

Pensioni
per caso:
introduzione
ai fondi 401(k)

*[Atti dell'incontro di studio
organizzato da Assogestioni]*



Autorizzazione del Tribunale di Roma
n. 627 del 10 dicembre 1988
Direttore responsabile: Guido Cammarano

Pensioni

per caso:

introduzione

ai fondi 401(k)

E X E C U T I V E S U M M A R Y

I fondi 401(k) sono particolari fondi pensione aziendali introdotti dal legislatore statunitense nel 1978. Negli ultimi vent'anni, essi hanno rivoluzionato in profondità morfologia e funzionamento del sistema previdenziale americano, riducendo in misura marcata il peso degli strumenti a benefici definiti.

Un 401(k) viene organizzato da un'azienda ("*plan sponsor*") ma è alimentato, in primo luogo, dai contributi dei suoi dipendenti (su cui viene sospesa, fino a un massimale di 11.000 dollari, l'imposizione fiscale); ogni anno il lavoratore può interrompere o modificare i versamenti. È abbastanza usuale che anche il datore di lavoro contribuisca ad alimentare il fondo, integrando i versamenti dei dipendenti con "*matching contributions*", anch'esse fiscalmente deducibili; sono ammessi apporti in azioni della società ("*company stock*").

I contributi vengono solitamente investiti secondo indicazioni fornite dal singolo dipendente, che può scegliere tra i diversi veicoli d'investimento (in media, da quattro a dieci) indicati nel regolamento del piano. *Switch* di denaro tra fondi sono generalmente possibili, anche più volte in un anno. Alcuni piani prevedono inoltre la possibilità, per il lavoratore, di investire direttamente in singoli titoli azionari.

I principali fattori sottesi alla rapida e consistente diffusione dei 401(k) possono essere così sintetizzati:

- il minor costo d'impianto e di gestione rispetto ai vecchi piani "a benefici definiti", dovuto alla vasta disponibilità di soluzioni "chiavi in mano" offerte da gestori di fondi, assicuratori, gruppi bancari e consulenti specializzati;
- l'assenza, per il *plan sponsor*, di rischi attuariali e finanziari legati ad un'insufficiente copertura dei benefici futuri;
- la buona "portabilità" del piano, visto che il lavoratore che cambia impiego può generalmente trasferire il proprio saldo personale sul suo nuovo 401(k);

- l'assoluta trasparenza riguardo all'ammontare, alla composizione, al valore effettivo dei contributi investiti dal singolo lavoratore;
- la possibilità, per il singolo aderente, di disporre in autonomia le proprie scelte di *asset allocation*, pur godendo di un "ombrello" collettivo in fase di selezione del gestore (che consente di contenere gli oneri commissionali);
- il "collegamento" (attraverso l'investimento in *company stock* e la possibilità di maggiori "*matching contributions*") tra la ricchezza pensionistica del singolo e le fortune imprenditoriali dell'azienda; collegamento che può rappresentare – a certe condizioni – un prezioso elemento di incentivo e di democrazia economica;
- la possibilità di prelevare dal fondo anche in più soluzioni, senza dover necessariamente incassare o convertire in rendita tutte le disponibilità accumulate allorché queste diventano liberamente disponibili.

L'esperienza dei 401(k) suggerisce anche alcune cautele. La natura decentrata di questi strumenti può infatti rendere più debole la posizione dei lavoratori, prigionieri di una sorta di "monopolio interno", visto che l'adesione al fondo aziendale rappresenta un passaggio obbligatorio per poter usufruire dei relativi benefici fiscali.

Inoltre la forte impronta aziendale dei fondi 401(k) può recare con sé spiccati pericoli legati all'insufficiente diversificazione degli investimenti: il conferimento di *company stock* da parte dell'azienda, per quanto subottimale dal punto di vista dell'*asset allocation*, comporta tuttavia anche ricadute positive, in particolare sulla propensione dell'impresa a contribuire al fondo.

Questo lavoro esamina nel dettaglio la struttura operativa dei 401(k), la loro diffusione, la loro collocazione all'interno del sistema pensionistico americano, la composizione dei loro attivi ed il comportamento dei loro iscritti. L'intento è quello di fare emergere alcune indicazioni di *policy* per i giovani sistemi pensionistici privati dell'Europa continentale.



S O M M A R I O

Guido Cammarano	<u>Presentazione</u>	11
Andrea Resti	<u>Pensioni per caso: introduzione ai fondi 401(k)</u>	17

Non c'è dubbio che la previdenza complementare costituisca una sfida e un impegno per l'Industria del Risparmio Gestito. La gestione finanziaria del risparmio accantonato in forma istituzionale per fini previdenziali è infatti ben più che un'attività meramente professionale, e non è un caso che il Paese, nei suoi massimi rappresentanti, si stia interrogando su modelli, diritti, doveri delle decisioni da assumere.

Presentazione

Da ciò l'interesse vivo e continuo di Assogestioni, in quanto associazione dei gestori professionali del risparmio, a questo settore di attività sia nell'assistenza ai propri associati nel costruire le strutture operative più efficienti per il suo svolgimento sotto il profilo giuridico e organizzativo, sia nello studiare e proporre soluzioni di architettura del sistema per un migliore e più ampio sviluppo di questa attività.

Assogestioni ha infatti curato e seguito la nascita della previdenza complementare fin dalla sua costituzione in forma istituzionale attraverso il decreto legislativo n.124/93 e ha promosso il miglioramento del modello funzionale con la riforma attuata con la legge n.335/95 e da ultimo con la legge n.47/00.

Come è costume di Assogestioni, l'azione di assistenza e consulenza agli associati è sempre stata accompagnata da studi e analisi di carattere strutturale sui diversi aspetti delle distinte attività. In particolare, in materia di previdenza complementare, l'Associazione si è fatta carico di promuovere già alcuni anni fa una serie di studi sugli effetti dei nuovi bisogni finanziari sul risparmio delle famiglie. Ciò in relazione non solo all'allungamento e alla modifica del ciclo di vita dell'individuo e della sua famiglia, ma anche al mutamento della funzione del risparmio non più al servizio del bilancio pubblico ma del finanziamento delle attività produttive e del nuovo approccio al *welfare*.

Nel portare a conoscenza esterna questi studi, Assogestioni studiò su quali basi si dovesse fondare una costruzione efficace della disciplina fiscale del risparmio previdenziale, integrando l'analisi con una comparazione alla legislazione francese considerata la più vicina alla nostra situazione e ai nostri problemi.

Gli atti della giornata di studio che organizzammo per la presentazione e la discussione di queste ricerche hanno trovato pubblicazione nella collana dei nostri "Quaderni di documentazione e ricerca".

In quel contesto di studi era emersa la rilevanza di un elemento di novità introdotto nel nostro sistema di previdenza complementare: la scelta della gestione collettiva per assicurare ai titolari del risparmio previdenziale individuale una più efficiente elaborazione delle informazioni e la possibilità di fronteggiare la complessità dei mercati nazionali e soprattutto internazionali. Ci sembra ora che questo sia l'elemento più importante per valutare la realtà della previdenza complementare in Italia al termine del primo periodo di sviluppo e di consolidamento. Proprio la scelta della gestione collettiva ha consentito sia ai fondi pensione negoziali sia a quelli aperti di offrire un porto sicuro al risparmio previdenziale anche in questi ultimi recenti periodi di burrascoso andamento dei mercati e di gravi fallimenti di imprese.

Inoltre la gestione collettiva ha posto su un piano di parità concorrenziale i fondi aperti e i negoziali per quanto riguarda il modello gestorio e quindi fornisce la base per un efficiente confronto concorrenziale e apre alla possibilità di un trasferimento omogeneo da un tipo di fondo a un altro, conferendo così al sistema italiano della previdenza complementare una particolare e positiva flessibilità a tutto vantaggio dei lavoratori.

Su questa base la Corte Costituzionale ha potuto affermare (sentenza 393/2000) che a seguito delle scelte compiute dal legislatore si è istituito un collegamento funzionale tra previdenza obbligatoria e previdenza complementare. Quest'ultima si colloca ormai nel sistema dell'art. 38, secondo comma, della Costituzione, che sancisce il diritto dei lavoratori a vedersi assicurati mezzi adeguati alle loro esigenze di vecchiaia che dovranno essere provveduti sia dal primo sia dal secondo pilastro previdenziale. Questa decisione ha conferito rilevanza sociale alla previdenza complementare e impone un approccio nuovo alla sua disciplina nella quale devono ora trovare contemperamento esigenze sia di facoltatività sia di obbligatorietà. Il che rende il compito arduo ma per ciò stesso stimolante.

Una prima considerazione deriva immediata: vi è ora un obbligo di sistema a realizzare e completare la costruzione e l'implementazione del secondo pilastro di previdenza complementare. Esso integra e sorregge il tasso di sostituzione fornito dal primo pilastro di previdenza obbligatoria. Si può affermare che il contenuto, e quindi l'eventuale riforma, del primo pilastro dipende dal contenuto e dalla portata del secondo. Il che non è solo logicamente e sistemicamente vero ma è vero anche giuridicamente.

Questa considerazione indica il sentiero procedurale da seguire per assolvere al compito sopra ricordato di elaborazione di una compiuta disciplina della previdenza complementare e che la delega previdenziale governativa (2145/2001) ha fatto proprio con la previsione del trasferimento del Tfr "maturando" ai fondi pensione negoziali o ai fondi pensione aperti. Ai fondi pensione viene

così riconosciuto il carattere di strumento necessario per la soddisfazione di una esigenza socialmente rilevante. Un tale indirizzo non esclude di trovare soluzioni di attuazione del principio affermato dalla delega che lascino impregiudicata la possibilità per il lavoratore di compiere lui stesso la scelta di destinazione definitiva del Tfr ad un fondo pensione con il conseguente impegno ad assumersi in proprio un rischio finanziario.

Si ritiene non solo opportuno ma anche fondato e necessario che alla costruzione del secondo pilastro di previdenza complementare si giunga non attraverso una adesione “forzosa” ai fondi pensione collettivi sia di tipo negoziale sia di tipo aperto quali previsti dalla regolamentazione in materia. La costituzione di una complementarità previdenziale effettiva rispetto alla previdenza pubblica di primo pilastro risponde infatti non solo ad un interesse collettivo riconducibile allo Stato, ma anche ad altri centri di interesse.

Ordinamenti diversi dal nostro, costituiscono un punto di riferimento in materia per l’implementazione che in essi è stata data alla previdenza complementare. Ad esempio il sistema americano.

Proprio al sistema statunitense di previdenza complementare abbiamo perciò voluto guardare in modo più approfondito e di questo compito si è fatto carico il professor Andrea Resti dell’Università di Bergamo che collabora ad Assogestioni in qualità di Consigliere economico, il quale ha realizzato lo studio sui fondi pensione aziendali 401 (k) che pubblichiamo in questo Quaderno.

Da questo studio si possono trarre preziose informazioni sulla morfologia e sul funzionamento della previdenza complementare americana ma anche molti spunti di considerazione utili a meglio comprendere la realtà italiana sotto un profilo comparatistico. Il primo dei quali riguarda proprio le determinanti della partecipazione ai fondi di previdenza complementare. Infatti, dallo studio si ricava che se la nascita dei 401 (k) può definirsi casuale e impreveduta a seguito dell’introduzione del beneficio fiscale appunto con il comma “k” aggiunto all’art.401 del testo unico delle imposte, nondimeno lo sviluppo dei piani che esso rese possibile è dipeso anche dal vantaggio che veniva offerto alle imprese di spostare i piani aziendali di previdenza complementare a benefici definiti dalle medesime realizzati a vantaggio dei propri dipendenti verso piani pur sempre aziendali ma del tipo a contribuzione definita riducendo così i rischi previdenziali in testa ai datori di lavoro e introducendo profondi elementi di novità nel sistema finanziario americano.

La lezione che se ne ricava è che la partecipazione ai fondi di previdenza complementare è determinata ed alimentata non solo da scelte individuali ma anche da un interesse sistemico fatto proprio e reso pubblico dallo Stato nel quale si devono poter concretamente riconoscere più interessi settoriali: quello dei lavoratori

anzitutto ma anche quello delle imprese.

La previdenza complementare non può essere istituita e soprattutto non può essere sviluppata solo attraverso un atto pubblico legislativo ma questo deve accompagnare, nei contenuti di carattere fiscale, la volontà interessata dei lavoratori e delle imprese. Pertanto nel costruire il nostro sistema di secondo pilastro occorre che vengano coniugati e resi complementari:

- *l'interesse dello Stato* ad assicurare il permanere e la sostenibilità finanziaria di un sistema pensionistico a ripartizione volto a garantire un reddito di base per il periodo di vita successivo a quello lavorativo;
- *l'interesse del lavoratore* ad avvalersi di una gestione efficiente, che accresca il suo accantonamento patrimoniale nel corso del tempo e gli assicuri così il più elevato flusso di reddito possibile;
- *l'interesse delle imprese* a garantire alle persone che per esse lavorano una tranquilla condizione di protezione compensativa in una forma che assicuri loro un futuro benessere per il periodo della vita nel quale non saranno più in grado di lavorare e, nello stesso tempo, a mantenere nel circuito finanziario il risparmio accantonato ai fini del finanziamento delle imprese stesse.

Lo studio di Andrea Resti permette anche di comprendere l'importanza e il successo dei piani individuali di previdenza complementare integrativa in un mercato del lavoro reso sempre più flessibile dalle nuove modalità di lavoro richieste dal sistema produttivo.

I capitoli dello studio dedicati ad illustrare i caratteri distintivi e la diffusione dei piani 401 (k) mettono bene in luce la funzionalità di questi strumenti di previdenza complementare nella realtà aziendale e nel mondo del lavoro statunitensi, ma fanno anche comprendere come essi possano servire anche in Europa a costruire un sistema pensionistico in una realtà caratterizzata da un progressivo deterioramento del rapporto tra lavoratori attivi e beneficiari dei trattamenti previdenziali.

Un altro contributo assai rilevante del lavoro di Resti è quello che deriva dall'esame delle politiche di investimento e delle performance finanziarie dei piani di previdenza complementare esaminati. Si ha qui la conferma dell'apporto positivo che la gestione finanziaria può dare e ha dato alla crescita del risparmio previdenziale, sia in termini di risultati sia in termini di costi di gestione, portabilità, trasparenza, oltre che di possibilità per il singolo di disporre in autonomia le proprie scelte di asset allocation pur profittando di offerte di gestione collettiva.

In questo studio si evidenzia infine che un sistema di previ-

denza complementare che privilegia scelte individuali introduce e sviluppa una concorrenza virtuosa tra aziende e tra gestori nell'offrire ai lavoratori piani di previdenza sempre più appetibili non solo in termini di costi, di ampiezza e di flessibilità di scelte di investimento ma anche in termini di entità dei contributi datoriali per attirare e trattenere la manodopera più qualificata e come mezzo per ampliare e consolidare l'azionariato.

Guido Cammarano



Andrea Resti

Professore associato
Facoltà di Economia
Università di Bergamo

**Pensioni per caso:
introduzione
ai fondi 401(k)**

Il presente studio è stato realizzato con il contributo di Assogestioni, l'Associazione italiana del risparmio gestito, ed ha goduto del sostegno dei fondi di Ateneo ex 60% per la ricerca "Profili di efficienza e competitività dell'industria italiana dell'asset management".

L'autore desidera ringraziare Marco Onado e Nadia Buscia'ala per consigli e revisioni su una prima stesura.

I N D I C E

1. Introduzione	21
2. Lo scenario degli strumenti previdenziali negli Usa	22
Pubblico o privato?	22
La copertura individuale	24
I fondi pensione aziendali	24
3. I piani 401(k): caratteri distintivi e diffusione	27
Caratteri distintivi dei 401(k)...	27
...e loro diffusione	29
4. Le modalità di funzionamento dei 401(k)	32
Caratteristiche dei piani attivati negli Usa	33
Caratteristiche dei partecipanti	38
Modalità di utilizzo dei 401(k)	39
5. Le politiche d'investimento dei 401(k)	42
L'asset allocation dei 401(k)	42
Company stock: opportunità o pericolo?	44
La performance finanziaria dei 401(k)	51
6. Conclusioni	53
7. Riferimenti bibliografici	59

“*The accidental pension*”: così Richard Hinz, direttore della ricerca sui fondi pensione presso il Department of Labor statunitense, definiva in una recente intervista¹ i fondi 401(k), cioè quei particolari fondi pensione aziendali che, negli ultimi vent’anni, hanno rivoluzionato in profondità morfologia e funzionamento del sistema previdenziale americano. “Pensioni per caso”: tanto che nessun uomo politico, intuendo il potenziale dirompente di quel comma “k” aggiunto all’articolo 401 del testo unico delle imposte, pensò a legare il proprio nome ad una riforma destinata a segnare gli investimenti e la vecchiaia di milioni di suoi concittadini.

Eppure, quel comma avrebbe esercitato un enorme impatto sugli attivi pensionistici statunitensi e sugli equilibri dell’industria del risparmio gestito, alterando in profondità gli assetti normativi predisposti, nel 1974, dalla legge di riforma conosciuta come ERISA (*Employee Retirement Income Security Act*). Quest’ultima era rivolta, tra l’altro, a tutelare i “classici” fondi pensione a benefici definiti (attraverso un meccanismo di assicurazione federale delle prestazioni future); ma avrebbe in realtà aperto la strada, proprio grazie all’avvento dei 401(k) nel 1978, alla progressiva affermazione dei piani a contributi definiti, spostando dalle aziende ai lavoratori i rischi di un’insufficiente copertura futura.

