

STUDIO ATTUARIALE VISINTIN &
ASSOCIATI - SAVA SRL

Maggio 2025

White Paper

Il meccanismo *Life-Cycle* nei Fondi Pensione

SCRITTO DA

STEFANO VISINTIN
ANDREA TAMARO
ALESSIA BIANCHINI

1. Introduzione

In questo *white paper*, dopo una disamina della situazione attuale della ripartizione degli investimenti nella previdenza complementare, viene illustrata la scelta di allocazione *Life-Cycle* e, in aggiunta, una possibile soluzione innovativa per la definizione delle strategie di investimento ottimali, implementata secondo un approccio *Goal-Based Investing*.

2. Le necessità della previdenza complementare

Il passaggio del sistema di calcolo delle prestazioni da retributivo a contributivo, introdotto con la riforma Dini del 1995, ha segnato un importante cambiamento strutturale nel sistema pensionistico italiano.

Oggi, il sistema si trova ad affrontare sfide sempre più complesse: l'elevata discontinuità lavorativa, la stagnazione salariale in un contesto di alta inflazione e i trend demografici in atto. Tutti questi fattori stanno contribuendo - e continueranno a contribuire - ad un progressivo **declino del tasso di sostituzione** della previdenza obbligatoria. Quest'indicatore, definito come il rapporto tra la prima rata di pensione e l'ultima retribuzione prima del pensionamento, è fondamentale per valutare in che misura, una volta andati in pensione, sarà possibile mantenere lo stesso tenore di vita rispetto agli anni pre-pensionamento. Ad esempio, se nel 2010 un lavoratore dipendente del settore privato con 38 anni di anzianità contributiva poteva attendersi un tasso di sostituzione pari al 73,6%, secondo le previsioni, nel 2070 questa percentuale si ridurrà al 58,5%.

Alla luce di queste evidenze, appare chiaro come il primo pilastro previdenziale, da solo, non sarà più sufficiente a garantire un apporto finanziario adeguato nel lungo periodo per sostenere il tenore di vita post-lavorativo. Per questo motivo, diventa essenziale sviluppare, sensibilizzare e promuovere l'adesione a forme di previdenza complementare.

3. Analisi delle tendenze di investimento previdenziale degli italiani

Sebbene la previdenza complementare rivesta un ruolo sempre più centrale nel garantire un'adeguata copertura pensionistica, le scelte di investimento degli aderenti risultano spesso

inefficienti. Secondo i dati COVIP ¹, alla fine del 2023, la maggior parte degli iscritti a forme di previdenza complementare ha preferito comparti bilanciati (39,9%) o garantiti (37,1%), mentre solo una minoranza ha optato per comparti obbligazionari (12,85%) o azionari (10,3%).

Questa tendenza riflette un comportamento eccessivamente prudente, soprattutto da parte dei lavoratori più giovani. Questi ultimi, infatti, disponendo di un orizzonte temporale esteso e potendo dunque assorbire meglio eventuali fluttuazioni di mercato, dovrebbero prediligere linee di investimento a maggior contenuto azionario, così da beneficiare della crescita del capitale nel lungo periodo. Infatti, sebbene nel breve termine i comparti azionari possano subire oscillazioni significative a causa della loro volatilità, i dati storici mostrano che, su orizzonti temporali lunghi (20 anni o più), questi comparti tendono a generare rendimenti significativamente superiori rispetto agli investimenti più prudenti. Per quanto riguarda invece i lavoratori più prossimi all'età pensionabile, essi, avendo come obiettivo la preservazione del capitale accumulato, dovrebbero scegliere – coerentemente con i movimenti del mercato – linee di investimento a basso rischio, passando quindi a comparti prudenti o garantiti.

