ASPETTATIVE DEGLI INVESTITORI NELLA GESTIONE DEI FONDI PENSIONE: UN CONFRONTO TRA ITALIA E USA*

Marialuisa Ceprini

1. Processo Decisionale di un investimento per il risparmio pensionistico

Una tra le più importanti e difficili decisioni che un individuo deve prendere durante la sua vita è certamente la scelta di come investire i propri risparmi da lavoro per accumulare un reddito da pensionamento. Dal momento che ogni scelta, nel rappresentare una o più categorie di titoli, realizza un differente profilo di rendimento e di rischio, da quella scelta dipenderà il suo futuro tenore standard di vita da pensionato.

TAV. 1 - PROCESSO DECISIONALE DI UN INVESTIMENTO PER IL RISPARMIO PENSIONISTICO

DOMANDA	***RISPOSTA***
CHI decide l'investimento?	***Investitore***, che può essere: a) ***Lavoratore*** o ***Pensionato*** (risparmio volontario), b) ***Stato*** o ***Istituzione*** (risparmio obbligatorio)
CHI gestisce l'investimento?	***Investitore***, o per lui, un ***Gestore***
CHE COSA investire?	***Risparmi*** da lavoro per accumulare un reddito adeguato per mantenere il proprio tenore standard di vita da pensionato
DOVE investire?	***Fondi obbligatori e volontari, pubblici o privati,*** o altri prodotti finanziari
COME investire?	***Strategia "dell'Asset allocation***". Il capitale del fondo dovrebbe essere investito in un portafoglio diversificato. Usualmente è paternalisticamente imposto dallo stato, in caso di fondo obbligatorio, o liberamente scelto dall'individuo, in caso di fondo volontario, secondo le proprie preferenze in termini di allocazione delle risorse e tolleranza del rischio

Nella Tavola 1, osserviamo che, mentre per il risparmio obbligatorio è lo Stato che "paternalisticamente" si sostituisce all'individuo nelle sue decisioni di investimento; per quello volontario, la decisione di "Chi gestisce" un investimento dipende fondamentalmente dalla capacità del soggetto investitore. Per cui un lavoratore, o pensionato, "Colui che decide" lo gestirà personalmente o lo affiderà ad un gestore; mentre, le funzioni di "Come e Dove investire" il risparmio sono principalmente influenzate da caratteristiche individuali C.E.F.

(Comportamentali, Economiche e Finanziarie) che, direttamente o indirettamente proporzionali al rischio, guidano l'investitore verso la realizzazione di "quel rendimento atteso". Tali caratteristiche includono:

i) **Età**, che è *inversamente proporzionale al rischio*. Specialmente vero per le classi a reddito basso, per le quali la pensione del primo pilastro obbligatorio tende ad essere la principale e forse la sola fonte di sussistenza durante la vecchiaia, quando non sono più in grado di assumere il rischio. Dalla caratteristica età dipende il determinante "*Prospettiva del tempo"* o *"Aspettativa di vita*[1]*"*, cioè la lunghezza totale del tempo a disposizione per la quale un individuo pianifica il suo futuro pensionamento secondo gli anni che ha in quella fase del suo ciclo vitale;

ii) **Istruzione**, che è *direttamente proporzionale al rischio*, e guida l'investitore nella scelta dell'investimento;

iii) **Ricchezza**, che è *direttamente proporzionale al rischio*. I grandi capitali offrono maggiori possibilità di recupero in caso di perdite provocate da *"draw back"* del mercato, o eccessiva valutazione di incauti o dubbi investimenti. Le caratteristiche "età" e "ricchezza" definiscono le *"Fasi del Ciclo Vitale"*, secondo le assunzioni del *modello del Ciclo Vitale del Risparmio (CVR)*[2] che implicano due stadi nella ricchezza di un individuo durante il corso della sua vita: *positiva* fino al momento del ritiro e *negativa* nella fase successiva, quando la ricchezza, accumulata durante la fase lavorativa, è spesa per sostenere la fase del pensionamento (consumi del pensionato);

iv) **Attitudine verso il rischio** che, influenzata dalle caratteristiche età e ricchezza fino ad un certo livello[3], definisce la *"Tolleranza del rischio"* o *"Avversione del rischio"*, diventando una delle principali variabili nella selezione del *"portafoglio preferito"*;

v) **Tenore standard di vita** che, mediamente indicato dallo stile di vita vissuto al tempo in cui l'individuo era lavoratore, è *direttamente proporzionale al rischio* e dipende dalla ricchezza, istruzione e carriera di lavoro. Per mantenerlo, alcuni individui sono disposti ad assumere un rischio più elevato sperando di realizzare un rendimento più alto dall'investimento scelto, purtroppo spesso senza comprendere il livello del rischio reale che stanno assumendo (perversa spirale delle bolle speculative);

vi) **Scelte d'investimento** che, *slittando il rischio su soggetti* differenti a seconda della struttura e tipologia dell'investimento, giocano un ruolo chiave nel processo decisionale dell'investimento per il risparmio pensionistico. Pertanto, se il fondo pensione, obbligatorio o volontario, è *a schema DB* (a Prestazioni Definite), allora **a1)** il *rischio è a carico dello Stato* nei fondi obbligatori pubblici (per *l'Italia*, INPS, INPDAP, ed altre istituzioni pubbliche minori; mentre, per *gli USA*, il Dipartimento della previdenza

obbligatoria, meglio nota come *"Social Security"*); o di *Istituzioni private* nei fondi obbligatori privati (per *l'Italia*, le casse professionali come ENPAV, CNPAF, ed altre; mentre, per *gli USA*, lo stesso Dipartimento della Social Security[4]); se è *a schema DC* (a Contribuzione Definita), allora **a2)** il *rischio è a carico dell'investitore* (fondi complementari). Perlomeno così dovrebbero funzionare[5]. Infine, se trattasi di un investimento puro azionario, di qualunque settore, allora **b)** il *rischio è a carico dell'investitore*;

vii) **Processo finanziario** che ogni investitore, o chi per lui, dovrebbe seguire scrupolosamente per selezionare un investimento pensionistico dal momento che il livello di rischio in un portafoglio diversificato dipende dalla combinazione scelta (azioni e/o obbligazioni e/o moneta), e la *media/deviazione standard, o* similmente *media/varianza*, misureranno rispettivamente il rendimento atteso ed il rischio di quella combinazione.

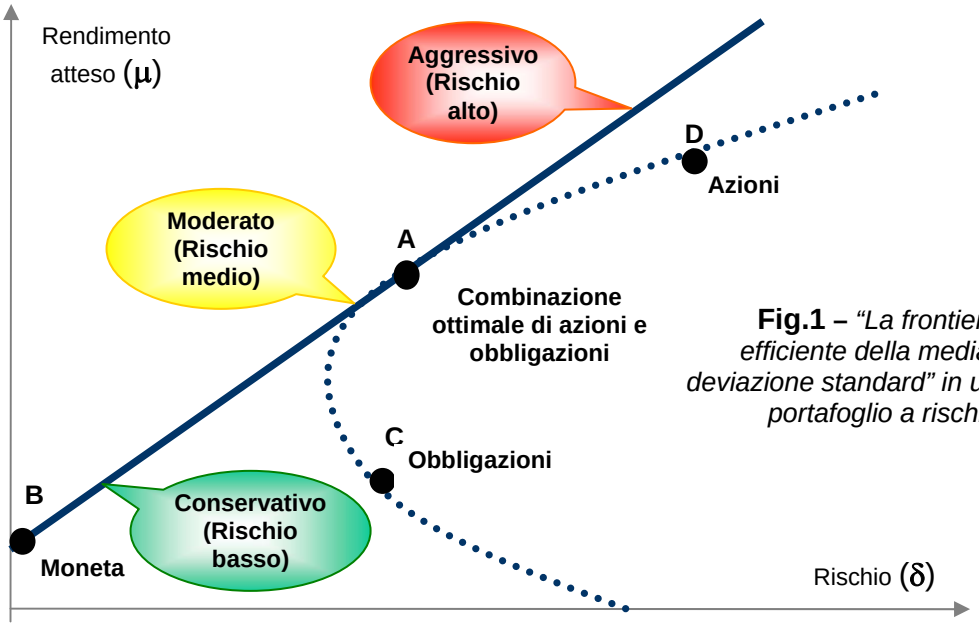


Fig.1 – *"La frontiera efficiente della media-deviazione standard" in un portafoglio a rischio*

Osservando la figura 1, notiamo che le *azioni* realizzano un alto rendimento medio ad un rischio alto (misurato dalla deviazione standard); mentre, le *obbligazioni* offrono un basso rendimento medio ma ad un rischio basso. Anche la *moneta*, nel breve periodo, offre un basso rendimento medio ma a rischio zero[6]. Per questo motivo è riportata sull'asse verticale a rischio zero della figura 1. Sulla *linea curva* sono misurate le medie e deviazioni standard di combinazioni di azioni e obbligazioni in un portafoglio a rischio. Quando a questo portafoglio a rischio si aggiunge la moneta allora le combinazioni di medie/deviazioni standard che si possono realizzare si trovano su una *linea retta*. Tale linea retta, definita la *"frontiera efficiente*

della media/deviazione standard", mostra il rendimento medio più alto per ogni data deviazione standard. Il *punto della tangente* in cui la linea retta incontra la linea curva definisce *"la migliore combinazione di titoli a rischio (azioni e obbligazioni)*[7]*"* conosciuta come il "*portafoglio ottimale"* (optimal portfolio) che successivamente, in un dato momento "t", l'investitore decide di combinare, o non, con un titolo senza rischio per selezionare il proprio *"portafoglio preferito"*.

Ciò premesso, possiamo concludere che: 1) l'investimento ***ottimale*** è quello che guarda rigorosamente alla media/deviazione standard scegliendo la *combinazione ottimale* nel punto di tangente **(A),** 2) un investimento ***conservativo*** combinerà il portafoglio a rischio della combinazione ottimale con la moneta spostandosi a sinistra in un punto più basso della frontiera efficiente intorno a **(B)**, 3) quello ***moderato*** diminuirà la moneta spostandosi a destra in un punto più alto della frontiera efficiente intorno a **(C)**, infine 4) un investimento ***aggressivo*** rischierà movendosi a destra molto più in alto del portafoglio ottimale della tangente fino a raggiungere un punto della frontiera efficiente intorno a **(D)**. Ma, secondo il teorema di Tobin, nessuno di questi investitori dovrebbe alterare la proporzione dei titoli a rischio.

Questo modello ad un periodo della media/varianza (o similmente media/deviazione standard) di Tobin e Markovich, il modello CAPM (Capital Asset Pricing Model) di Sharpe-Lintner-Mossin e i robusti teoremi di Modigliani–Miller[8], rappresentano i primi modelli statici del mercato dei capitali alla fine degli anni '60.

Eppure, questi modelli, anche se considerati i pilastri della finanza da oltre due decadi, soffrono di due grosse limitazioni: *primo*, che il criterio media/varianza non è consistente con gli assiomi di scelta generalmente accettati di von Newman-Morgenstern[9], almeno che o i prezzi dei titoli hanno distribuzioni di probabilità Gaussiana o le preferenze degli investitori hanno una distribuzione di utilità quadratica (anche se tale distribuzione appare inconsistente con il comportamento dei prezzi osservati); *secondo*, le distribuzioni normali dei prezzi violano il principio fondamentale di responsabilità limitata per i possessori di titoli finanziari.

Più tardi, negli anni '90, sostituendo il generico tempo "t" ad un periodo con un intervallo di tempo definito tra revisioni successive del portafoglio, il modello del Tempo-Continuo *"Continous-time"* di Merton[10] con la funzione logaritmica dei prezzi normalmente distribuita produce nuove regole per realizzare un portafoglio ottimale. Regole che, pur derivando da quelle dei modelli statici, sono più realistiche perché riproducono la dinamica del tempo. Per questo motivo il modello di Merton si colloca tra i modelli statici e quelli dinamici del mercato dei capitali.

Brevemente, Merton, per rendere differenziabili i processi di Gauss-Wiener Brownian (funzioni continue) e di Poisson (funzioni discrete) in modo da esprimere la loro dinamica, ha

sviluppato un tipo più generale di equazione differenziale stocastica definita da una particolare classe di processi del tempo continuo di Markov del primo tipo, detto *"Itô process"* o *"Itô calculus"*[11]. In questo modo è possibile differenziare alcune funzioni della dinamica Browniana, e quindi integrare le equazioni differenziali stocastiche del tipo Itô.