Viene allora spontaneo chiedersi come un semplice comma – un figliolo non previsto e non particolarmente benvenuto dai suoi “genitori” politici – abbia potuto incidere così sensibilmente sugli assetti del più avanzato sistema previdenziale privato del mondo. Quale particolarissimo cocktail cromosomico ne abbia facilitato le fortune, quali tratti genetici possano essere mutuati con successo dai governi e dagli *asset manager* europei, desiderosi di aggiornare e di arricchire, senza passi falsi, la componente privatistica dei propri schemi pensionistici.

Questo lavoro cerca di fornire risposta a simili interrogativi, offrendo una ricognizione ragionata, a tratti minuziosa, delle potenzialità e dei pericoli insiti nel paradigma dei 401(k). Il paragrafo seguente inquadra la genesi di tale strumento all’interno dello scenario complessivo del sistema previdenziale statunitense; il terzo paragrafo ne illustra le caratteristiche salienti e ne ripercorre la rapida e consistente diffusione; il quarto paragrafo mostra come i 401(k) vengano concretamente utilizzati dai lavoratori e dalle imprese americane; il quinto presenta l’*asset allocation* di questi fondi pensione, analizzando in particolare la loro propensione a detenere un elevato

1. Introduzione

¹ *The Economist* (2002).

ammontare di titoli azionari dell'impresa - sponsor. Un breve paragrafo conclusivo sintetizza pregi e limiti dei 401(k), sottolineando alcuni spunti di riflessione per l'osservatore italiano.

2. Lo scenario degli strumenti previdenziali negli Usa

Il sistema pensionistico statunitense viene sovente descritto come un “*three-legged stool*”, uno sgabello a tre gambe sostenuto da:

- una “rete di sicurezza pubblica” (il *Social Security System*), creata all'indomani della Grande Depressione e rivolta a garantire un reddito minimo a tutti i cittadini di età superiore ai 65 anni;
- un complesso di risparmi individuali, che ricevono una limitata tutela fiscale attraverso lo strumento dell' *Individual Retirement Account (IRA)*²;
- un sistema di fondi pensione aziendali³, alimentati dai contributi delle imprese e/o dei singoli lavoratori.

Prima di addentrarsi nella valutazione dei fondi 401(k), che ricadono all'interno del terzo e ultimo filone, può essere interessante interrogarsi circa l'importanza di queste tre forme di copertura.

Pubblico o privato?

La misura della rilevanza relativa della copertura pubblica e privata non rappresenta, ovviamente, un compito agevole: non si tratta, infatti, di confrontare due *pool* di attivi già costituiti, bensì di porre a raffronto flussi di prestazioni future il cui equivalente finanziario attuale può essere stimato soltanto a prezzo di ipotesi semplificatrici.

Una simile stima è riportata nella Tavola 1, da cui si evince che, per le famiglie americane prossime all'età pensionabile, le coperture pensionistiche aziendali e individuali rivestivano, già nel 1992, un'importanza relativa paragonabile alla *Social Security* (e pari a circa un terzo della ricchezza totale). L'ultima colonna della tavola, tuttavia, consente di verificare come questo valore medio sia in realtà la risultante di comportamenti assai disomogenei presso le famiglie a basso e ad alto reddito: queste ultime, contraddistinte da una più modesta incidenza delle prestazioni pubbliche, influenzano infatti in misura marcata il dato complessivo. Di conseguenza, se si escludono gli estremi della distribuzione e si ricalcolano i valori medi concentrandosi sul decile centrale⁴, ci si avvede che – per una famiglia normalmente ricca – la ricchezza attesa dalla *Social Security* è all'incirca doppia di quella legata a prestazioni “private”.

² Tra gli strumenti per la gestione del fabbisogno pensionistico dei lavoratori autonomi, vanno ricordati anche i *Keogh Plans*, riservati ai proprietari e partner di piccole società. Cfr. Leimberg (1999).

³ A questa terza classe possono essere assimilati anche i fondi istituiti dagli Stati, dal Governo Federale e dagli Enti Locali a favore dei propri dipendenti.

⁴ Osservazioni comprese tra il 45° e il 55° percentile.

Tav 1 Composizione percentuale della ricchezza delle famiglie con capofamiglia nella fascia d'età tra 51 e 61 anni

Tavola 1

	Dato medio	Dato medio centrale*
Social Security	32.4	54.8
Individual Retirement Accounts	4.8	4.1
Pensioni	28.1	22.7
Attivi commerciali	19.1	5.5
Attivi finanziari	10.2	7.3
Altro	5.4	5.5
Totale	100.0	100.0

* Per dato medio centrale si intende la media calcolata solo sul 10% di osservazioni adiacenti la mediana nella distribuzione ordinata per reddito

Fonte: Gustman et al. 2000 - Elaborazioni sull'indagine campionaria HRS (Health and Retirement Study) del 1992

La prevalenza delle prestazioni pubbliche emerge anche considerando i flussi di reddito effettivamente ricevuti dalle famiglie con capofamiglia di almeno 65 anni (figura 1), la cui composizione rappresenta, com'è ovvio, la conseguenza delle coperture predisposte nei decenni precedenti.

A tal proposito, è interessante osservare come la maggiore diffusione delle pensioni aziendali maturata tra il 1940 e il 1970 si sia riflessa in una crescita delle prestazioni effettivamente riscosse dalle famiglie nell'ultimo quarto di secolo: l'incidenza delle pensioni private sul reddito totale è ormai pari all'incirca alla metà di quelle pubbliche.

In definitiva, se il ruolo della *Social Security* permane centrale per le famiglie già in età pensionabile e per quelle con redditi medio-bassi, nondimeno le coperture private (fondi aziendali e IRA individuali) rappresentano un tassello portante dell'architettura pensionistica statunitense⁵: non a caso, secondo l'ultima *Survey of Consumer Finances* condotta nel 1998 dalla Federal Reserve, i "retirement accounts" privati rappresentavano la tipologia di attivo finanziario più diffusa (presente presso il 45,2% delle famiglie intervistate) dopo i conti correnti⁶.

⁵ In prospettiva, al ridimensionamento del ruolo della Social Security a vantaggio di forme private potrebbe concorrere anche il crescente divario tra prestazioni e contributi atteso per i prossimi anni. In materia, cfr. ad es. Mitchell (2002).

⁶ Cfr. Kennickell et al. (2000). Per *retirement accounts* si intendono qui tutte le forme di accumulazione pensionistica in sospensione d'imposta come gli IRA, i *Keogh accounts* riservati ai lavoratori autonomi e i fondi pensione aziendali da cui sia possibile ricevere anticipazioni o prelievi. Sono esclusi i cosiddetti "fondi a benefici definiti", di cui si dirà oltre.

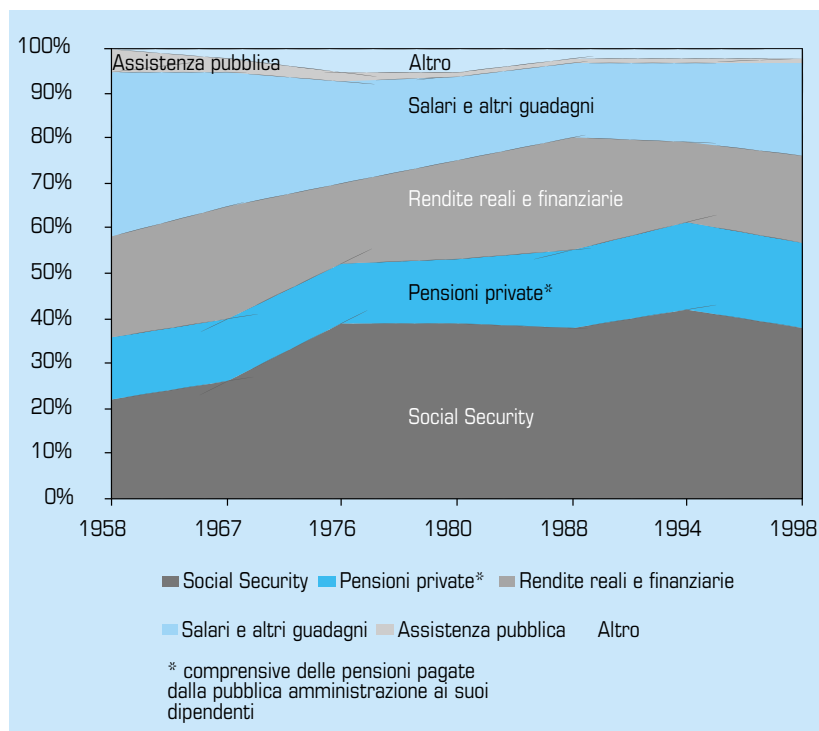


fig 1: Principali fonti di reddito delle famiglie con capofamiglia di almeno 65 anni

Fonte: Munnell e Sundén, 2001

La copertura individuale

Gli IRA individuali rappresentano una componente non trascurabile degli attivi pensionistici⁷. Tuttavia, negli anni scorsi, la maggior parte di tali *asset* non ha tratto origine da nuovo risparmio, quanto piuttosto da plusvalenze e proventi sui capitali già investiti e, soprattutto, da fondi pensionistici aziendali ritirati e successivamente reinvestiti dai lavoratori. Tale conversione (“*rollover*”) può avvenire quando il lavoratore matura il diritto a prelevare la sua quota di fondo avendo raggiunto l’età minima necessaria, o quando tale quota gli viene liquidata perché lascia l’azienda per un nuovo impiego.

Ad indebolire il flusso di nuove risorse finanziarie convogliate verso gli IRA ha certamente concorso la limitata entità dei vantaggi fiscali concessi, negli ultimi anni, a tali strumenti: nel 2002, il contributo massimo fiscalmente deducibile era fissato in 2000 dollari, anche se l’Amministrazione Usa ha manifestato l’intenzione di portare gradualmente tale soglia a 5000 dollari nell’arco dei prossimi anni.

I fondi pensione aziendali

I fondi pensione aziendali – comparto entro il cui perimetro si svilupperà la nostra analisi dei piani 401(k) – hanno radici antiche: i primi fondi negoziali risalgono al 1875 anche se vennero sostanzialmente travolti dalla crisi finanziaria degli anni ’30. Durante il secondo conflitto mondiale, le pensioni aziendali conobbero una rapida crescita, anche perché utilizzate dalle imprese come “*fringe be-*

⁷ Investment Company Institute (2002) stima che circa il 22% degli attivi pensionistici totali (che per la fonte citata includono fondi pensione aziendali, locali, statali e federali e le riserve assicurative caso vita) sia investito in Individual Retirement Accounts.

nefit” per trattenere il personale migliore, aggirando il calmiere salariale imposto dal governo. La diffusione rimase crescente tra il 1950 ed il 1970, per stabilizzarsi successivamente su livelli non dissimili da quelli attuali: si stima che circa il 50% dei lavoratori privati compresi nella fascia tra i 25 e i 64 anni partecipi oggi ad un piano pensionistico aziendale⁸.

Le pensioni private hanno conosciuto, negli ultimi trent’anni, una profonda metamorfosi. Si è infatti andato restringendo il ruolo delle coperture a benefici definiti (*defined benefits*, o DB, che attribuiscono al lavoratore il diritto ad una prestazione monetaria futura, parametrata al salario ed agli anni di servizio, lasciando all’impresa il rischio di un’insufficiente copertura finanziaria), a favore delle forme a contribuzione definita (*defined contribution*, o DC, dove le prestazioni possono variare in funzione dei contributi versati e del rendimento degli attivi investiti). Un ruolo importante, in questa direzione, è stato svolto dall’ERISA (*Employee Retirement Income Security Act*) del 1974, con cui il legislatore statunitense ha predisposto un’adeguata cornice normativa per l’introduzione di nuovi veicoli previdenziali, anche nell’intento di tutelare i lavoratori da possibili fenomeni di mala gestio dei fondi aziendali.

Non stupisce quindi che, a partire dalla seconda metà degli anni settanta (cfr. figura 2) i contributi a forme pensionistiche di tipo DC abbiano conosciuto una rapida crescita, giungendo a superare, nel 1986, i versamenti a favore di piani DB (rimasti complessivamente stabili nell’arco degli ultimi vent’anni). Conseguentemente, anche l’ammontare totale di attivi gestiti da fondi pensione a contributi definiti ha superato, verso la fine degli anni novanta, il totale degli *asset* riconducibili a pensioni di tipo *defined benefit*.

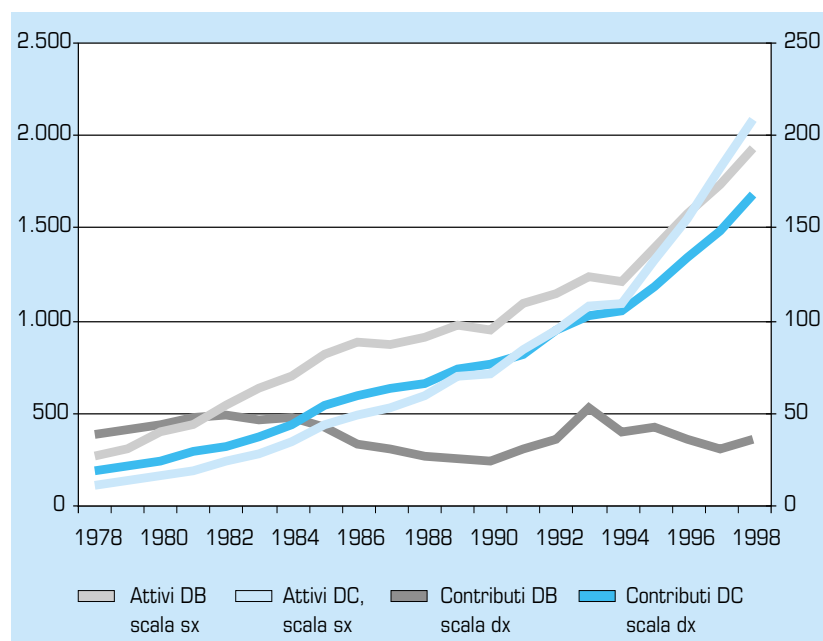


fig 2: Attivi e contributi versati in fondi pensione a benefici definiti (DB) e a contribuzione definita (DC) - dati in miliardi di dollari Usa

Fonte: U.S. Department of Labor

⁸ La stima è ripresa da Munnell et al., 2001, dove vengono proposte diverse misure alternative, basate su definizioni più o meno ampie del concetto di “copertura pensionistica privata”.

Una simile, progressiva sostituzione tra fondi pensione DB e DC⁹, ha rappresentato una risposta alla necessità di traslare, dalle imprese ai singoli beneficiari, il rischio di un'insufficiente copertura pensionistica (un rischio destinato ad accrescersi, nelle sue dimensioni complessive, man mano che la speranza di vita aumenta ed i *baby boomers* nati negli anni 50 si avvicinano alla soglia della pensione); ma ha trovato terreno fertile anche nel desiderio, da parte della forza-lavoro più giovane e mobile, di poter identificare in modo più immediato e diretto la propria quota di fondo aziendale, anche in vista di possibili trasferimenti e cambi di occupazione.

I piani pensionistici a contributi definiti (così come gli IRA) ricorrono in misura crescente e consistente ai fondi comuni d'investimento nell'allocazione dei propri attivi.

Come mostra la Tavola 2, nel 2001 quasi la metà delle masse gestite riconducibili a piani DC risultava collocata in fondi (erano meno di un terzo cinque anni prima).

Tale modalità di *asset allocation* consente infatti alle imprese che sponsorizzano i fondi pensione di concentrarsi sugli aspetti organizzativi e contrattuali del piano, delegandone i profili di gestione finanziaria ad operatori specializzati ed in forte competizione tra loro, con evidenti vantaggi in termini di trasparenza e contenimento dei costi.

Tavola 2

Tav 2 Incidenza dei fondi comuni sugli attivi di piani DC e IRA

	(a) Attivi totali		(b) di cui: fondi comuni		Quota dei fondi (b/a)	
	Piani DC	IRA	Piani DC	IRA	Piani DC	IRA
1991	912	776	135	188	14.8%	24.2%
1996	1732	1467	571	598	33.0%	40.8%
2001	2452	2406	1138	1173	46.4%	48.8%

Fonte: nostre elaborazioni su Investment Company Institute (2002)

⁹ Accanto al passaggio dagli strumenti DB a quelli DC, va registrata anche la crescente conversione dei tradizionali piani a benefici definiti (tramite una semplice modifica al regolamento istitutivo) in "cash balance plans". Si tratta di piani alimentati dal datore di lavoro, che conservano la struttura di strumenti a benefici definiti ma se ne discostano in due direzioni. In primo luogo, le disponibilità riconducibili ad ogni lavoratore vengono accreditate su un conto "nozionale" (rendicontato almeno ogni trimestre) rendendo tangibile l'ammontare di benefici spettanti; in secondo luogo, in caso di cessazione del rapporto il dipendente può ritirare l'ammontare del suo conto nozionale e "migrarlo" verso un altro strumento previdenziale.

Fondamentale, per lo sviluppo dei fondi pensione DC, è risultato l'avvento nel 1978¹⁰ dei piani 401(k), che devono il proprio appellativo a un emendamento (la sezione 401, comma k) dell'*Internal Revenue Code*. Con questi strumenti, veniva per la prima volta consentito anche ai lavoratori (e non soltanto al datore di lavoro) di operare accantonamenti, *in regime di sospensione d'imposta*, a favore di un piano pensionistico a contribuzione definita. Nel prossimo paragrafo vengono esaminate le caratteristiche fondamentali dei 401(k) e la rilevanza progressivamente acquisita entro il sistema pensionistico statunitense.

