

# Il Tfr perde la sfida con la macchina del tempo

Non è mai riuscito a difendere il potere d'acquisto a causa del Fisco. Mentre i fondi sul lungo termine ce l'hanno fatta anche nello scenario più nero. In media dopo 20 anni la liquidazione è sotto dell'11%, le casse in attivo dal 24% al 50%

DI ROBERTO E. BAGNOLI E MASSIMO FRACARO

**C**olpiti e affondati nel 2008. Ma ben oltre la linea di galleggiamento nel medio e lungo periodo. L'anno che si è appena chiuso è stato drammatico per gli strumenti della previdenza integrativa con perdite che vanno dal -6% al -25%, mentre il Tfr si è rivalutato del 2,7% netto. Mettendo, però, il Tfr e i fondi pensione nella macchina del tempo il giudizio è destinato, in molti casi, a rovesciarsi. Ed è quello che ha tentato di fare *CorriereEconomia*, con l'aiuto di Progetica, società indipendente di consulenza, per cercare di stemperare la delusione di chi ha conferito il Tfr ai fondi. E si trova, purtroppo, a contere perdite non indifferenti. L'elaborazione dimostra, però, che non è stata una scelta avventata.

## L'Amarcord

Analizzando, ad esempio, i peggiori periodi trentennali dal 1969 ad oggi, con mercati spesso in balia delle tempeste finanziarie, i fondi avrebbero vinto comunque l'eterna partita con il Tfr. Un lavoratore che vi avesse destinato la liquidazione nel peggiore dei casi (1979-2008) avrebbe ottenuto una performance del 6% in termini reali, vale a dire al netto dell'inflazione, se avesse investito in una linea azionaria (con il 20% di obbligazioni), mentre il Tfr si sarebbe svalutato dell'8% (in questo caso il peggio periodo va dal 1970 al 1999). Investendo in obbligazioni, il risultato sarebbe stato positivo del 37% e con un portafoglio bilanciato del 29%. Su orizzonti temporali più ridotti l'esito appare più incerto.

Se al posto del periodo peggiore viene considerato quello «mediano», ossia quello nel quale la performance è centrale rispetto a tutte quelle che si sono verificate dal 1969 ad oggi, la previdenza integrativa avrebbe consentito di realizzare, anche in un orizzonte ridotto a 20 anni, e quindi meno favorevole, una performance che varia dal 24% di una linea obbligazionaria al 38% di una bilanciata (60% Borsa, 50% bond) al 50% di un'azionaria. Nello stesso periodo il Tfr (che si rivaluta con un tasso dell'1,5%, più il 75% dell'inflazione), avrebbe perso l'11%. E nello scenario super-ottimistico già dopo 5 anni avrebbe dovuto gettare la spugna.

«Le elaborazioni mostrano cosa sarebbe successo da un lato a chi avesse mantenuto il Tfr in azienda — spiega Sergio Sorgi, vicepresidente di Progetica — e dall'altro a chi fosse stato iscritto a un fondo aperto per 1, 5, 10, 15 o 20 anni. È stato considerato uno scenario di lungo periodo, trent'anni, anche se i fondi allora non erano operativi. Sono stati applicati i costi medi e l'inflazione effettiva nel periodo e il Fisco».