L'applicazione concreta di questa teoria, nota come "*teoria Life-Cycle*", risulta ancora limitata nella realtà italiana. Il grafico seguente (Figura 1) illustra la distribuzione degli iscritti italiani per profilo di investimento e fascia d'età, evidenziando come, sebbene gli aderenti più giovani presentino una maggiore propensione per il comparto azionario rispetto alle altre classi d'età, la quota effettiva di investimenti azionari rimane comunque relativamente bassa. Viceversa, la presenza nei comparti garantiti è ben più elevata di quanto ci si aspetterebbe per queste fasce d'età. Nonostante quanto appena descritto, si può comunque osservare nella Figura un tendenziale rispetto del concetto di "*Life-Cycle*", con il peso del comparto garantito che supera il 50% nelle fasce d'età vicine al pensionamento e una quota di investimenti azionari molto limitata.

Si osserva inoltre la permanenza di lavoratori anziani nei comparti azionari, una scelta difficilmente giustificabile in ottica previdenziale.

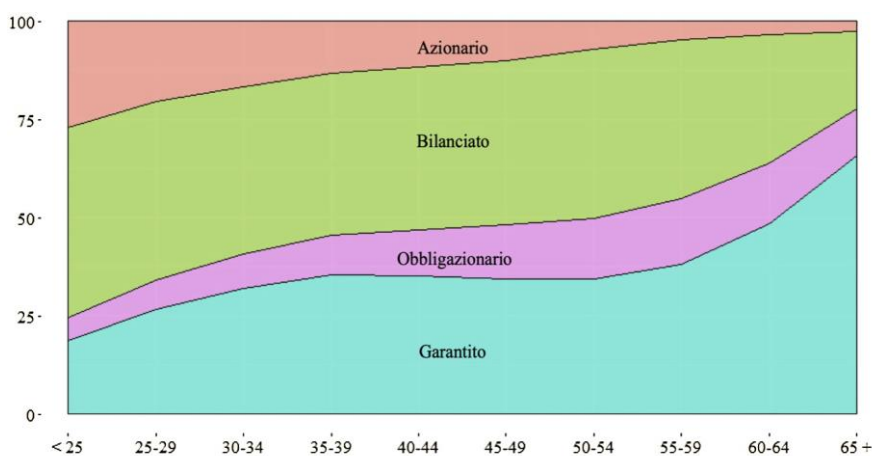


Figura 1: Iscritti alle forme pensionistiche complementari per profilo di investimento e classi di età (dati di fine 2023, valori %)

¹ Fonte: [COVIP, Relazione per l'anno 2023](#)

La tendenza a costruire portafogli particolarmente prudenti può essere attribuita a diversi fattori, quali ad esempio la storica avversione al rischio degli italiani - noti per una radicata cultura del risparmio - e la scarsa alfabetizzazione finanziaria. Un'indagine condotta nel 2023 dalla Banca d'Italia, infatti, ha confermato che gli italiani possiedono un basso livello di conoscenze, competenze e abilità nella gestione del denaro, con un indicatore complessivo di alfabetizzazione finanziaria che si è attestato a 10,7 su una scala da 0 a 20². A quanto predetto, si aggiunge il fatto che la normativa vigente prevede che il conferimento "tacito" del TFR venga destinato automaticamente al comparto garantito del fondo pensione di appartenenza del lavoratore. Questo meccanismo può in parte spiegare la rilevante percentuale di aderenti nei comparti garantiti, anche nelle fasce di età più giovani.

Un'ulteriore criticità riguarda la staticità delle scelte di investimento degli italiani: solo il 2-3% degli aderenti ai fondi pensione effettua uno switch tra comparti nell'arco di un anno, segno di una scarsa "gestione attiva" del portafoglio, che non tiene conto dell'evoluzione dell'età, della tolleranza al rischio e dell'orizzonte temporale residuo. Tale comportamento è anche dovuto alla limitata offerta da parte dei fondi pensione di meccanismi automatici di ribilanciamento del portafoglio.