3. I piani 401 (k): caratteri distintivi e diffusione

Caratteri distintivi dei 401(k)...

Un piano 401(k) viene organizzato da un'azienda ma è alimentato, in primo luogo, dai contributi dei suoi dipendenti. Più precisamente, ogni lavoratore può scegliere se destinare al piano una parte della sua retribuzione¹¹, su cui viene contestualmente sospesa l'imposizione fiscale; le imposte verranno pagate soltanto quando il lavoratore rientrerà nella disponibilità dei fondi versati (perché ha raggiunto l'età minima richiesta o perché giustificato da un particolare stato di necessità) e non è prevista alcuna tassazione sui proventi intermedi.

Ogni anno il dipendente può interrompere o modificare i versamenti, ma il contributo in sospensione d'imposta non può in nessun caso superare gli 11.000 dollari (valore aggiornato nel 2001 e da allora indicizzato all'inflazione). Oltre tale limite, al lavoratore può essere permesso di effettuare ulteriori accantonamenti, ma senza particolari agevolazioni fiscali¹²; esiste comunque un tetto massimo (nell'ordine del 25% del salario totale) ai contributi che possono essere versati al fondo.

È abbastanza usuale che anche il datore di lavoro contribuisca ad alimentare il fondo¹³, integrando i versamenti dei dipendenti con "*matching contributions*", anch'esse fiscalmente deducibili, e non necessariamente di pari entità. Sono ammessi apporti in azioni della società ("*company stock*"), e tutti i contributi versati durante l'anno devono essere rendicontati per iscritto al lavoratore.

¹⁰ Come ricorda Papke (1999), i fondi 401(k) iniziarono realmente a diffondersi solo nel 1981, dopo che l'*Internal Revenue Service* fornì ai promotori i necessari chiarimenti sull'interpretazione della nuova normativa.

¹¹ Per questo motivo, i piani 401(k) sono noti anche come "*cash or deferred arrangement*", o semplicemente CODA.

¹² Si stima che solo il 3% dei contributi provenienti dai lavoratori sia tassato (Holden e VanDerhei, 2001a).

¹³ In proposito, cfr. i dati riportati nella Tavola 4. Anche in assenza di accantonamenti, comunque, l'impresa contribuisce al fondo accollandosene in misura sostanziale gli oneri di creazione e amministrazione.

Il piano è soggetto a regole antidiscriminatorie, rivolte a tutelare i dipendenti con redditi più bassi. In particolare, si vuole evitare che venga utilizzato esclusivamente come *fringe benefit* per i manager dell'impresa; per tale motivo, è previsto che i contributi forniti dal datore di lavoro a favore di *highly compensated employees* (collaboratori che siano anche proprietari di quote significative dell'azienda, o che superino un salario massimo stabilito per legge) non possano eccedere un determinato ammontare massimo, collegato ai benefici versati ai restanti dipendenti.

I contributi vengono solitamente investiti secondo indicazioni fornite dal singolo dipendente, che può scegliere tra i diversi veicoli d'investimento (in media, da quattro a dieci) indicati nel regolamento del piano. *Switch* di denaro tra fondi sono generalmente possibili, anche più volte in un anno. Alcuni piani prevedono inoltre la possibilità, per il lavoratore, di investire direttamente in singoli titoli azionari, inclusi quelli dell'azienda che organizza il piano¹⁴.

Per poter godere pienamente di tutti i benefici accumulati (inclusi quelli finanziati dal datore di lavoro) può essere necessario un periodo di contribuzione minima (*vesting period*); dove presente, tale periodo è in genere di circa 5 anni¹⁵.

L'amministrazione, la rendicontazione e la produzione dei prospetti obbligatori da presentare annualmente all'*Internal Revenue Service* (i cosiddetti *ERISA 5500 filings*) vengono solitamente delegate ad una società specializzata, esterna all'azienda. L'azienda sponsor (dove sovente viene creato un comitato di sorveglianza del piano) verifica periodicamente che il costo del servizio sia in linea con le migliori condizioni di mercato.

Gli attivi investiti nel 401(k) diventano di norma disponibili (e possono essere ritirati in blocco o prelevati in più soluzioni, come qualunque attivo in custodia) al compimento di un'età minima che non può essere inferiore ai 59 anni e 6 mesi d'età. Nella maggior parte dei piani adottati dalle aziende statunitensi¹⁶, esiste tuttavia la possibilità di ottenere prelievi anticipati e prestiti.

I primi sono condizionati al ricorrere di particolari stati di necessità (per esempio: l'acquisto della prima abitazione, le rette per il primo anno di università dei figli o particolari spese mediche per il beneficiario e i familiari) ed all'indisponibilità di fonti finanziarie alternative. Comportano il pagamento delle imposte e di una sovrattassa del 10% sui prelievi anticipati (eccezion fatta per le spese mediche). Un analogo trattamento fiscale è previsto in caso di ritiro dei

¹⁴ In argomento cfr. infra il § 5.

¹⁵ Sui diversi meccanismi contrattuali di *cliff vesting* e *graduated vesting* previsti dai fondi 401(k), cfr. ad es. Mitchell (2000).

¹⁶ Le caratteristiche dei piani variano infatti presso le singole aziende (pur nel rispetto dei requisiti minimi, per esempio le clausole antidiscriminatorie, necessari per poter beneficiare dei vantaggi fiscali). La possibilità di ottenere prestiti, ad esempio, è diffusa ma non automatica (cfr. infra, § 4).

fondi per cessazione del rapporto di lavoro¹⁷; se, tuttavia, il ritiro ha per oggetto azioni e altri strumenti finanziari (per esempio, azioni dell'impresa presso cui si è prestato servizio) la tassazione è sospesa fino all'effettiva dismissione dei titoli.

I prestiti possono riguardare un importo indicativamente non superiore ai 50.000 dollari, e comunque limitato alla metà dei fondi riconducibili al lavoratore. Non sono tassati, ma comportano obbligatoriamente il pagamento di interessi a favore del fondo; in pratica, il lavoratore “paga una cedola a sé stesso”, così da non ridurre il valore reale dei risparmi accantonati per la vecchiaia.

Avendo presentato, in sintesi, le caratteristiche dei fondi 401(k), pare utile esaminare alcuni dati circa la loro diffusione.

La figura 3 mostra come, nel corso degli anni Novanta, tali strumenti abbiano assunto un ruolo di assoluta preminenza all'interno delle forme pensionistiche a contribuzione definita, favorendone la progressiva affermazione (come si è visto in precedenza) a scapito dei piani a *defined benefits*. È interessante osservare come la quota di attivi DC gestiti attraverso i 401(k) abbia continuato a crescere anche nell'ultimo biennio considerato, (raggiungendo il 72%) nonostante la più debole intonazione dei mercati finanziari, che ha assottigliato il controvalore dei fondi investiti.

...e loro diffusione

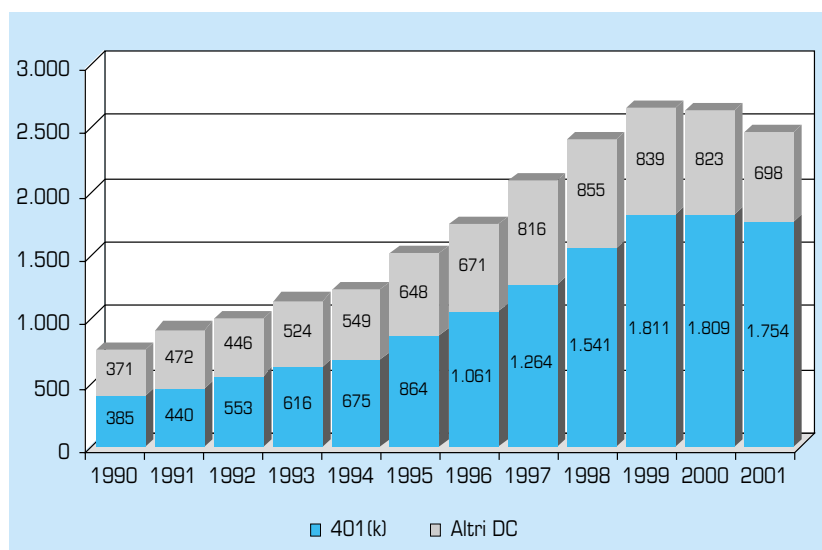


fig 3: lo sviluppo dei 401(k) e degli altri fondi pensione a contributi definiti: attivi in gestione, miliardi di dollari Usa

Fonte: nostre elaborazioni su *Investment Company Institute, 2002*¹⁸

¹⁷ I fondi e titoli ricevuti vengono di norma investiti in un IRA. Il mercato dei “rollover” di fondi ex 401(k) in conti pensionistici individuali è ritenuto molto promettente dagli *asset manager* statunitensi, che su di esso fanno affidamento per compensare, in parte, il rallentamento della raccolta netta connesso con l'invecchiamento della popolazione e con le sfavorevoli performance dei mercati finanziari (cfr. ad es. Westfall, 2002).

¹⁸ Il totale dei fondi a contribuzione definita differisce leggermente da quello ricavabile dalle statistiche del *Department of Labor*, per effetto della diversa classificazione operata dall'*Investment Company Institute* (che, ad esempio, riconduce ai fondi a contribuzione definita anche i fondi del *Federal Employees Retirement System*).

È questione ampiamente dibattuta, in letteratura, se i 401(k) abbiano creato nuovo risparmio pensionistico (per esempio a spese dell'erario, visto il più favorevole regime fiscale, o modificando le abitudini delle famiglie) o se abbiano semplicemente indotto una redistribuzione di fondi tra strumenti e canali diversi. Se da una parte Poterba et al. (1996) concludono che la maggior parte dei contributi a 401(k) rappresenta un flusso di nuovi risparmi, e che la crescita di tale strumento ha aumentato lo *stock* di ricchezza netta delle famiglie, maggiore cautela emerge dall'analisi di Engen et al. (1996), che sottolineano gli effetti di sostituzione tra i nuovi piani pensionistici ed altre, più tradizionali forme di accumulazione finanziaria.

Esistono, per la verità, indicazioni a favore dell'una e dell'altra tesi, come si evince dalla lettura dei dati sul numero di partecipanti a fondi pensione privati, illustrati nella Tavola 3.

Il numero di partecipanti rappresenta un indicatore parziale (visto che non coglie l'entità delle contribuzioni versate) ma per certi versi più affidabile degli attivi gestiti, considerato che non risente dell'inflazione e dell'andamento dei mercati finanziari.

È inoltre possibile depurare l'effetto del trend demografico generale rapportando i partecipanti (come è stato fatto nella

Tavola 3

Tav 3: Partecipanti a fondi pensione aziendali

	n. di partecipanti attivi (migliaia)			In percentuale del n. di famiglie		
	DB	DC	401(k)*	DB	DC	401(k)*
1980	30,133	18,893		37.5%	23.5%	
1981	30,082	20,743		36.6%	25.3%	
1982	29,756	23,448		35.9%	28.3%	
1983	29,964	27,844		35.8%	33.3%	
1984	30,172	30,603	7,540	35.4%	35.9%	8.8%
1985	29,024	33,244	10,339	33.5%	38.4%	11.9%
1986	28,670	34,620	11,559	32.7%	39.5%	13.2%
1987	28,432	34,959	13,131	32.0%	39.3%	14.8%
1988	28,081	34,062	15,203	31.1%	37.7%	16.8%
1989	27,304	33,990	17,337	29.8%	37.2%	19.0%
1990	26,344	35,488	19,548	28.7%	38.6%	21.3%
1991	25,747	35,771	19,126	27.6%	38.4%	20.5%
1992	25,362	38,868	22,404	26.8%	41.1%	23.7%
1993	25,127	39,619	23,138	26.4%	41.6%	24.3%
1994	24,615	40,357	25,206	25.7%	42.1%	26.3%
1995	23,531	42,662	28,061	24.2%	43.8%	28.8%
1996	23,262	44,625	30,843	23.6%	45.2%	31.2%
1997	22,745	47,979	33,865	22.8%	48.0%	33.9%
1998	22,994	50,335	37,114	22.8%	49.8%	36.7%

* dettaglio non disponibile per gli anni antecedenti il 1984
 Fonte: nostre elaborazioni su dati Department of Labour e U.S. Bureau of Census

parte destra della tavola) al numero di famiglie, costruendo un sorta di grezzo “tasso di copertura”¹⁹.

Come si vede, se all’inizio degli anni Ottanta i piani pensionistici privati raccoglievano all’incirca 50 milioni di adesioni (pari al 61% dei nuclei familiari), nel 1998 gli aderenti superavano i 73 milioni, pari a circa il 73% delle famiglie. A livello aggregato, pare dunque essersi manifestato un incremento della partecipazione a fondi pensione aziendali.

Se si osservano i dati relativi al 1985 tuttavia, ci si avvede che buona parte della crescita nel dato percentuale avviene già nella prima metà degli anni ’80, cioè prima che i 401(k) conoscessero un’adeguata diffusione. L’incremento nel numero totale di partecipanti intervenuto nella seconda metà del decennio rappresenta quindi, in buona misura, una semplice conseguenza del trend demografico (cioè dell’aumento del numero di famiglie residenti negli Usa).

Inoltre, si nota come la crescita degli aderenti ai 401(k) sia principalmente avvenuta a scapito delle altre forme di copertura. È perfettamente tangibile, infatti, un “travaso” dalle restanti forme a contributi definiti (che hanno perduto circa dieci milioni di beneficiari tra il 1984 e il 1998), ma anche dai fondi *defined benefit*, per i quali la platea dei partecipanti attivi si è ridotta di oltre settemila persone.

L’accreciuto peso dei 401(k) rispetto al totale dei fondi DC risente anche della riconversione di piani già esistenti. In particolare, per i *Thrift Plans* (strumenti alimentati dai contributi delle imprese, ma privi di qualunque beneficio fiscale sugli accantonamenti eventualmente operati dai lavoratori) la conversione in 401(k) comportava un trattamento nettamente più favorevole da parte dell’erario, e giustificava quindi gli oneri connessi con la trasformazione del fondo. Il processo di sostituzione tra 401(k) e fondi a benefici definiti è invece risultato più graduale, ed ha coinvolto soprattutto le nuove imprese e, in qualche misura, i nuovi dipendenti di aziende già esistenti, i cui contributi venivano convogliati verso nuovi piani di tipo *defined contribution*, riducendo così i rischi attuariali e finanziari in capo al datore di lavoro²⁰.

¹⁹ L’interpretazione del numero di piani pensionistici per famiglia come “tasso di copertura” delle famiglie americane è certo suggestiva, ma richiede cautela: non va dimenticato, infatti, che in molte famiglie entrambi i coniugi possono essere titolari di piani pensione (dunque, la percentuale di nuclei familiari privi di copertura è superiore a quanto si evincerebbe da una lettura frettolosa della tavola), e che uno stesso lavoratore può essere titolare di più fondi.

²⁰ Una simile ricostruzione, oltre che dal già citato Engen et al. (1996), è avvalorata da alcune stime econometriche condotte da Papke (1999): in questo studio, esaminando l’evoluzione tra il 1985 e il 1992 di una coorte di fondi pensione aziendali, si mostra come l’introduzione di piani 401(k) sia statisticamente collegata alla decisione dell’impresa di interrompere un piano *defined benefit* già esistente.

Oltre che a traslare il rischio relativo alle prestazioni future, l'introduzione dei 401(k) ha certamente contribuito ad accelerare lo spostamento – dalle imprese ai lavoratori – del finanziamento della copertura. Si stima²¹ infatti che la percentuale di contributi a carico di questi ultimi sia aumentata dal 12% al 46% tra il 1977 e il 1997, per il complesso dei fondi pensione aziendali. Se ci si limita ai fondi a contribuzione definita, la quota cresce dal 29% al 55%. Peraltro, è utile ricordare che, sebbene il contributo dell'impresa non sia obbligatoriamente previsto, il 34% dei versamenti registrati nel 1997 a favore di fondi 401(k) era riconducibile alle imprese (la percentuale sale al 38% nei casi in cui il 401(k) è la sola forma di copertura pensionistica aziendale disponibile).

In conclusione, se non è possibile affermare con certezza che l'avvento dei 401(k) ha incrementato il volume delle coperture pensionistiche totali per i lavoratori americani, nondimeno è evidente come tale strumento abbia indotto una discontinuità nella "natura" della copertura stessa, introducendo profondi elementi di novità nel rapporto tra lavoratori e fondi pensione. L'argomento è certamente rilevante, e verrà approfondito nel paragrafo che segue.

4. Le modalità di funzionamento dei 401(k)

In questo paragrafo, attraverso i risultati di alcune indagini campionarie condotte negli scorsi anni²², si proverà a ricostruire le effettive modalità di funzionamento dei 401(k). In particolare, verranno dapprima esaminati i tratti salienti dei piani attivati dai datori di lavoro statunitensi, per poi analizzare le caratteristiche

²¹ Cfr. Pension and Welfare Benefits Administration (2002).

