

# ANCHE LA NUOVA PENSIONE DEVE SALIRE SULLA BILANCIA

Previdenza integrativa: cosa e come scegliere? Le stime sulle rendite attese dicono...

**E**ntro pochi mesi i decreti attuativi conseguenti alla  **riforma previdenziale**  approvata il 28 luglio 2004 ( **legge Maroni** ) daranno dettagliata descrizione sulle modalità ed i tempi entro i quali i lavoratori italiani dovranno operare le proprie scelte in merito alla  **destinazione del proprio risparmio verso forme pensionistiche** .

Tra queste, particolare rilievo assume il semestre di  **silenzio-assenso**  nel quale i lavoratori dipendenti saranno chiamati a esprimere la propria scelta relativamente alla destinazione degli accantonamenti futuri della quota di TFR. Vi è tuttavia un altro tema di particolare interesse attorno ai quali si va concentrando l'attenzione di operatori e risparmiatori e che ancora non ci pare sia stato evidenziato a sufficienza, malgrado l'assoluto impatto che avrà sul mercato, sull'offerta e sulla consapevolezza offerta ai risparmiatori italiani.

Il tema è connesso alla  **trasparenza**  ed alle indicazioni da offrire al risparmiatore, che potrà finalmente  **confrontare le forme pensionistiche alle quali può aderire in maniera integrata** , dato che i fondi pensione dovranno stimare i rendimenti dell'operazione rendendo pertanto il lavoratore capace di valutare costi e rendimenti attesi. (*Il box a fianco sull'articolo 1 riporta l'estratto relativo a quanto citato*). La norma, che intende dare una prima risposta al confronto tra rendimenti finanziari del TFR e rendimenti attesi dai fondi pensione negoziali, apre, a nostro giudizio, alla necessità di una lettura di un fenomeno che non è squisitamente di investimento ma che, per essere effettivamente valutabile, deve comprendere sia gli aspetti finanziari che quelli della rendita pensionistica e, non ultima, la fiscalità applicate alle situazioni individuali.

## APPUNTAMENTO 2005

In pratica, la riforma inizia a disegnare risposte alle due domande che il lavoratore italiano è naturalmente portato a porre e che sarà obbligatoriamente chiamato ad affrontare nel 2005:  **cosa scegliere e come sceglierlo** . Domande che richiederanno agli operatori strumenti nuovi per affrontarle.

E' un passo di grande importanza e proveremo a trarne alcune indicazioni operative.

Per quanto riguarda "cosa scegliere", con la riforma Maroni e la liberalizzazione delle scelte relative alle forme di previdenza si pone il tema di analisi e

confronto tra TFR, fondi chiusi (negoziali), fondi aperti collettivi, fondi aperti individuali, Pip. Il lettore non si spazientisca. Ad eccezione del TFR, infatti, le altre forme sono comportamentalmente del tutto simili e si distinguono fino ad oggi per costi, tipo di flessibilità sulla gestione, garanzie demografiche.

L'apparente (e non solo) confusione richiede in ogni caso un passo indietro. Fino al 2000 in Italia vigeva una disciplina fiscale che privilegiava il contenitore "assicurazione vita" interessandosi assai poco delle funzioni o finalità che muovevano il cittadino-risparmiatore.

## RENDIMENTI TRASPARENTI PER LEGGE

*Così recitano alcuni passi dell'articolo 1 della riforma previdenziale (che prende il nome di riforma Maroni), approvata lo scorso 28 luglio.*

2. Il Governo, nell'esercizio della delega di cui al comma 1, fatte salve le competenze delle regioni a statuto speciale e delle province autonome di Trento e di Bolzano, previste dai relativi statuti, dalle norme di attuazione e dal titolo V della parte II della Costituzione, si atterrà ai seguenti principi e criteri direttivi:

....

e)  **adottare misure finalizzate ad incrementare l'entità dei flussi di finanziamento alle forme pensionistiche complementari, collettive e individuali** , con contestuale incentivazione di nuova occupazione con carattere di stabilità, prevedendo a tale fine:

1.  **il conferimento, salva diversa esplicita volontà espressa dal la-**

**voratore, del trattamento di fine rapporto maturando alle, forme pensionistiche complementari**  di cui al decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124,  **garantendo che il lavoratore stesso abbia una adeguata informazione sulla tipologia, le condizioni per il recesso anticipato, i rendimenti stimati dei fondi di previdenza complementare**  per i quali è ammessa l'adesione, nonché sulla facoltà di scegliere le forme pensionistiche a cui conferire il trattamento di fine rapporto, previa  **omogeneizzazione delle stesse in materia di trasparenza e tutela** , e anche in deroga alle disposizioni legislative che già prevedono l'accantonamento del trattamento di fine rapporto e altri accantonamenti previdenziali presso gli enti di cui al decreto legislativo 30 giugno 1994, n. 509, per titoli diversi dalla previdenza complementare di cui al citato decreto legislativo n. 124 del 1993.