Il *contributo fondamentale del modello di Merton sta nell'aver sviluppato un sofisticato strumento di finanza con il quale gli investitori, analizzando gli effetti dell'incertezza nel tempo, possono rivedere continuamente in tempo reale le loro decisioni di investimento*.

Ciò premesso, qualunque sia la tipologia dell'investimento (fondo previdenziale obbligatorio o volontario, pubblico o privato, o altro prodotto finanziario), il suo rendimento dovrebbe incontrare le aspettative dell'investitore.

Virtualmente non esiste un limite al rendimento che si spera di realizzare da un investimento quando si è disposti ad assumerne il rischio relativo. Per questo motivo, anche in momenti di perdite così elevate, come quelle che i mercati finanziari hanno sperimentato negli ultimi anni, ci sono investitori disposti ad acquistare azioni ad un prezzo di mercato molto alto perché pensano, o quantomeno sperano, che comunque avranno il loro profitto.

La convinzione che *"da quel momento in poi"* il mercato non può che salire è l'idea sbagliata che genera le bolle speculative e devia i mercati finanziari. I risparmiatori continuano ad investire con la speranza di alti rendimenti, senza rendersi conto dell'elevato rischio che stanno assumendo, particolarmente quando trattasi di azioni di società che credono di conoscere. Sicché, solo quando il *"mercato dell'orso"* colpisce, i risparmi evaporano, i rischi diventano apparenti, ed il mercato azionario mostra la falsa promessa di un arricchimento senza limiti.

Negli ultimi anni, il Dow, e similmente lo S&P500, era così spaventosamente sopravvalutato da superare picchi di oltre 20.000 punti, una valutazione superiore al doppio di un ragionevole livello, che potrebbe essere stimabile intorno, ma non oltre, a 10.000 punti[12]. La causa di una valutazione così eccessiva va ricercata soprattutto nel settore tecnologico dove, a tutt'oggi, gran parte delle azioni sono ancora quotate al di sopra di quanto giustifichino i loro fondamenti. La difficoltà di stimare il valore intrinseco delle società tecnologiche è il motivo principale per cui questo settore rimane di gran lunga sopravvalutato rispetto agli altri. Infatti, è molto difficile quotare una azione tecnologica perché molte di loro sono senza utili ed, inoltre, si riferiscono a voci patrimoniali intangibili. Così accade che gli investitori di quel momento pagano caro sperando che quelli che verranno dopo di loro pagheranno ancora di più.

Pochi investitori realizzano che la rapida crescita delle società tecnologiche non corrisponde ad una analoga crescita dal punto di vista del profitto. Il passo dell'innovazione e della concorrenza è diventato così rapido e veloce che i leader di settore sono facilmente superati da nuovi leader più competitivi. Il mercato è pieno di questi esempi, e quelli più clamorosi sono le

società di telefonini e computer che dimostrano come nicchie di mercato ad alta specializzazione vengono facilmente sostituite da nuovi prodotti a tecnologia avanzata in un arco di tempo brevissimo.

Ma sul mercato non abbiamo assistito solo a casi di mera speculazione. A questa si è aggiunta la frode che ha amaramente provato la fiducia e, quindi, le aspettative dei risparmiatori. ENRON, WORLDCOM, PARMALAT e CIRIO rappresentano alcuni, forse tra i più eclatanti, esempi di "mala finanza". Nomi che da anni, se non addirittura decadi, guidano l'economia di due tra i maggiori paesi occidentali quali l'Italia e gli Stati Uniti.

Tutte storie più o meno "annunciate" da tempo che ad una sfrenata corruzione e frode, perpetuata nel tempo, includono la speculazione, l'incapacità manageriale e la totale indifferenza ai sacrifici fatti da milioni e milioni di risparmiatori che, al contrario, avevano creduto in loro con alte aspettative. Come risultato, i rendimenti di mercato si sono sgonfiati spingendo l'investitore ad aspettative più realistiche ed il sistema all'adozione di nuove regole.

Quali sono i punti chiave di un crack finanziario?

La Tavola 2, suggerisce una serie di domande che dovrebbero individuare i *punti chiave* di un crack finanziario, la cui storia è attivata da manovre e meccanismi vari.

TAV. 2 - "PUNTI CHIAVE DI UN CRACK FINANZIARIO"
CHI è indagato?
CHE COSA ha avviato la crisi finanziaria?
PERCHÉ lo scandalo è importante?
QUALI sono le cifre dello scandalo?
COME sono stati "deviati" i capitali del crack?
QUALI sono gli strumenti finanziari utilizzati per deviare il capitale?
QUALE ruolo hanno avuto gli strumenti finanziari nel crack finanziario?
DOVE sono finiti i capitali "deviati" del crack finanziario?
CHE COSA accade ora alla compagnia coinvolta nello scandalo?
QUALI sono le implicazioni di un crack finanziario sull'economia globale?

Quale fu il corso degli eventi che ha portato a queste storie di "mala finanza"?

Una approfondita analisi dei quattro casi menzionati (Enron e WorldCom per gli Stati Uniti, Parmalat e Cirio per l'Italia), dopo una rapida descrizione degli eventi che hanno portato a queste storie di "mala finanza", tenterà di individuare le vere cause del dissesto finanziario.

2. Il caso Enron

Nel 2001 l'intero b*oard della Enron* è accusato di frode e sfrenata corruzione e la Enron Corporation è dichiarata fallita e soggetta alla procedura prevista dal Chapter 11 "*corporate bankruptcy*" della vigente legge fallimentare negli Stati Uniti, mettendo in evidenza una preoccupante *mancanza di etica e trasparenza*.

E' la più grande frode della storia degli USA. L'economia Americana è scossa sia per il *coinvolgimento di una importante multinazionale*, sia per gli squallidi dettagli della *sfrenata corruzione* (salari, bonus e spese che "distraevano" pesanti somme di denaro dalla holding), e *dello spionaggio internazionale* per l'uso di informazioni di affari "carpite" attraverso il satellite-progetto, noto come "Echelon". Forse con queste informazioni Enron fu in grado di ottenere i migliori appalti in tutto il mondo.

Enron era conosciuta in tutto il mondo da oltre 15 anni e operava in almeno 30 paesi, con un patrimonio valutato intorno ai 33 miliardi di dollari oltre a sostanziose linee di credito non usufruite. Nel 2000 era al 7mo posto nella classifica *Fortune 500*, le prime cinquecento compagnie Americane, per business globale nei settori industriali della distribuzione del gas e dell'energia, provvedendo alla costruzione sia degli impianti (tipo i gasdotti) sia delle infrastrutture per la distribuzione e trasporto internazionale.

Il crollo della compagnia ha portato al licenziamento di oltre *4000 dipendenti che hanno perso non solo il loro lavoro ma anche i loro risparmi pensionistici* (oltre un miliardo di dollari), così come è accaduto a *milioni di investitori ordinari* (perdite per svariati miliardi di dollari).

Fig.2 – CADUTA GUIDATA DELLE AZIONI ENRON

Durante la sospensione della quotazione in borsa, ai dipendenti della Enron fu legalmente impedito di cedere le azioni dei loro piani pensione. La figura mostra il prezzo delle azioni Enron il giorno di chiusura alla fine della sospensione.

* Il crollo delle azioni Enron, subito dopo la fine della sospensione in borsa, fa perdere ai dipendenti tutti i risparmi che nel piano 401(K) erano totalmente investiti in azioni Enroni con alte aspettative.
Fonte: Elaborazioni proprie su dati finanziari Thomson - Enron's web site

Mentre *fu impedito* ai *dipendenti di uscire dal piano Enron 401(k)* e agli *investitori di vendere le azioni Enron*, utilizzando la manovra del "*lockdown*", ciascun membro del Board vendeva le proprie quote azionarie nel momento in cui il valore per azione oscillava intorno ai 98 dollari, guadagnando ciascuno almeno 30 milioni di dollari. E' evidente lo scopo di arricchimento della manovra a favore del board e a danno dei partecipanti al fondo. La figura 2 mostra chiaramente che, dopo il lockdown, in pochi giorni il titolo crollò drasticamente a 0.28 centesimi per azione, bruciando un enorme ammontare di risparmi di una vita lavorativa e spazzando via sogni a lungo accarezzati.

Da Marzo 2004 la Enron Corporation, dopo aver sostituito il board corrotto[13] e con la "vision" di una nuova e trasparente gestione, sta gradualmente riaprendo gli uffici, virtualmente con le maggiori attività della compagnia intatte. Tanto è vero che, la società ha potuto iniziare la vendita di almeno una dozzina di attività, o partecipazioni di attività, tra le più importanti in modo da consentire il rimborso dei creditori, che è uno dei vincoli predisposti dal Chapter 11 della legge fallimentare Americana. Inoltre, sta sviluppando nuovi rami di business e consolidando i vecchi. Contemporaneamente, il nuovo board ha chiesto, ed ottenuto, l'approvazione di un piano di indebitamento a lungo (3 anni) che, sempre sulla base di quanto previsto dal menzionato Chapter 11 attraverso l'operatività della nuova gestione gli permetterà ripianare parte delle perdite subite dai dipendenti e dai risparmiatori ordinari, anche se ancora non si conosce quale sarà la percentuale di copertura nella fase di conversione da azioni privilegiate ad azioni ordinarie.

A tutt'oggi le azioni Enron sono sospese dalle quotazioni NASDAQ e lo rimarranno sino al momento in cui la compagnia sarà dichiarata fuori dal fallimento.

Purtroppo il *Fondo Enron* rappresenta uno sfortunato esempio di *401(K) Plan a schema DC* (Contribuzione Definita – rischio a carico del singolo investitore) di previdenza complementare americana, per la quale sono discussi alcuni punti di revisione nel paragrafo 4.

3. Il caso WorldCom

Nel 2001 l'intero b*oard della WorldCom* è accusato di *incapacità, corruzione e frode contabile* per aver gonfiato i profitti aziendali di 11 miliardi di dollari e come la Enron Corporation anche la WorldCom Corporation entra nella procedura fallimentare prevista dal Chapter 11. Complessivamente i debiti ammontano a circa 35 miliardi di dollari.

E' questo il secondo grande caso di frode nella storia degli USA ed ancora una volta l'economia Americana è scossa dal *coinvolgimento di una importante multinazionale* che nel settore delle telecomunicazioni rappresenta il secondo tra i più grandi operatori intercontinentali

"long-distance call provider" del paese. Da decenni la compagnia è conosciuta ed operativa in quasi tutto il mondo con oltre 50,000 dipendenti. Il patrimonio è formato da: ***a)*** *interessanti flussi di cassa*, correnti e in previsione, provenienti da attività finanziarie e di investimento, ***b)*** una *ragguardevole liquidità*, oltre 5 miliardi di dollari realizzati dalla vendita della partecipazione nella conglomerata News Corporation, e ***c)*** *consistenti linee di credito non usufruite*, circa 8 miliardi di dollari. Per tali motivi, il passivo, inizialmente calcolato intorno agli 11 miliardi di dollari, è stato successivamente ridefinito per circa 6 miliardi di dollari.

Come la Enron, anche la WorldCom Corporation evidenzia una preoccupante *mancanza di etica e trasparenza ed una crescente "mala gestione"* che richiama urgentemente l'adozione di nuove regole.

Da Febbraio 2004 la WorldCom Corporation, dopo aver sostituito il Board corrotto[14], sta emergendo dal fallimento sotto la guida di un nuovo management e l'approvazione di un piano di indebitamento a lungo (3 anni) che, sulla base di quanto previsto dal menzionato Chapter 11 attraverso l'operatività della nuova gestione gli permetterà ripianare parte delle perdite dei dipendenti e dei risparmiatori ordinari causate dalla pesante caduta del prezzo delle azioni WorldCom, come mostrato in figura 3.

Fig. 3 - CADUTA DELLE AZIONI WORLDCOM

La WorldCom sta emergendo dal fallimento con quasi tutto il suo patrimonio intatto. Ora è conosciuta come MCI/WorldCom, diventando il secondo più grande fornitore del paese nel ramo delle telecomunicazioni a lunga distanza. Sotto il nuovo management la compagnia ha ottenuto l'approvazione di un piano di indebitamento a lungo per rimborsare i creditori.