²² Le principali fonti utilizzate in questo paragrafo sono: a) Holden e VanDerhei (2001b), basato sui dati del cosiddetto *Participant-Directed Retirement Plan Data Collection Project* (che raccoglie informazioni da società che amministrano piani 401(k) - principalmente: gestori di fondi comuni, assicuratori, consulenti - e che aderiscono all'ICI o all'EBRI), un vasto campione ad ampiezza variabile che, nel 2000, giungeva a censire circa 11,8 milioni di partecipanti e 35.367 piani, con un'incidenza sugli asset totali del settore stimata attorno al 33%; b) Profit Sharing Council of America (2001), un'indagine campionaria condotta nel 2000 su 811 401(k); c) Investment Company Institute (2000), una collezione di 1366 interviste condotte nel 1998; d) Munnell et al. (2000) che rielabora i dati della *Survey of Consumer Finance* disposta nel 1998 (come ogni triennio) dal Federal Reserve Board e dal Ministero del Tesoro, concentrandosi su un campione di 1698 lavoratori dipendenti la cui azienda dispone di un 401(k); e) Hay Group (1998) che incorpora un'analisi di oltre 1.000 aziende (basata su un campione rappresentativo dell'universo dei *plan sponsors*) di cui 743 offrono piani 401(k); f) Hewitt Associates (1998) che analizza un campione di 460 *plan sponsors* e riprende i risultati di analoghe indagini condotte negli anni 1995, 1993, e 1991; g) Morgan Stanley Investment Management (2000) che analizza 250 società attive nei 401(k) di dimensioni medio-grandi, corrispondenti a 1,12 milioni di partecipanti. Va osservato che, poiché ad una minore estensione del campione corrisponde, di norma, una maggiore profondità delle informazioni raccolte, tutte queste indagini apportano un contributo informativo originale alla nostra analisi.

dei lavoratori che hanno scelto di ricorrere a questo strumento finanziario, ed infine le modalità con cui essi, in concreto, lo utilizzano. Le politiche d'investimento dei fondi rappresenteranno invece l'oggetto di un approfondimento separato, cui sarà dedicato il paragrafo successivo.

I piani 401(k) concretamente attivati dalle imprese americane risultano assai eterogenei, come si conviene ad uno strumento la cui genesi avviene in modo decentrato e flessibile; è tuttavia possibile (cfr. Tavola 4) sintetizzarne le caratteristiche maggiormente diffuse nella pratica recente²³.

Caratteristiche
dei piani attivati negli Usa

Tav 4: Principali caratteristiche dei 401(k) promossi negli Usa

Percentuale di piani che prevedono un contributo dell'impresa	85
Di cui: - come "matching contribution"	81
- in cifra fissa	4
Matching contribution dell'impresa, in percentuale del salario**	3.0%
Contributo dell'impresa, se indipendente dal salario**	4.0%
Anni di servizio necessari per ottenere il contributo massimo da parte dell'impresa**	5
Percentuale di piani che permettono prestiti***	92,6
Percentuale di piani che permettono prelievi anticipati in caso di necessità***	82,5
Opzioni di investimento previste*	6

* valore mediano
 ** valore mediano, solo 401(k) che prevedono questa caratteristica
 *** calcolata al netto delle risposte nulle ("non sa, non ricorda")
 Fonte: Investment Company Institute, 2000

Tavola 4

Analizzando la Tavola 4, si nota che la percentuale di imprese che partecipano all'alimentazione del fondo, integrando i versamenti del lavoratore è attorno al 85%; il contributo è nell'ordine del 3% del salario (e tipicamente, come annotano, Munnell et al., 2000, comporta l'accantonamento di 50 centesimi per ogni dollaro versato dal dipendente sul primo 6% della sua retribuzione²⁴). Osser-

²³ Tali caratteristiche risultano determinanti, non solo nel delimitare il perimetro delle opzioni entro cui può muoversi l'autonomia del singolo lavoratore, ma anche nel plasmarne, in positivo, i comportamenti: si riscontra infatti una spiccata tendenza, da parte dei dipendenti che aderiscono ai 401(k) ad utilizzare le opzioni *standard* previste dal piano, seguendo quello che Choi et al. (2001) definisce *the path of least resistance*, cioè il sentiero di minimo sforzo.

²⁴ Alla medesima indicazione pervengono, su campioni diversi, Pensions and Benefits Administration (1998) e Holden e VanDerhei, (2001a).

viamo che, per maturare il diritto al versamento massimo da parte dell'impresa (*full vesting status*), è di norma necessaria un'anzianità di servizio pluriennale (il valore mediano è di 5 esercizi).

La concessione di prestiti rappresenta un tratto molto diffuso, ma non universale: al dato riportato nella Tavola 4 può affiancarsi quello stimato dal Profit Sharing Council of America (2001a), secondo cui circa l'86% dei piani ammette tale facoltà. Una percentuale nettamente più bassa (58%) è indicata da Holden e VanDerhei (2001); dal medesimo studio si evince, tuttavia, che una più ridotta disponibilità di prestiti è tipica dei piani di minori dimensioni (limitandosi ai fondi con almeno 500 partecipanti, anche per questi Autori la percentuale è nell'ordine dell'87%). I fondi più piccoli, assai numerosi ma scarsamente significativi in termini di attivi e di iscritti, sono verosimilmente guidati, in questa scelta, dal desiderio di evitare l'aggravio di costi e di adempimenti burocratici connesso con la gestione di prestiti.

Leggermente meno consueta risulta invece la possibilità di operare prelievi anticipati al ricorrere di particolari casi di necessità: tale minore diffusione si giustifica anche con la modesta propensione dei lavoratori a far ricorso a tale possibilità, come documentato nel seguito di questo paragrafo.

La Tavola 4 indica infine come il numero di opzioni d'investimento collegate a un 401(k) si collochi, *normalmente*, attorno a 6. Tale valore risulta, per la verità, assai variabile presso i singoli 401(k): come evidenziato da Morgan Stanley Investment Management (2001), la soluzione più semplice prevede l'offerta di pochi *lifestyle funds*²⁵ che provvedono all'*asset allocation* strategica secondo schemi standard, corrispondenti a diverse tipologie di beneficiario; leggermente più sofisticato è l'approccio che consente l'accesso alle principali classi di attività (per esempio: azioni di tipo *growth*, *value* o *small cap*; *international equity*; obbligazioni; altri prodotti a rendimento garantito), eventualmente per il tramite di fondi specializzati; ancora più flessibile è la cosiddetta "*mutual fund window*", che permette al partecipante l'investimento in un ampio elenco di fondi (anche di più gestori), selezionati dal *plan sponsor*; all'estremo più raffinato (e costoso) si collocano i *self-directed accounts*, veri e propri conti di brokeraggio per il cui tramite il lavoratore può investire in qualunque fondo, titolo o azione. Quest'ultima soluzione, particolarmente gradita ai lavoratori che dispongono di adeguate disponibilità e di un'elevata cultura finanziaria, va rapidamente diffondendosi, soprattutto presso i 401(k) di dimensioni maggiori: Morgan Stanley Investment Management (2000) trova che circa il 14% dei piani esaminati offre qualche forma di *self-directed account* (contro il 9% di un anno prima) e che un altro 9% intende introdurla nei dodici mesi seguenti.

²⁵ Si tratta di fondi con stili d'investimento diversificati, dal più conservativo al più aggressivo, contraddistinti ad esempio da una diversa propensione all'investimento azionario.

I normali fondi comuni venduti sul mercato *retail* rappresentano il veicolo d'investimento storicamente più diffuso presso i 401(k); nondimeno, negli ultimi anni, i piani hanno fatto ricorso in misura crescente a fondi di tipo "istituzionale", così da limitare le commissioni di gestione a carico dei partecipanti. In particolare, l'accesso al mercato *wholesale* è avvenuto attraverso l'acquisto diretto di quote riservate oppure (per i 401(k) di maggiori dimensioni, dotati di una più solida forza contrattuale nei confronti dei *money managers*) tramite due strumenti particolari, in grado di ridurre ulteriormente gli oneri di gestione: i cosiddetti *commingled* e *separated accounts*.

Un *commingled account* consiste in un pool di fondi d'investimento, reso disponibile ad un 401(k) o ad altri grandi investitori che hanno stretto un particolare accordo con un gestore. Questi fondi istituzionali sono simili – quanto a obiettivi d'investimento – ai normali fondi *retail*; tuttavia, essi possono essere gestiti anche da banche o da assicurazioni e, ciò che più conta, sono venduti con commissioni più modeste, solo agli investitori in grado di garantire un volume gestito sufficientemente elevato. Per poter accedere a questo mercato, il 401(k) deve infatti impegnarsi a detenere, nel suo conto *commingled*, un saldo totale non inferiore a un limite minimo concordato con il gestore (indicativamente, uno o due milioni di dollari, come riportato da Pensions and Benefits Administration, 1998).

Se il *plan sponsor* riesce a garantire ammontari ancora più consistenti (nell'ordine di 15-25 milioni di dollari) può accedere alla formula del *separate account*, che gli consente di definire autonomamente i propri obiettivi d'investimento e il portafoglio-obiettivo di lungo periodo. Le commissioni pagate sono all'incirca un quarto di quelle normalmente applicate ai fondi *retail*. È inoltre possibile che il conto venga amministrato congiuntamente ad altri fondi del medesimo *plan sponsor* (tipicamente, i "vecchi" fondi a benefici definiti), contribuendo a ridurre ulteriormente i costi.

Accanto ai fondi comuni, esistono ovviamente ulteriori opzioni d'investimento: tra queste, oltre alla possibilità di acquisto di azioni dell'azienda che promuove il 401(k), meritano di essere ricordati gli *stable value accounts*, che garantiscono un rendimento prefissato su un arco temporale di tre-cinque anni, garantito da un portafoglio di investimenti rischiosi; tali conti a reddito fisso possono essere offerti da banche (*bank deposit accounts*) e assicuratori (GIC, o *guaranteed investment contracts*).

Maggiori dettagli sull'*asset allocation* dei 401(k) verranno forniti nel prossimo paragrafo. In questa sede, pare invece utile ricordare che non sempre, nonostante la sua struttura molto flessibile e orientata al beneficiario finale, un 401(k) consente ai partecipanti di elaborare direttamente le proprie decisioni d'investimento (sia pure nell'ambito dei "menù" di opzioni predefinite visti in precedenza). La quota di accantonamenti versata dal datore di lavoro può essere vincolata in azioni proprie, e anche i contributi del lavoratore pos-

sono essere allocati dal *plan sponsor* o da una società di *investment management* selezionata da quest'ultimo²⁶. Secondo le statistiche del Department of Labor, ciò accade per il 21% dei piani, pari a circa il 19% degli attivi.

La gestione di un ampio ventaglio di opportunità d'investimento, unita alle pressanti e capillari esigenze di rendicontazione imposte dalla normativa fiscale, fa sì che l'organizzazione e la gestione di un 401(k) risulti un'attività complessa, che comporta svariati profili operativi ed il coordinamento di diversi "attori".

Storicamente, le soluzioni adottate dai *plan sponsors* si sono polarizzate attorno a due modelli alternativi (Allen et al., 1997; Pensions and Benefits Administration, 1998):

- la scelta di un *full service provider* ("bundled approach"), cioè di un unico fornitore esterno che prenda in carico i diversi aspetti del piano: gestione degli attivi, servizi di *trustee*, produzione dei report obbligatori, comunicazione/interazione con i partecipanti e così via. Tale scelta comporta ovviamente una certa perdita di flessibilità e priva il *plan sponsor* della possibilità di scegliere, per ogni profilo della gestione, le soluzioni *best of breed* o semplicemente meno costose; la vivace concorrenza presente nel mercato del *full service providing* consente comunque di acquistare il servizio a condizioni non eccessivamente onerose;²⁷
- l'adozione di un *unbundled approach*, nel quale il *plan sponsor* amministra il piano utilizzando un misto di risorse interne e di fornitori specializzati, assumendosi l'onere di collegare tra loro le diverse attività svolte all'esterno. Si tratta di una prassi più diffusa (e giustificata) presso i piani di maggiori dimensioni, che dispongono di adeguate risorse e che, considerata l'entità delle masse gestite, possono conseguire significativi risparmi sui diversi servizi affidati in *outsourcing*.

Negli ultimi anni, si sono inoltre diffuse due soluzioni intermedie: la prima prevede la scelta di un "core provider" che agisca come capofila nei confronti di altri fornitori esterni; la seconda la creazione di un'alleanza di fornitori ("alliance approach") in grado di integrare i propri sistemi informativi senza fare perno sull'attività di coordinamento del *plan sponsor*.

Nel periodo più recente, poi, Internet ha svolto un ruolo fondamentale nel rendere possibile l'integrazione di veicoli d'investimento e di partner operativi diversi. Secondo la già ricordata inda-

²⁶ Si tratta di quello che Advisory Council on Employee Welfare and Pension Benefits Plans (1997) definisce *sponsor investment model*, in cui i partecipanti sono esclusi dalle decisioni d'investimento, pur continuando a sostenerne i rischi.

²⁷ Secondo uno studio del 1997 citato in Pensions and Benefits Administration (1998), nel mercato statunitense esistevano almeno 200 *full service providers*.

gine di Morgan Stanley (che si concentra su piani di dimensioni medio-grandi) l'82% dei 401(k) fornisce ai partecipanti un accesso tramite World Wide Web; per questi piani, il sito prevede servizi dispositivi (90% dei casi), formazione on-line (77%), tools di pianificazione finanziaria (53%) e, in misura minore, l'accesso a servizi di consulenza veri e propri (18%). Anche grazie a Internet (ed alle soluzioni Intranet fornite da numerosi *providers*) si stima che già nel 1998 il 44% dei partecipanti potesse conoscere e variare la propria *asset allocation* con cadenza quotidiana (Investment Company Institute, 2000).

A fronte di un volume di servizi crescente, è lecito chiedersi su chi gravi l'onere delle diverse attività di gestione finanziaria, rendicontazione, amministrazione necessarie all'attività di un 401(k).

La Tavola 5 fornisce una prima risposta indicativa a tale interrogativo, mostrando che, se da un lato gli oneri di gestione insistono principalmente sui partecipanti al piano (a maggior ragione, se si considerano le commissioni automaticamente detratte dal valore degli attivi), dall'altro l'azienda sponsor mantiene su di sé la maggior parte dei costi di *auditing*, amministrazione, formazione e le spese legali.

Tav 5: Soggetti che sopportano le diverse categorie di spese

	Dipendenti	Imprese	Entrambi
Auditing	24%	73%	3%
Personale amministrativo interno	4%	93%	3%
Comunicazioni ai dipendenti	14%	75%	11%
Corsi e seminari	9%	83%	8%
Altri materiali formativi	10%	82%	8%
Commissioni di gestione*	56%	39%	5%
Spese legali e di contrattualistica	9%	85%	6%
Servizi di record-keeping	35%	58%	7%
Servizi di trustee	40%	55%	5%
Altre spese amministrative	24%	61%	15%

* diverse da quelle incorporate nella valorizzazione dei fondi

Fonte: Hewitt Associates (1998), ripreso da *Pensions and Benefits Administration* (1998)

Tavola 5

Se ai dati della Tavola 5 (relativi al 1997) si affiancano i valori (ripresi dalle medesime fonti) stimati per il 1991, ci si avvede che sei anni prima la partecipazione alle spese da parte dei lavoratori era sensibilmente meno frequente (44% per le commissioni di gestione; 16% per l'auditing; 5% per le comunicazioni; 22% e 27% per i servizi di *recordkeeping* e *trustee*). All'ampliamento dei servizi e delle opzioni d'investimento offerte, sperimentato negli ultimi anni dai 401(k), pare dunque aver fatto riscontro un processo di traslazione dei costi operativi dall'azienda ai partecipanti.

A conclusione della nostra disamina delle principali caratteristiche operative dei 401(k), merita segnalare che una percentuale crescente di aziende (il 14%, secondo i dati riportati da Choi et al., 2001) ha inserito nel regolamento dei propri piani una clausola di “arruolamento automatico”, per effetto della quale i lavoratori aderiscono sempre al fondo, salvo che manifestino espressamente una diversa volontà. Come indicato da Madrian e Shea (2001), che analizzano i dati di una grande impresa, l’avvento di una simile previsione innalza sensibilmente il tasso di partecipazione al fondo (più che raddoppiato, nel caso citato, per i nuovi lavoratori²⁸), ma “appiattisce” il comportamento dei lavoratori sulle opzioni “standard” previste dal regolamento, sia per quanto riguarda l’ammontare dei contributi che per quanto attiene alle decisioni di *asset allocation*.

Caratteristiche dei partecipanti

Si stima che nel 1998 circa il 72% dei lavoratori aventi accesso a un 401(k) partecipasse effettivamente al fondo²⁹; tale percentuale evidenzia un sensibile incremento rispetto alle stime di dieci (57%) e cinque anni prima (65%), ma permane ancora lontana dall’unità, a suggerire come esista una fascia di potenziali beneficiari, per la verità non marginale, che scelgono di non avvalersi del piano reso disponibile dal proprio datore di lavoro.

Tali lavoratori sono mediamente più giovani, meno istruiti e dispongono solitamente di risorse più modeste (il reddito familiare mediano è circa il 60% di quello dei partecipanti al fondo³⁰, anche perché si tratta spesso di individui non sposati; l’età media è di 36 anni anziché 41). Tra le ragioni citate per giustificare la mancata adesione, la più frequente risulta proprio la mancanza di adeguate disponibilità finanziarie, come documentato da Investment Company Institute (2000); non va dimenticato, inoltre, che per un individuo con redditi limitati ed aliquote fiscali più contenute, i vantaggi fiscali impliciti nella partecipazione a un 401(k) risultano, gioco-forza, meno tangibili.

Un consistente filone di ricerche empiriche³¹ ha confermato che le adesioni ai 401(k) tendono a crescere, principalmente, con il reddito familiare, l’età, l’anzianità di servizio ed il livello di cultura. Anche la quantità e la qualità delle informazioni fornite, sul piano, dal datore di lavoro, svolgono un ruolo tangibile nel determinare il

²⁸ Profit Sharing Council of America (2001b), in base ad un’indagine campionaria condotta su 11 imprese associate che hanno introdotto clausole di *automatic enrolment* nel 2000, conferma il verificarsi di un aumento nel tasso di partecipazione, sia pure in misura meno consistente (dal 76% al 93%).