Tutti questi elementi concorrono alla formazione di portafogli previdenziali "subottimali", spesso poco coerenti con gli obiettivi di lungo termine degli iscritti. Per questo motivo, si ritiene essenziale continuare a promuovere una maggiore consapevolezza nelle scelte di investimento e, in un contesto in cui il livello medio di competenze finanziarie rischia di non migliorare nel breve periodo, diventa strategico introdurre strumenti in grado di guidare in modo automatico l'evoluzione del portafoglio nel tempo, ovvero meccanismi di *Life-Cycle*.

4. Il meccanismo *Life-Cycle* nei Fondi Pensione

Il meccanismo "*Life-Cycle*" è una strategia automatica di ribilanciamento del portafoglio che prevede il passaggio tra le varie linee di investimento in base all'età anagrafica dell'aderente e al tempo rimanente al pensionamento (i.e. l'orizzonte temporale dell'investimento). Quest'approccio si basa sull'idea che il ciclo di vita di un individuo sia articolato in diverse fasi, ognuna caratterizzata da specifiche esigenze finanziarie e da un livello differente di propensione al rischio. In particolare, il modello implica un'esposizione più elevata al rischio azionario in giovane età, seguita da un graduale spostamento verso comparti più conservativi con l'avvicinarsi dell'epoca di pensionamento.

La logica sottostante all'approccio *Life-Cycle* trova fondamento nelle teorie del premio Nobel per l'economia Robert Merton, secondo il quale la ricchezza totale di un individuo è costituita dal

² Fonte: [Banca d'Italia, Indagini sull'alfabetizzazione finanziaria e le competenze di finanza digitale in Italia](#)

capitale umano e dal capitale finanziario accumulato nel tempo. Nei primi anni di carriera, il capitale umano rappresenta la componente predominante della ricchezza e può essere considerato come una sorta di "obbligazione implicita", in quanto garantisce un flusso di reddito relativamente stabile e prevedibile, simile ai pagamenti di un titolo obbligazionario. Di conseguenza, i giovani investitori, la cui ricchezza complessiva dipende in misura minore dal capitale finanziario già accumulato, possono permettersi di assumere un livello di rischio più elevato sui mercati finanziari, privilegiando un'esposizione significativa alle azioni. Con l'avanzare dell'età, il capitale umano potrebbe ridursi, mentre cresce l'esigenza di preservare il patrimonio accumulato. Per questo motivo, il portafoglio dovrebbe essere riequilibrato gradualmente, aumentando l'esposizione a strumenti più sicuri, come obbligazioni o investimenti garantiti (Figura 2).