## L'effetto prezzi

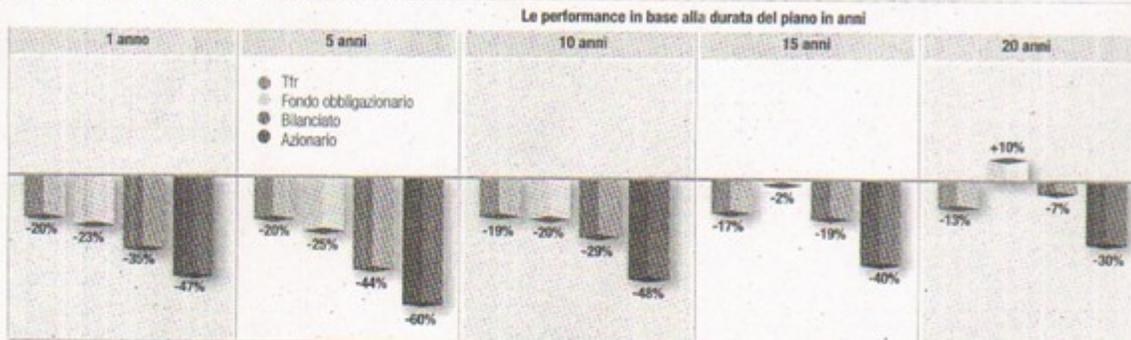
L'analisi comprende tre scenari. «Il minimo e il massimo considerano gli andamenti peggiori e migliori — spiega Sorgi — mentre il terzo fa riferimento ai valori intermedi. E in questo scenario già nel breve periodo (5 anni) il rischio è stato premiato: l'azionario ha fatto meglio del bilanciato e quest'ultimo dell'obbligazionario che, a sua volta, ha reso di più del Tfr. Da notare che mai, in nessuno degli scenari, il Tfr ha consentito di mantenere il potere d'acquisto. A causa delle tasse non è riuscito a offrire risultati positivi in termini reali, cioè tenendo conto dell'inflazione».

I vari orizzonti temporali — 1, 5, 10 anni e così via — sono stati selezionati considerando dapprima tutti i periodi, traslati di anno in anno. Poi sono stati selezionati i periodi peggiori, mediani e migliori. Così ad esempio l'anno nero è il 2008 per le Borse e il 1973 per gli altri strumenti. I dieci anni peggiori per la Borsa vanno dal 1999 al 2008, per il Tfr sono quelli della prima crisi petrolifera (1972-81). I 10 migliori per la Borsa sono quelli dal '90 al '99.

La variabile fiscale è fondamentale. Nei calcoli sono state considerate le regole attuali (tassazione annuale dell'11% per fondi e Tfr, aliquota dal 15% al 9% sulle prestazioni dei fondi e del 20% per la liquidazione). Il confronto riguarda il conferimento del solo Tfr, senza ipotizzare un contributo volontario, e quindi non considera la deducibilità sui versamenti: il risultato stato ancor più favorevole ai fondi.