²⁹ Munnell et al. (2000), che riporta anche stime dell’Employee Benefits Research Institute basate sulla già citata *Survey of Consumer Finances*.

³⁰ Investment Company Institute (2000).

³¹ Cfr. ad es. Bassett et al. (1998), Bernheim e Garrett (1996), Papke (1995), Clark e Schreiber (1998), Munnell et al. (2000), Holden e VanDerhei (2001a).

tasso di partecipazione³²; la disponibilità di altri piani pensione (in particolare, di tipo DB), disincentiva invece l'adesione³³.

La presenza di "matching contributions" del datore di lavoro incoraggia la partecipazione (così come la possibilità di ottenere prestiti), ma a versamenti crescenti da parte dell'impresa fanno riscontro, in media, accantonamenti leggermente meno consistenti ad opera del dipendente.

I partecipanti a un 401(k) accantonano, in media, il 6-7% del proprio salario annuo³⁴, ma i dipendenti più ricchi o meglio retribuiti contribuiscono sovente anche in misura superiore (cfr. figura 4). Come la frequenza di adesione, anche l'entità dei contributi versati tende ad aumentare con l'età, il reddito e l'anzianità di servizio.

Modalità di utilizzo dei 401(k)

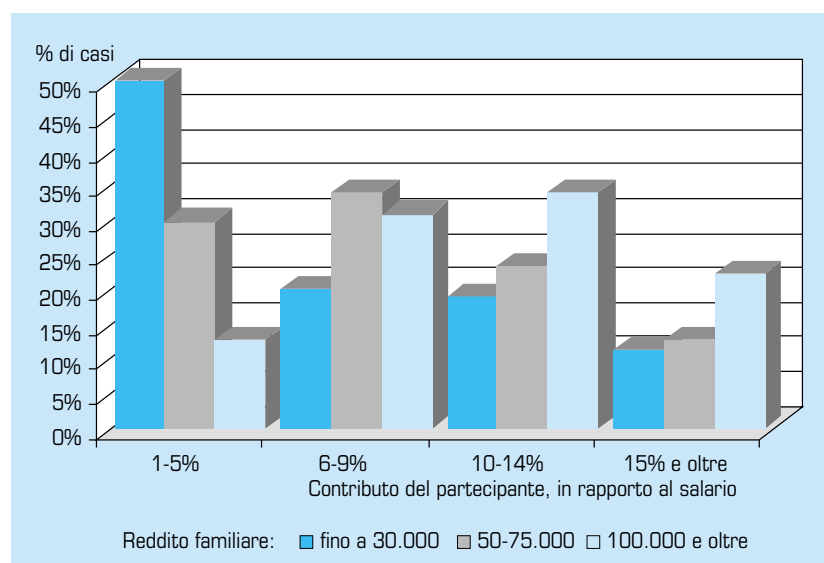


fig 4: Distribuzione dei partecipanti ai 401(k) per contributo al fondo e per alcune classi di reddito familiare

Fonte: nostre elaborazioni su Investment Company Institute (2000)

Lo stock accumulato dal dipendente medio risultava prossimo, nel 2000, ai 50.000 dollari³⁵; dalla figura 5 (che mostra una breve se-

³² L'opera di informazione e formazione svolta dalle imprese nei confronti dei potenziali aderenti ai 401(k) incontra tuttavia un limite (oltre che nel costo di tali attività) nel timore che indicazioni troppo dettagliate possano dar luogo ad una responsabilità implicita dell'impresa rispetto ai risultati dell'investimento (in altri termini: che l'azienda possa essere citata in giudizio a fronte di cattive performance del fondo, perché aveva contribuito a indirizzarne l'asset allocation).

³³ Come mostrato, in particolare, da Papke (1995).

³⁴ Investment Company Institute (2000), Profit Sharing Council of America (2001), Holden e VanDerhei (2001a).

³⁵ Si tratta, evidentemente, di un ammontare abbastanza modesto (basti pensare che un capitale di 50.000 dollari, investito al tasso nominale del 5%, garantisce una rendita venticinquennale di poco superiore ai 3.500 dollari l'anno). Va ricordato, tuttavia, che da un lato i 401(k) si inseriscono in un sistema pensionistico composito (dove, come si è visto, svolgono un ruolo importante anche la Social Security, i fondi a benefici definiti e i piani individuali), e dall'altro rappresentano una forma di copertura relativamente recente (così che i saldi di lavoratori a inizio carriera, o con piani di recente istituzione, contribuiscono a deprimere il valore medio degli stock accumulati).

rie storica) si evince comunque come tale dato sia spiccatamente influenzato dal buon andamento dei mercati finanziari nella seconda metà degli anni '90, oltre che dall'esistenza di un piccolo gruppo di conti estremamente consistenti (il valore mediano appare infatti sensibilmente più modesto).

Gli ammontari rappresentati in figura sono relativi al solo 401(k) corrente, su cui è possibile – ma non obbligatorio – effettuare il *rollover* di fondi pensione precedenti (che, in alternativa, possono essere mantenuti presso il precedente datore di lavoro, trasformati in IRA, oppure incassati)³⁶. Gli importi sono al netto di eventuali prestiti.

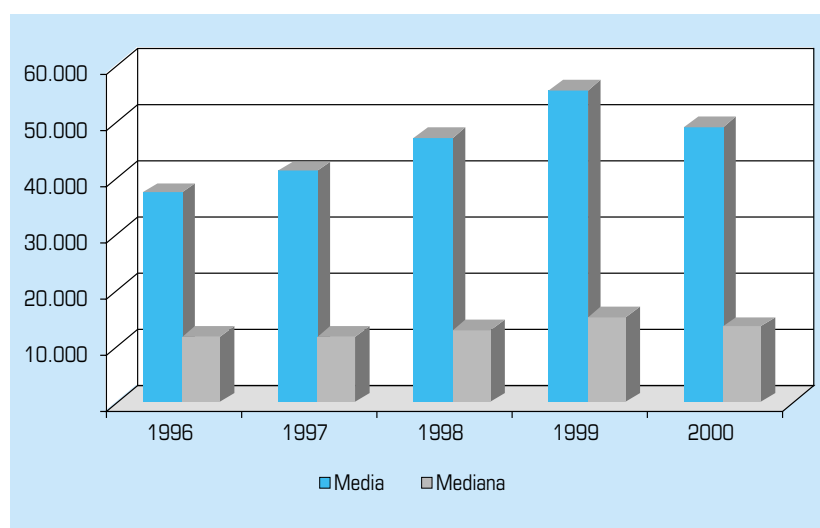


fig 5: Saldi medi e mediani dei piani 401(k)

Fonte: Holden e VanDerhei (2001b)

I 401(k), come tutti i fondi pensionistici, rappresentano investimenti incentrati su un orizzonte temporale di lungo termine: conseguentemente, essi risultano maggiormente sensibili alle decisioni di *asset allocation* strategica (riconducibili alla propensione al rischio dell'individuo ed agli anni mancanti alla pensione), piuttosto che a eventuali variazioni tattiche, legate all'andamento dei mercati. Non stupisce quindi che, nonostante la maggior parte dei fondi consenta al lavoratore di modificare frequentemente l'allocazione dei nuovi contributi e degli stock pregressi, tali cambiamenti risultino, complessivamente, infrequenti.

Investment Company Institute (2000) evidenzia che solo il 40% dei partecipanti a un 401(k) ha effettuato variazioni nelle proprie politiche d'investimento successivamente all'adesione³⁷; simili modifiche, quando presenti, ammontano solitamente a due o a quattro (a seconda che si consideri il valore mediano o medio) ed hanno generalmente riguardato le politiche d'investimento dei

³⁶ I *rollover* di fondi precedenti sul 401(k) corrente rappresentano comunque un fenomeno non infrequente: il 14% dei partecipanti a un 401(k) dichiara di avervi fatto ricorso (Investment Company Institute, 2000).

³⁷ Il primo versamento al fondo risale solitamente (valore mediano) a circa tre anni prima.

nuovi contributi (nell' 87,5% dei casi), mentre più raramente (nel 62,5% dei casi) sono stati introdotti cambiamenti nell'allocazione degli attivi già versati.

Ovviamente, tali risultati risentono del periodo considerato nell'analisi (la parte centrale degli anni '90): in una fase di maggior volatilità dei rendimenti azionari, quale l'inizio del decennio successivo, è possibile che i partecipanti ai 401(k) siano risultati in qualche misura più attivi nel correggere le proprie scelte finanziarie.

In effetti, rimandando al prossimo paragrafo ogni altra considerazione relativa all'*asset allocation* dei 401(k) è interessante verificare (cfr. figura 6) come la propensione all'investimento in fondi e altri prodotti a contenuto azionario abbia mostrato un arretramento, nel 2000, in concomitanza con la flessione conosciuta dalla borsa valori statunitense (cfr. la spezzata nel grafico).

La limitata entità della correzione tuttavia lascia pensare che essa sia principalmente ascrivibile all'effetto dei prezzi sulla valorizzazione degli *asset*, più che ad una spiccata reattività dei sottoscrittori all'andamento del mercato.

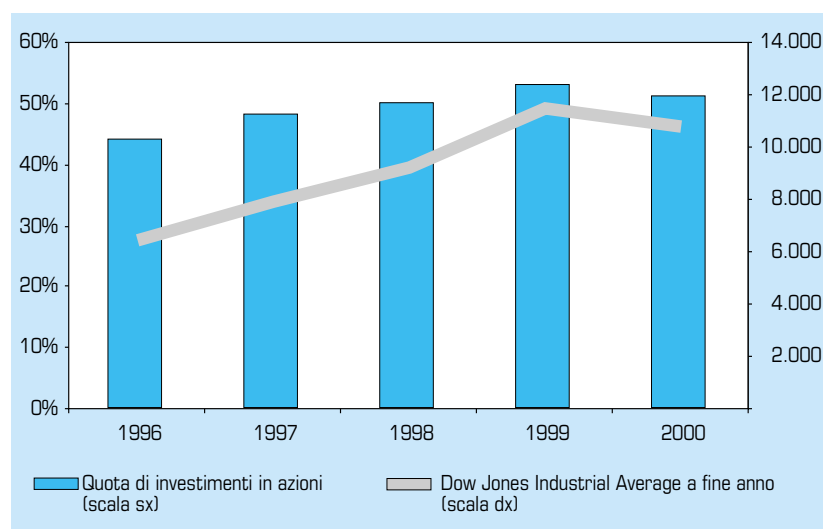


fig 6: Quota d'investimento in azioni e corsi di borsa

Fonte: nostre elaborazioni su Holden e VanDerhei (2001b)

Si è visto in precedenza come un'elevata percentuale di 401(k) preveda la possibilità teorica di ottenere prestiti o anticipazioni. È interessante ora verificare in che misura tali opzioni siano concretamente utilizzate.

La richiesta di prestiti rappresenta una prassi sufficientemente diffusa presso gli aderenti ai 401(k): il 23% degli intervistati dall'Investment Company Institute (2000) ha fatto ricorso a questa possibilità, anche per importi modesti (il valore mediano del prestito è di 5.000 dollari³⁸) e per finalità di ordinaria amministrazione (pagamento di spese correnti); il 14% dei partecipanti (18% secondo Holden e VanDerhei, 2001) ha prestiti ancora in corso.

³⁸ Mediamente, i prestiti assorbono il 12,3% dell'importo già accantonato dal lavoratore (al lordo del prestito stesso). Fonte: nostre elaborazioni su Holden e VanDerhei (2001a).

Meno frequente (4% degli intervistati), anche perché soggetto ai limiti legali ricordati nel paragrafo precedente, risulta invece l'accesso a prelievi anticipati, riconducibile solitamente all'acquisto di un'abitazione o a emergenze mediche.

5. Le politiche di investimento dei 401(k)

In questo paragrafo verrà dapprima considerata l'*asset allocation* complessiva dei 401(k), evidenziando, quando possibile, le scelte di particolari categorie di partecipanti. Un ampio approfondimento sarà poi dedicato all'investimento in azioni dell'azienda che organizza il fondo (*plan sponsor*), un tema di grande delicatezza, anche alla luce di alcuni recenti dissesti finanziari³⁹. Completeranno la trattazione alcune brevi indicazioni sulle performance evidenziate, negli ultimi anni, dai 401(k) e da altri fondi a contribuzione definita.

L'asset allocation dei 401(k)

La Tavola 6 illustra l'*asset allocation* posta in essere dai 401(k) nel 2000. È interessante notare come l'investimento in azioni (che si tratti di *company stock* o di portafogli diversificati detenuti tramite fondi) rappresenti il canale d'impiego prevalente.

Ciò è vero, in particolare, per i partecipanti di età inferiore ai 40 anni, che evidentemente ritengono di avere di fronte a sé un orizzonte temporale sufficientemente ampio per garantirsi il premio al rischio offerto – a meno di oscillazioni di breve periodo – dal comparto azionario. Più conservativo appare, invece, l'atteggiamento dei lavoratori che hanno superato i 50 o i 60 anni: per questi ultimi, alla netta riduzione dell'*equity* fa riscontro una maggior propensione all'acquisto di valori a rendimento garantito (obbligazioni, fondi monetari, *guaranteed investment contracts* e simili).

Tavola 6

Tav 6: Asset allocation aggregata dei 401(k): dettaglio per classi d'età dei sottoscrittori

	azioni proprie	fondi azionari	fondi bilanciati	fondi obbligazionari	GICs e altri a reddito garantito	fondi altro monetari	altro	tot*
20-29 anni	15.4	61.4	8.6	4.3	4.5	4.3	1.2	100.0
30-39 anni	18.4	60.2	8.0	3.8	5.0	3.3	1.2	100.0
40-49 anni	19.7	54.8	8.0	4.2	8.1	3.8	1.4	100.0
50-59 anni	19.1	49.2	8.0	5.3	12.6	4.4	1.4	100.0
60 anni e oltre	16.3	39.8	8.0	7.7	21.5	5.4	1.3	100.0
Media	18.6	51.3	8.0	5.1	11.4	4.2	1.3	100.0

* L'eventuale, mancata quadratura dipende dagli arrotondamenti.

Fonte: nostre elaborazioni da Holden e VanDerhei (2001b)

³⁹ Si pensi, in particolare, al dissesto di Enron nel 2001: il 60% circa degli attivi del 401(k) aziendale era investito in azioni proprie, in buona parte vincolate a lungo termine (The Economist, 2001a; Purcell, 2002; Munnell e Sundén, 2002).

Come si evince anche dalla parte alta della figura 7 (che sintetizza i dati della tavola precedente⁴⁰), l'allontanamento dal comparto azionario conosce un'accelerazione a partire dal sessantesimo anno d'età, allorché i partecipanti desiderano limitare il rischio che una correzione nei corsi di borsa possa pregiudicare le prestazioni attese in un futuro ormai prossimo.

La parte bassa della medesima figura, che attinge ai dati di una diversa indagine empirica, mostra inoltre come l'investimento in azioni sia una prerogativa delle classi di reddito più elevate, cui fanno ovviamente riscontro saldi più consistenti: ne consegue che i valori medi ponderati da noi esaminati risentono in misura non trascurabile del comportamento dei partecipanti più facoltosi. La "normale" esposizione al settore azionario (per il sottoscrittore-tipo, così come

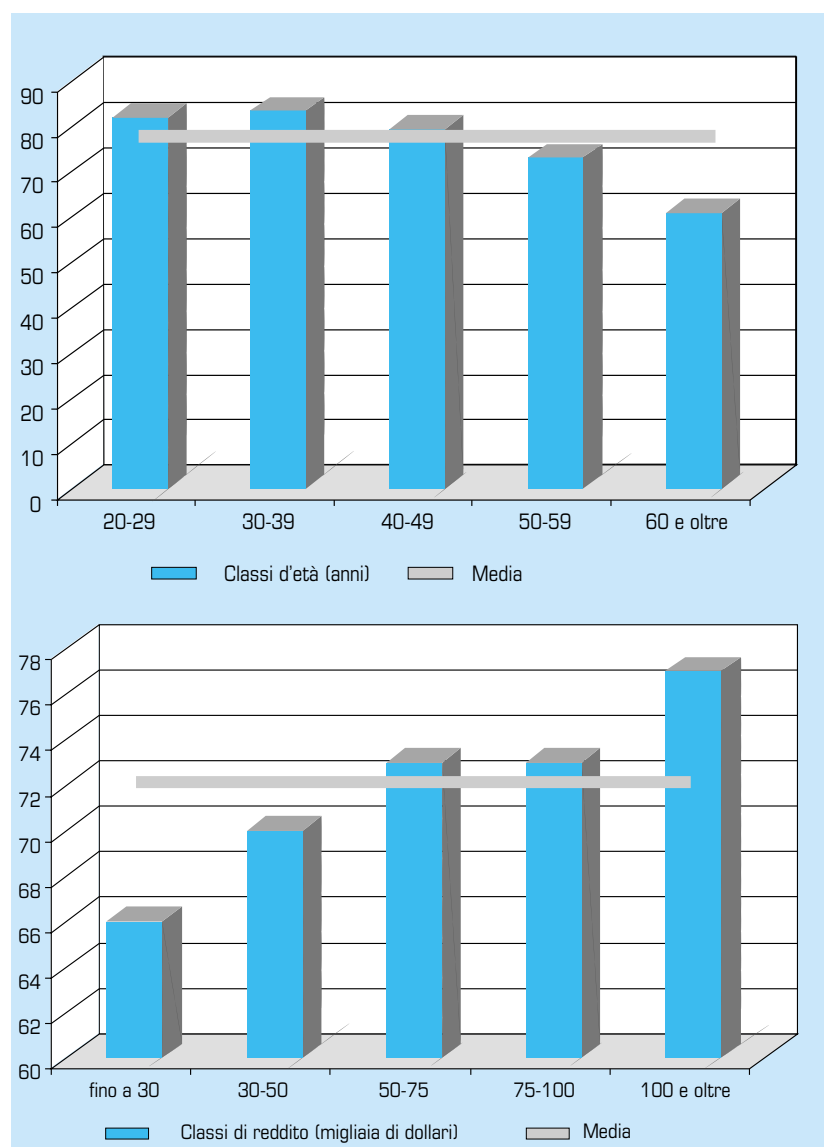


fig 7: Propensione all'investimento in azioni per diverse classi d'età e di reddito

Fonte: Holden e VarDerhei, 2001b (parte alta), Investment Company Institute, 2000 (parte bassa)

⁴⁰Seguendo la metodologia tratteggiata in Investment Company Institute, (2000) si è scelto di calcolare la "propensione all'investimento in azioni" rapportando al totale degli attivi la somma dei fondi azionari, del *company stock* e del 60% dei fondi bilanciati.

per le diverse fasce d'età viste in precedenza) è quindi meno marcata di quanto non sembri a prima vista⁴¹.

