

## Attualità

*La prossima riforma del sistema previdenziale impone scelte precise ai lavoratori. L'analisi dimostra che i "pip" sono esosi e non rendono. Per costituirsi una rendita bisogna preservare l'investimento dalla perdita del potere d'acquisto. E con gli ETF...*



# TFR lasciato in azienda: la tentazione è forte

**Uno degli argomenti** più caldi degli ultimi mesi è rappresentato dalla riforma della previdenza che, per certi versi, cambierà radicalmente l'approccio di aziende e lavoratori in merito al tema, ma soprattutto potrebbe avere riflessi estremamente positivi per i conti economici di banche, SIM e compagnie assicurative che conterebbero su nuovi flussi potenziali di raccolta: si stima infatti che possano confluire nei prodotti di integrazione previdenziale **dai 10 ai 15 miliardi di Euro**.

Come ormai già noto, il passaggio da un sistema retributivo ad un sistema contributivo risulta penalizzante soprattutto per le nuove generazioni di lavoratori che in media percepiranno **tra il 10% e il 15% in meno rispetto al passato** (ad esempio i lavoratori dipendenti); mentre ancor più svantaggiate nell'applicazione del nuovo

calcolo, saranno le categorie come i lavoratori autonomi e i parasubordinati che versano una percentuale ridotta di contributi (20% e 19,6% contro il 33% dei dipendenti) e che nel calcolo della nuova pensione subiranno rendite inferiori anche del 30-40% rispetto ad oggi. Le linee guida tracciate dalla legge delega in materia previdenziale, tra cui la possibilità di destinare il trattamento di fine rapporto (TFR) alla previdenza complementare mediante l'istituto del silenzio-assenso e in generale l'equiparazione delle diverse forme pensionistiche, pongono i fondi pensione aperti e le polizze pip in una posizione di equivalenza rispetto ai fondi chiusi. Quindi nasce l'**esigenza dei lavoratori di doversi orientare** tra le molteplici offerte della previdenza complementare e soprattutto assumere una piena consapevolezza dei prodotti che verranno loro proposti.

I **fondi pensione chiusi** negoziali di solito sono, per le categorie di lavoratori in cui sono presenti, uno **strumento efficiente**, in termini di bassi costi, per l'integrazione previdenziale.

I **fondi pensione aperti** sono collocati soprattutto dagli istituti di credito, ma anche da compagnie d'assicurazione e promotori finanziari e sono molto simili ai fondi comuni di investimento.

Le **polizze pip**, promosse soprattutto da agenti e produttori assicurativi, promotori finanziari ma anche dalle banche, sono polizze che investono in prodotti unit linked o in gestioni separate assicurative. Le polizze pip rappresentano, ad oggi, il **modo meno efficiente e quindi più costoso** per iniziare a risolvere l'esigenza di un'adeguata integrazione della rendita pubblica.

	N. FONDI AL SETT. 04	N. ADESIONI SETT. 04	VAR % ISCRITTI SETT. 04/DIC. 03	VAR % ISCRITTI 03/02	PARCELLA (COSTI %)	CANALE	OICR CONTENUTI NEL PRODOTTO
<b>FONDI CHIUSI</b>	42	1.060.558	1,7	2,1	0,47	contrattazione	1%
<b>FONDI APERTI</b>	94	374.110	2,6	8,0	1,2/1,8	72% banche, 23% agenti assicurativi, 5% promotori finanziari	35,80%
<b>FONDI PREESISTENTI</b>	510	673.143	2	-	-	-	14,30%
<b>PIP</b>	-	630.041	13,6	42,4	1,9/8,4	15% banche, 48% agenti assicurativi, 37% promotori finanziari	63,30%

FONTE: rielaborazione Consultique su dati COVIP

## Tabella 1 - Adesione, costi e canali distributivi dei prodotti previdenziali

È importante notare (come evidenziato nella tabella 1) come il trend di crescita del numero dei sottoscrittori di polizze pip sia consistente: ciò è dovuto alla forte spinta commerciale delle reti di vendita che, come noto, dirigono il cliente verso prodotti molto onerosi al fine di ricavarne guadagni interessanti in termini di provvigioni di collocamento.