Fonte: Elaborazioni proprie su dati Yahoo's Web site

Dallo scorso Aprile, la WorldCom, abbandonato il suo nome perché divenuto sinonimo di "scandalo societario", *ha assunto la denominazione di MCI/WORLDCOM*, o semplicemente *MCI*, compagnia nel ramo delle telecomunicazioni acquistata nel 1998.

Oggi come MCI/WorldCom sta emergendo con un ampio focus in un contesto di business completamente nuovo. In base al piano di risanamento, la MCI/WorldCom ha emesso i primi 320 milioni di dollari in azioni MCI a favore dei creditori. A coloro che avevano investito in

azioni ordinarie della WorldCom in sostituzione verranno rilasciate azioni della MCI; mentre, a coloro che possedevano obbligazioni della WorldCom, verranno rilasciate azioni privilegiate MCI. Con questa operazione sia le azioni che le obbligazioni della WorldCom saranno definitivamente cancellate. Inoltre, la compagnia ha accettato di pagare un terzo della multa di 750 milioni di dollari imposta dalla S.E.C. (Securities and Exchange Commission[15]) per estinguere le vertenze aperte con la frode contabile.

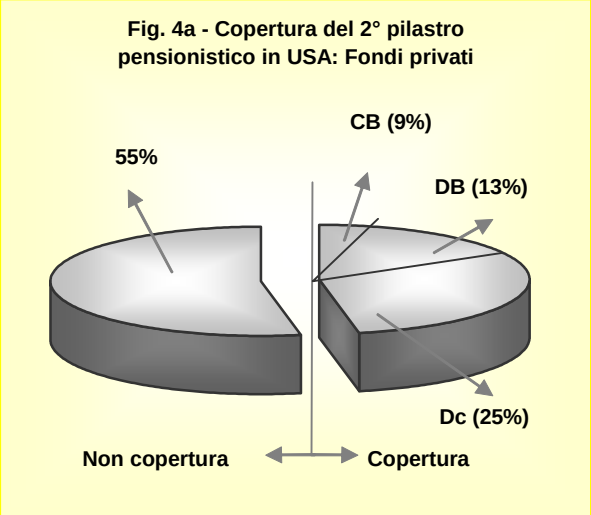
Solo quando sarà completamente emersa dalla bancarotta, sarà più facile per la MCI costituire partnership con affermati imprenditori specializzati nel settore tecnologico della connessione senza fili *"wireless"*, aggiungendo tale attività al *core business* ritenendo che *giocherà un ruolo strategico importante nel settore delle telecomunicazioni.* Non è escluso che, nel lungo periodo, il crescente utilizzo di Internet e l'integrazione con altre forme di comunicazione, potrebbero offrire alla MCI l'opportunità di proporre nuovi servizi nell'area della sicurezza "Security" e dei servizi connessi all'alta velocità di Internet con accesso locale e remoto, sia all'interno del paese che internazionalmente.

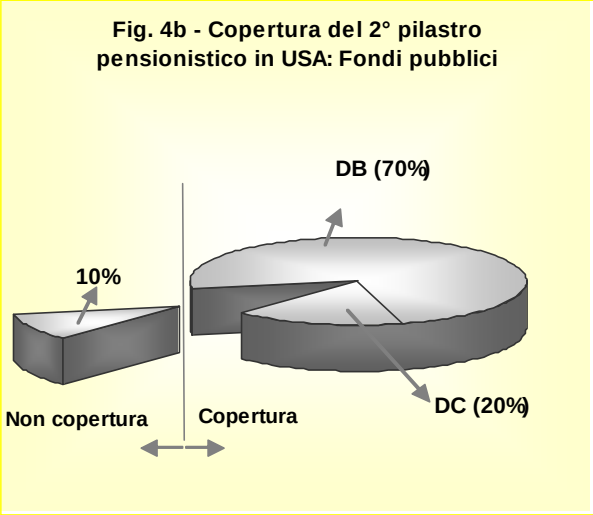
Anche il caso *WorldCom* rappresenta uno *sfortunato esempio di 401(K) plan a schema DC* di previdenza complementare americana, suggerendo la revisione discussa nel successivo paragrafo.

4. Punti di revisione dei piani 401(k): il secondo pilastro pensionistico degli USA

Nelle ultime due decadi, mentre la copertura totale dei piani volontari offerti dal secondo pilastro pensionistico Americano è rimasta quasi invariata, la sua composizione è stata profondamente modificata da due importanti cambiamenti. *Primo*, una crescente percentuale di donne che, a fronte di una maggiore partecipazione al lavoro e redditi più elevati, chiede una copertura pensionistica più alta[16]. *Secondo*, un crescente numero di lavoratori che, per decisione propria o dei loro datori di lavoro, hanno deciso di passare dai tradizionali fondi pensione con schema a prestazione definita (DB) a quelli a contribuzione definita (DC)[17]. *Come risultato, il cambiamento ha portato ad uno slittamento del rischio dal datore di lavoro al lavoratore.* Infatti, nei piani DB, normalmente volontari e raramente obbligatori, è il datore di lavoro che si assume il rischio di benefici pensionistici certi per i lavoratori; mentre, nei piani DC, dove la partecipazione è sempre volontaria, è il lavoratore che si assume il rischio di benefici incerti dal momento che dipendono dal rendimento di mercato[18], o in altre parole, dalla performance finanziaria degli investimenti.

Tra i *lavoratori senza copertura* del secondo pilastro pensionistico, almeno *tre quarti non sono eleggibili* perché mancano dei requisiti necessari[19] per partecipare ai piani offerti dai loro datori di lavoro; mentre, il rimanente *quarto ha scelto di non partecipare*, quindi di non contribuire, per diverse ragioni che includono caratteristiche attinenti al lavoratore o al piano[20].





Fonte: Elaborazioni proprie su Dati US Bureau of the Census (1980-2001). Percentuali di partecipazione dei lavoratori ai fondi pensione, pubblici e privati, rispetto alla totalità della Forza Lavoro in USA.

La percentuale corrente di copertura (partecipazione dei lavoratori) del 2° pilastro pensionistico, fondi pensione privati e pubblici, negli USA è illustrata nelle figure 4a-b.

I fondi pensione possono essere offerti da datori di lavoro pubblici e privati, o da organizzazioni sindacali e vanno estensivamente dai piani DB (sostanzialmente in declino) ai piani DC (fortemente in crescita), come i noti 401(K). Nel mezzo troviamo una crescente percentuale di piani *Cash Balance (CB)*[21], che offrono una combinazione di schemi DB e DC. Normalmente questi piani provvedono un minimo di benefici garantiti (DB) più un ammontare incerto di benefici, che dipendono dal rendimento di mercato (DC).

Accanto, o in alternativa, ai fondi pensione ci sono anche i *Conti Individuali Pensionistici* "Individual Retirement Account" (IRA), e i *Fondi Comuni di Investimento* "Investment Common Fund", che rappresentano dei veri e propri conti di risparmio e non richiedono particolari requisiti di eleggibilità come i fondi pensione. Sono volontariamente e responsabilmente finanziati da risparmiatori che li sottoscrivono per garantirsi contro eventuali bruschi declini dai loro passati standard di vita.

E' importante notare che molti piani pensionistici tra loro diversi possono far parte di uno stesso fondo pensione, e che una società può offrire più di un piano[22].

Tra i piani a schema DC, attualmente i 401(K) rappresentano i piani più importanti che gli Americani hanno scelto come il loro secondo pilastro pensionistico. I loro vantaggi più attraenti sono:

1. **Partecipazione volontaria** nel piano. Ciascun lavoratore, con i requisiti di eleggibilità ed unico responsabile, è libero di decidere *se, o meno*, partecipare, *quanto* contribuire, e *come* investire il suo capitale (Asset allocation) nel fondo, entro regole definite dal singolo piano incluso il tetto ai contributi;
2. **Contribuzione esente da imposte** all'entrata del fondo, sia per il lavoratore che per il datore di lavoro, così come sono fiscalmente esenti anche i rendimenti investiti nel piano. Ovviamente i benefici, quando escono dal fondo, sono tassati come normale fonte di reddito[23];
3. **Diritto di accesso al proprio risparmio** accumulato nei conti individuali aperti nel piano allo scopo di maturare un vitalizio (o un versamento unico) che, entro specifiche regole, permetta al lavoratore di autofinanziarsi un investimento che lui stesso ha deciso, come l'acquisto di una casa o di un automobile, o per qualunque altra emergenza familiare, tipo cure mediche, o in "capitale umano";
4. **Portabilità dei benefici pensionistici** accumulati nel fondo e riportati in conti di risparmio individuali. L'apertura di tali conti è predisposta dal fondo allo scopo di tenere contabilmente aggiornato il partecipante il quale, attraverso regolari e periodici rendiconti finanziari (usualmente trimestrali) può controllare l'accumulazione dei suoi risparmi nel tempo. Questa caratteristica, facilitando l'accesso e la portabilità dei fondi pensione, è particolarmente apprezzata da quei lavoratori che cambiano spesso lavoro, e dai datori di lavoro che in questo modo non hanno l'obbligo di tenere la documentazione per quei dipendenti che lasciano la società;
5. **Concreti benefici pensionistici**, dal momento che i lavoratori, ricevendo periodici estratti conto, possono continuamente verificare l'accumulazione dei loro risparmi "tangible savings".

Il rendimento dei piani 401(K) dipende fortemente da: **a)** *quale è il livello di regolamentazione dei piani;* **b)** *quanto capitale* (contribuzione del lavoratore, in percentuale della busta paga, e contribuzione del datore di lavoro, quando è prevista) *è investito nel fondo*; e **c)** *come è gestito il capitale del fondo*. Il *primo* è un punto piuttosto controverso perché, se da un lato, fiducia e sicurezza del risparmiatore per gran parte derivano da una buona legislazione; dall'altro, un'eccessiva regolamentazione impone troppe restrizioni su come avviare ed amministrare i piani pensione. Gli *ultimi due*, dal momento che sono punti molto delicati, sono discussi di seguito.

Il rapido crollo della Enron e WorldCom[24] ha dolorosamente reso evidente quanto sia facile per un lavoratore perdere i suoi risparmi nei piani 401(K), o simili, specialmente quando il denaro è completamente investito nelle azioni di una compagnia e le azioni sono "inquinate" (come è chiaramente emerso dalle manovre dei board corrotti). L'alto rendimento atteso da un tale investimento è ciò che spinge gli investitori ad assumere un rischio sempre più alto, più di quanto se ne rendano conto. Enron, WorldCom ed analoghe situazioni, dimostrando che la sicurezza finanziaria di questi piani è piuttosto debole, ci suggeriscono *quattro elementi di revisione* di questa popolare forma previdenziale americana:

i) **Istituzione di una Commissione di esperti *"Blue Ribbon Commission"*** che, avendo per missione quella di garantire una maggiore sicurezza finanziaria, supervisioni l'amministrazione del *capitale del fondo investito in un portafoglio diversificato,* consistente in una appropriata porzione dell'intero mercato finanziario (una uguale frazione di tutti i titoli esistenti, azioni ed obbligazioni)[25]. Inoltre, accordi di reciprocità darebbero al portafoglio del fondo l'accesso a frazioni di mercato estero;

ii) **Politica contributiva aziendale** da adeguare alla contribuzione del lavoratore, entrambe definite da regole specifiche del piano 401(K). In fase di recessione, il risparmio contributivo del datore di lavoro, ottenibile con questa manovra[26], potrebbe essere utilmente considerato in alternativa a dolorosi tagli della forza lavoro. Infatti, negli ultimi anni, soprattutto le grandi aziende e le maggiori università private, hanno preferito diminuire la loro quota contributiva, fino a due punti (il primo punto fu tagliato nel 2000, mezzo punto nel 2002, e un ulteriore mezzo punto nel 2003), piuttosto che ridurre il personale, difendendo tale scelta come la meno traumatica al licenziamento, e con la garanzia di rialzarla, al livello precedente o oltre, al momento della ripresa dell'economia;