Tale impostazione era figlia di una lunga storia, e probabilmente della stessa Costituzione italiana, che incentivando gli italiani a risparmiare portò le normative seguenti a **privilegiare lo strumento-assicurazione**, premiato peraltro fiscalmente anche sul prolungamento della durata e corredato di tutele e agevolazioni fiscali tali da renderlo "di per sé" appetibile.

Con la fine degli anni '90, tuttavia, un Paese profondamente mutato – e che aveva in qualche modo intrapreso il viaggio del risparmio e degli investimenti – si trovò ad affrontare il **deficit di bilancio previdenziale** derivante da fattori demografici ed eco-

nomici) e quella connessa al rischio "longevità", ossia a forme pensionistiche di tipo vitalizio non riscattabili dal momento dell'inizio dell'erogazione della pensione e che possano integrare una previdenza pubblica economicamente costretta ad arretrare il proprio contributo.

**Gli italiani hanno bisogno di pensioni integrative:** lo stato li supporta incentivando quelle forme pensionistiche strettamente destinate e vincolate a tale scopo. La scelta naturale è quella di modificare ed incentivare anche in Italia quel famoso **secondo pilastro** (la previdenza complementare) che, sebbene

istituito con il decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124, finora non aveva avuto largo seguito né esiti sufficienti. Ad essa dunque nel 2000 si affiancano forme di previdenza individuali, che consistono in fondi pensione aperti (Art. 9-bis inserito nel 2000 dopo l'articolo 9 del decreto legislativo del 1993) e forme pensionistiche individuali (Fip) attuate mediante contratti di assicurazione sulla vita (Art. 9-ter inserito dopo il 9-bis).

Si completa così quel sistema a tre pilastri:

● **1° pilastro "previdenza pubblica":** - pensione erogata dall'INPS o altro ente (Stato);

● **2° pilastro "previdenza complementare":** - fondi pensione chiusi ed aperti "collettivi" (categorie ed aziende);

● **3° pilastro "previdenza individuale":** - forme individuali pensionistiche, ossia fondi pensione aperti + piani individuali pensionistici e polizze vita pensionistiche (individuo);

del quale si parlava da decenni ma al quale mancava sempre qualche componente (alcuni lavoratori erano privi di previdenza obbligatoria, molti privi di previdenza individuale, ecc...). E, per evitare fraintendimenti sul tipo di previdenza "incentivata", **si agevolano solo quelle forme nelle quali la destinazione pensionistica è vincolata.** Ciò si ottiene uniformando i requisiti di accesso standard (età ed anni di contribuzione) delle forme pensionistiche a quelli della previdenza obbligatoria di primo pilastro.

Dato questo quadro, la disciplina del 2000 non mette tuttavia sullo stesso piano tutte le forme, privilegiando la destinazione "fondo pensione negoziale" rispetto alle altre tramite la leva delle agevolazioni fiscali e la possibilità di usufruire dei contributi del datore di lavoro, qualora esistano, all'interno di tali forme e non delle altre (fondi aperti e piani assicurativi). In sostanza, si definisce un canale privilegiato fiscale e contributivo per i fondi negoziali.

Questo canale privilegiato dura fino alla riforma Maroni, che sancisce il fatto che **le diverse forme complementari** e individuali saranno di fatto **equiparate**, potendo il risparmiatore esercitare liberamente e a parità di condizioni la scelta sulla destinazione del suo risparmio previdenziale e della quota di TFR futura che intende destinare a fini pensionistici. Nasce da qui la scelta alla quale i lavoratori saranno chiamati dal prossimo anno. E che, lo rammentiamo, consiste nel decidere in primo luogo se il proprio accantonamento futuro nel TFR debba rimanere tale o essere invece destinato a forme pensionistiche. L'assenza di esercizio della scelta porterà il TFR verso i fondi pensione negoziali in primo luogo.

Ecco il tema del **confronto tra un accantonamento per TFR ed una previdenza pensionistica**; confronto che si pone per una contingenza esterna e che di per sé sarebbe logicamente improprio: come confrontare strumenti così diversi?

