Nota: le ipotesi alla base della simulazione sono:

- tasso di crescita retribuzione reale: 1,5%; retribuzione lorda iniziale: 25.000.
- tasso rendimento atteso reale: 2,0%; pensione base INPS: 22.000.

Ciascuno degli scenari considerati presenta un diverso beneficio per il sottoscrittore della forma pensionistica integrativa, differenziandosi dagli altri sia per gli effetti redistributivi a livello individuale, sia per la temporizzazione degli introiti per l'erario, sia per la credibilità degli sconti fiscali proposti e quindi per l'appetibilità della rinuncia al TFR, riassumendo in qualche misura l'articolato trade-off che si pone al legislatore.

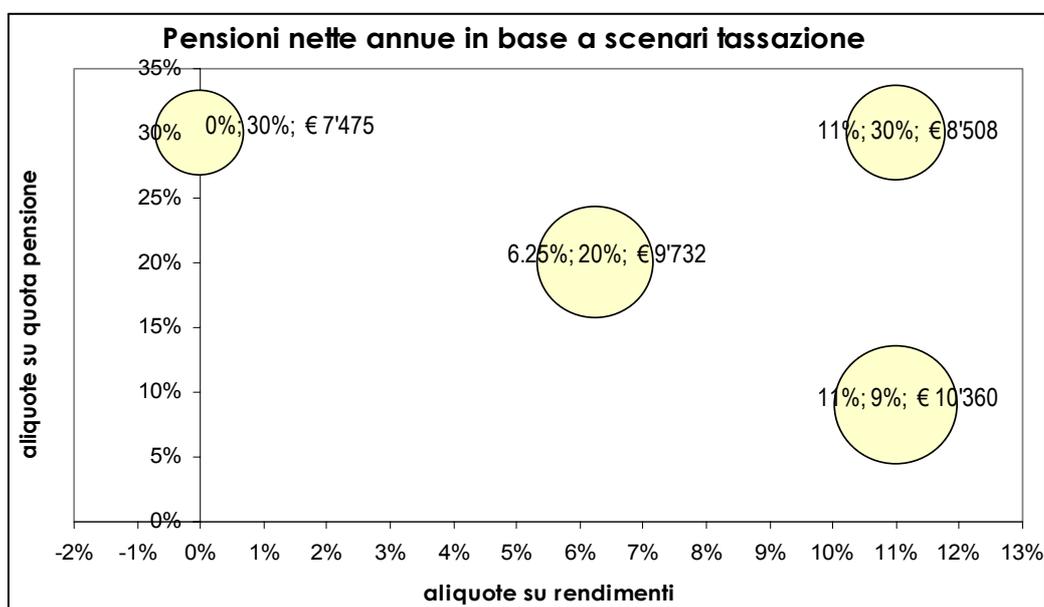
Tra gli scenari esaminati, paiono delineare un'alternativa adeguata quelli che garantiscono una minore tassazione dei rendimenti - e dunque presumibilmente una maggiore adesione ai fondi, conseguente alla percezione immediata dell'agevolazione - a fronte di un ridotto vantaggio fiscale per il futuro trattamento pensionistico, che potrebbe garantire un più omogeneo criterio di progressività del prelievo, una più facile copertura dei futuri oneri di bilancio e, per questa via, una maggiore credibilità della riforma nel suo complesso.

Poiché gli scenari di trattamento fiscale dei fondi pensione e dell'eventuale accantonamento del TFR qui rispondono tutti a schemi nei quali il reddito accantonato è tassato, la molteplicità di soluzioni considerabili ruota tutta sul trattamento più o meno vantaggioso riservato alla tassazione dei rendimenti nel corso degli accantonamenti e quella della pensione, o quota di pensione non già tassata.

Si può allora rappresentare in un forma grafica la combinazione delle due tassazioni qui considerate e l'esito in termini di pensione netta attesa, con esiti

non del tutto intuitivi. Se sulle ascisse mettiamo l'aliquota di tassazione del rendimento durante la fase di accantonamento, e sulle ordinate l'aliquota sulla pensione o quota di essa a fine accantonamento, possiamo osservare gli esiti in termini di trattamento annuo netto atteso con 40 anni di accantonamenti.