iii) **Informazione trasparente della gestione** che, garantita dall'operato dei revisori attraverso la certificazione dei bilanci, almeno così dovrebbe essere, migliorerebbe l'informazione sul mercato finanziario aiutando il risparmiatore nella fase decisionale dell'investimento pensionistico. Il caso Enron ha dimostrato chiaramente che, se ci fosse stata tale trasparenza, dipendenti e risparmiatori ordinari avrebbero notevolmente contenuto le loro perdite;

iv) Limiti ragionevoli di uscita dal piano uguali e validi per tutti i lavoratori della compagnia. Particolarmente due limiti sono fortemente dibattuti in tutto il paese. **A)** *Il limite di età per uscire dal fondo.* Purtroppo, abbassare il limite di età non risolve il problema perché, qualunque sia l'età considerata per uscire dal piano, un partecipante potrebbe non essere in grado di vendere le azioni della compagnia in suo possesso[27]

prima che raggiunga quel limite di età. Ciononostante, potrebbe essere un'utile misura in termini di una "*migliore sicurezza finanziaria del piano*". In altre parole, qualora fosse necessario, dovrebbe essere permesso a partecipanti di diversificare i loro investimenti nel fondo, punto questo estremamente importante durante i periodi di forte volatilità dei mercati finanziari. Onestamente, questa non è altro che una regola di buon senso "common sense". Il caso della Enron ha indiscutibilmente mostrato l'assurdità di impedire ai lavoratori di uscire dal fondo e agli investitori ordinari di vendere le azioni. Se non ci fossero state restrizioni, avrebbero potuto diversificare riducendo l'elevato rischio che paurosamente incombeva sui loro risparmi pensionistici. Invece, hanno visto "evaporare" tutti i loro risparmi e "miseramente morire" tutte le aspettative riposte in quell'investimento a lungo accarezzato. **B)** *Limite di investimento in una singola azione*. Questo problema evidenzia due punti. **Primo** "*Il datore di lavoro come dovrebbe versare il suo contributo da unirsi a quello del lavoratore nei piani 401(K)? Moneta, Azioni, Obbligazioni, o quale combinazione*?". Quasi che sin dal loro inizio, i piani classici pensionistici e investitori istituzionali, come le università private, hanno stabilito standard prudenziali fissando, rispettivamente, limiti del 5 e 20 percento in azioni. Guardando la figura 1 nel primo paragrafo, potremmo assumere che più è conservativo il nostro comportamento verso un investimento più è alta la possibilità di ridurre il rischio di mercato, ma questo non significa affatto aver realizzato il miglior portafoglio o il portafoglio preferito. Forse, le regole che definiscono l'*investimento del capitale del fondo in un appropriato portafoglio diversificato, al fine di garantire un rendimento adeguato a soddisfare quella porzione di consumi pensionistici non coperti dalla Social Security, sono la risposta giusta*. **Secondo** "*Quanto contribuire*?". I dati del Ministero del Lavoro Americano sembrano dimostrare che l'importo medio nei piani DC 401(K) è appena sufficiente a coprire tre o quattro anni di pensionamento. Ma, questa considerazione non è precisa perché assunta su dati medi che riguardano una larga fascia di contributi, una vasta serie di classi di reddito e, soprattutto, differenti regole dei piani inclusa quella riguardante la *contribuzione del datore di lavoro*. Questa *importante caratteristica, disposta da alcuni piani, ma non da tutti, fa una enorme differenza nell'ammontare del capitale accumulato nel fondo*, e quindi nei conti individuali dei lavoratori, *per ottenere un vitalizio pensionistico o un versamento unico*. Abbiamo dedicato molte energie per trovare la strada giusta, in termini di costi ed equità intra e intergenerazionale, per migliorare il secondo pilastro pensionistico[28], dimostrando con modelli di simulazioni, l'evidenza che il suo successo dipende da una sana riforma della Social Security. Infatti, tali piani, essendo piani pensionistici

supplementari, quindi oltre alla Social Security, dovrebbero coprire "liberamente e volontariamente" quella porzione di consumo pensionistico non coperto dalla Social Security. In altre parole, l'ammontare congiunto dei contributi, lavoratore-datore di lavoro, potrebbe adeguatamente muoversi tra il 6 percento ed il 10 percento. Apparentemente, tale tasso percentuale potrebbe sembrare elevato, ma non è così se consideriamo che attualmente 10 percento è un tasso di contribuzione comune in molti piani privati esistenti a schema DC, e che l'attuale tasso di contribuzione massimo per i piani Keogh, analoghi ai 401(K), è 15 percento. Un contributo più alto non è necessario. Inoltre, potrebbe creare un problema di eccessivo finanziamento *"overfunding"*, anche se finanziare in eccesso un fondo pensione, DC o DB schema, potrebbe offrire *vantaggi fiscali*. In particolare, il vantaggio più evidente dei piani DB si ottiene quando l'investimento in titoli a rischio (azioni ordinarie) offre un trattamento fiscale piuttosto favorevole, genera elevati costi di transazione e gli investitori sperano di incassare i premi di rischio *"risk premium"*[29]. Il *vantaggio è maggiore* quando: o **a)** *nel tempo è prevista una diminuzione delle aliquote fiscali per i datori di lavoro*; o **b)** il *tasso di rendimento dopo le imposte sui titoli del piano pensione è più alto del tasso di rendimento dopo le imposte per qualunque investimento che il datore di lavoro fa fuori del piano pensione.*

5. Il caso Parmalat

Alla fine di Dicembre 2003 l'intero b*oard della PARMALAT* è stato accusato di frode e sfrenata corruzione e la compagnia è stata dichiarata insolvente e posta in amministrazione straordinaria. All'inizio del 2004 è stato nominato un commissario straordinario per guidare la Parmalat Holding fuori dello scandalo finanziario e cercare di recuperarla. Gli ispettori, faticando un bel po' per capire come era iniziato il deficit di circa 16 miliardi di dollari e che fine aveva fatto l'ingente liquidità, iscritta in bilancio ma risultata inesistente, hanno scoperto che i managers semplicemente falsificavano i dati di bilancio da almeno 18 anni inventando voci patrimoniali e conti falsi per coprire il grosso buco della gestione, e che esisteva una forte responsabilità delle società di revisione, Thornton e Deloitte, inquisite dalla magistratura per essere state piuttosto compiacenti nel coprire le malefatte del board.

È il turno dell'economia Italiana ad essere sconvolta da una sfrenata corruzione (salari al "top", generosi "bonus" elargiti fuori e dentro la Parmalat, e altre pesanti "distrazioni" di denaro dalla compagnia) che coinvolge una importante multinazionale, la maggiore del paese nel settore alimentare.

Da decenni è operativa in almeno 30 paesi con più di 32.000 dipendenti, un giro di affari in Nord America che supera i 3 miliardi di dollari, e quasi 1,5 miliardi di dollari in America Latina (dati al 2003).

È un altro preoccupante caso di mancanza di etica e trasparenza. Per risanare la compagnia, *forse* potrebbe essere necessario *il licenziamento di una parte dei dipendenti* (gli esuberi non sono ancora stati quantificati perché il commissario straordinario, insieme alle parti sociali, sta ancora lavorando al piano di ristrutturazione per cercare di evitarlo).

I capitali della Holding, inclusi quelli derivanti da prestiti, presentati come operazioni di investimenti, sono stati per la maggior parte "deviati" verso il paradiso fiscale delle Cayman Islands, il resto verso altri paesi offshore come le Bahamas, le Isole Normanne Jersey e Guernsey, le Antille Olandesi e le Isole Vergini Britanniche.

Già dall'inizio degli anni '80 Parmalat, per alterare i bilanci, utilizzava diversi *strumenti finanziari* ad alto rischio inclusi i *derivati* avvalendosi di banche d'investimento internazionali come la Citigroup e la Merryl Lynch. Le linee di prestito venivano presentate come operazioni di investimento dichiarando un costo molto più basso rispetto a quello dell'effettivo prestito sostenuto e che in questo modo non appariva.

Per "deviare" i capitali, inclusi i prestiti obbligazionari (non garantiti), la Parmalat si avvalse di diverse istituzioni finanziarie tutte desiderose di portare a buon fine le transazioni anche perché attratte dalle alte commissioni generate dalle operazioni. La lista è lunga e comincia con la Bank of America, che è la banca più coinvolta sin dall'inizio della frode, poi la Citicorp, Merryl Lynch, JPMorgan, Morgan Stanley, Barclays, Deutsche Bank, Ubs, San Paolo/IMI, Credem, Unicredito, Banca Intesa, Monte dei Paschi, Popolare di Milano, Capitalia.

I dati falsificati di bilancio permettevano alla Parmalat di chiedere prestiti bancari (in realtà non garantiti) dietro emissione di obbligazioni e alle banche di lucrare ricche commissioni su operazioni spurie.

Nel tempo, gli stretti rapporti finanziari tra le banche e la compagnia evidenziarono un preoccupante rischio in crescita per gli istituti finanziari che, al momento del collocamento azionario e obbligazionario, autorizzato solo per investitori istituzionali, per rientrare rapidamente e con sicurezza dell'alta esposizione di rischio, causato dalle false e fuorvianti operazioni a copertura dei prestiti non garantiti, decisero di rivolgersi a milioni di investitori ordinari i quali, all'oscuro di quanto andava accadendo, erano desiderosi di fare lucrosi investimenti. In questo modo, le banche scaricavano il loro rischio, incautamente assunto, a danno di ignari risparmiatori che subivano ingenti perdite, intorno ai 16-18 miliardi di dollari, "investendo" in titoli spazzatura[30]. La figura 5 mostra chiaramente che quando il titolo Parmalat

fu sospeso in borsa rivelando la frode, agli investitori non rimanevano in mano che pezzettini di carta straccia.

Fig. 5 - CADUTA DELLE AZIONI PARMALAT

Al momento della sospensione della quotazione in borsa le perdite sono ingenti. Il sistema creditizio, che per coprire le esposizioni debitorie assunte per via delle partecipazioni aziendali aveva slittato l'alto rischio (perdite) sui risparmiatori, ora dovrà procedere a piani di rimborso. Il collocamento azionario e obbligazionario era autorizzato solo agli investitori istituzionali.

Fonte: Elaborazioni proprie su dati Yahoo's Web site

Da Aprile 2004, il commissario straordinario, per evitare la liquidazione della Parmalat Holding, ha iniziato a *ristrutturare il piano produttivo-commerciale – il secondo vero problema della Parmalat dopo la frode* – anche se per un lungo periodo il fatturato registrerà un calo superiore a quello atteso, provocato dal negativo impatto della svalutazione delle valute di riferimento dei mercati in cui l'azienda opera. Comunque, *l'apparente miglioramento dei margini operativi della società, potrebbe essere una prova dell'incapacità del vecchio board a sviluppare un piano produttivo* in quanto era troppo impegnato nella "distrazione finanziaria".

I dipendenti responsabilmente stanno collaborando con la nuova gestione. Contemporaneamente, le *Banche* che, non avrebbero dovuto procedere al collocamento azionario e obbligazionario presso risparmiatori ordinari, *in una "ritrovata" forma di responsabilità hanno aderito a partecipare ad eventuali piani di rimborso* ai creditori che dovrebbero riunirsi in concordato, secondo la proposta del commissario straordinario. Ma, se ciò avverrà, gli investitori quanto si vedranno rimborsare? Non lo sappiamo. Forse qualcosa intorno al 10-15% del loro investimento, forse meno.

6. Il caso Cirio

Verso la fine del 2003 l'intero b*oard della CIRIO* è stato accusato di sfrenata corruzione e frode per un giro d'affari gonfiato intorno al 20-25%, la compagnia Cirio è dichiarata insolvente

e posta in amministrazione straordinaria. E' un caso di frode a dimensione ridotta ma analogo alla Parmalat e, come quello, evidenzia una preoccupante mancanza di etica e trasparenza.