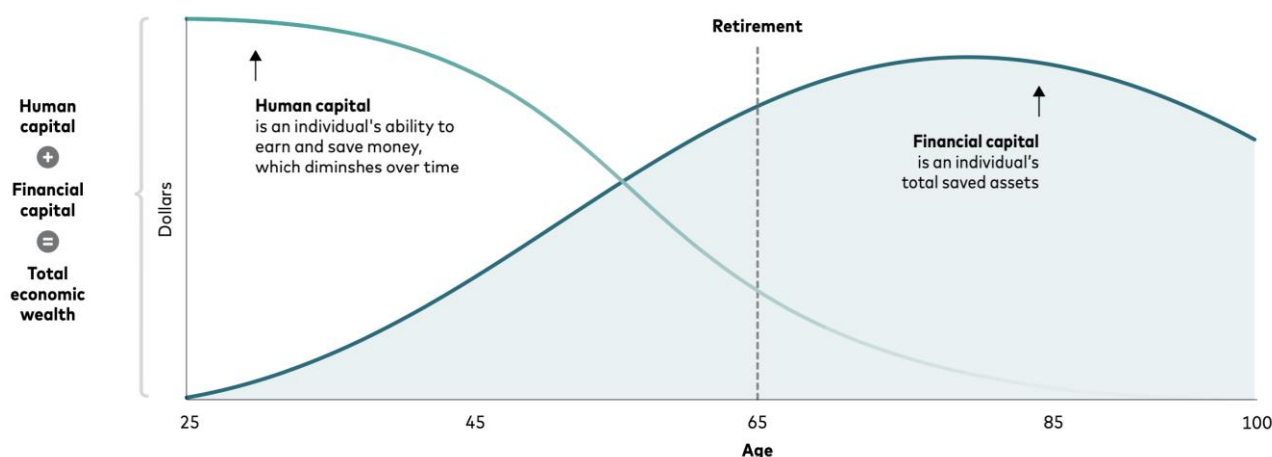


Figura 2: Evoluzione del capitale umano e finanziario lungo il ciclo di vita

Nella pratica, la maggior parte dei fondi pensione italiani che adottano il modello *Life-Cycle*, applicano un meccanismo a "scaglioni", con passaggi automatici tra comparti predefiniti in corrispondenza di determinate fasce d'età. Al momento della sottoscrizione, l'iscritto riceve un piano di investimento con intervalli prestabiliti: ad ogni scadenza, il montante accumulato viene riallocato nei comparti disponibili sulla base dei pesi ritenuti più adeguati alla nuova fase del ciclo di vita. Si tratta, dunque, di un metodo deterministico, che segue regole predefinite e standardizzate, indipendenti dalle condizioni individuali o dai mercati. In alternativa a questa metodologia, alcuni schemi previdenziali adottano un approccio più sofisticato, seppur più complesso da implementare, noto come *glide path* continuo. In questo caso, l'*asset allocation* viene riequilibrata progressivamente e con maggiore frequenza, spesso su base annuale, riducendo gradualmente la componente azionaria man mano che l'aderente si avvicina all'età pensionabile. Una concreta applicazione di questo modello nei sistemi pensionistici internazionali, in particolare nei piani statunitensi "401k", sono i *Target Date Funds*, dove sono spesso utilizzati come opzione di default.

Gli approcci *Life-Cycle* presentano quindi numerosi vantaggi. La semplicità e l'automatismo sono il loro più grande punto di forza: l'intero processo di costruzione e ribilanciamento del portafoglio

è infatti gestito dal fondo stesso, sollevando l'aderente dalla necessità di compiere scelte complesse e riducendo il rischio di comportamenti irrazionali. Inoltre, la trasparenza del percorso di investimento consente una chiara visione dell'evoluzione dell'investimento previdenziale nel tempo, rafforzando la fiducia degli iscritti nel processo.

Per quanto riguarda l'aspetto normativo, i meccanismi *Life-Cycle* sono riconosciuti dal legislatore comunitario come strumenti efficaci per la mitigazione del rischio degli aderenti, come evidenziato nel Regolamento (UE) 2019/1238 sui prodotti pensionistici paneuropei (PEPP). Inoltre, nella raccomandazione OCSE per il "buon disegno" dei piani pensionistici a contribuzione definita, sono indicati come una valida opzione di default nel caso in cui gli aderenti non effettuino una scelta attiva sull'allocazione dei contributi.

A livello internazionale, l'approccio *Life-Cycle* è largamente diffuso e consolidato., tuttavia, nel panorama italiano, la sua implementazione risulta ancora scarsa. Secondo i dati COVIP, solo il 30% dei fondi pensione di nuova istituzione offre agli aderenti questo tipo di meccanismo e in particolare 5 fondi negoziali, 9 fondi aperti e 18 PIP; numeri che evidenziano una significativa opportunità di miglioramento nell'adozione di quest'approccio.

5. Un modello *Life-Cycle* basato sugli algoritmi genetici

In un'ottica di maggiore personalizzazione ed efficienza nella gestione del risparmio previdenziale, si propone un modello innovativo di *asset allocation* dinamica per un generico aderente ad un fondo pensione, che integra i principi del *Life-Cycle Investing* e del *Goal-Based Investing*. Il modello, tenendo conto dell'orizzonte temporale d'investimento e dei contributi versati periodicamente, seleziona annualmente l'allocazione ottimale tra i comparti disponibili, con l'obiettivo di massimizzare la probabilità di raggiungere un tasso di sostituzione target (obiettivo pensionistico).