Company stock:
opportunità o pericolo?

Dalla Tavola 6 è emerso come l'investimento medio in *company stock* ammonti al 18,6% dell'attivo totale dei 401 (k).

Va osservato, tuttavia, che il dato complessivo è in qualche misura fuorviante, perché rappresenta la risultante di due diversi sottogruppi: i piani che prevedono la possibilità di investire in azioni proprie e quelli che escludono tale eventualità.

I primi rappresentano all'incirca il 3% del totale⁴², ma in virtù delle loro dimensioni incidono in modo consistente (60% circa) sul complesso degli *asset* gestiti. Per tali piani, la quota media risulta assai elevata, e prossima al 30%; come emerge dalla figura 8, questa maggior propensione all'acquisto di titoli del *plan sponsor* viene in massima parte compensata con un minor investimento in fondi di tipo azionario.

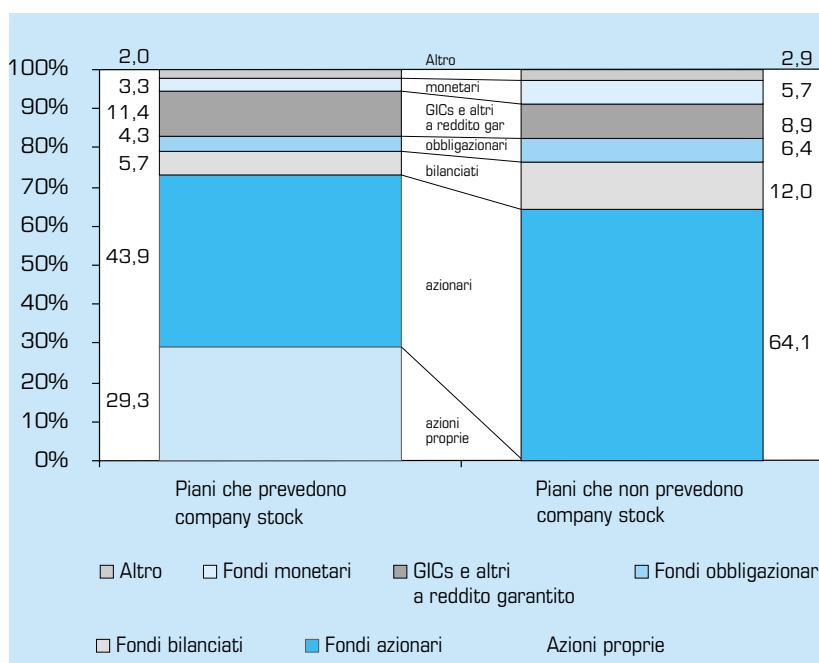


fig 8: Asset allocation in presenza e in assenza di company stock

(cfr. Tav 6 per i valori medi complessivi)
Fonte: Holden e VanDerhei (2001b)

L'acquisto di *company stock* riveste dunque un ruolo più consistente per i fondi di maggiori dimensioni. Secondo Blasi e Kruse (1997), il 20,2% dei piani con almeno 5.000 aderenti investe più del 10% dei propri attivi in azioni proprie; si tratta di una percentuale sensibilmente più elevata di quella (4,1%) ascrivibile ai fondi con un numero di iscritti tra 100 e 5.000.

⁴¹ Ciò nonostante, l'investimento in azioni riveste certamente un'importanza centrale per una quota considerevole di partecipanti, anche quelli con conti di dimensioni limitate. L'acquisto di fondi azionari rappresenta infatti la modalità d'investimento più citata (72% dei casi) dal campione dell'Investment Company Institute (2000), nettamente più frequente dell'impiego in *company stock* (36%) o in fondi bilanciati (34%).

⁴² Munnell e Sundén (2002).

A questo diverso comportamento concorrono principalmente fattori di offerta (si è visto come i piani più piccoli escludano sovente la possibilità di acquistare azioni proprie), ma in parte anche di domanda (considerando i soli piani che consentono l'acquisto di azioni proprie, l'incidenza di queste ultime appare infatti più marcata per i maggiori⁴³): in effetti, i titoli emessi da grandi aziende sono solitamente più appetibili per i partecipanti al fondo, perché più liquidi, maggiormente graditi al mercato (azioni *blue chip*) e assistiti da *rating* migliori. Di conseguenza, accade che, presso molte grandi *corporation* americane (cfr. Tavola 7), la percentuale di 401(k) investita in azioni aziendali si collochi su livelli particolarmente elevati e, per certi versi, allarmanti.

Tav 7 Quota di fondi aziendali a contribuzione definita investita in azioni proprie presso alcune grandi aziende statunitensi

Procter & Gamble	91.50%
Anheuser-Busch	81.60%
Coca-cola	81.00%
Abbott Laboratories	80.00%
General Electric	77.40%
William Wingley Jr.	75.00%
Pfizer	74.80%
Home Depot	72.00%
Branch Banking & Trust	69.60%
Texas Instruments	69.00%
Duke Energy	67.90%
Target	66.00%
Textron	65.00%
Reliant Energy	64.50%
Kroger	63.60%
Southern Company	62.80%
ExxonMobil	62.00%
Household International	61.40%
Sherwin-Williams	59.10%
BellSouth	57.90%
Merck	57.50%
Williams	57.00%
McDonald's	56.80%
Texas Utilities	56.30%
Dell Computer	53.40%
Ford Motor Company	50.20%

Fonte: Purcell (2002)

Tavola 7

⁴³ Holden e VanDerhei (2001b).

Va poi detto che l'investimento in *company stock* risente certamente dei conferimenti in azioni operati da gran parte dei datori di lavoro⁴⁴, ma non ne rappresenta una meccanica conseguenza: circa due terzi dei partecipanti dichiarano infatti di avere acquistato azioni aziendali con i propri contributi (Investment Company Institute, 2000). Particolarmente significativa appare poi la circostanza che, in presenza di versamenti del datore di lavoro vincolati all'investimento in azioni proprie, la quota di fondi liberamente disponibili per il partecipante (*employee contributions*) investita in *company stock* non tende ad essere inferiore (per compensare il vincolo introdotto, nella sua *asset allocation*, dagli accantonamenti dell'azienda), bensì *superiore*. Più esattamente, se in assenza di versamenti aziendali in azioni proprie, queste raggiungono il 22% dell'attivo, al ricorrere di contributi datoriali in *company stock* l'incidenza totale di questa classe di titoli raggiunge il 53%, di cui il 33% acquistato con accantonamenti del lavoratore.

Pare quindi manifestarsi una sorta di "spirito di emulazione" dei dipendenti nei confronti delle scelte di *asset allocation* disposte dall'azienda; o piuttosto quello che Mundell e Sundén (2002) definiscono "*endorsement effect*", cioè l'attitudine, da parte dei beneficiari, a considerare il conferimento di azioni da parte del datore di lavoro come una prova che esse rappresentano un buon investimento. Non può escludersi, inoltre, che l'investimento in azioni da parte dei dipendenti venga informalmente incentivato come prova di "lealtà" ai valori aziendali: proprio questa ("*I wanted to show loyalty to the company*"; "*I am required to invest in company stock*") rappresenta la principale motivazione all'acquisto nel 19% dei casi.⁴⁶

Infine, va osservato che l'acquisto di *company stock* non rappresenta un tratto distintivo dei soli 401 (k), ma accomuna tutti i piani a contribuzione definita. I già citati Blasi e Kruse (1997) analizzano un campione di fondi pensione con almeno 100 aderenti, e investimenti in azioni proprie non inferiori al 10%. Escludendo gli ESOP⁴⁷,

⁴⁴ Da una survey di VanDerhei (2002a) su un campione di 375 piani aziendali, risulta che il 43% dei 401 (k) che prevedono la possibilità di investire in *company stock* prevede anche l'obbligo di destinare ad azioni proprie i contributi del datore di lavoro. Una percentuale analoga (45%) è riportata da Hewitt (2001).

⁴⁵ "*Quite apart from the company's contribution, many managers encourage staff, implicitly if not explicitly, to put their 401(k) money into the company's shares; and they discourage selling. The pressure may intensify if the company's finances are dodgy*" (The Economist, 2001a).

⁴⁶ Investment Company Institute (2000).

⁴⁷ Gli *Employee Stock Ownership Plans* (o *Stock Bonus Plans*) sono accordi in virtù dei quali l'azienda investe una porzione dei propri profitti in azioni proprie per conto dei dipendenti partecipanti al piano. Le quote, vincolate presso l'azienda, possono essere utilizzate dai partecipanti per ottenere prestiti da una banca. Come ricorda Leimberg (1999), gli ESOP risultano particolarmente congeniali per quei datori di lavoro che desiderano creare un azionariato diffuso, anche per difendersi da possibili acquisizioni ostili, e nel contempo legare il benessere dei dipendenti alle fortune di lungo periodo dell'impresa.

la cui funzione principale è proprio la detenzione di *company stock*, essi mostrano come l'incidenza media di questa classe di titoli sul totale sia inferiore per i 401(k) (35,4%) che non per i restanti piani (45,6%); a conclusioni analoghe conduce l'analisi delle mediane e dei quartili.

L'acquisto di azioni da parte dei dipendenti non rappresenta di per sé un fenomeno patologico, o privo di motivazioni condivisibili. È noto infatti come la partecipazione dei collaboratori all'azionariato dell'impresa possa, in qualche misura, allineare le funzioni obiettivo di capitale e lavoro, contribuendo a ridurre i cosiddetti "costi di agenzia" (derivanti dalla limitata possibilità, per i proprietari dell'impresa, di sorvegliare gli sforzi profusi dai manager e dalle altre categorie di lavoratori).

Si tratta, inoltre, di uno strumento in qualche misura meritocratico, che consente ai dipendenti di condividere, in parte, le fortune dell'impresa (ed in ciò risulta particolarmente congeniale alla mentalità statunitense): non a caso, i 401(k) vengono comunemente classificati tra gli strumenti di *profit-sharing*, cui il legislatore americano accorda da sempre un particolare favore⁴⁸.

Dal punto di vista delle imprese, poi, i contributi versati in azioni, piuttosto che in contante, offrono un duplice vantaggio. In primo luogo, se il versamento avviene mediante emissione di nuove azioni⁴⁹ (e non attraverso l'acquisto sul mercato di titoli già esistenti) esso comporta un evidente risparmio di liquidità; dunque riduce, *ceteris paribus*, gli indici di tensione finanziaria e allontana l'eventualità di dover fare ricorso a nuovi prestiti obbligazionari o di accrescere il debito bancario. Si potrebbe obiettare che tale beneficio è solo apparente, visto che un maggior numero di quote in circolazione implica la diluizione degli utili aziendali su una base patrimoniale maggiore e di fatto impoverisce i "vecchi" azionisti dell'impresa attraverso una contrazione degli *earnings per share*. Nondimeno, il ragionamento gode di una propria validità se, piuttosto che nella prospettiva dei proprietari dell'impresa, ci si colloca in quella dei terzi (obbligazionisti, analisti, società di rating) interessati alla solidità finanziaria dell'azienda in quanto tale⁵⁰.

In secondo luogo, la distribuzione di azioni presso i dipendenti può rappresentare una forma di protezione dal rischio di *takeover* ostili, considerato che, per questa categoria di azionisti, la scelta se detenere o cedere le proprie quote risulta influenzata da fattori di-

⁴⁸ Come ricorda VanDehei (2002), fin dal 1921 esistono, negli Usa, agevolazioni fiscali per le assegnazioni di *stock bonus* ai dipendenti; e ancora oggi va ricordata la presenza, tra i fondi pensione DC ammessi al beneficio dell'imposizione differita, dei già citati *Employee Share Ownership Plans*, rivolti proprio a favorire la diffusione di azioni presso i dipendenti.

⁴⁹ Secondo Benartzi (2001), cioè accade all'incirca nei due terzi dei casi.

⁵⁰ Da questo punto di vista, il dibattito ci pare analogo a quello sorto, recentemente, intorno all'opportunità di contabilizzare tra i costi gli effetti dell'assegnazione di *stock options* al management.

versi dal mero calcolo economico di breve termine (e dalle semplici performance finanziarie del titolo). È indubbio che per alcune grandi società statunitensi (per esempio Ford, Procter & Gamble, Honeyell) la quota controllata dai piani pensione a contributi definiti (nell'ordine del 10-30%) rappresenti un pacchetto azionario in grado di incidere sensibilmente sull'esito di eventuali battaglie per il controllo.

I due vantaggi ora ricordati possono indurre l'impresa a sostenere il fondo pensione in modo più generoso di quanto non succederebbe se il versamento dovesse obbligatoriamente avvenire in contanti. In questo senso, essi non rappresentano un beneficio non solo per il datore di lavoro, ma in qualche misura anche per i partecipanti al fondo (e per l'intera collettività, interessata a dotarsi di un adeguato volume di coperture pensionistiche).

Nonostante le ragioni ora ricordate, un eccessivo ammontare di azioni proprie nel portafoglio dei 401(k) appare doppiamente pericoloso, perché incompatibile con due distinte argomentazioni economico-finanziarie.

In primo luogo, merita ricordare come fin dai primi anni '50 la moderna Teoria di portafoglio⁵¹ abbia messo in luce la superiorità, in termini di *ottimi paretiani*, dei portafogli ben diversificati rispetto all'investimento in singoli titoli. Se è vero che una singola azione può risultare maggiormente redditizia in un'ottica *ex post* (e stimolare immotivati comportamenti emulativi, basati sull'aspettativa irrazionale che i rendimenti futuri possano replicare quelli passati), nondimeno in una prospettiva *ex ante* l'acquisto di titoli appartenenti a settori diversi consente, com'è noto, di ridurre il rischio totale facendo leva sulla componente idiosincratca della varianza, e accrescendo quindi il rendimento atteso per ogni unità di rischio sopportata dall'investitore⁵².

L'esigenza di diversificare appare, nel caso specifico del *company stock*, ancora più cogente: in effetti, dalle fortune dell'impresa non dipende soltanto il valore futuro delle azioni eventualmente acquistate, ma anche la possibilità, per l'iscritto al 401(k), di beneficiare di un adeguato reddito da lavoro fino alla pensione. Se dunque si guarda al complesso delle attività (finanziarie, reali e immateriali) in portafoglio al dipendente, ci si avvede che, ancor prima di sottoscrivere titoli azionari dell'impresa in cui opera, egli è già pesantemente esposto al rischio specifico legato all'andamento futuro della società.

⁵¹ Cfr. ad es. Onado (2000), pp. 186 e ss..

⁵² Mitchell e Utkus (2002) presentano una semplice simulazione in cui un fondo pensione può investire, alternativamente: a) il 100% degli attivi in *company stock*; b) il 100% degli attivi in un indice azionario diversificato, la cui volatilità - a parità di rendimento atteso - è la metà di quella del titolo aziendale; c) in una combinazione (50% e 50%) dei due portafogli precedenti. Ipotizzando rendimenti annui normali, la simulazione mostra che il portafoglio sub a) può raggiungere risultati potenzialmente superiori, ma è anche contraddistinto da un *downside risk* più consistente.

In secondo luogo, appare discutibile la presunzione che, attraverso la distribuzione di azioni ai dipendenti, si possa agevolmente allineare la funzione obiettivo di questi ultimi con quella della proprietà, o del *top management*. Gli azionisti di maggioranza, infatti, possono monetizzare in qualunque momento l'apprezzamento delle proprie azioni (incassando, tra l'altro, un premio per il controllo la cui entità è sovente sganciata dall'evoluzione dei fondamentali); al contrario, i lavoratori ragionano su un orizzonte naturale ben più esteso, vuoi perché il loro obiettivo è quello di predisporre adeguate risorse per la vecchiaia, vuoi perché spesso sussiste un esplicito divieto di dismettere le azioni conferite dall'azienda.

Questo divario di prospettiva si fa drammatico quando nel gioco subentra un terzo agente, il *management*, le cui valutazioni di convenienza sono sovente ancorate al breve periodo per effetto di incentivi retributivi collegati alle prestazioni correnti, o di *stock options* il cui esercizio è atteso nel volgere di pochi anni.