Come si vede, è lo scenario con la completa detassazione dei rendimenti e tassazione in IRPEF della pensione a promettere il minore trattamento netto annuo (7.475 euro), nonostante detassi totalmente i rendimenti, in quanto l'aliquota IRPEF applicabile all'intera pensione è maggiore delle aliquote di tassazione sostitutiva considerate in altri scenari. Per analogo motivo il D.lgs. 252 promette il miglior trattamento (10.360 euro), essendo prevalente la tassazione sostitutiva dell'Irpef al 9%. L'attuale normativa (11% sui rendimenti e IRPEF sulla quota pensione) si colloca invece al terzo posto in termini di convenienza (8.508 euro), in quanto sia la tassazione IRPEF sulla quota di pensione, sia quella sui rendimenti, sono maggiori dell'altra soluzione qui ipotizzata (6,25% sui rendimenti, 20% sulla pensione e pensione attesa di 9.732 euro netti annui).



## 8 CONCLUSIONI

Obiettivo esplicito della legge delega per la previdenza complementare è quello di incentivare un'ampia adesione ai fondi pensione e, soprattutto, un utilizzo pieno sui mercati finanziari delle risorse fino ad ora impiegate per il TFR. Rispetto a formule più cogenti, previste nelle versioni iniziali della legge delega, si è deciso di lasciare discrezionalità ai lavoratori nella scelta tra le due modalità di impiego del risparmio. Se da un lato, data l'eterogeneità delle funzioni affidate al TFR, l'aver optato per la formula del silenzio-assenso appare condivisibile - la scelta di trasferirlo obbligatoriamente ai fondi pensione non avrebbe comportato un miglioramento paretiano -, dall'altro, dall'analisi effettuata nel presente lavoro, emerge una notevole incertezza sulle probabilità di successo della riforma e sull'insieme di interventi da realizzare per incentivare l'opzione a favore della previdenza complementare.

Dall'analisi empirica, risulta infatti che, per ora, la gran parte dei lavoratori non ha modificato le proprie preferenze e continua a preferire l'opzione "TFR in azienda". I risultati ottenuti possono essere attribuiti, almeno in parte, alla mancanza di un quadro normativo definito con certezza. Va tuttavia ricordato come tali risultati si siano mantenuti sostanzialmente stabili in tutti i mesi di rilevazione, nonostante l'inchiesta sia stata condotta sia prima che dopo che il Consiglio dei Ministri varasse il decreto di attuazione, che definisce, tra l'altro, le modalità di attuazione del silenzio assenso e introduce nuove e più vantaggiose regole fiscali per i fondi pensione. Il testo definitivo del decreto attuativo è stato varato nel mese di dicembre 2005 ma, come noto, sarà operativo solo a partire dal 2008. Il grado di incertezza rimane elevato e diffusa l'attesa di modifiche all'impianto stesso della riforma e dunque anche su variabili che sono rilevanti nelle valutazioni di convenienza a favore dell'una o dell'altra forma di accumulazione del risparmio.

Si è, d'altra parte, più volte evidenziato che la scelta fra impresa e fondo è particolarmente complessa (avendo, tra l'altro, il TFR più obiettivi, non solo previdenziali, e dipendendo, pertanto, tale scelta da numerose variabili), e si è rimarcato che su di essa influisce in modo cruciale la differenza di rischio associata alle due opzioni, come indicato anche dalle risposte dei lavoratori intervistati.

L'opzione per il TFR, dichiarata da più dell'80% di coloro che si sentono già in grado di scegliere, è spiegata prevalentemente dalla preferenza per forme di risparmio più liquide e meno rischiose. Per favorire un reale decollo della previdenza integrativa appare pertanto prioritario agire sul grado di liquidità e rischio dei servizi offerti dai fondi pensione.

Dal primo punto di vista, il decreto legislativo ha recepito l'indicazione prevista nella legge delega per modificare il grado di liquidità associato ai fondi pensione riducendo i limiti imposti alla fruibilità delle agevolazioni fiscali che operano quando parte del beneficio viene percepito sotto forma di capitale.

D'altra parte, la lunga fase di implementazione della riforma lascia ancora incerti aspetti rilevanti per il futuro trattamento riservato alle due categorie e anche la particolare modulazione degli incentivi fiscali sembra aumentare piuttosto che ridurre l'incertezza per le valutazioni di convenienza degli individui. I benefici fiscali potrebbero risultare più efficaci, ad esempio, se modulati in modo da privilegiare le fasi della contribuzione e della maturazione dei rendimenti rispetto a quella, lontana, in cui verrà percepita la pensione.