Ecco comunque alcuni elementi da considerare per operare una scelta del proprio strumento d'integrazione previdenziale:

- i prodotti con costi medi superiori al 2-3% erodono il potere d'acquisto compromettendo la futura rendita vitalizia;
- le spese e i diritti relativi alla sottoscrizione e al rimborso e le commissioni di gestione degli OICR in cui investe il fondo aperto non gravano sul fondo stesso (gravano invece sulle polizze pip);
- il costo totale è influenzato dai costi di collocamento dei prodotti (vedi tabella 1): per i fondi chiusi il costo è contenuto, per i fondi aperti è più elevato; mentre per i pip è molto pesante;
- i costi della conversione in rendita (insiti nei coefficienti di conversione) sono spesso trascurati dai risparmiatori, ma incidono sensibilmente sulla futura pensione.

### ONERI A CONFRONTO

Circa i fondi aperti che, dopo i fondi chiusi, rappresentano uno strumento interessante ai fini dell'integrazione pensionistica, si sottolinea che possono esistere diverse tipologie di oneri a carico dell'aderente, oltre alla commissione di gestione ed altre spese decurtate direttamente dal valore del fondo. Un primo onere è la **"commissione una tantum"**, ossia una commissione di sottoscrizione pagata all'atto dell'adesione generalmente dal primo versamento (tale tipologia di onere ha un impatto molto ridotto).

Un impatto molto rilevante, soprattutto su versamenti di piccoli importi annui, può avere invece la **"commissione di gestione per la posizione individuale"** che semplicemente potremmo definire un caricamento annuale su un piano d'accumulo: mediamente sono rappresentati da una quota fissa compresa tra 1,25 e 20,66 Euro prelevati annualmente dal primo versamento dell'anno. Meno frequenti sono le commissioni di conversione e trasferimento. Le prime vengono pagate quando nello stesso fondo pensione aperto si decide di cambiare linea d'investimento passando, ad esempio, da una soluzione azionaria ad una obbligazionaria

(da tenere in considerazione se si pensa a degli switch frequenti); mentre quelle di trasferimento, che possono arrivare anche ad oltre 60 Euro, vengono applicate quando si decide di cambiare fondo pensione (vedi tabella 2).

### PRODOTTI DANNOSI

Un'analisi interessante riguardante le polizze pip ha messo invece in evidenza quanto siano spesso **dannosi** tali prodotti per il risparmiatore che desideri accantonare delle somme finalizzate ad una integrazione previdenziale (vedi tabella 3).

Consideriamo, ad esempio, un libero professionista di 35 anni, che investa di anno in anno Euro 5.000 per 30 anni, con reddito lordo annuo di Euro 50.000 (aliquota IRPEF 39%) e che reinvesta il risparmio fiscale ad un tasso *free-risk* del 3%, cercando di massimizzare il "beneficio fiscale" (che di fatto si concretizza in un differimento di imposta).

Alla scadenza (65 anni) ipotizziamo che il pensionato, ex libero professionista, riceva 1/3 sotto forma di capitale e 2/3 in rendita.

Prendiamo in considerazione ora 4

TIPOLOGIA	UNA TANTUM	POSIZIONE INDIVIDUALE	CONVERSIONE	TRASFERIMENTO	GESTIONE
<b>Obbl./Mon. Puro</b>	da 10 a 77,47	da 1,25 a 31	da 10 a 25,82	da 10 a 61,97	da 0,55% a 2%
<b>Obbl. Parziale</b>	da 5 a 61,97	da 12,61 a 20,66	da 10,33 a 25,82	da 10,33 a 61,97	da 0,6% a 1,95%
<b>Mista</b>	da 5 a 77,47	da 1,25 a 31	da 10 a 25,82	da 10 a 61,97	da 0 a 2,6%
<b>Azionario Parziale</b>	da 10,33 a 77,47	da 1,25 a 30	da 10 a 15,49	da 10 a 51,64	da 0,8% a 2%
<b>Azionario Puro</b>	da 15,5 a 40	da 18 a 20,66	10,33	da 10,33 a 25	da 1,44% a 2,1%

FONTE: elaborazione ufficio studi Consultique su prospetti informativi

## Tabella 2 - Tipologia e quantificazione dei costi nei fondi pensione aperti

diversi scenari con le seguenti assunzioni:

**1.** risparmiatore che **investe nella polizza pip** e reinveste ad un tasso *free risk* il relativo beneficio fiscale;

**2.** risparmiatore che **investe nella polizza pip, ma non reinveste il beneficio fiscale** (ipotesi più realistica per il risparmiatore);

**3.** risparmiatore che **investe direttamente**

**nelle Sicav** (con ipotesi di replica del *benchmark*), **evitando la polizza pip;**

**4.** risparmiatore che **investe direttamente in ETFs** (*benchmark* + dividendi).

Ipotizziamo, inoltre, che il *benchmark* abbia una crescita media annua del 5% e i dividendi ammontino al 2% annuo.