In conclusione, l'elevata presenza di *company stock* nei grandi 401(k) ci pare sintomatica di comportamenti irrazionali e di una limitata cultura finanziaria. Se ne ha una riprova scorrendo l'elenco delle ragioni, francamente disarmanti, con cui i lavoratori giustificano l'acquisto di azioni aziendali con i propri contributi, oltre a quelle eventualmente apportate dal datore di lavoro (Investment Company Institute, 2000): in un caso su tre, l'azione viene scelta in virtù delle sue buone *performance passate*, mentre il 4% dei dipendenti dichiara addirittura di considerarla una forma di investimento *a basso rischio*.

Non stupisce allora che, nei mesi scorsi, il dibattito economico e parlamentare sia stato animato, negli Usa, da numerose proposte di riforma, rivolte a tutelare gli aderenti ai 401(k) dai rischi connessi ad un'insufficiente diversificazione.

Un primo strumento, certamente molto efficace, potrebbe essere rappresentato dall'imposizione di un massimale per l'acquisto di azioni proprie⁵³. Già nel 1974, l'Employee Retirement Security Act (ERISA) recepì il divieto, rivolto ai soli fondi a benefici definiti, di detenere più del 10% degli attivi in titoli o beni reali dell'azienda che sponsorizza il fondo⁵⁴. Come ricordano Mitchell e Utkus (2002), tale

⁵³ La battaglia per "obbligare" i beneficiari di fondi pensione a contributi definiti ad una migliore diversificazione del portafoglio ha già registrato, negli anni scorsi, qualche parziale successo. Un primo cambiamento, nel senso di consentire ai beneficiari dei fondi pensione una maggiore diversificazione (senza con questo renderla obbligatoria), si è avuto con il Tax Reform Act del 1986, che ha consentito ai titolari di *Employee Stock Ownership Plans* di avviare, a partire dai 55 anni di età, la conversione del proprio *company stock* in altri strumenti finanziari. Nel 1997, è stato introdotto un primo limite all'investimento in azioni proprie per i 401(k), applicabile però solo ai nuovi conferimenti ed a particolari categorie di piani.

⁵⁴ Un simile divieto, per la verità, era presente nella legislazione americana fin dal 1942 (The Economist, 2001b).

previsione non fu estesa agli strumenti DC perché, in un sistema basato su entrambe le tipologie di fondi (qual era quello immaginato dal legislatore degli anni '70), si voleva che esse assolvessero a finalità diverse e complementari. Da un lato, le forme *defined benefit* avrebbero garantito (anche grazie all'assicurazione fornita dalla Pension Benefit Guarantee Corporation) una rendita certa ai lavoratori; dall'altro, i piani *defined contribution* avrebbero favorito la diffusione delle azioni tra i dipendenti, accrescendo le prestazioni pensionistiche future per i collaboratori delle imprese migliori.

Come si è visto nel paragrafo 3, tuttavia, i fondi DC ed in particolare i 401(k) hanno gradualmente assunto un ruolo centrale nella copertura del fabbisogno pensionistico, giungendo a rappresentare, per molti lavoratori, la sola (o la principale) forma di copertura privata. In un simile contesto, a molti pare necessario introdurre, anche per i 401(k) un limite massimo di concentrazione che impedisca ai beneficiari di compiere “*scommesse estreme*” con il denaro riservato alla vecchiaia (e cofinanziato, attraverso il meccanismo della sospensione d'imposta, dalla generalità dei contribuenti).

Un “tetto” fisso, tuttavia, (ad es. del 20%) rischierebbe di ingenerare situazioni paradossali, costringendo i partecipanti a cedere azioni proprio quando queste stanno aumentando di valore. Per questo motivo, non mancano i sostenitori di soluzioni meno drastiche⁵⁵: per esempio, vi è chi vorrebbe introdurre un'alternativa obbligatoria tra i due canali con cui oggi le azioni proprie possono entrare a far parte del portafoglio dei 401(k), stabilendo che, in presenza di contributi in azioni proprie dell'impresa, al dipendente non sia consentito acquistarne altre.

Oltre a limitare l'investimento in *company stock*, il legislatore Usa potrebbe renderlo maggiormente flessibile. Già si è accennato al fatto che, in molti casi, i contributi aziendali investiti in azioni sono soggetti a vincoli di mantenimento. Solo nel 13% dei casi, infatti, i titoli possono essere smobilizzati liberamente (VanDerhei, 2002a); più spesso, è necessario attendere fino al compimento di una certa età o anzianità aziendale (60%), o addirittura fino al termine della partecipazione al piano (27%).⁵⁶

Un altro freno alla possibilità di cedere liberamente le azioni aziendali presenti in portafoglio può venire, inoltre, dalla possibilità di “*blackout*” operativi, prevista dai regolamenti della maggior parte dei 401(k). Al ricorrere di particolari circostanze, infatti (per esempio in occasione di cambi di *outsourcer*, o quando si rendono necessarie lavorazioni *batch* sugli archivi), il fondo può sospendere la possi-

⁵⁵ Rinviamo a Purcell (2002) per una panoramica delle proposte di legge in discussione negli ultimi mesi.

⁵⁶ I titoli conferiti dalla Enron al proprio fondo 401(k), per esempio, erano vincolati fino a che il partecipante non avesse raggiunto i 50 anni d'età; è comunque il caso di ricordare che l'89% del *company stock* presente nel piano era stato acquistato dai lavoratori con i propri contributi.

bilità di operare sul conto, impedendo di fatto ai partecipanti di disporre delle proprie attività. Il 74% dei piani ha sperimentato, in passato, almeno una sospensione delle operazioni dispositive (VanDerhei, 2002a), ed il 70% di tali interruzioni è durata per almeno due settimane, un arco di tempo complessivamente non trascurabile, considerato il potenziale di volatilità dei mercati finanziari.

Simili limiti alla libera movimentazione del portafoglio (siano essi di natura regolamentare o operativa) verranno verosimilmente ridimensionati dalle riforme attualmente in discussione negli Stati Uniti. Si registra peraltro una marcata tendenza, da parte delle imprese, a rimuovere spontaneamente i vincoli di mantenimento presenti nei regolamenti dei propri fondi pensione⁵⁷.

In ogni caso, il parlamento Usa appare intenzionato a procedere con particolare cautela, considerato che una riforma eccessivamente drastica – unita alle conseguenze della crisi congiunturale in atto – potrebbe indurre le grandi imprese a ridurre sensibilmente l'entità delle proprie "matching contributions", con l'effetto di rendere i 401(k) più tutelati, ma anche più poveri di risorse finanziarie⁵⁸.

Il Department of Labor statunitense rende noto, ogni anno, il rendimento conseguito dalle diverse tipologie di fondi pensione (*defined benefit*, *defined contribution* e, tra questi, il dettaglio per i 401(k) e già citati ESOP). Si tratta di valori aggregati, che recepiscono, in pratica, l'apprezzamento conosciuto – al netto dei nuovi contributi e al lordo dei prelievi – dal totale degli attivi riconducibili ad una determinata categoria. Anche se le serie storiche sono basate su campioni aperti, il rendimento di ogni anno è calcolato prendendo a riferimento, nell'esercizio precedente, un insieme costante di piani pensione.

La performance finanziaria
dei 401(k)

⁵⁷ Un freno all'uso doloso dei *blackout* da parte delle società che organizzano i piani 401(k) è già venuto, peraltro, dalla sezione 306 del Sarbanes-Oxley Act del 2002, che prevede sanzioni per i manager che pongano in essere compravendite di azioni quando più del 50% dei partecipanti al fondo sia impossibilitato, per cause tecniche, a movimentare i propri attivi.

⁵⁸ Un altro, possibile effetto negativo riguarda la composizione dei 401(k) in mancanza di contributi aziendali vincolati al *company stock*: VanDerhei (2002b) argomenta infatti che, i lavoratori non sostituirebbero interamente tale componente del portafoglio con un altro investimento azionario (per esempio, attraverso fondi ben diversificati), ma finirebbero per accrescere la componente obbligazionaria e di liquidità, rinunciando ad un maggior rendimento atteso di lungo periodo. Utilizzando il modello econometrico delle contribuzioni ai fondi pensione sviluppato dall'Employee Benefit Research Institute, l'Autore citato quantifica il "danno" per i lavoratori implicito in un simile comportamento, giungendo per la verità a risultati abbastanza deboli: se è vero che, a livello di medie, si riscontra un calo del volume di attivi totale nell'ordine del 4%-8% (a seconda delle ipotesi di lavoro utilizzate dal modello), tuttavia il dato mediano indica perdite assai meno consistenti, suggerendo che gli svantaggi sarebbero concentrati nella coda destra della distribuzione (cioè per le pensioni di importo più elevato).

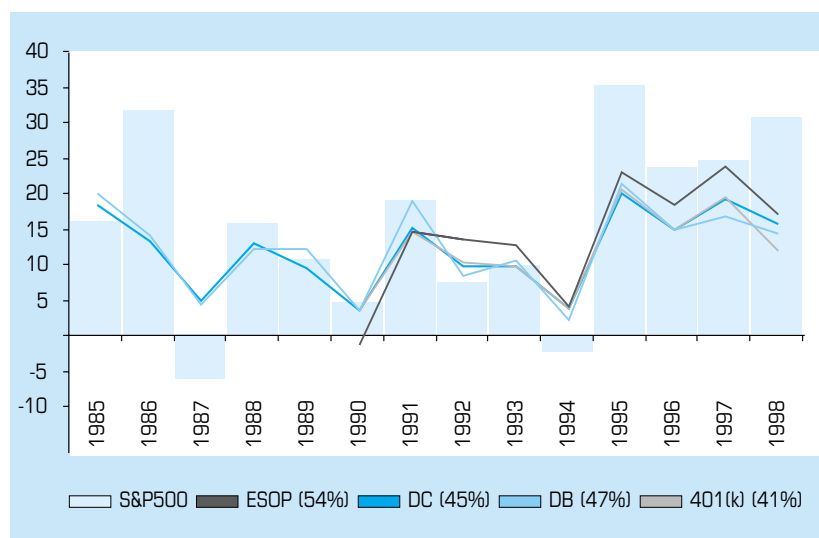
È evidente come simili dati consentano solo un'analisi assai parziale delle performance (in termini di rischio e rendimento) conseguite dai 401 (k) e dalle altre forme di copertura pensionistica.

Più che il dato aggregato, infatti, risulterebbe interessante esaminare i valori evidenziati dai singoli fondi, per poterne giudicare la volatilità non solo nel tempo, ma anche in un'ottica *cross-section*. Anche così, comunque, è possibile svolgere alcune brevi considerazioni sulle prestazioni evidenziate in passato dalle diverse tipologie di piani.

fig 9: Rendimenti di alcune tipologie di fondi pensione privati

(tra parentesi, il "beta" rispetto all'indice Standard & Poor's 500)

Fonte: nostre elaborazioni su dati U.S. Department of Labor



La figura 9 mostra l'andamento, nel tempo, dei rendimenti evidenziati dai 401 (k), dagli *Employee Stock Ownership Plans*, dall'insieme di tutti i fondi *defined contribution* (che comprende, ovviamente, anche i precedenti) e dai piani a benefici definiti. Gli istogrammi chiari sullo sfondo forniscono, attraverso i rendimenti a corso secco dell'indice Standard & Poor's 500, un'indicazione di massima dell'andamento dei mercati azionari americani nel periodo considerato⁵⁹.

È interessante osservare come tutte le gestioni pensionistiche considerate tendano a replicare, sia pure in modo imperfetto, le oscillazioni dell'indice.

L'esposizione al rischio sistematico appare più consistente per gli ESOP (come testimoniato dai "beta" riportati tra parentesi); anche per questo, forse, la correlazione con i rendimenti di mercato appare leggermente più debole, per i 401 (k), di quanto non sia per il complesso di tutti i piani DC. Questi, a loro volta, evidenziano un comportamento sostanzialmente analogo a quello dei piani DB.

⁵⁹ Considerato il limitato numero di dati a disposizione si è preferito non far ricorso a modelli multifattoriali, che pure sembrerebbero più rispondenti alla natura dei fondi pensione, portafogli esposti ad una pluralità di *asset class*.

Simili valutazioni appaiono corroborate dal grafico successivo (figura 10) che riporta il posizionamento delle diverse tipologie di fondi pensione nell'usuale spazio rischio/rendimento basato su media e deviazione standard. Gli ESOP appaiono sensibilmente più esposti al rischio ma, almeno nel periodo considerato, sembrano riusciti ad ottenere un premio in cambio di tale maggiore volatilità.

Stupisce che i prodotti a contribuzione definita, e segnatamente i 401(k), evidenzino livelli di rischio leggermente inferiori ai fondi DB, nonostante questi ultimi siano maggiormente "protetti", in termini di concentrazione del portafoglio, dal limite del 10% imposto sull'investimento in *company stock*.

È possibile che ciò dipenda dai maggiori margini di "personalizzazione" presenti nei 401(k), dove i partecipanti sono liberi di decidere l'allocazione di un'elevata quota di attivi, investendola in modo vario e diversificato; vi è anche il rischio, tuttavia, che il dato aggregato impedisca di scorgere performance ben più volatili a livello di singolo fondo, offrendo un quadro eccessivamente opaco dell'effettiva rischiosità dei diversi piani aziendali.

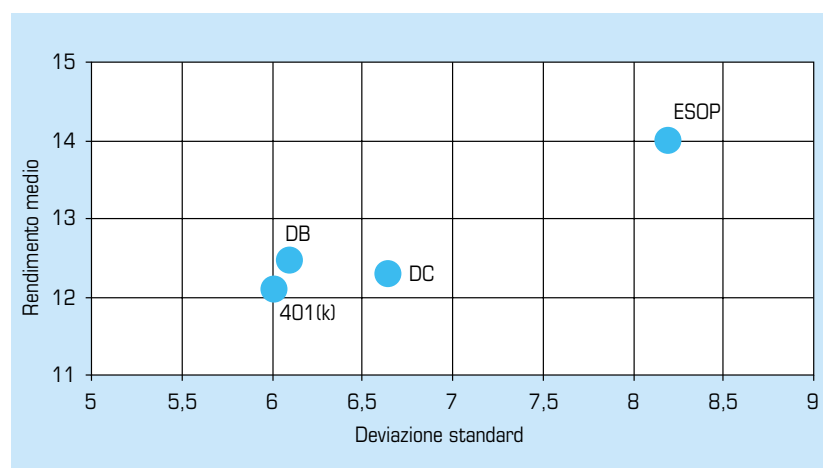


fig10: Caratteristiche di rischio e rendimento aggregato di alcune tipologie di fondi pensione privati

(basate su dati annuali, 1990-98)
Fonte: nostre elaborazioni su dati U.S. Department of Labor

Nella prima parte di questo lavoro si è cercato di collocare il tema dei 401(k) entro la prospettiva, più ampia, del sistema pensionistico statunitense.

Si è visto come la *conventional wisdom* che vorrebbe tale sistema dominato dalle coperture di stampo privatistico vada in qualche misura ridimensionata, e mediata con una realtà più frastagliata e composita: da un lato, infatti, la *Social Security* rappresenta ancora il principale puntello del sistema misto americano (non solo per chi è già in pensione ma anche, in prospettiva, per le prossime generazioni di pensionati, ad eccezione dei più ricchi); dall'altro i fondi aziendali hanno raggiunto una diffusione ampia, ma certo non totalitaria (all'incirca il 50% degli aventi diritto).

Entro questo contesto ha avuto luogo lo sviluppo, vivace e per certi versi inatteso, dei fondi 401(k); uno sviluppo che, se pure non ha ampliato in misura indiscutibile le dimensioni complessive della

6. Conclusioni

previdenza privata, tuttavia ne ha mutato in profondità la struttura ed il funzionamento; e che, per questo, rappresenta certamente un *caso di studio* per gli osservatori stranieri.

Pare dunque importante ricapitolare, in sede di conclusioni, i principali fattori sottesi alla rapida e consistente diffusione dei 401(k), che potremmo così sintetizzare:

- il minor costo d'impianto e di gestione rispetto ai vecchi piani *a benefici definiti*, dovuto alla vasta disponibilità di *soluzioni chiavi in mano* offerte da gestori di fondi, assicuratori, gruppi bancari e consulenti specializzati;
- la possibilità di attivare il fondo anche in assenza di contributi da parte del datore di lavoro;
- l'assenza, per il *plan sponsor*, di rischi attuariali e finanziari legati ad un'insufficiente copertura dei benefici futuri;
- la buona *portabilità* del piano (ottenibile attraverso il *rollover* in un IRA o in un successivo 401(k)), che libera dipendenti e imprese dalla necessità di mantenere traccia di fondi pregressi, riconducibili a rapporti di lavoro ormai cessati;
- l'assoluta *trasparenza* riguardo all'ammontare, alla composizione, al valore effettivo dei contributi investiti dal singolo lavoratore;
- la possibilità, per il singolo aderente, di disporre in autonomia le proprie scelte di *asset allocation*, pur godendo di un *ombrello* collettivo in fase di selezione del gestore e di delega delle operazioni di amministrazione e custodia (ombrello che consente di contenere gli oneri commissionali e di rivederli prontamente se necessario);
- il collegamento (attraverso l'investimento in *company stock* e la possibilità di migliorare le *matching contributions*) tra la ricchezza pensionistica del singolo e le fortune imprenditoriali dell'azienda; collocamento che può rappresentare – a certe condizioni – un prezioso elemento di *incentivo* e di *democrazia economica*;
- la possibilità di prelevare dal fondo anche in più soluzioni, senza dover necessariamente incassare o convertire in rendita tutte le disponibilità accumulate allorché queste diventano liberamente disponibili;
- infine (fattore contingente, ma non per questo poco importante) la fase rialzista sperimentata dai mercati azionari fino al 2000, che ha incentivato i lavoratori ad abbracciare uno strumento pensionistico contraddistinto da una spiccata componente azionaria che poteva essere gestita in modo autonomo sull'onda della diffusa euforia per le performance della Borsa.