Vanno peraltro valutati anche gli effetti redistributivi che derivano dalle agevolazioni fiscali. La riforma previdenziale attuata nel 1995 è intervenuta sul sistema pensionistico pubblico al fine di garantirne l'equilibrio di bilancio nel lungo periodo, abbassando però significativamente i trattamenti pensionistici ed il tasso di copertura rispetto alle ultime retribuzioni per coloro che saranno soggetti al nuovo sistema contributivo. Con le modifiche alla tassazione della previdenza complementare previste dal decreto legislativo n. 252 si tenta di incentivare l'impiego di risparmio aggiuntivo per ottenere, sempre nel lungo periodo, un innalzamento dei trattamenti e dei tassi di copertura, ma con nuovi oneri per il bilancio pubblico, piuttosto ingenti in termini di mancate entrate tributarie piuttosto che, come nel passato, di trattamenti erogati.

Anche in termini redistributivi le innovazioni non sono di poco conto: se da un lato i fondi complementari alimentati dal TFR allocano risorse previdenziali nei settori di tipo assicurativo a scapito degli altri gestori degli accantonamenti TFR, per le persone fisiche la riforma premia in particolare gli alti redditi e coloro che, versando al sistema pubblico una quota inferiore di contributi, potranno allocare maggior risparmio sulla previdenza privata complementare agevolata. Ne derivano anche problemi di iniquità orizzontale. Per questo nel lavoro vengono quantificati e confrontati i trattamenti netti, i profili temporali di gettito e le tendenze redistributive della riforma governativa, della normativa vigente e di altri due scenari che rappresentano combinazioni diverse di tassazione sui rendimenti e sulla quota di pensione integrativa non tassata. Ciò che emerge è che risulta cruciale per determinare i vantaggi relativi la parte di pensione tassata in Irpef, e dunque soggetta ad aliquote marginali elevate, significativamente superiori alle varie aliquote sostitutive prospettate.

## BIBLIOGRAFIA

- Bardazzi B., Paziienza M.G. (2005), "Il TFR e il costo per le imprese minori: un contributo al dibattito in corso" Argomenti di discussione CeRP n.7.
- Banca d'Italia (2004), "Indagine sui bilanci delle famiglie italiane nell'anno 2002", Supplemento al bollettino statistico, n. 12, marzo.
- Castellino O., Fornero E. (2000), "Il TFR: una coperta troppo stretta", Rivista di Politica Economica, vol. 90, n. 9.
- COVIP (2004), La previdenza complementare: principali aspetti quantitativi, aggiornamento al 31/12/2004.
- COVIP (2005), Relazione per l'anno 2004, Roma.
- Di Nicola F., Paladini R. (2005), "Le riforme IRPEF 2003-2005: considerazioni e ipotesi di evoluzione", mimeo, disponibile sul sito [www.rices.it/fisco.html](http://www.rices.it/fisco.html)
- Fornero E., Fugazza C. (2002), "Un mercato troppo segmentato? Uniformità e differenze nel mercato previdenziale italiano", Working Paper MEFOP, n. 4/2002.
- Forni L. (2003), "Alcune considerazioni sui provvedimenti recenti e sul dibattito in corso in tema di previdenza complementare", Argomenti di Discussione CeRP, n. 3/03.
- Fugazza C., Teppa F. (2005), "An Empirical Assessment of the Italian Severance Payment", Working Paper CeRP, n. 38/05.
- ISAE (1999), Bollettino Mensile, dicembre 1999.
- ISAE (2004 a), Inchiesta mensile ISAE presso i consumatori, settembre-dicembre 2004.
- ISAE (2004 b), Rapporto Trimestrale. Finanza pubblica e redistribuzione. Ottobre 2004.
- ISAE (2005 a), Inchiesta mensile ISAE presso i consumatori, settembre-ottobre 2005.
- ISAE (2005 b), Rapporto Trimestrale. Finanza pubblica e redistribuzione. Ottobre 2005.
- Pamolli F., Salerno N. (2005), "Le imprese e il finanziamento del pilastro previdenziale privato", Nota CERM n. 8.
- Pizzuti F.R. (2005), a cura di, Rapporto annuale sullo stato sociale. Anno 2005, UTET, Torino.
- Solari S. (2003), "La riforma del TFR: un'analisi critica", Argomenti, n. 7.
- Walker E., Lefort F. (2001), "Pension Reform and Capital Markets: Are There any (Hard) Links?", Pension Reform Primer Series, World Bank, Washington D.C.