Come confrontare i rendimenti di una forma pensionistica con quelli di una forma di accantonamento prevalentemente finanziario? ➤➤



Roberto Maroni,  
ministro del Welfare:  
da ottobre  
scatta il superbonus

nomici che ancora oggi governano le continue riforme della previdenza e dell'assistenza. Così, con il decreto legislativo 18 febbraio 2000, n. 47, ci si dedicò specificamente al "risparmio previdenziale".

Dal 2000 le normative fiscali connesse agli strumenti previdenziali mutano radicalmente. Si passa da una agevolazione fiscale per "tipo di prodotto" ad una agevolazione strettamente connessa alla finalità del risparmio e che incentiva due tipi di previdenze: quella connessa al trasferimento dei rischi catastrofali che minacciano patrimonio e reddito (premorienza, invalidità permanenti e gravi, perdita di autosuffi-

MASCHI	TFR	FONDI APERTI Gestione separata	FONDI APERTI Obbligazionario Globale	FONDI NEGOZIALI	FONDI APERTI Bilanciati	FONDI APERTI Azionari Internazionali
ANNI	VALORE MEDIO					
5	€ 338	€ 315	€ 321	€ 309	€ 311	€ 224
15	€ 1.167	€ 1.004	€ 1.234	€ 1.235	€ 1.090	€ 867
25	€ 2.319	€ 1.801	€ 3.054	€ 2.576	€ 2.449	€ 2.694
35	€ 3.679	€ 2.651	€ 5.367	€ 5.416	€ 6.033	€ 4.337

**TABELLA 1 - ALTERNATIVE PREVIDENZIALI: RENDITE INIZIALI REALI DA VERSAMENTO ANNUO DI 1.000 € NOMINALI STIMATE AL 98% DI PROBABILITÀ OGGETTIVA**

L'acronimo TFR infatti sta per "trattamento di fine rapporto" e nel linguaggio di uso comune si utilizza di norma come sinonimo del termine "liquidazione". Si tratta di un compenso retributivo che viene percepito dal lavoratore al momento della cessazione del rapporto di lavoro. Il TFR, istituito al fine di agevolare il superamento delle difficoltà economiche conseguenti al venir meno del lavoro e quindi dello stipendio, è commisurato attualmente alla retribuzione percepita durante il periodo di servizio presso il medesimo datore di lavoro.

Sotto il profilo quantitativo, la legge prescrive all'azienda di accantonare una quota pari alla somma di tutte le retribuzioni mensili percepite da gennaio a dicembre (comprese le mensilità aggiuntive) diviso un coefficiente annuo (fisso) pari a 13,5. Tale accantonamento verrà incrementato su base composta, al 31 dicembre di ogni anno con l'applicazione di un tasso di rivalutazione costituito: dal 75% della variazione percentuale dell'indice ISTAT dei prezzi al consumo per le famiglie di operai ed impiegati, più 1,5 punti.

Diversa per nascita e finalità è la previdenza complementare, che nasce con quei fondi pensione "chiusi o negoziali" che possono essere istituiti da una singola azienda (avente requisiti definiti), gruppi di aziende, categorie di lavoratori, comparti di riferimento (fondi di categoria o comparto) o da rag-

gruppamenti territoriali (fondi territoriali).

Costituiti attraverso un contratto collettivo nazionale, un accordo o un regolamento aziendale, come accennato, non gestiscono finanziariamente i versamenti dei

contributi né il pagamento delle pensioni, ma lo fanno attraverso **società di gestione** per la parte di investimento ed **assicurazioni** per la parte di rendita pensionistica.

I fondi pensione "aperti", infine, sono istituiti e gestiti direttamente da banche, società di assicurazioni, società di gestione del risparmio, società di intermediazione mobiliare. Sottoscrivibili per via collettiva o individuale, originariamente nascono per quei cittadini o lavoratori interessati a forme pensionistiche complementari, ma privi di fondi negoziali.

Aperti o chiusi (negoziali), i fondi pensione sono in ogni caso strumenti connotati da tre fasi: **1) una prima fase di versamenti (contributi), 2) una fase di costruzione del montante**, ossia di quel serbatoio di benzina finanziaria che deve essere poi trasformato nella prestazione finale, **3) l'erogazione di quella rendita vitalizia** pensionistica che costituisce il vero fine di una operazione previdenziale pensionistica. Per il qual motivo un procedimento di stima dei rendimenti e delle prestazioni delle diverse forme pensionistiche deve necessariamente tenere conto di una prospettiva integrata, dato che una sola fase della costruzione pensionistica non può evidenziare l'intero cammino della propria pensione. Qui di seguito evidenziamo alcune note, a nostro avviso ri-

levanti, circa i fattori da considerare: una "check list" di elementi componenti un modello di stima che tiene conto della dimensione di investimento e demografica. Nel prossimo numero di **INVESTIRE** svilupperemo l'insieme dei fattori sui quali il modello si basa nonché arricchiremo la stima con una ulteriore dimensione trasversale alle tre fasi, ossia quella fiscale.