ESEMPIO: CALCOLO DEL SALDO	PIP (BEN.FISCALE REINVESTITO AL 3%)"	PIP (BEN. FISCALE NON REINVESTITO)	INVESTIMENTO DIRETTO NELLE SICAV	INVESTIMENTO DIRETTO ETF
<b>TOTALE CAPITALE VERSATO (5000 € in 30 a.) attualizzato al 1° a. di contribuzione</b>	€ 100.942	€ 100.942	€ 100.942	€ 100.942
<b>FLUSSO RENDITE (ipotesi 2/3) attualizzato al 1° a. di contribuzione</b>	€ 42.573	€ 42.573	€ 93.068	€ 174.911
<b>FLUSSO CAPITALE (ipotesi 1/3) attualizzato al 1° a. di contribuzione</b>	€ 20.844	€ 20.844	€ 39.821	€ 57.162
<b>BENEFICIO FISCALE (39% di 5000 € in 30 a.) attualizzato al 1° a. di contribuzione</b>	€ 39.367	€ 24.824	-	-
<b>SALDO COMPLESSIVO</b>	<b>€ 1.843</b>	<b>- € 12.700</b>	<b>€ 31.946</b>	<b>€ 131.131</b>

FONTE: analisi ufficio studi Consultique

## Tabella 3 - Simulazione tra pip, investimento in OICR ed in ETF

Dall'analisi si evince chiaramente che:

- investendo direttamente nei fondi/Sicav contenuti nella polizza pip si ottiene un risultato nettamente migliore dell'investire nella polizza pip (da ciò deriva l'inutilità dell'investimento in un tale prodotto).
- In ipotesi di non reinvestimento del beneficio fiscale al 3% (realistica per i risparmiatori!) si incassano 12.770 Euro in meno rispetto a quanto versato.
- Investendo direttamente in strumenti efficienti e trasparenti come gli ETFs (liquidabilità, bassi costi, distribuzione dei dividendi) si garantisce la replica del *benchmark* e l'incasso dei dividendi.

### QUANTO RENDONO I FONDI PENSIONE?

Ampio è il dibattito non solo sui costi, ma sui rendimenti che i lavoratori potranno attendersi nel destinare il TFR alla previdenza complementare, abbandonando la bassa ma sicura rivalutazione (1,5% + 75% dell'inflazione) ottenuta lasciando lo stesso in azienda.

Un primo passo è individuare quali sono gli asset che, nel lungo periodo, saranno in grado di "garantire" una rivalutazione superiore a quella aziendale; in secondo luogo, si tratta di individuare quanto i rendimenti ottenuti dai fondi pensione riusciranno a stare al passo della crescita salariale (mediamente

	dal 31.12.1999 al 31.12.2004 (5 anni)	dal 31.12.2001 al 31.12.2004 (3 anni)	dal 31.12.2002 al 31.12.2004 (2 anni)	dal 31.12.2003 al 31.12.2004 (1 anno)
<b>FONDI PENSIONE NEGOZIALI</b>				
<b>Rendimento generale</b>	9,2	6	9,8	4,5
<b>Benchmark</b>	12,1	8,0	12,2	5,5
<b>FONDI PENSIONE APERTI</b>				
<b>Generale</b>	Comparti -6,9	-4,2	10,3	4,3
	Benchmark -11,3	-4,9	12,8	5,8
<b>Azionari</b>	Comparti -18,9	-10,6	13,6	4,8
	Benchmark -27,4	-15,2	14,9	5,7
<b>Bilanciati</b>	Comparti -2,9	-2,9	9,3	4,2
	Benchmark -5,1	-1,3	13,3	6,3
<b>Obbligazionari Misti</b>	Comparti 15,8	6,6	7,3	4,1
	Benchmark 17,4	9,7	9,8	5,9
<b>Obbligazionari puri</b>	Comparti 19,2	9	4,7	2,8
	Benchmark 26,2	13,3	7,0	4,3
<b>RIVALUTAZIONE NETTA DEL TFR <sup>(A)</sup></b>	15,8	8,7	5,4	2,5

**LEGENDA:** i rendimenti sono calcolati come variazione degli indici di capitalizzazione. I rendimenti relativi ai fondi sono rappresentativi della performance media al netto di tutti gli oneri ( di gestione e fiscale) gravanti sui fondi. - **(1)** Tasso di rivalutazione al netto dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 1° gennaio 2001. I valori sono in percentuale. Fonte COVIP