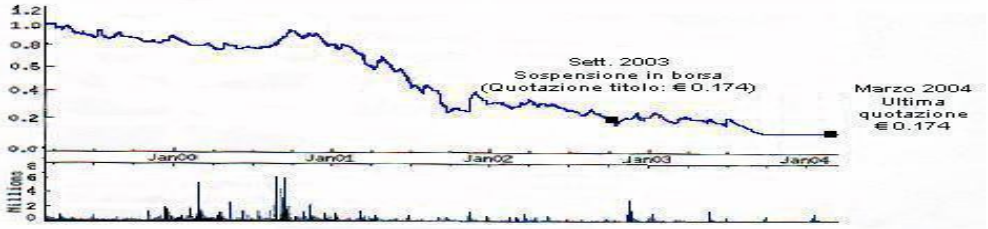
Ancora una volta, l'economia Italiana è sconvolta da una sfrenata corruzione, e dal coinvolgimento di un'altra multinazionale che rappresenta una azienda leader del paese nel settore agro-alimentare, pur se di dimensioni inferiori a quelle della Parmalat. Come per quest'ultima, anche i managers della Cirio hanno falsificato voci patrimoniali di bilancio e inventato conti in un lungo periodo di tempo per coprire un buco di gestione intorno al miliardo di dollari.

Da decenni, con oltre 18.000 dipendenti e un interessante patrimonio, il gruppo Cirio è operativo in diverse parti del mondo, in particolare Europa, Nord America e soprattutto America Latina, dove ha aperto diverse consociate realizzando un giro di affari per svariati miliardi di dollari.

Forse, per emergere dall'insolvenza e salvare la compagnia, potrebbe essere necessario *il licenziamento di una parte dei dipendenti* (anche se gli esuberi non sono ancora stati quantificati perché il commissario straordinario, insieme alle parti sociali, sta ancora lavorando al piano di ristrutturazione per evitarlo), nonché la vendita di importanti rami di attività.

Fig. 6 - CADUTA DELLE AZIONI CIRIO

Al momento della sospensione in borsa le perdite sono ingenti. Il sistema finanziario per coprire le esposizioni debitorie assunte per via delle partecipazioni aziendali, slitta l'alto rischio (perdite) sui risparmiatori, quando invece il collocamento azionario e obbligazionario era autorizzato ai soli investitori istituzionali. Ora dovrà procedere a piani di rimborso.



Fonte: Elaborazioni proprie su dati Yahoo Web site

I fallimenti Cirio e Parmalat sono simili. Entrambe hanno usato gli stessi meccanismi di frode, con società di revisione (nella Parmalat era la Deloitte, nella Cirio la G. Thornton, compiacenti a coprire le malefatte del board) e un medesimo coinvolgimento degli istituti finanziari (nella lista ora si aggiunge anche la Banca Popolare di Lodi) che, con il collocamento azionario e obbligazionario, ancora una volta provocano ingenti perdite, intorno al miliardo di dollari, a danno di oltre 35.000 investitori ordinari. La figura 6 ci fa capire come azioni "accarezzate" dagli investitori con alte aspettative, in poco tempo sono diventate pezzetti di carta straccia.

Da Ottobre 2003 il *Commissario straordinario*, per salvare il gruppo Cirio, *sta ristrutturando il piano produttivo-commerciale – il secondo vero problema della Cirio dopo la*

frode – anche se per un lungo periodo il fatturato registrerà un calo superiore a quello atteso, provocato dal negativo impatto della svalutazione delle valute di riferimento dei mercati in cui l'azienda opera. Comunque, *l'attuale miglioramento dei margini operativi della società, è una prova dell'incapacità del vecchio board a sviluppare un piano produttivo*, perché era troppo impegnato nella "distrazione finanziaria". Anche i dipendenti della Cirio responsabilmente collaborano con la nuova gestione.

Contemporaneamente, le *Banche* che, *non avrebbero dovuto procedere al collocamento azionario e obbligazionario*, in quanto rivolto a soggetti istituzionali, *in una "ritrovata" forma di responsabilità hanno aderito a partecipare ad eventuali piani di rimborso* ai creditori che dovrebbero riunirsi in concordato, secondo la proposta del commissario straordinario. Ma, se ciò avverrà, gli investitori quanto si vedranno rimborsare? Come per la Parmalat, non lo sappiamo. Forse qualcosa intorno al 10-15% del loro investimento, forse meno.

Ma come sono potute accadere frodi del genere?
Dove era il controllo istituzionale?
Come è possibile che nessuno si sia accorto di quanto andava accadendo?

7. Punti di revisione dei fondi italiani complementari: il secondo pilastro pensionistico

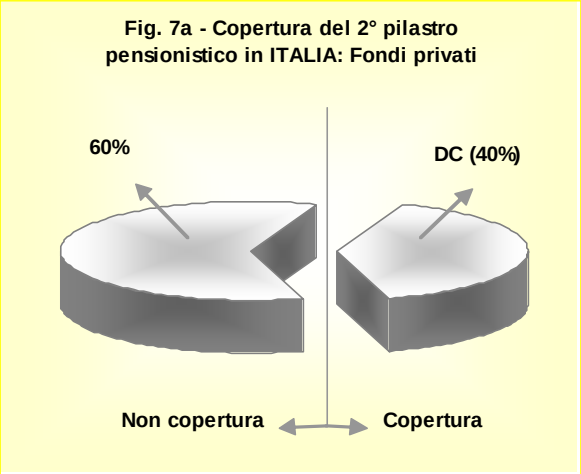
Sin dal loro inizio, circa tre decadi fa[31], i fondi pensione pubblici e privati Italiani sono tutti a **schema DC** (Contribuzione Definita – rischio a carico dei partecipanti), e sono notevolmente proliferati offrendo un vasto spettro di linee di investimento per renderli accessibili ai partecipanti sulla base della loro età, ricchezza e tolleranza del rischio. Fondamentalmente possono essere riassunte in tre classi di *linea di investimento*, ciascuna caratterizzata da un *differente profilo di rischio/rendimento*. R*iproducono le classi di investimento*, mostrate nella figura 1, *che un individuo affronta per decidere "Come investire" i propri risparmi di lavoro in modo da accumulare quel reddito da pensionamento dal quale dipenderanno i suoi consumi da pensionato*: **Aggressivo** (*Alto profilo di Rischio*) con una componente azionaria che varia tra 45% e 85%, **Moderato** (*Medio profilo di Rischio*) con una componente azionaria che varia tra 10% e 50%, e **Conservativo** (*Basso profilo di Rischio*) con una componente azionaria che varia tra 0% e 30%. Ciascuna linea di investimento è ancorata ad un benchmark, ossia un parametro di riferimento per valutare il rendimento dell'investimento. Tra gli *indici* più usati come benchmark dei mercati azionari e obbligazionari globali sono lo *S&P500* (Standard & Poor), il *MSCI AC World* (Morgan Stanley Capital International AC World), il *Dow* e lo *SSB WBGI* (Salomon Smith Barney World Government bond) e il *NASDAQ*.

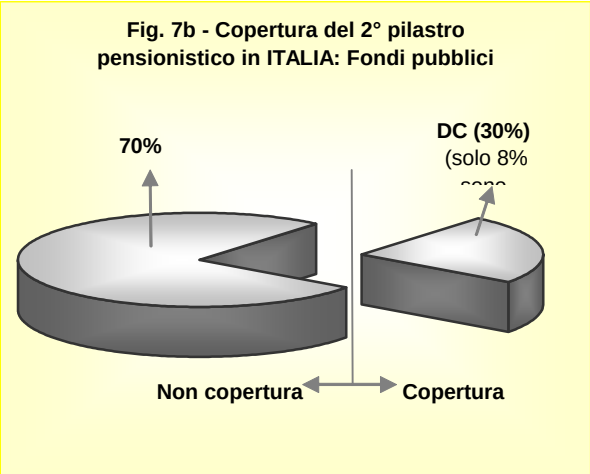
Eppure, a dispetto della sua variegata offerta, il secondo pilastro pensionistico Italiano è rimasto quasi invariato a causa di seri problemi. Tra i motivi di un tale fallimento, particolarmente tre richiedono una immediata revisione. Il **primo** è il *devastante tasso di contribuzione del primo pilastro pensionistico obbligatorio* che impedisce ai lavoratori di partecipare ai fondi supplementari e migliorare il loro reddito pensionistico. In realtà, *la crisi del sistema obbligatorio pensionistico Italiano* finanziato dalla ripartizione impone ai partecipanti l'elevata contribuzione del 40,4% (32,7% per l'INPS[32] e 7,7% per il TFR[33]) rispetto ad un tasso di contribuzione medio del 18% nei rimanenti paesi Europei. Quando il sistema sarà a regime (2050), le riforme degli ultimi dieci anni[34] ridurranno solo parzialmente il pesante carico. A quell'epoca, sarà 33% (24,4% per l'INPS e 7,7% per il TFR)[35], rimanendo in testa alla classifica dell'Unione Europea come il paese con i più alti contributi. Sperando di correggere questa situazione, l'attuale riforma **Maroni** (2004), senza intervenire su quanto disposto dalla Dini che andrà a regime con il suo pesante carico contributivo, dispone di: 1) **Offrire** ai lavoratori, che hanno maturato il diritto alla pensione di anzianità, **la possibilità di rimanere a lavorare** per altri tre anni **senza dover versare i contributi obbligatori** – c.d. **"bonus"** – (32,7% su un salario lordo fino a € 37,883 o 33% su salari più alti). La manovra, **slittando in avanti il periodo di pensionamento di coloro che accettano, posticipa** parte del **deficit corrente che andrà ad aumentare i già previsti deficit futuri**. Con questa "alchimia finanziaria", se *oggi* il sistema mostra "un *fuorviante miglioramento*" – per un valore pari all'importo delle pensioni slittate meno il costo totale del bonus accettato dai lavoratori che rimangono a lavorare – *domani* mostrerà "un *reale peggioramento*" – per un valore pari all'intero importo delle pensioni slittate meno il rateo di pensione che non matura durante il triennio del congelamento; 2) **Dirigere** il **TFR in conti individuali** aperti nei fondi pensione, applicando intenzionalmente la *regola del Silenzio-Assenso*[36] con la speranza di ottenere un'impennata nei tassi di partecipazione dei lavoratori. Ma, tale regola, già adottata in passato non ha prodotto i risultati sperati.

Inoltre, emana alcuni provvedimenti tecnici, allo scopo di avvicinare il sistema previdenziale Italiano al resto dell'Europa[37]. Sfortunatamente anche la **Riforma Maroni perde l'opportunità unica di risolvere permanentemente la sostenibilità finanziaria di lungo periodo** del sistema pensionistico obbligatorio, attraverso l'unico strumento possibile che è il TFR. Infatti, la **Maroni disponendo di dirigere il TFR alla previdenza complementare**, paradossalmente **aumenta i benefici** pensionistici e assolutamente **nulla fa per ridurre i contributi e la devastante forbice**[38]**.** Due sono le riflessioni immediate sulla manovra: *i)* dal momento che la futura pensione di un lavoratore, che riceve il bonus, è congelata, allora, **il guadagno del bonus**

corrisponde alla perdita di quel rateo di pensione[39] **perché non prevede versamento dei contributi durante il periodo del congelamento** (i tre anni della riforma)[40]; ii) **Il bonus** garantendo per altri tre anni il posto di lavoro a coloro che, pur avendo maturato la pensione di anzianità, accettano di rimanere, **non risolve la piaga della disoccupazione giovanile**, interferendo negativamente con quello che dovrebbe essere il *potenziale obiettivo della Riforma Biagi*.

Il **secondo e terzo** motivo che fortemente scoraggiano la crescita dei fondi pensione del secondo pilastro complementare sono *l'incoerente peso fiscale e come sono gestiti i fondi*.





Fonte: Elaborazioni proprie su Dati Istat, Ministero del Lavoro e Associazioni professionali (1980-2001). Percentuali di partecipazione dei lavoratori ai fondi pensione, pubblici e privati, rispetto alla totalità della Forza Lavoro in Italia.

Come conseguenza, la maggioranza del lavoratori non è protetta da un secondo pilastro pensionistico. Tra questi, più di un terzo ha deciso di non partecipare principalmente per i seri motivi discussi poi per altre ragioni che includono caratteristiche sia del lavoratore che del fondo; mentre, i restanti non sono eleggibili.

Tra I partecipanti dei fondi pubblici solo l'8% sono giovani, *La preoccupante scarsa partecipazione giovanile è il risultato della devastante contribuzione del pilastro obbligatorio, della disincentivante offerta dei fondi pensione, della distratta manovra del bonus della Riforma Maroni e della scarsa fiducia nei sistemi pensionistici.* La percentuale attuale di copertura pensionistica dei fondi pubblici e privati è mostrato nelle figure 7a-b.