## Primo scenario

COSÌ I RISULTATI QUANDO I MERCATI SOFFRONO

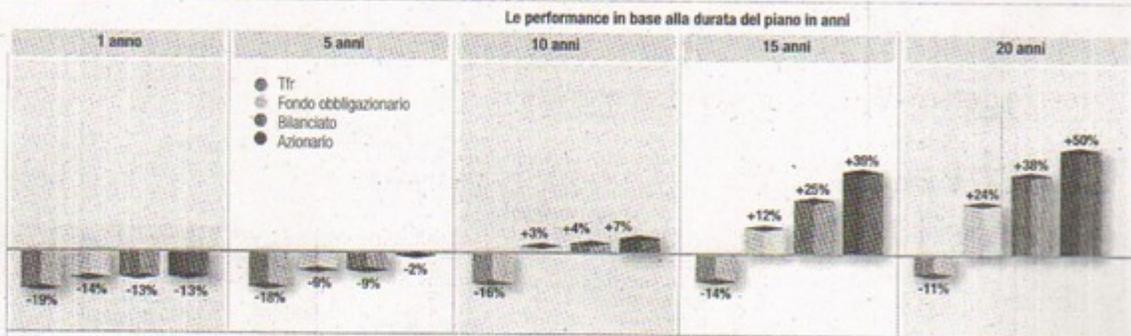


La previdenza e la sindrome di Fantozzi. Potrebbe intitolarsi così il primo scenario storico analizzato da Progetica. Per ciascuno degli strumenti, e per ciascuno dei periodi, sono stati calcolati i risultati ottenuti dal Tfr e dai fondi nel peggior arco temporale di sempre, in pratica si è incappati sempre nella classica nuvoletta. O meglio in qualche bufera finanziaria. E così, ad esempio per il fondo pensione azionario fanno più nero è, ovviamente, il 2008 con una perdita del 47%. E per il Tfr il 1973 quando, a causa della super inflazione, la liquidazione si è letteralmente svaporata. Che conclusioni si possono ricavare? Che il tempo sana le ferite. Ma che non tutti hanno il tempo di vederle guarire e che, quindi, bisogna scegliere la forma di investimento adeguata. Come si può vedere fino a 10 anni il Tfr, pur svalutandosi, è in testa, soprattutto verso le linee più rischiose, mentre pareggia con le obbligazioni. A 15 la supremazia è già scalfita dai fondi obbligazionari, a 20 c'è il sorpasso anche dei bilanciati e a 30 il sorpasso è completo. Da notare che a causa dell'inflazione e delle tasse il Tfr non è mai in attivo. Ma ha perso via via potere di acquisto

Fonte: Progetica

## Secondo scenario

COSÌ I RISULTATI QUANDO I MERCATI VIAGGIANO NELLA MEDIA STORICA

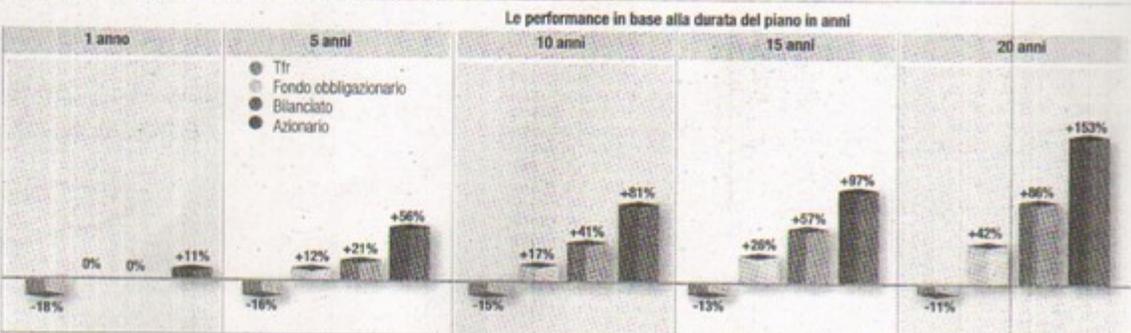


Vertiginose salite, pericolose cadute e tanti su e giù senza una direzione precisa. È la fotografia classica dei mercati finanziari. Ed è anche la visione più razionale e adatta per giudicare pregi e difetti della previdenza integrativa. Che cosa si ricava? Che, per tutti gli orizzonti temporali, il premio per il rischio è stato ricompensato. Il Tfr perde tutte le sfide, svalutandosi in media, sui diversi periodi, del 14%, i fondi a indirizzo azionario vincono quasi sempre a man bassa: perdono anch'essi fino a cinque anni e poi guadagnano. Avendo scelto le performance storiche medie raramente entrano nel calcolo il pessimo 2008 e l'eccellente 1999. Ma va considerato che nella selezione dei periodi entrano in gioco altre grandi crisi, come quella del 1973, del 1987 e perfino quella del 2000. Dall'analisi dei risultati sembrano uscire vincenti le linee bilanciati, staccate di poco dalle azionarie, ma con una minore rischiosità. Anche questo scenario conferma che nel lungo periodo la liquidazione tenuta in azienda perde di valore a causa della tassazione. Ad esempio con un'inflazione del 3% la rivalutazione nominale è del 3,75%, ma detraendo la tasso annuale dell'11%, la performance scende al 3,3%. Poco sopra l'inflazione. Già al 4% il conto si pareggia. Applicando il 20% di tassazione, il potere d'acquisto non è mai stato mantenuto. E sappiamo tutti che in passato l'inflazione italiana è stata ben più alta. Forse la stabilità dell'euro potrebbe rilanciare in futuro le sue chance.