### 1) FASE DEL VERSAMENTO

La prima fase, quella del versamento, consiste nella destinazione di una quota di risparmio che, generalmente, è **commisurata alla propria retribuzione** nel TFR e nelle forme complementari ed è predefinita, sebbene mutabile, nelle forme individuali. Naturalmente, il confronto tra versamenti in una o nell'altra forma non può prescindere dal fatto che nelle destinazioni fatte dai lavoratori dipendenti verso la previdenza complementare una parte del versamento è a carico del datore di lavoro e che dunque vi è un "ulteriore" quota di denaro che va a incrementare le disponibilità pensionistiche finali. Abbiamo tuttavia, in questa sede, privilegiato il confronto non tanto tra strumenti quanto **tra rendimenti**, per fornire una modalità di confronto che isolasse il fattore rendimento, ma al contempo utilizzasse criteri probabilistici evoluti e coerenti con l'orizzonte temporale della previdenza. L'analisi "per rendimenti" e non per "rapporti effettivi tra premio e rendita" si basa sull'importo investito e non su quello versato "di tasca propria" dal sottoscrittore ed è da intendersi come rappresentazione esemplificativa dei comportamenti delle alternative di investimento.

FEMMINE	TFR	FONDI APERTI Gestione separata	FONDI APERTI Obbligazionario Globale	FONDI NEGOZIALI	FONDI APERTI Bilanciati	FONDI APERTI Azionari Internazionali
ANNI	VALORE MEDIO					
5	€ 251	€ 234	€ 238	€ 229	€ 231	€ 166
15	€ 877	€ 755	€ 927	€ 928	€ 819	€ 652
25	€ 1.704	€ 1.324	€ 2.245	€ 1.893	€ 1.800	€ 1.980
35	€ 2.795	€ 2.014	€ 4.077	€ 4.114	€ 4.583	€ 3.295

**TABELLA 2 - ALTERNATIVE PREVIDENZIALI: RENDITE INIZIALI REALI DA VERSAMENTO ANNUO DI 1.000 € NOMINALI STIMATE AL 98% DI PROBABILITÀ OGGETTIVA**

## 2) FASE DI COSTRUZIONE DEL MONTANTE

Il periodo che intercorre tra l'inizio dei versamenti e l'inizio della erogazione della rendita costituisce la fase di costruzione del montante, ossia il capitale disponibile per la fruizione della rendita pensionistica. Il montante rappresenta dunque la somma di tutte le risorse versate nonché degli interessi generati dal processo di "investimento". Per valutare dunque la qualità metodologica della stima del montante riteniamo che sia necessario verificare quali fattori sono stati considerati e come sono stati tecnicamente trattati.

**a) L'inflazione.** La stima di un montante pensionistico deve ovviamente tenere conto del fenomeno inflattivo. Ciò significa che tutte le risorse devono essere stimate, e rappresentate, in termini di potere di acquisto costante.

**b) L'efficienza delle alternative di investimento.** L'evoluzione del capitale dipende dal profilo di rischio-rendimento dei mercati in cui si investe, ma anche dal loro grado di "efficienza", ossia la condizione nella quale si raggiunge il risultato finale con il minimo delle risorse investite.

**c) Le fluttuazioni dell'andamento dell'investimento.** La stima del montante pensionistico è significativamente influenzata, nel caso di versamenti periodici, dall'oscillazione dei mercati che interagisce con il fenomeno della capitalizzazione.

**d) I costi di gestione.** Di certo importanti, ma vanno valutati in interazione con tutti gli altri fattori considerati.

**e) Lo stile di gestione.** La efficacia della gestione attiva – ossia della movimentazione del portafoglio effettuata dal gestore al fine di realizzare risultati migliori dei mercati di riferimento – è un tema di acceso dibattito, non solo teorico, che alimenta continuamente la polemica relativamente al valore effettivo della gestione attiva verso quella passiva degli investimenti. Ma al di là della "querelle", è importante valutarne l'impatto.