Altri quattro punti di revisione suggeriti per i fondi complementari Italiani

In conclusione, ai punti di revisione, discussi al paragrafo 4 per i piani pensionistici Americani 401 (k), dovrebbero essere aggiunti altri quattro punti al fine di garantire il principio fondamentale della libertà individuale e di una giusta tassazione fiscale:

i) **Libera entrata in fondi Aperti o di Categoria** dei lavoratori dipendenti, o professionisti, ricevendo gli stessi benefici. Attualmente la *norma permette l'uscita da un piano di categoria*, per entrare in un altro piano, aperto o di categoria, dopo tre anni dalla partecipazione nel fondo;

ii) **Diritto** di ogni partecipante **a gestire** un **proprio portafoglio** in alternativa ai fondi offerti;

iii) **Diritto di accesso al proprio risparmio**, accumulato nel proprio conto per autofinanziarsi un prestito (garantito dall'accumulazione del capitale nel fondo) per un investimento che lui stesso ha deciso, come l'acquisto di una casa o di un automobile, o per qualunque altra emergenza familiare, tipo cure mediche, o in "capitale umano"), secondo regole specifiche che, dettate dal singolo fondo di appartenenza, disciplinano in materia di garanzie e restituzione;

iv) **Eliminazione della doppia tassazione**, q*uesto punto focalizza una indiscutibile illegittimità, perché riconosce un sistema reale di doppia tassazione*[41]. Per esempio, i contributi versati nel fondo dovrebbero essere esenti da tasse (secondo regole che definiscono tetti e limiti). Ovviamente, l'esenzione dovrebbe essere applicata anche al rendimento del fondo; mentre, i benefici dovrebbero seguire i criteri definiti dalle correnti Leggi Europee, in attesa di una legge fiscale comune valida per l'intera Zona dell'Euro. Ciò premesso, qualunque sarà la soluzione questa implicherà la *decisione politica di quale generazione si ha l'intenzione, ed è più giusto, tassare*; o, in altre parole *quali effetti si vogliono realizzare*: *Aumentare i consumi dei pensionati o Aumentare il reddito dei giovani?*. Risolvere giuridicamente questo punto è fondamentale ai fini di una incentivazione dei piani perché la doppia tassazione scoraggia notevolmente la partecipazione dei lavoratori.

8. Enron - WorldCom a confronto con Parmalat - Cirio: dove differiscono?

I) **Tutti rappresentano** casi di frode, mancanza di etica, sfrenata corruzione, aggiotaggio, e soprattutto conflitto di interessi; anche se i management hanno attivato meccanismi diversi per "deviare" il capitale": **a)** la **Enron** ha usato la manovra del "lockdown" per vietare agli investitori la vendita delle azioni della compagnia e ai dipendenti l'uscita dal fondo, che, ricordiamo al lettore, era investito quasi totalmente in azioni Enron; invece, **b) Parmalat, Cirio e WorldCom** hanno usato la credibilità delle istituzioni (gestori, società di revisione, agenzie di rating e analisti) e del sistema creditizio (banche e authority);

II) **In tutti e quattro i casi è emersa** una forte responsabilità dei revisori dei conti, inquisiti dai magistrati, per essere stati "compiacenti" nel coprire le malefatte dei board, delle agenzie di rating per aver falsificato le valutazione delle società dalle quali ricevevano generosi "bonus", di analisti e dei gestori;

III) **Enron e WorldCom hanno: a)** validi piani di produzione e distribuzione, e **b)** cospicue linee di credito non utilizzate. Entrambe le compagnie, sotto un nuovo management, stanno emergendo dal fallimento. Inoltre, hanno ottenuto l'approvazione di piani di indebitamento a lungo termine (3 anni) per risarcire le perdite dei risparmiatori e risanare la gestione finanziaria delle società;

IV) **Parmalat e Cirio: a) non hanno** validi piani di produzione e distribuzione, e **b) hanno usato** strumenti finanziari inclusi i derivati per ottenere cospicue linee di prestito, presentate sotto forma di investimenti per dimostrare costi molto più bassi rispetto a quelli effettivi del prestito (operazione molto gradita dalle istituzioni finanziarie per via delle alte commissioni sui servizi collegati). Successivamente i mezzi raccolti sono stati "deviati" verso paradisi fiscali (paesi offshore). Attualmente entrambe le società sono sotto commissario straordinario innanzitutto per cercare di evitare licenziamenti e la liquidazione delle due multinazionali, poi per verificare se esiste la possibilità di un risarcimento per i risparmiatori, dipendenti e investitori ordinari.

Che cosa accade ora agli investitori?

Quanto verrà loro rimborsato?

A questo punto, non sappiamo ancora se e quanto verrà rimborsato agli investitori: *poco o niente?* E' chiaro, però, che le *priorità* dei commissari straordinari sono quelle di *risanare il sistema produttivo* delle società coinvolte nei crack finanziari (per Parmalat e Cirio), e di *lavorare duramente per evitare licenziamenti* e per *garantire la fattibilità dei piani di indebitamento a lungo termine*, 3 anni (per tutti e quattro i casi), *perché su questi dipenderà una possibilità di rimborso ai creditori.*

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE: Impariamo dal passato per migliorare il futuro

In conclusione, la volubilità dei mercati finanziari in generale, ed in particolare i *dissesti finanziari e le bolle speculative* (alimentate dagli stessi operatori) di questi ultimi anni, sgonfiando i rendimenti di mercato (ora a valori più realistici ma non ancora stabili per molte ragioni inclusi dubbi e paure degli investitori a causa di speculazioni nascoste ma ancora "attive" sui mercati finanziari) hanno provocato un *impatto* sugli investitori *in termini di aspettative più realistiche* che investono ***due problematiche,*** distinte ma correlate: **1)** *nuove regole per garantire una migliore sicurezza finanziaria;* e **2)** *adeguate revisioni ai fondi pensione del 2° pilastro,* la cui disincentivazione e la scarsa competitività motivano la scarsa partecipazione dei lavoratori.

NUOVE REGOLE e FUNZIONI per una migliore sicurezza finanziaria

Fondamentalmente, il ***primo punto*** *richiede controlli più accurati, incentivi reali* come training professionali specifici (gestori, *agenti di borsa e promotori), e nuove regole*. Essi includono:

- **"Ritrovata" funzione di controllo e vigilanza del governo e delle authority**: *In ITALIA*: Bankitalia, Tesoro, Consob, Antitrust, ISVAP (per le compagnie assicurative), Covip (per i fondi pensione) e Società di revisione (queste dovrebbero essere istituzioni chiave perché sono responsabili per i bilanci dei fondi pensione); *in USA*: Board dei Governatori della Federal Riserve, la Security and Exchange Commission, e Antitrust. Tale funzione di controllo e vigilanza mai, o scarsamente, fu esercitata, almeno dai casi sino ad oggi emersi;
- **Superamento del conflitto di interessi** perché ravvisa una grave forma di distorsione (asimmetria) del mercato. infatti, la *collocazione dei titoli obbligazionari* decisa dalle istituzioni finanziarie presso i piccoli risparmiatori, anche se era autorizzata solo per soggetti istituzionali, fu *esercitata per rientrare delle pesanti esposizioni debitorie assunte per via delle partecipazioni aziendali* (disastrosa situazione che già verificatasi in passato, in Italia era stata superata dal sistema finanziario con la nota Riforma bancaria del '36). Senza scrupoli, *è stato slittato l'elevato rischio su ignari risparmiatori*, provocandogli perdite pesanti;
- **Informazione trasparente della gestione** per prevenire reati gravi che includono l'aggiotaggio; e il rischio di reati finanziari. Mentre entrambi identificano un'azione finanziaria illegale ad esclusivo vantaggio personale; in particolare il secondo, c.d. *"criminal risk"*, fondamentalmente implica l'esistenza di *"artisti della frode"*. Questi sono coloro che decidono di fare speculazioni proprie sotto l'apparenza di una "strategia dell'investimento" (ricordiamo al lettore che per i top manager della Enron, WorldCom, Parmalat e Cirio, gli investigatori hanno presentato denunce per reati penali). La trasparenza non è che lo specchio della *"informazione asimmetrica"*. In proposito c'è un esempio emblematico: un confronto nella gestione dei Fondi Comuni (Mutual fund), Fondi di protezione (Hedge fund[42]) e Fondi Immobiliari (Real estate fund). Nel settore del *mutual fund* i managers, più o meno, fanno tutti quasi le stesse cose; mentre, nel settore del *hedge fund*, ogni manager sta molto attento per evitare che il suo concorrente scopra le sue intuizioni, perché ciò che ha successo nel business del hedge fund è quell'intuizione unica che poi si trasforma in valore aggiunto. Invece, nei fondi immobiliari *"Real estate fund"* i managers devono saper valutare l'elevato rischio implicito che, oltre ad una forte correlazione con la mobilità del lavoratore, si presenta

con un certo ritardo rispetto al fenomeno originale che lo ha provocato. Un esempio emblematico è offerto dal mercato Americano dove la forte mobilità dei lavoratori, che rapidamente si trasferiscono da uno stato all'altro del paese in cerca di un nuovo lavoro, provoca repentine cadute dei prezzi immobiliari nelle aree di abbandono contrapposte a brusche impennate nelle aree di insediamento. A causa dello sfasamento tra prezzo di mercato e rischio implicito, solo quando il rischio diventerà apparente l'investimento, deciso nel passato, mostra il suo vero rendimento;

Formazione dei manager, che è un punto sottovalutato perché rappresentano "l'impegno" di una istituzione nell'amministrazione del fondo pensione. Sfortunatamente spesso mancano di esperienza espressa dagli *"H.O.T." skills* (Human, Organizational, e Technical[43]), indebolendo la fiducia dei partecipanti. *L'esperienza*[44] *e la trasparenza del loro lavoro definisce la qualità del manager del fondo,* un rischio importante che gli investitori devono mettere in discussione. La **formazione** dovrebbe essere indirizzata **anche ai promotori dei fondi, chiamati a svolgere** le delicate *funzioni sia di raccolta del risparmio che di interfaccia tra il gestore del fondo e l'investitore*.

Revisione dei fondi del 2° pilastro pensionistico per renderlo incentivante

Il secondo punto, relativo alle aspettative più realistiche, implica una revisione dei fondi, pubblici e privati, come suggerita ai paragrafi quattro e sette, del 2° pilastro pensionistico, che attualmente sono così disincentivanti e poco competitivi da scoraggiare la partecipazione dei lavoratori. Inoltre, dal momento che molti paesi dell'Unione Europea stanno affrontando lo stesso problema, dovrebbero considerare la possibilità di coordinare le loro manovre per arrivare ad un sistema pensionistico armonizzato comune che di per sé condurrebbe alla portabilità dei fondi pensione (veicolo della mobilità dei lavoratori, dipendenti e professionali) e alla diversificazione del portafoglio finanziario beneficiando di notevoli sinergie di scopo e di scala.

Accordi istituzionali per garantire la mobilità dei lavoratori in Euroland

Certo un obiettivo così ambizioso richiede l'esistenza di Accordi Istituzionali Europei per la definizione di: 1) Conformità di Qualificazione Categoriale in tutta Euroland; 2) Armonizzazione Europea delle Norme Categoriali che includono: a) equiparazione del titolo di studio riconosciuto per l'esercizio professionale in Euroland durante il periodo di mobilità, b) norme per l'esercizio della professione, c) iscrizione alla Cassa dello Stato ospitante durante il periodo della mobilità del professionista, e d) trasferibilità dei contributi, veicolo della portabilità dei fondi e quindi mobilità dei lavoratori, per garantire al professionista che non perderà anni di lavoro ai fini pensionistici durante la mobilità nella Zona dell'Euro.

References

Ceprini, ML. (1995). "Modeling Financial Services Quality Management". *Working paper of Finance Research Center of MIT Sloan School of Management*, N° 315-95 October, 1995.

---------- *(2000a).* "Welfare: The solution is in Europe. Unfortunately, the Government burns the TFR and postpones the pension reform". Ed. *IL Sole 24Ore*, February 17, 2000.

---------- *(2002b).* "Harmonization of the reforms for a common pension system in the Euro Zone". *Review of C.N.P.R. Association,* N° 7-8, 2002.

---------- *(2003).* "The future of private Institutions in Europe". *Proceedings of the seminar,* promoted by the University Tor Vergata – Law School, Rome, May 2003.