Fonte: Progetica

## Terzo scenario

COSÌ I RISULTATI QUANDO I MERCATI VANNO A GONFIE VELE



Il migliore dei mondi finanziari possibili. Quello con le azioni che, nonostante qualche temporanea battuta d'arresto, continuano a galoppare. È l'identikit del terzo scenario storico analizzato da Progetica. In un simile mondo finanziario, che considera tutti i migliori periodi, non c'è partita tra Tfr e fondo pensione. La previdenza integrativa vince sei a zero, cioè su tutte le distanze. Con le linee azionarie che, man mano che si allunga l'orizzonte temporale, staccano la liquidazione e le altre scelte più prudenti. A cinque anni rendono il 56% (periodo 1995/1999) contro il 12% (dal '82 all'86) delle obbligazioni, a 30 il 212% contro il 56%. Da notare che tra Tfr e peggior fondo, però c'è quasi sempre una differenza di 30/40 punti percentuali. Questo scenario ottimistico non considera i due grandi crac di Borsa del 2000 e del 2008, quindi va preso con le pinze. I migliori 30 anni di Borsa, ad esempio, vanno dal 1970 al 1999. Se le azioni veleggiavano promosse alla grande lo scenario però ci insegna lo stesso qualcosa: se si incappa in un'epoca di boom di Borsa è bene consolidare i guadagni e ricorre per il futuro il proprio profilo di rischio. Lo scenario ottimistico insegna qualcosa anche ai più giovani: il terribile 2008 può rivelarsi una grande opportunità per chi ha tanti anni davanti a sé perché entra ai minimi storici assoluti dei listini azionari

Fonte: Progetica

I risultati 2008 dei fondi pensione e del Tfr

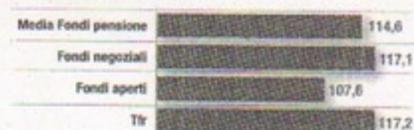


Fonte: elaborazione Corriere Economia \* Solo Unit Inval

Rendimenti 2008 dei vari comparti



Quanti sono diventati 100 euro investiti a fine 2002



L'intervista Il neopresidente della Covip illustra le sue prime mosse. E rassicura: i ribassi sono un'opportunità

# «Mano severa contro l'inefficienza»

Finocchiaro: più controlli su attività e trasparenza. Anche così si favoriscono le adesioni

DI ROBERTO E. BAGNOLI

**I**l sistema è solido, e nel lungo periodo i fondi pensione sono in grado di offrire risultati positivi e superiori al Tfr. Lo spiega Antonio Finocchiaro, ex vicedirettore generale di Bankitalia, da poche settimane presidente della Covip. Che annuncia un giro di vite per colpire chi sgarrisce. E intacca così la fiducia verso il sistema.

**Il 2008 è stato pesantissimo per i mercati, e anche i fondi pensione hanno registrato perdite rilevanti...**

«Sì, almeno per le linee azionarie, ma non sono certo affondati: tanto che, pur in un anno molto negativo, gli iscritti sono aumentati del 7%. Ma non si può dare troppo peso ai risultati di un anno. Nel 2004 la Covip aveva realizzato una simulazione dove si dimostrava che nel lungo periodo tutte le linee d'investimento avevano offerto risultati migliori rispetto al Tfr, come risulta, del resto, dalla vostra indagine».

**La grave crisi finanziaria suscita un forte allarme fra gli iscritti: che cosa direbbe loro per rassicurarli?**

«Di non guardare ai risultati di un solo anno, ma piuttosto al lungo periodo: con un orizzonte temporale adeguato, i ribassi delle Borse possono offrire delle opportunità».

**C'è l'esigenza di proteggere il montante dei lavoratori che stanno per andare in pensione. State pensando a qualche soluzione?**

«Il problema esiste e ci stiamo lavorando. Si potrebbe creare un fondo di garanzia analogo a quello del settore bancario e interno al sistema, senza contributi statali, finanziato per esempio con una quota degli accantonamenti delle aziende. Un'iniziativa di questo tipo potrebbe rassicurare molti che non hanno aderito».