L'individuazione della strategia ottimale avviene tramite l'impiego di un algoritmo genetico, il quale, ispirandosi alla teoria dell'evoluzione darwiniana, simula il processo evolutivo: a partire da una popolazione iniziale di soluzioni candidate (strategie di investimento, ovvero i pesi di allocazione per l'intero periodo di contribuzione), le soluzioni più promettenti vengono selezionate, combinate e modificate tramite l'applicazione degli operatori genetici di crossover e mutazione. Questo processo si ripete per un numero prefissato di generazioni (i.e. iterazioni), fino a convergere verso strategie di investimento sempre più efficienti e coerenti con gli obiettivi previdenziali dell'aderente (Figura 3).



Figura 3: Fasi dell'algoritmo genetico

Ogni strategia viene valutata sulla base di un numero elevato di simulazioni di scenari futuri relativi ai rendimenti dei comparti di investimento, generati mediante un *Economic Scenario Generator* proprietario. In particolare, la bontà di ciascuna soluzione è misurata in termini di “probabilità di successo”, definita come la percentuale di scenari (i.e. probabilità) in cui il capitale accumulato consente di raggiungere almeno il tasso di sostituzione desiderato.

Affinché l'algoritmo rispetti la logica del meccanismo *Life-Cycle*, viene imposta una condizione di monotonia non-decrescente nella sequenza dei comparti selezionati. Ciò significa che, in fase di generazione delle strategie di investimento ammissibili (per la popolazione iniziale, o nello step di crossover e mutazione di cui alla figura precedente), vengono considerate solamente strategie a rischiosità decrescente. In questo modo si garantisce una progressiva riduzione della rischiosità, man mano che l'aderente si avvicina al pensionamento.

È importante sottolineare che la metodologia proposta restituisce un'allocazione strategica ex-ante. Essa viene aggiornata periodicamente e, se necessario, integrata con valutazioni di tipo tattico, al fine di tenere conto delle condizioni di mercato contingenti ed evitare scelte inefficienti in presenza di scenari particolarmente avversi (ad es. realizzando le perdite azionarie in periodi di crollo dei mercati).

6. Conclusioni

Dall'analisi condotta, emerge con chiarezza come la previdenza complementare debba evolvere non solo in termini di adesione, ma anche nella flessibilità delle scelte di investimento. L'approccio *Life-Cycle* rappresenta una risposta efficace a molte delle inefficienze osservate nei comportamenti previdenziali degli italiani. Tuttavia, per valorizzarne pienamente il potenziale, è necessario che i fondi pensione ne incentivino l'adozione. Allo stesso tempo, le istituzioni devono promuovere un contesto normativo e culturale favorevole, investendo nell'educazione finanziaria e incoraggiando l'utilizzo di logiche *target date*, che hanno già dimostrato la loro efficacia a livello internazionale. Solo attraverso un'azione sinergica tra operatori, regolatori e aderenti sarà possibile costruire un sistema previdenziale più moderno, efficiente e capace di rispondere alle sfide demografiche ed economiche dei prossimi decenni.

Per ulteriori informazioni riguardo al *white paper*



Andrea Tamaro
Senior Manager
tamaro@studio-visintin.it



Stefano Visintin
Senior Manager
stefano@studio-visintin.it



Alessia Bianchini
Junior
bianchini@studio-visintin.it

STUDIO ATTUARIALE

Visintin & Associati



Trieste sede Legale e Operativa

Via San Lazzaro, 2
34122 Trieste
Telefono +39 040 36.17.03
Fax +39 040 37.20.432

Milano sede Operativa

Via Monferrato, 1
20144 Milano
Telefono e Fax +39 02 76.31.70.40

Email: attuari@studio-visintin.it