---------- *(2003b).* "Proposal of ENPAV pension system reform for a future in Europe". *Proceedings of the 4° National Meeting of Enpav*, promoted by Enpav, October 2003.

---------- *(2004).* "Managing investor's expectations in pension funds of the private Institutions". *Review of C.N.P.R. Association,* N° 9-10, 2004.

---------- *(2001-05).* "The New Welfare of the 21st century: Which future for the pension systems? Debate, Solutions proposed and Reforms adopted by the pension systems". *Master course (M.A.P.A.)* at *Liuc University* (2001-04). Book forthcoming.

---------- *(2005).* "Managing investor's expectations in public and private pension funds". Ed *Review Wirtschafts-Politische Blatter,* N° 4, 2005.

---------- *(2005).* "The New Welfare in Europe: Interaction between Social Reforms and Labor Market Policies". Ed. by *Review of Financial History, University of Naples Federico II,* N° 14, January-June 2005.

Ceprini, ML. Modigliani, F. (1998a). "Pension Funds: Italy is on the wrong path". Ed. *Il Sole 24 Ore*, February 19, 1998.

---------- *(1998b,c).* "Social Security Reform: a proposal for Italy", *Italian Economy*, Quarterly Review, N° 2, May-August, 1998, 275-305; reprinted on Review of the economic conditions in Italy, by *Banca di Roma*, N° 2, 1998, 177-201.

Copeland, C, (2000). "Pension Coverage: Examining CPS data". *EBRI notes.* Washington D.C.: Employee Benefits research Institute.

Itô, K (1951). "On Stochastic Differential Equations". Ed. by *Memories of American Mathematical Society, N°* 4, 1951.

Markovich, H (1959). "Portfolio Selection: Efficient diversification of investment". Ed. by *Wiley New York* (1959).

Merton, R.C. (1969b). "A Golden Golden-Rule for Welfare-Maximation in an Economy with a Varying Population Growth Rate ", Ed. by *Western Economic Journal,* December 1990, 307-18.

---------- *(1972a).* "An Analytic Derivation of the Efficient Portfolio Frontier", Ed. by *Journal of Financial and Quantitative Analysis,* September1990, 1851-72.

---------- *(1990).* "Continuous-time Finance", Ed. by *Basil Blackwell Ltd* (1990).

Modigliani F. (1966). "The Life Cycle Hypothesis of Saving, the Demand for Wealth and Supply for Capital", Ed. by *Social Research* N° 2, 1966.

Modigliani, F. Ceprini, ML. (1998d)." A gradual changeover from paygo to funding". Ed. *Il Sole 24 Ore*, December 17, 1998.

---------- *(1999a)*. "Comparing pension systems: some proposals for Italy". *Proceedings of the seminar*, promoted by Banca di Roma and University of Roma, Roma, June 1999.

---------- (*1999c)*. "How to save returns while lowering contributions". Il *Corriere della Sera*, September 1999.

---------- *(2000)*. "The Reform of the Pension System, An intergenerational agreement, A challenge for the Country*"*. *Proceedings* of the meeting, promoted by Confcommercio, Roma, in *Dossier Ed. Millemercati*, March 2000.

---------- *(2000b)*. "A Misguided Monetary Policy bears the main responsibility for the European unemployment". *Review of Economic Policy Vol. XC* Luglio-Agosto 2000 *of Confindustria. Reprinted by Palgrave Macmillan economic series*, 2003. *Working paper WEL (World Economy Laboratory) at MIT* N° 03, 2000.

---------- *(2000c)*. "How to save the pension reforming the financing of the European Social Security Systems". *Review of Economic Policy Vol. XC* Luglio-Agosto 2000 *of Confindustria. Reprinted by Palgrave Macmillan economic series*, 2003.

---------- *(2001)*. "New pension prospective". *La Previdenza Forense*, N° 1, 2001.

---------- *(2002)*. "An alternative to the irresponsible proposal of the Government". *Ed. Corriere Economia - IL Corriere della Sera*, N° 3, January 28, 2002.

---------- *(2002a)*. "The Reform of the Government is irresponsible". *L'Unità, N° 41*, Febbraio 12, 2002. *Reprinted by Rassegna CGIL* N° 7, 2002*; e Conquiste del Lavoro CISL*, February 2002.

---------- *(2002b)*. "A Common European Pension System. Capitalization: Privatization or risk sharing through a common portfolio". *Assoprevidenza*, N° 9, 2002; and *Review Wirtschafts-Politische Blatter*, N° 9, 2002.

---------- *(2003b)*. "Harmonization of the reforms for a common pension system in the entire Euro Zone". *Proceedings of the meeting in Sorrento*, promoted by Cassa Forense, Sorrento, 2003.

---------- *(2003c)*. "A mixed pension system for the future of the professional Institutions in Europe". Ed. *Rivista La previdenza forense* N° 3, 2003. Reprinted on *Italia Oggi* N° 56, March 2003.

---------- *(2003d)*. "Report on the long-term financial sustainability of ENPAV pension system: the MC reform could guarantee the permanent financial coverage of the existing and popular DB scheme benefits and launch the ENPAV second-tier pension" *Ed. by ENPAV*, September-October 2003.

ISTAT (1980-2001). Annals on the Italian Labor Force, data 1980-2001.

Modigliani, F., Ceprini, ML., Muralidhar, A. (1999-2001). "A better solution to the Social Security crisis from a MIT Team", *Sloan WP 4051*, January 2002 (Fourth revision); *WEL WP (World Economy Laboratory) at MIT* N° 1, 2001*; Review Wirtschafts-Politische Blatter* N° 4, 2001.

---------- *(1999b)*. "The possible future". *Realtà* N° 3, May-June, 1999.

---------- (2003). "A proposal for Social Security". *MIT Sloan Management Review* Vol. 44, N° 2 Winter 2003.

Modigliani, F., Miller M.H. (1958). "The cost of Capital, Corporation Finance, and the Therory of Investment", by *American Economic Review*, N° 48, June1958; 261-97.

Munnell, A., Sunden, A., and Lidstone, E. (2002). How important are private pensions?, *Center for Retirement Research at Boston College* N° 8, 2002.

Von Neumann, J., and Morgenstern, O. (1947) "Theory of Games and Economic Behavior", end Edition, by *Princeton University Press*, Princeton, NJ (1947).

Sharpe, W.F. (1964) "Capital Asset Prices: a Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk", by *Journal of Finance,* September (1964); 425-42.

---------- *(1970)* "Portfolio Theory and Capital Markets", by *McGraw-Hill,* New York (1970).

---------- *(1976)* "Corporate Pension Funding Policy", by *Journal of Financial Economics,* June1970, 183-93.

Tobin, J. *(1958).* "Liquidity preference as behavior towards risk", *Review of Economic studies* N° 25, February 1958; 68-85.

---------- *(1965).* "The Theory of Portfolio selection", in F.B.R. Brechling and F.H. Hahn, Editors, *The Theory of Interest rates,* London Macmillan 1965.

U.S. Bureau of the Census, (1980-2001). Current Population Survey.

U.S. Social Security Administration (1999-2003). OASDI Trustees Annual Reports, 1999-2003.

U.S. Department of Labor, Pension and Welfare (2000). Private Pension Plan Bulletin (2000).

Note

[*] La versione originale in inglese è pubblicata sulla Rivista Wirtschafts Politiche Blatter N° 4, 2005. L'Autore, nel ringraziare l'Università LIUC di Castellanza per l'ospitalità di questo saggio, desidera esprimere la più sincera riconoscenza a Fulvio Coltorti, Responsabile Capo del Centro Studi di Mediobanca, e Giorgio La Malfa, Ministro per le Politiche comunitarie, per la loro disponibilità e le vivaci osservazioni ricevute in fase di bozza del presente lavoro che hanno notevolmente migliorato l'esposizione e la comprensione del testo, considerata la complessità della materia. La responsabilità del testo rimane dell'Autore.

[1] L'aspettativa di vita deve tener conto delle mutate prospettive delle economie, in particolare, la caduta delle nascite e l'allungamento della vita. Questo è precisamente quello che sta accadendo da alcuni anni, determinando dappertutto un progressivo aumento della speranza di vita dalla nascita e, di conseguenza, del tasso di dipendenza (rapporto pensionati/lavoratori attivi).

[2] Modigliani (1966).

[3] L'influenza *"fino ad un certo livello"* delle caratteristiche età e ricchezza potrebbe essere spiegata osservando che quando un soggetto è giovane e ha a disposizione un discreto capitale normalmente è più propenso, rispetto alla media, ad assumere un rischio più elevato per realizzare un rendimento atteso più alto *"Tolleranza del rischio"*. Ciononostante, ci sono individui che, nelle stesse condizioni, sono contrari ad assumere qualunque livello di rischio *"Avversione del rischio"*. (Ceprini 1995).

[4] In **USA** il pilastro pensionistico obbligatorio è completamente gestito dal Dipartimento della Social Security. Ad un tasso di contribuzione del 12,40%, uguale per tutti i lavoratori, dipendenti pubblici e privati e professionisti, corrisponde un tasso di sostituzione medio (pensione) progressivo e mean-tested del 50%, ma il tasso varia dal 90% per i redditi più bassi al 25% per quelli più alti (con un tetto sia ai benefici che ai contributi). Questa progressività, molto importante perché rende accettabile tale tasso medio del 50%, è una caratteristica che merita una attenta valutazione in una riforma del sistema pensionistico Europeo. Queste considerazioni suggeriscono che quando il tasso di sostituzione ed il livello dei contributi del primo pilastro obbligatorio sono relativamente modesti, lasciano agli individui spazio per decidere liberamente come risparmiare ed investire in un secondo pilastro volontario secondo le proprie preferenze, in termini di allocazione delle risorse e di tolleranza del rischio, invece di quelle imposte dal paternalismo statale. In Italia e in altri paesi Europei, la realizzazione di queste ed altre condizioni, discusse nel paragrafo 7 del presente lavoro, significherebbe far decollare la previdenza complementare.

[5] In **ITALIA**, quando la riforma Dini andrà a regime (2050) il *graduale passaggio dal metodo retributivo a quello contributivo* implicherà un cambio di garanzie: **1)** *dallo schema DB a quello DC*, e **2)** *uno slittamento del rischio dallo Stato ai soggetti partecipanti*. Anche le Casse professionali stanno gradualmente passando al metodo contributivo. L'obiettivo principale della proposta del governo attuale è quello di accelerare quanto disposto dalla Dini, sfortunatamente senza risolvere il vero problema, che rimane il metodo di finanziamento a ripartizione del sistema previdenziale obbligatorio. La soluzione, possibilmente del tipo che noi proponiamo (*proposta Modigliani-Ceprini* 1998-2003, *Ceprini* 2004-2005) sarebbe quella di *ridurre significativamente l'iniquo peso degli alti contributi obbligatori dei dipendenti pubblici e privati armonizzandoli con quelli dei professionisti* (rispettivamente 40,4% e 18% medio) *senza toccare i benefici*. Inoltre, dal momento che molti paesi dell'Unione Europea, a livelli differenti, stanno affrontando lo stesso problema, hanno l'opportunità unica di intraprendere riforme coordinate che risultino in un sistema previdenziale armonizzato. In **USA**, la proposta di riforma della Social Security, fortemente spinta dall'attuale Presidente Bush, è seriamente accantonata almeno per tre buoni motivi: **a)** *la guerra "mediatica"* in Medio Oriente che richiede ingenti capitali. Tale guerra ha già prodotto un enorme deficit del bilancio governativo dopo aver prosciugato il grosso surplus lasciato dal precedente Presidente Clinton, il quale, durante il suo mandato, aveva promesso di dedicarlo (insieme a due terzi di ciascun surplus di bilancio governativo atteso nei successivi 10 anni) alla Social Security, o a fondi pensionistici da integrare, e non parzialmente sostituire, alla Social Security; **b)** *la recessione* che troppo a lungo ha "strangolato" l'economia Americana, ed oggi, a dispetto dei suoi solidi fondamenti, rallenta una piena ripresa; e **c)** *le forti reazioni*, sollevate da ogni parte del paese, *contro la proposta di riforma della Social Security*

di Bush articolata in tre forme alternative di conti individuali, da aprire togliendo "opting out" una percentuale "x" dei contributi dalla Social Security. Ma tali soluzioni, mentre *aumentano la crisi della Social Security* invece di diminuirla, *rischiano di produrre un più alto costo del sistema richiedendo pesanti interventi governativi* per bilanciare i conti individuali *oltre a sostanziosi tagli alla pensione*.