Ha senso chiedersi, infine, in che misura tali caratteristiche potrebbero risultare congeniali ai sistemi pensionistici europei,

impegnati in una faticosa rincorsa verso assetti più equilibrati ed efficienti ed incalzati, com'è noto, dal progressivo deterioramento del quoziente tra lavoratori attivi e beneficiari dei trattamenti previdenziali.

Certamente, ciò che colpisce nella struttura dei 401(k) – e può ispirare alcune interessanti riflessioni anche alle autorità, ai lavoratori ed ai gestori del nostro Paese – è la loro natura *decentrata, trasparente e flessibile*.

Si tratta di uno strumento *decentrato* perché, nonostante esistano piani 401(k) creati dalla contrattazione collettiva e condivisi da più imprese, le singole aziende hanno rappresentato il principale terreno di coltura e di crescita di questa particolare classe di fondi pensione. Il rapido sviluppo dei nuovi fondi si è infatti giovato in misura determinante della vivace azione di impulso e stimolo svolta dalle società che li hanno promossi tra i lavoratori, utilizzandoli come *fringe benefit* per attirare e trattenere la manodopera più qualificata e come leva per ampliare e consolidare l'azionariato, consentendo ai collaboratori di condividere il successo economico dell'impresa.

Si è dunque stabilita una sorta di “*concorrenza virtuosa*” tra aziende nell'offrire ai propri dipendenti (attuali e prospettici) i piani maggiormente appetibili, non solo quanto a entità dei contributi datoriali, ma anche e soprattutto in termini di ampiezza e flessibilità delle opzioni d'investimento.

Non va dimenticato, tuttavia, che le imprese statunitensi erano guidate, nella loro vivace rincorsa verso l'adozione e la diffusione dei 401(k), da un'esigenza assai meno diffusa presso le loro controparti europee: la volontà di ridimensionare rapidamente il ruolo dei fondi pensione a benefici definiti, che proiettavano su di esse un volume di oneri futuri consistente e potenzialmente crescente. La mancanza di un simile meccanismo induce a non confidare, per l'Europa o per l'Italia, in un analogo processo di diffusione spontanea dei fondi aziendali. Nondimeno, è importante osservare come la possibilità di arricchire e personalizzare i fondi pensione a livello di singola società abbia contribuito a rendere più ricco e fluido il mercato degli strumenti di previdenza complementare degli Stati Uniti.

I fondi 401(k) rappresentano inoltre un veicolo di risparmio pensionistico estremamente *flessibile*: come si è visto, la decisione se partecipare al piano è lasciata al singolo individuo, che può sanzionare con la sua astensione i piani aziendali ritenuti scarsamente convenienti o troppo macchinosi, oppure può aderire anche in mancanza di contributi datoriali, se ritiene di avvalersi comunque dei risparmi fiscali e gestionali garantiti dal fondo pensione.

Il passaggio da un piano all'altro è reso relativamente indolore dalla possibilità di riscattare – in sospensione d'imposta – azioni e altri titoli detenuti in un piano riversandoli in un successivo 401(k) o in un IRA. Ed anche la fruizione dei benefici accumulati avviene secondo modalità assai elastiche, visto che al lavoratore in età pen-

sionabile è consentito “prelevare” dal fondo in più soluzioni; la gestione del rischio di sopravvivenza – in altre parole, la scelta tra l’incasso di una capitale maturato e l’attivazione di una rendita vitalizia – viene dunque in qualche misura sdrammatizzata e scomposta in una sequenza di decisioni che possono essere modificate e riviste nel tempo.

Infine, si è verificato che i 401(k) rappresentano uno strumento *trasparente* perché consentono al sottoscrittore di usufruire di una rendicontazione su base personale, continuamente aggiornata nel tempo, strutturata per classi di attività; diventa così relativamente facile apprezzare il comportamento dei diversi segmenti di portafoglio rispetto al benchmark e verificare l’incidenza delle commissioni e degli altri costi di gestione.

Il modello dei 401(k) suggerisce, ovviamente, anche alcune cautele. In particolare, proprio la natura decentrata di questi strumenti può rendere più debole la posizione dei lavoratori, che risultano prigionieri di una sorta di “monopolio interno”, visto che l’adesione al fondo aziendale rappresenta un passaggio obbligatorio per poter usufruire dei relativi benefici fiscali. Sintomatica del rischio di rapporti di forza non pienamente equilibrati ci pare, ad esempio, la presenza presso un consistente numero di fondi 401(k) del già citato “sponsor investment model”, che accentra presso l’azienda o il suo gestore ogni decisione di *asset allocation*, lasciando a carico dei dipendenti il rischio finanziario legato al rendimento futuro degli attivi versati.

Non è chiaro, d’altra parte, se lo spostamento ad un livello superiore (per esempio, a livello di contrattazione collettiva di categoria) delle decisioni circa l’attivazione e la gestione dei fondi pensione porterebbe con sé solamente vantaggi, e non anche taluni effetti indesiderati. Da un lato è innegabile che, in questo modo, diverrebbe possibile stabilire un insieme di regole certe e uniformi, valide anche nelle imprese più piccole; dall’altro, tuttavia, ne risulterebbero paradossalmente accresciute le dimensioni del “monopolio interno” cui si è fatto riferimento in precedenza, così che diventerebbe virtualmente impossibile per il lavoratore sottrarsi a eventuali rigidità o inefficienze (e risulterebbe sensibilmente compromessa la possibilità di attivare una “concorrenza virtuosa” tra piani pensione aziendali⁶⁰).

Si è inoltre visto come la forte impronta aziendale dei fondi

⁶⁰ Ci pare che l’unico valido meccanismo per mantenere costantemente sotto esame la produttività e la convenienza dei fondi aziendali sia quello di favorire un’elevata sostituibilità tra previdenza collettiva e individuale, così che la prima venga liberamente scelta dal lavoratore solo se in grado di prospettare vantaggi credibili rispetto alla seconda. Da questo punto di vista appaiono evidenti i limiti del modello statunitense, che assegna agli IRA un ruolo complementare - e non alternativo - rispetto ai 401(k) e riconosce loro benefici fiscali sensibilmente più limitati.

401 (k) possa recare con sé spiccati pericoli legati all'insufficiente diversificazione degli investimenti. Da questo punto di vista, l'esperienza americana insegna come il conferimento di *company stock* da parte dell'azienda, per quanto subottimale dal punto di vista dell'*asset allocation*, comporti tuttavia anche ricadute positive, in particolare sulla propensione dell'impresa a contribuire al fondo. Da questo punto di vista, ci pare che un limite alla concentrazione degli investimenti, per quanto opportuno, dovrebbe essere sufficientemente elevato da non pregiudicare gli effetti virtuosi del *company stock*; e potrebbe essere indirettamente rafforzato prevedendo l'obbligo, per i datori di lavoro, di consentire la dismissione delle azioni proprie entro un numero limitato di anni, e di mettere a disposizione dei partecipanti strumenti finanziari atti a contenere il rischio complessivo (per esempio, *covered warrant call* rinnovabili di anno in anno, il cui costo venga reso palese ai partecipanti).

Tra le cautele suggerite dal paradigma dei 401 (k) non annovereremmo, tuttavia, quella che, secondo alcuni critici, rappresenta la loro principale colpa: avere traghettato il sistema pensionistico statunitense verso le logiche della contribuzione definita, riducendo il ruolo dei meccanismi a prestazioni garantite.

Da un lato, infatti, nessun sistema è veramente garantito se non è intrinsecamente sostenibile: e, paradossalmente, la logica della *defined contribution*, che induce i fondi pensione a promettere solo ciò che potranno mantenere, risulta, da questo punto di vista, più rassicurante. D'altra parte, non va dimenticato che, come tutti i rischi finanziari, anche quello relativo all'investimento in fondi pensione DC è un arma a doppio taglio, che può tradursi in risultati inferiori *ma anche superiori* alle attese. In altri termini, il lavoratore diventa titolare del rischio di insufficiente copertura, ma anche degli extra-rendimenti prodotti dagli attivi del fondo oltre le attese iniziali; e, per così dire, *rischia* di accedere a prestazioni migliori di quelle originariamente previste, mentre negli schemi a benefici definiti, tali extra-rendimenti vengono destinati a finanziare l'attività futura del fondo.

Il problema, se mai, è che per il lavoratore, divenuto titolare dei rischi, apprezzare il rapporto tra i costi del sistema ed i suoi benefici risulta doppiamente difficile: da un lato perché – come per la generalità degli investimenti finanziari personali – egli può non disporre della preparazione tecnica e della conoscenza del mercato necessaria per assicurarsi le condizioni migliori; dall'altro, perché l'orizzonte a lungo termine delle prestazioni pensionistiche gli impedisce di confrontarle in modo semplice e immediato con gli oneri di gestione e di amministrazione del sistema.

Di fronte a simili insidie, la vera *lezione* dei fondi 401 (k) è quella di avere creato *un sistema che è anche un mercato*, dove le forze della domanda e dell'offerta possono agire secondo schemi assai vicini al paradigma della concorrenza perfetta: dove migliaia di *plan sponsors* e centinaia di *full service provider* confrontano ed aggiornano le pro-

prie proposte, costretti dalla reciproca convenienza a sorvegliare il divario tra prezzo e costo medio di produzione; dove gli individui, attraverso la possibilità di influire in prima persona sull'*asset allocation* dei propri risparmi (ma anche attraverso lo strumento del *rollover* verso nuovi fondi individuali o aziendali), mantengono saldo il controllo delle proprie disponibilità finanziarie, pur avendone differito il consumo ad un'epoca futura; dove al vaglio del *plan sponsor*, che contratta "da grossista" le migliori condizioni di fornitura, si assomma quello dei singoli partecipanti al fondo, che possono privilegiare determinate filosofie d'investimento o classi di attività all'interno di un menù di opzioni ogni anno più vasto.

In altri termini i 401(k), al di là dei profili di fragilità che pure non abbiamo inteso sottacere, hanno mostrato come flessibilità, concorrenza e trasparenza possano ridurre gli oneri e le inefficienze presenti, a tutto vantaggio delle prestazioni future: ci pare un messaggio da non dimenticare per i giovani sistemi pensionistici privati dell'Europa continentale.

7. Riferimenti bibliografici

Advisory Council on Employee Welfare and Pension Benefits Plans "Report of the Working Group on Employer Assets in ERISA Employer-sponsored Plans." Washington, Department of Labor, November, 13, 1997.

Allen, Suzanne, Laurie Nordquist, Ann Schleck "Trends in Defined Contribution Plans", *TMA Journal* 17(3), 1997.

Bassett, William F., Michael J. Fleming, and Anthony P. Rodrigues "How Workers Use 401(k) Plans: The Participation, Contribution, and Withdrawal Decisions", *Federal Reserve Bank of New York Staff Report*, No. 38 (March), 1998.

Benartzi, Shlomo "Excessive Extrapolation and the Allocation of 401(k) Accounts to Company Stock", *Journal of Finance*, LVI (October), 1747-1764, 2001.

Bernheim, B. Douglas and Garrett, Daniel M. "The Determinants and Consequences of Financial Education in the Workplace: Evidence from a Survey of Households", *NBER Working Paper* No. 5667, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA, 1996.

Blasi Joseph R., Douglas L. Kruse "Employee Share Ownership in 401k and non-401k Defined Contribution Plans: A Study of the Facts", *Foundation For Enterprise Development Online Magazine*, June, 1997.

Clark, Robert L. and Sylvester Schieber "Factors Affecting Participation Levels in 401(k) Plans" in Olivia S. Mitchell and Sylvester J. Schieber (eds.) *Living with Defined Contribution Plans*, Pension Research Council and the University of Pennsylvania Press, 1998.

Engen Eric, William G. Gale, John K. Scholz "The Illusory Effects of Saving Incentives on Saving", *Journal of Economic Perspectives*, 10(4), 113-38, 1994.

Gustman Alan, Olivia Mitchell, Andrew Samwick, and Thomas Steinmeier, "Pensions and Social Security Wealth in the Health and Retirement Study" in Smith, James P., Willis, Robert J. (eds.) *Wealth, Work and Health: Innovations in the Measurement in the Social Sciences*, University of Michigan Press, 2000.

Hay Group *Hay Benefits Report- 1997*, The Hay Group, 1997.

Hewitt Associates *Survey Findings: Trends and Experience in 401(k) Plans*, 1997.

Hewitt Associates *Survey Findings: Trends and Experience in 401(k) Plans*, 2001.

Holden Sarah, Jack VanDerhei "Contribution Behaviour of 401(k) Plan Participants", *Perspective*, 7(4) Investment Company Institute, Washington, 2001a.

Holden Sarah, Jack VanDerhei "401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances and Loan Activity", *Perspective*, 7(5), Investment Company Institute, Washington, 2001b.

Investment Company Institute “Mutual Funds and the U.S. retirement Market in 2001”, *Fundamentals*, 11(2), 2002.

Investment Company Institute “401(k) Plan Participants: Characteristics, Contributions and Account Activity”, *ICI Research Series*, Investment Company Institute, Washington D.C., 2000.

Leimberg, Stephen R. “A quick reference: Employee Benefit and Retirement Planning”, *The CPA Journal*, August, 1999.

Madrian, Brigitte C., Dennis F. Shea *The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Savings Behavior*, unpublished manuscript, Chicago Graduate School of Business, 2000.

Mitchell, Olivia, “New Trends in U.S. Pensions”, *Pension Research Council Working Paper*, n. 1, The Wharton School, Philadelphia, 2000.

Mitchell, Olivia, “Personal Retirement Accounts and Social Security Reform”, *Pension Research Council Working Paper*, n. 7, The Wharton School, Philadelphia, 2002.

Mitchell, Olivia, Stephen P. Utkus “The Role of Company Stock in Defined Contribution Plans”, *Pension Research Council Working Paper*, n. 4, The Wharton School, Philadelphia, 2002.

Morgan Stanley Investment Management, *Survey of the 401(k) Market*, Morgan Stanley, New York, 2000.

Morgan Stanley Investment Management, *Self-directed Accounts in Defined Contribution Plans*, Morgan Stanley, New York, 2001.

Munnell Alicia H., Annika Sundén, Catherine Taylor “What determines 401(k) participation and contributions?”, Working Paper 2000-12, Center for Retirement Research at Boston College, 2000

Munnell Alicia, Annika Sundén, Elizabeth Lindstone “How important are private Pensions?”, *Issues in Brief*, 8, Center for Retirement Research at Boston College, 2002.

Munnell Alicia, Annika Sundén “401(k)s and Company Stock: how can we encourage Diversification?”, *Issues in Brief*, 9, Center for Retirement Research at Boston College, 2002.

Munnell Alicia, Annika Sundén “Private Pensions: Coverage and Benefit Trends.” paper prepared for “Conversation on Coverage”, Washington D.C., Center for Retirement Research at Boston College, 2001.

Papke Leslie E. “Are 401(k) Plans Replacing Other Employer-provided Pensions? Evidence from Panel Data”, *The Journal of Human Resources* 34(2), 346-68, 1999.

Papke, Leslie E. “Participation in and Contributions to 401(k) Plans: Evidence from Plan Data”, *The Journal of Human Resources*, 2, pp. 311-25, 1995.

Pension and Welfare Benefits Administration *Private Pension Plan Bulletin - Abstract of 1998 Form 5500 Annual Reports*, U.S. Department

of Labor, Office of Research and Economic Development, Washington D.C., 2002.

Pension and Welfare Benefits Administration *Private Pension Plan Bulletin: Abstract of the 1992 Form 5500 Annual Reports*, U.S. Department of Labor, Office of Research and Economic Development, Washington D.C., 1996.

Pensions and Benefits Administration “Study of the 401(k) Fees and Expenses”, U.S. Department of Labor, Washington D.C., 1998.

Poterba James M., Steven F. Venti, David Wise “How Retirement Saving Programs Increase Saving”, *Journal of Economic Perspectives*, 10(4), 91-112, 1996.

Profit Sharing Council of America *44th Annual Survey of Profit Sharing and 401(k) Plans*, Profit Sharing Council of America, Chicago, 2001.

Profit Sharing Council of America “Automatic Enrollment 2000 - A study of automatic enrollment features in 401(k) plans”, Profit Sharing Council of America, Chicago, 2001.

Purcell, Patrick J. “The Enron Bankruptcy and Employer Stock in Retirement Plans”, *CRS Report for Congress*, Congressional Research Service, Washington, 2002.

The Economist “The merits of diversity”, *The Economist*, December 13th, 2001a.

The Economist “When labour and capital don’t mix”, *The Economist*, December 13th, 2001b.

The Economist “A matter of definition - But which, benefits or contributions?”, *The Economist*, February 14th, 2002

VanDerhei, Jack L. *Company Stock in 401(k) Plans: Results of a Survey of ISCEBS Members*, Employee Benefit Research Institute, Washington, 2002a.

VanDerhei, Jack L. *The Role of Company Stock in 401(k) Plans: written Statement for the House Education and Workforce Committee*, Employee Benefit Research Institute, Washington, 2002b.

Westfall Christopher “401(k) Rollovers Are Teaching IRAs New Tricks”, *KPMG Insider*, August, 12, 2002

ASSOGESTIONI

www.assogestioni.it