## Tabella 4 - Fondi pensione: rendimenti pluriennali



## Crescita lenta

**Il business** dei fondi pensione aperti continua, inarrestabile, la sua lenta marcia. La rilevazione trimestrale compilata da Assogestioni, infatti, segna che a fine 2004 gli iscritti hanno raggiunto le **382.137** unità, con una crescita del **2,1%** rispetto al terzo trimestre dello scorso anno e del **4,8%** rispetto al 2003. Chi alimenta i fondi pensione aperti? Soprattutto i lavoratori autonomi; anche se cresce la componente dei contributi (22,5%) erogati dai 58.000 aderenti tra i lavoratori dipendenti. Quale la forma di investimento preferita? Ben il 31,3% degli iscritti opta per i fondi bilanciati; il 26,5% sceglie i comparti azionari.

inflazione più 1,5%); infine, una volta scelto il *benchmark*, è necessario domandarsi se i corrispondenti fondi pensione saranno in grado almeno di replicarlo.

### CHIUSI SOTTO BENCHMARK

Dai risultati forniti dalla Covip, emerge che il rendimento generale dei fondi pensione chiusi, calcolati sulla base degli indici di capitalizzazione, in ogni arco temporale considerato, è **sempre al di sotto del rispettivo benchmark**. Come si può notare dalla tabella 4, negli ultimi 5 anni il differenziale negativo dei fondi negoziali rispetto al *benchmark* è pari al 2,9%; nell'ultimo anno, invece, risulta dell'1%.

Per quanto riguarda i fondi pensione aperti sia a 5 anni che a 3 anni, in generale hanno battuto il *benchmark*; mentre negli ultimi due anni si è assistito ad un graduale peggioramento con un *gap* negativo pari al 2,5% dal 2002 al 2004 e dell'1,5% nel solo anno 2004. Per quanto riguarda le singole tipologie di comparto, emerge che gli azionari battono il proprio *benchmark* a 5 anni ed a 3 anni (-18,89% contro -27,4% nel primo caso e -10,6% contro il -15,2% nel secondo caso).

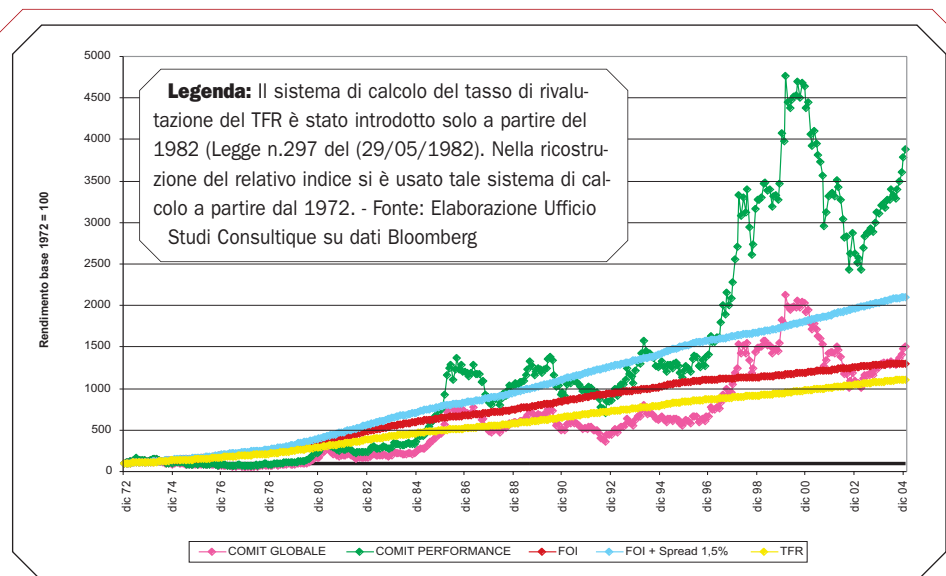
Risultano, invece, strutturalmente sotto il *benchmark* tutte le altre categorie, ad eccezione dei bilanciati esclusivamente nel periodo 31 dicembre 1999 - 31 dicembre 2004. E' da notare come nessuna categoria sia riuscita a battere il proprio *benchmark* negli ultimi due anni. Sia gli obbligazionari misti che gli obbligazionari puri, sempre al di sotto del *benchmark*, realizzano una performance sui 5 anni rispettivamente pari al 15,8% e 19,2% (nello stesso periodo il tasso di rivalutazione del TFR è stato del 15,8%).