**La riforma del Tfr ha avuto risultati molto a macchia di leopardo. Cosa si può fare per incentivare le adesioni?**

«Vi sono state poche adesioni nelle piccole imprese, al Sud e soprattutto fra i giovani, anche se in questo caso bisogna tener conto che con redditi molto bassi si pensa alle necessità immediate. E' necessario sviluppare l'informazione e la cultura previdenziale anche a partire dalle scuole, come cominceremo a fare grazie a un accordo con il ministero dell'Istruzione».

**In base a un'indagine campionaria di Mefop, fra i non iscritti ai fondi molti non hanno alcuna intenzione di cambiare idea...**

«Bisogna lavorare su questi lavoratori informandoli sui benefici fiscali, che non esistono per il Tfr, e sul contributo aziendale a cui ha diritto chi aderisce. L'approccio delle aziende rappresenta però un punto critico: se il lavoratore s'iscrive dev'essere un contributo e perdono una fonte di autofinanziamento a basso costo».

**L'irreversibilità nel conferimento del Tfr alla previdenza complementare ha frenato molti lavoratori dall'aderire?**

«Probabilmente sì, ma è una questione su cui Covip può soltanto offrire un contributo tecnico. Si potrebbe consentire una finestra di



**Nuovi arrivi Antonio Finocchiaro**, ex vicedirettore generale di Bankitalia, da poche settimane presidente della Covip, la Commissione che vigila sui fondi pensione e sugli altri strumenti di previdenza integrativa. Tra le priorità, un controllo severo sui tempi di liquidazione delle prestazioni

Anche se i risultati 2008 sono stati negativi, le adesioni sono cresciute del 7%. Allo studio un fondo di garanzia a tutela di chi si pensiona nelle crisi finanziarie

e sanzioneremo in maniera adeguata eventuali comportamenti scorretti degli intermediari che non abbiano informato il sottoscrittore su questo aspetto. Certo, è molto difficile dimostrarlo e c'è anche da chiedersi quale ruolo possano giocare i datori di lavoro, che in questo modo non devono più versare il contributo».

**Cosa pensa della normativa in cantiere sugli investimenti dei fondi pensione, che dovrebbe consentire l'introduzione di strumenti come hedge fund e fondi di private equity?**

«Nelle prossime settimane riprenderò i contatti con il ministero del Tesoro, competente a decidere: considerata la situazione dei mercati, peraltro, l'approccio dev'essere molto prudente».

**Quali sono, per i prossimi mesi, le sue priorità strategiche alla presidenza della Covip?**

«Intensificare i controlli per verificare l'osservanza delle regole a tutela degli iscritti. Da parte loro riceviamo molte segnalazioni relative soprattutto a ritardi nella liquidazione dei riscatti, anche oltre il termine di sei mesi. Se si riveleranno fondate, sanzioneremo in maniera pesante comportamenti non corretti dei fondi, che contribuirebbero a danneggiare l'immagine e la fiducia nel sistema».

uscita dopo un certo periodo, per esempio cinque anni».

**Le agevolazioni fiscali sono sufficienti?**

«Si può sempre migliorare, soprattutto eliminando il tetto di deducibilità di 5.164 euro l'anno, ma non mi sembra che la finanza pubblica offra spazi in questa direzione».

**I fondi pensione sono in numero elevato: non crede che siano necessari accorpamenti?**

«Sì, come è avvenuto nel campo bancario. Ma la riduzione dei costi può essere ottenuta anche con la messa in comune fra più fondi di alcune funzioni, per esempio la tenuta delle posizioni degli aderenti: alcuni lo stanno già facendo».