[6] La moneta va considerata come fondo del mercato monetario a breve termine e non come contante (liquidità). Anche in presenza di inflazione è considerata a rischio zero perché il rischio di inflazione a breve termine è talmente piccolo che convenzionalmente è ignorato.

[7] Tobin (1958 e 1965), Markovich (1959) e Sharpe (1964, 1970 e 1976).

[8] Modigliani, Miller (1958).

[9] von Newman, Morgenstern (1947).

[10] Merton (1969b, 1972a, 1990).

[11] Itô (1951).

[12] Modigliani, Ceprini (1999).

[13] Gli investigatori federali hanno presentato denunce per reati penali nei confronti di diversi membri del board.

[14] Come per la Enron, anche in questo caso gli investigatori federali hanno presentato denunce per reati penali nei confronti di diversi membri del board.

[15] La commissione analoga alla S.E.C. in Italia è la Consob.

[16] Il fenomeno è evidenziato dal confronto dei risultati di due sondaggi sulla popolazione Americana (CPS – Current Population Survey), eseguiti nel periodo di Marzo del 1980 e del 2001. I dati dei due sondaggi dell'Ufficio del Censimento degli USA, mostrano chiaramente che la *caduta della percentuale di copertura pensionistica maschile* è stata causata principalmente da due declini: **a**) nelle sottoscrizioni sindacali, e **b)** nell'occupazione presso le grandi aziende manifatturiere. Munnell e Sundën (2001).

[17] I *benefici pensionistici di un* **piano a schema DB** *sono basati sulla storia salariale del lavoratore*. Qui i *benefici sono fissati contrattualmente da una formula specifica* e l'*incertezza* potrebbe riguardare *quanto* e *quando* i datori di lavoro finanzieranno i benefici (inclusa la pensione). Invece, i *benefici di un* **piano a schema DC** *sono basati sui contributi del lavoratore e del datore di lavoro* (per quest'ultimo quando è previsto nel piano) *accumulati ad interesse composto* in un fondo comune del piano aziendale (o di più piani) e trasferiti in conti individuali a mero scopo contabile. Qui i *contributi sono fissati contrattualmente da una formula specifica* e l'*incertezza* potrebbe riguardare *quanto* i *lavoratori riceveranno in benefici*, dal momento che il rendimento del piano dipende dall'abilità del gestore nell'afferrare rapidamente le migliori opportunità offerte dai mercati finanziari (rendimenti di mercato).

[18] Il secondo pilastro pensionistico avrebbe lo scopo di evitare brusche cadute nel reddito pensionistico di un individuo, dal momento che il primo pilastro non è sufficiente per un pensionamento confortevole. Pertanto, è ragionevole che uno stato cerchi di imporre un comportamento contributivo per assicurare minimi o decorosi benefici pensionistici, lasciando agli individui la decisione di risparmiare ed investire secondo il loro livello standard di vita, con ciò implicando l'assunzione del rischio relativo.

[19] Il Ministero delle Finanze (Internal Revenue Code) definisce specifici limiti di età e periodo di lavoro necessari per poter sottoscrivere un piano aziendale: **1)** sopra i 21 anni; e **2)** più di un anno di lavoro nella stessa società.

[20] Per quanto riguarda le *caratteristiche del lavoratore*, Munnel, Sundën and Lidstone (2002) usando I dati delle due indagini dell'Ufficio del Censimento, dimostrano che la partecipazione dei lavoratori aumenta all'aumentare del reddito, età, istruzione e conferma (tenure) del lavoro; mentre, per le *caratteristiche del piano*, concludono che la partecipazione del lavoratore aumenta quando il piano prevede anche la contribuzione del datore del lavoro, dal momento che questa caratteristica, non prevista in tutti i piani, aumenta sensibilmente il vantaggio fiscale.

[21] I piani Cash Balance sono schemi misti dove i contributi anticipati dei datori di lavoro costituiscono l'intero patrimonio per assicurarsi la gestione del fondo. Il primo piano CB fu creato dalla Banca d'America.

[22] Per esempio, la General Motors (GM) offre ai suoi dipendenti un piano DB obbligatorio e un piano DC volontario,401(K).

[23] Solo per alcuni fondi, i cosiddetti *"Qualified Pension Fund"*, che riguardano la salute, è prevista l'esenzione totale (contribuzione, rendimento e benefici).

[24] Enron e WorldCom sono solo le peggiori di un gruppo irresponsabile. La ImClone biotechnologies perse oltre il 75% in 15 mesi. La Lucent Technologies perse il 92% del valore delle sue azioni in appena 18 mesi. La Texas Instruments il 46% in due anni, ed a tutt'oggi detiene nei piani 401(K) il 76% delle sue azioni. Molti altri piani pubblici ancora oggi tengono investiti oltre il 70% dei risparmi dei lavoratori nelle loro azioni.

[25] Tale portafoglio, caratterizzato per avere proprietà di efficienza, può essere gestito con sicurezza e ad un costo molto basso sotto la supervisione della commissione rendendolo immune dall'eventuale critica che politici e burocrati potrebbero manipolare la gestione. Ceprini-Modigliani (1998)

[26] Il vantaggio della manovra sta nell'evidente risparmio contributivo e la possibilità di mantenere personale altamente qualificato. Infatti, non dobbiamo scordare che i piani 401(k) sono "piani aziendali" implicando l'offerta di un pacchetto di benefici a scopo selettivo del personale.

[27] Attualmente nei fondi americani 401(K) esiste il divieto di uscire dal piano prima del compimento del 50_{mo} anno di età. In alcuni piani l'uscita è permessa solo poco prima del pensionamento.

[28] Modigliani, Ceprini (1998-2003).

[29] In assenza dei costi di transazione, tali premi di rischio potrebbero essere incassati in altro modo fiscalmente più vantaggioso. Ad esempio, prendendo a prestito capitali da investire in titoli a rischio (azioni ordinarie o immobiliari) fuori di un piano pensione e mantenere nei fondi pensione titoli a basso rischio, come le obbligazioni, che fruttano interessi più bassi.

[30] Il crack delle obbligazioni Argentine è un'analoga storia di "mala finanza" coinvolgendo milioni di investitori ordinari che persero tutti i loro risparmi pensionistici investiti in quei titoli. Non solo, molti cittadini e residenti Argentini hanno perso anche le loro case ed il loro lavoro a causa degli effetti negativi prodotti sull'intera economia del paese. Ora, le autorità devono lavorare a lungo e duramente per cercare di superare quest'orribile disastro.

[31] Il primo fondo pensione di categoria Italiano fu quello dell'IBM nel 1987.

[32] L'INPS rappresenta il fondo di social security più numeroso in termini di scritti rappresentando due terzi dell'intera previdenza obbligatoria in Italia. Accanto a questi ci sono fondi più piccoli che includono il Ministero del Tesoro, l'INPDAP, l'INPDAI (in fase di assorbimento con l'INPS), ed altri fondi ancora più piccoli. Mentre i lavoratori dipendenti, appartenenti a tali fondi, devono contribuire per il 40,4%, i professionisti contribuiscono intorno al 18% (media dei vari contributi ai quali sono soggetti). Dal momento che le Casse professionali assumono diverse unità di personale dipendente, sono fortemente motivati a seguire la normativa, riforme e successive modifiche, relativa a tali lavoratori.

[33] TFR, o così detto "Salario Differito", è un contributo addizionale del 7,7% pagato dal datore di lavoro ai suoi dipendenti e che l'impresa trattiene a scopo di autofinanziamento. Attualmente il TFR offre ai lavoratori due benefici importanti: il diritto alla liquidazione e la possibilità di chiedere prestiti, entro regole definite, durante la vita lavorativa, per necessità personali come un mutuo o spese mediche.

[34] Amato (1990), Dini (1992), Prodi (1995).

[35] Stime di Modigliani, Ceprini (1998-2003) su dati INPS.

[36] Regola non è prevista nei fondi complementari Americani, inclusi i 401(K), i quali, istituiti sulla libera scelta del lavoratore, richiedono il suo consenso.

[37] Tra questi, *uno* riguarda il *meccanismo per accelerare l'eliminazione delle pensioni di anzianità* dal sistema; mentre, l'*altro* riguarda il dispositivo per accorciare gli scatti *e accelerare l'innalzamento dell'età standard pensionabile.* Entrambe le manovre erano già state rigorosamente predisposte nella L. Amato del 1992, ma, successivamente, cambiate dai dispositivi della L. Dini del 1995.

[38] Al suo posto, la proposta alternativa di **Modigliani-Ceprini** suggerisce *di ridirigere il TFR da prestito obbligatorio ai datori di lavoro a prestito obbligatorio in un Fondo Comune* dove sarebbe accumulato allo stesso tasso di interesse composto oggi pagato dai datori di lavoro, e che sarà restituito al momento del pensionamento. Tale restituzione è il motivo per cui il Fondo Comune *non sarà più*

finanziato dal TFR bensì dalla differenza tra il rendimento aggiustato del suo portafoglio e il tasso agevolato al quale è preso in prestito. La caratteristica peculiare della nostra riforma è che I benefici del Fondo Comune non vengono pagati ai singoli pensionati, ma verrebbero trasferiti in blocco all'INPS ad intervalli regolari. **La proposta MC permetterebbe di tagliare sostanzialmente** (ben nove punti) **il devastante tasso di contribuzione mantenendo le pensioni promesse e preservando i benefici del TFR** (discussi nella nota 20). Inoltre, elimina ogni forma di *conflitto di interessi*, che potrebbe verificarsi dalla parte dei *datori di lavoro se il TFR* (dal momento che, come abbiamo già detto, rappresenta un prestito obbligatorio dai dipendenti al datore di lavoro) è indirizzato ai fondi pensione della compagnia, *ma solo per quella porzione investita nelle azioni della compagnia.*

[39] La perdita di tale rateo di pensione dovrebbe essere corretta del vantaggio fiscale che matura a favore del lavoratore dal momento che il bonus è esente da tasse "*tax free*".

[40] Apparentemente, più il salario è alto più si allunga il periodo di tempo necessario per bilanciare il bonus con quell'aumento della pensione che sarebbe maturato se i contributi fossero stati regolarmente versati. L'evidenza mostra che il bonus è conveniente per alti livelli di salario, o comunque per coloro che decidono di continuare a lavorare molti anni ancora dopo la fine del triennio del bonus disposto dalla riforma.

[41] Questo punto focalizza una differenza fondamentale tra la normative fiscale Italiana e quella Americana, in materia di piani pensionistici volontari. In **ITALIA** sono tassati sia l'investimento, cioè il contributo al fondo, che il rendimento del capitale nel fondo. Infatti, l'attuale sistema fiscale tassa sia il vitalizio pensionistico (*Irpef*) *che il reddito gestionale dei fondi (Capital Gain* sul valore aggiunto e *Irpeg* sui rendimenti immobiliari) che sarà distribuito come vitalizio pensionistico. In **USA**, invece, sono tassati solo i benefici; in altre parole, quando il capitale esce dal fondo è tassato come normale fonte di reddito. Inoltre, l'approccio Americano matura tutti quei vantaggi tipici in una tassazione progressiva, importante per i pensionati che tendono ad avere un reddito più basso rispetto al tempo in cui erano lavoratori.

[42] Lo Hedge fund è un investimento di protezione che usando sofisticate tecniche per diversificare l'alto rischio, quali ad esempio prendere denaro a prestito (borrowing money) e vendere "a corto" (selling short), cerca di realizzare grossi guadagni (capital gain). Per l'elevato rischio che tali fondi comportano, teoricamente non sono ammessi, ma praticamente sono importati.

[43] Ceprini (1995).

[44] La curva di apprendimento per i manager dei fondi è approssimativamente di circa un anno e mezzo per diventare familiari con le strategie ed i rischi che comprendono. I promotori hanno curve di apprendimento più corte, in quanto a loro non è richiesta la familiarità dell'analisi delle strategie; invece debbono ricevere continua e accurata informazione da parte dei manager, in modo da poter svolgere la loro funzione di interfaccia con i risparmiatori.