Working Papers available:

n. 31/03	S. DE NARDIS C. VICARELLI	The Impact of Euro on Trade: the (Early) Effect Is not So Large
n. 32/03	S. LEPROUX	L'inchiesta ISAE-UE presso le imprese del commercio al minuto tradizionale e della grande distribuzione: la revisione dell'impianto metodologico
n. 33/03	G. BRUNO C. LUPI	Forecasting Euro-area Industrial Production Using (Mostly)\ Business Surveys Data
n. 34/03	C. DE LUCIA	Wage Setters, Central Bank Conservatism and Economic Performance
n. 35/03	E. D'ELIA B. M. MARTELLI	Estimation of Households Income from Bracketed Income Survey Data
n. 36/03	G. PRINCIPE	Soglie dimensionali e regolazione del rapporto di lavoro in Italia
n. 37/03	M. BOVI	A Nonparametric Analysis of the International Business Cycles
n. 38/03	S. DE NARDIS M. MANCINI C. PAPPALARDO	Regolazione del mercato del lavoro e crescita dimensionale delle imprese: una verifica sull'effetto soglia dei 15 dipendenti
n. 39/03	C. MILANA ALESSANDRO ZELI	Productivity Slowdown and the Role of the Ict in Italy: a Firm-level Analysis
n. 40/04	R. BASILE S. DE NARDIS	Non linearità e dinamica della dimensione d'impresa in Italia
n. 41/04	G. BRUNO E. OTRANTO	Dating the Italian Business Cycle: a Comparison of Procedures
n. 42/04	C. PAPPALARDO G. PIRAS	Vector-auto-regression Approach to Forecast Italian Imports
n. 43/04	R. DE SANTIS	Has Trade Structure Any Importance in the Transmission of Currency Shocks? An Empirical Application for Central and Eastern European Acceding Countries to EU
n. 44/04	L. DE BENEDICTIS C. VICARELLI	Trade Potentials in Gravity Panel Data Models

Working Papers available:

n. 45/04	S. DE NARDIS C. PENSA	How Intense Is Competition in International Markets of Traditional Goods? The Case of Italian Exporters
n. 46/04	M. BOVI	The Dark, and Independent, Side of Italy
n. 47/05	M. MALGARINI P. MARGANI B.M. MARTELLI	Re-engineering the ISAE manufacturing survey
n. 48/05	R. BASILE A. GIUNTA	Things change. Foreign market penetration and firms' behaviour in industrial districts: an empirical analysis
n. 49/05	C. CICONI	Building smooth indicators nearly free of end-of-sample revisions
n. 50/05	T. CESARONI M. MALGARINI G. ROCCHETTI	L'inchiesta ISAE sugli investimenti delle imprese manifatturiere ed estrattive: aspetti metodologici e risultati
n. 51/05	G. ARBIA G. PIRAS	Convergence in per-capita GDP across European regions using panel data models extended to spatial autocorrelation effects
n. 52/05	L. DE BENEDICTIS R. DE SANTIS C. VICARELLI	Hub-and-Spoke or else? Free trade agreements in the "enlarged" European Union
n. 53/05	R. BASILE M. COSTANTINI S. DESTEFANIS	Unit root and cointegration tests for cross-sectionally correlated panels. Estimating regional production functions
n. 54/05	C. DE LUCIA M. MEACCI	Does job security matter for consumption? An analysis on Italian microdata
n. 55/05	G. ARBIA R. BASILE G. PIRAS	Using Spatial Panel Data in Modelling Regional Growth and Convergence
n. 56/05	E. D'ELIA	Using the results of qualitative surveys in quantitative analysis

Working Papers available:

n. 57/05	D. ANTONUCCI A. GIRARDI	Structural changes and deviations from the PPP within the Euro Area
n. 58/05	M. MALGARINI P. MARGANI	Psychology, consumer sentiment and household expenditures: a disaggregated analysis
n. 59/05	P. MARGANI R. RICCIUTI	Equivalenza Ricardiana in economia aperta: un'analisi dinamica su dati panel
n. 60/05	M. BOSCHI A. GIRARDI	Euro Area inflation: long-run determinants and short-run dynamics
n. 61/05	M. BOVI	Book-Tax Gap. An Income Horse Race
n. 62/06	M. BOVI	The Cyclical Behavior of Shadow and Regular Employment
n. 63/06	G. BRUNO C. LUPI C. PAPPALARDO G. PIRAS	The cross-country effects of EU holidays on domestic GDP's