Purtroppo la storia di questi strumenti previdenziali è troppo breve per portare a conclusioni definitive.

### ANALISI STORICA DEI RENDIMENTI

Per l'analisi storica dei rendimenti azionari italiani sono stati utilizzati gli indici Comit e Comit Performance. Entrambi questi indici descrivono l'andamento nominale delle azioni presenti sulla Borsa Italiana, ma mentre il primo non tiene conto dei dividendi distribuiti dalle azioni comprese nel paniere, il secondo, invece, li reinveste nell'indice stesso.

In secondo luogo, abbiamo ricostruito il FOI (indice dei prezzi al consumo per



## Analisi storica dei rendimenti della borsa italiana dal dicembre 1972 al gennaio 2005

INDICE	DICEMBRE 1972	GENNAIO 2005	RENDIMENTO MEDIO ANNUO COMPOSTO
<b>Comit Globale</b>	100	1509,07	8,82%
<b>Comit Performance</b>	100	3874,55	12,06%
<b>Differenza</b>	-	<b>2365,48</b>	<b>3,24%</b>
<b>FOI</b>	100	1304,21	8,33%
<b>TFR</b>	100	1108,72	7,78%
<b>FOI + Spread 1,5%</b>	100	2102,99	9,95%

FONTE: elaborazione ufficio studi Consultique su dati Bloomberg

## Tabella 5 - Fondi pensione: rendimenti pluriennali

famiglie di operai e impiegati), in quanto l'investitore nel lungo periodo deve tenere in considerazione l'inflazione, che è appunto l'aumento dei prezzi al consumo. Abbiamo inoltre ricostruito le serie storiche del TFR (precisamente del tasso di rivalutazione del TFR) e del FOI (indice dei prezzi al consumo per operai ed impiegati ex tabacco) maggiorato di uno *spread* dell'1,5% annuo. Il calcolo di quest'ultimo ha tre motivazioni economiche:

- stima l'andamento di un titolo *inflation linked* (obbligazione il cui rendimento è legato all'andamento dell'inflazione);
- stima il PIL (prodotto interno lordo) nominale, sul quale si basa il calcolo dei rendimenti nel sistema previdenziale contributivo;
- stima il tasso di crescita media salariale. Prendendo dunque a riferimento gli indici così individuati, verifichiamo gli effettivi rendimenti al lordo di costi e tasse che si sarebbero ottenuti attraverso un investimen-

to di 100 Euro al dicembre 1972. Questo scenario storico dell'inflazione e dell'andamento dei mercati azionari ha prodotto i risultati visibili nel grafico e nella tabella riportati a fianco e in basso.

L'investimento nell'indice Comit ha generato un capitale finale di 1.509 Euro, pari ad un rendimento annuo composto dell'8,82%, contro il 12,06% del Comit Performance. Risulta che l'investimento azionario, con esclusione dei dividendi, in oltre 30 anni ha un rendimento di poco superiore all'inflazione e al TFR: è solamente capace di proteggere il proprio investimento dalla perdita del potere d'acquisto senza dunque generare un significativo extrarendimento.

È importante, quindi, rilevare l'incapacità dell'indice Comit, su un orizzonte temporale così ampio, di battere il FOI + 1,5%.

**Pertanto, il puro investimento nel mercato azionario non avrebbe adeguatamente tutelato il lavoratore.** Nel lungo periodo per costituirsi una rendita previdenziale, è necessario **preservare l'investimento dalla perdita del potere d'acquisto.**

La bravura consisterà nel realizzare un tasso "reale" di rendimento quanto più possibile costante nel tempo. Il nuovo sistema contributivo, in ambito previdenziale, permette di far crescere i contributi versati al tasso medio PIL nominale, e quindi di proteggere dall'inflazione assicurando un tasso "reale" legato all'economia. Questo sistema è decisamente più convincente e rassicurante degli esosi investimenti nei piani previdenziali individuali (pip). **Inoltre, il TFR in azienda, con l'inflazione sotto il 6% garantisce un tasso "reale".**

In un sistema di fondi pensione a contribuzione definita è fondamentale che i rendimenti siano almeno in linea con la crescita salariale; altrimenti si rischia un forte ampliamento del fabbisogno di copertura previdenziale. La differenza, ad ogni modo, sarà data dalla scelta del prodotto giusto e in nessun caso possono essere soggette all'aleatorietà dei mercati finanziari. Resta, quindi, aperto un interrogativo: riuscirà la previdenza complementare ed integrativa a garantire almeno un rendimento pari a quello del TFR? €