**Alcuni fondi di categoria hanno registrato trasferimenti d'iscritti a favore del Pip, che non prevedono il contributo aziendale...**

«Il fenomeno ci è stato segnalato,

## Quando si perde il posto

### Paracadute più flessibile per chi va in cassa integrazione

**V**la libera al riscatto del capitale maturato nel fondo pensione quando l'iscritto si trova da tempo in cassa integrazione. È il senso di un orientamento interpretativo espresso dalla Covip su un problema sempre più sentito alla luce del massiccio ricorso allo strumento, con quasi 30 milioni di ore nel solo mese di gennaio.

In base al provvedimento, il riscatto (che comporta la restituzione all'aderente del montante maturato) può essere ammesso ogni volta che interviene la cessazione del rapporto di lavoro e questa è preceduta da una procedura di cassa integrazione guadagni ordinaria o straordinaria, indipendentemente dalla durata della procedura.

Secondo la Covip, inoltre, il riscatto dev'essere consentito anche quando, pur senza cessazione del rapporto di lavoro, per effetto della cassa integrazione guadagni si determina una perdurante situazione di sospensione totale dell'attività lavorativa, per un arco di tempo non inferiore a un anno.

In base alla normativa, il riscatto può essere esercitato anche in caso di disoccupazione per almeno dodici mesi: se la situazione perdura per almeno quarantotto la tassazione è agevolata.

Nel mese scorso la Covip era intervenuta con un altro orientamento interpretativo legato alla crisi dei mercati finanziari. In base al provvedimento, quando matura il diritto di ottenere



**Lavoro & crisi Maurizio Sacconi**, ministro del Welfare

la pensione integrativa (raggiungimento dei requisiti richiesti nel regime obbligatorio e dopo almeno cinque anni d'iscrizione), l'aderente può posticiparne l'incasso continuando o meno a pagare il contributo. Questa facoltà era già prevista dalla legge di riforma del settore e la Covip ha ritenuto di ribadirla invitando i fondi a informarne gli aderenti vicini al pensionamento.

## La ricerca

### Ma il 50% degli irriducibili non pensa di cambiare idea

**A**lto gradimento per chi ha aderito, molta diffidenza da parte di chi non ho fatto, una disinformazione piuttosto diffusa.

Sono i principali esiti della terza indagine, condotta congiuntamente da Mefop e Cnel, sull'atteggiamento dei lavoratori italiani nei confronti della previdenza complementare: è stata realizzata su un campione di 1.500 intervistati divisi equamente fra le due categorie. Il 34% degli aderenti lo ha fatto perché si aspetta che il fondo renda più del Tfr, il 27% per la possibilità di percepire una pensione aggiuntiva quando smetterà di lavorare, il 15% per la maggiore sicurezza rispetto ad altre forme di risparmio. Nel 31% dei casi ha versato solo la quota di Tfr prevista dal contratto collettivo, ma nel 24% ha scelto di conferirlo per intero.

Gli iscritti esprimono un giudizio positivo sulla riforma e nel 94% dei casi sono soddisfatti del rapporto con il fondo pensione, ma la loro partecipazione è poco attenta e informata: quasi uno su due non conosce quanto sia il montante accumulato, uno su tre quanto versi e uno su

cinque quale sia la propria linea d'investimento.

Fra i non iscritti, invece, il 33% non è entrato nella previdenza complementare perché non si fida degli investimenti finanziari, il 31% perché non ha la possibilità di risparmiare abbastanza e infine il 30% perché giovane e ritiene di avere ancora tempo per pensarci. La sfiducia nei confronti della finanza fa sì che uno su due non aderisca



**Mefop Mauro Mare**: monitora i fondi pensione

neppure in futuro, mentre nel 54% dei casi la scelta è motivata dalla maggiore flessibilità e disponibilità delle somme accumulate che viene attribuita al Tfr rispetto al fondo pensione: una risposta, questa, che secondo l'indagine denota una mancata conoscenza della normativa di riferimento e, quindi, delle facoltà che per legge vengono riconosciute ai lavoratori.