**f) Il modello di stima probabilistico.** Generalmente assistiamo alla consuetudine di applicare alle stime di rendimento le performance storiche dei mercati. Ciò è forse la pratica "primitiva" più azzardata ai fini della stima delle alternative d'investimento. Infatti, la storia dei mercati non si ripete in quanto il contesto economico-finanziario è in continua evoluzione e l'imprevedibilità dei mercati rende qualsiasi stima "incerta" finanche nel brevissimo periodo. Per questo motivo, il sostantivo "certezza" si dovrebbe cancellare dal lessico degli investimenti e sostituirlo con il termine "rischio", calcolato quantitativamente, ed associando a diversi "stati futuri" dei mercati probabilità oggettive del loro accadimento: il modello di stima non può che essere probabilistico.

## 3) FASE DI EROGAZIONE DELLA RENDITA

La scelta della propria pensione integrativa, ossia di quella rata che dovrà accompagnare i 25/30 anni che ognuno mediamente passa in pensione, è

tanto importante che ancora ci stupiamo della scarsità di informazioni trasparenti sugli andamenti attesi dal proprio piano previdenziale, il cui fine è evidentemente costituito da una rendita vitalizia.

Ancora oggi, peraltro, in attesa che si concretizzino quelle norme che intendono dare informazione e trasparenza sulla stima dei comportamenti attesi dal Fondo Pensione confidiamo che i decreti attuativi non dimentichino che un Fondo Pensione è diverso da un Fondo Comune proprio perché la prestazione è in forma di rendita e che pertanto anche del comportamento di questa bisogna dar conto. Ancora oggi, infatti, un Risparmiatore non è in grado di valutare in maniera opportuna quanta pensione potrebbe attendersi e come questa potrebbe comportarsi nel corso del tempo. L'erogazione di una rendita pensionistica comprende cinque aspetti principali che interagiscono profondamente.

**a) La modalità di conversione.** Ci si riferisce a come è scelta la modalità per convertire il montante in rendita, ossia da quali ipotesi e tabelle di tipo demografico è stata definita la pensione iniziale. Vedremo come sia necessario comprendere l'esito delle ipotesi fornite.

**b) Il tipo di garanzia pensionistica.** Il tema riguarda il tipo di gestione dei rischi "longevità" da parte della compagnia di assicurazione e quanti di questi siano gestiti in proprio, condivisi con la propria generazione o trasferiti per contratto.

**c) Il tasso tecnico.** Il fattore si riferisce a come si intende remunerare il risparmiatore per il suo privarsi di risparmi per un tempo molto lungo pri- ➤

MASCHI	TFR	FONDI APERTI Gestione separata	FONDI APERTI Obbligazionario Globale	FONDI NEGOZIALI	FONDI APERTI Bilanciati	FONDI APERTI Azionari Internazionali
ANNI		VALORE MEDIO				
5	€ 337	€ 324	€ 351	€ 363	€ 336	€ 296
15	€ 1.159	€ 1.013	€ 1.453	€ 1.472	€ 1.446	€ 1.251
25	€ 2.254	€ 1.859	€ 3.582	€ 3.351	€ 4.199	€ 3.441
35	€ 3.645	€ 2.806	€ 6.882	€ 7.780	€ 8.068	€ 6.054

**TABELLA 3 - ALTERNATIVE PREVIDENZIALI: RENDITE INIZIALI REALI DA VERSAMENTO ANNUO DI 1.000 € NOMINALI STIMATE AL 84% DI PROBABILITÀ OGGETTIVA**

ma e durante l'erogazione della rendita pensionistica.

**d) Il mantenimento del potere di acquisto.** Il fattore spiega il comportamento che si può attendere dalla propria pensione in termini di capacità di mantenere il potere di acquisto nel tempo, per evitare che ogni anno ci sia un irreversibile declino nella qualità della vita a causa dell'impoverimento del proprio assegno pensionistico complementare.

**e) Il rendimento atteso.** Il tema si riferisce alla modalità di stimare e valutare il rendimento atteso da una operazione di rendita pensionistica, connessa cioè ad un rischio demografico di "lunga vita", dato che tra l'altro il tempo di percezione della rendita è spesso maggiore di quello della costruzione del montante.

### STIMA DEI RENDIMENTI DELLE FORME DI PREVIDENZA COMPLEMENTARE: UNA ESEMPLIFICAZIONE

A partire dalle condizioni definite nel box sottostante "Le condizioni della simulazione" proponiamo l'esito del mo-

dello realizzato da Progetica, che considera in una prospettiva integrata tutti i fattori precedentemente evidenziati. **Nelle tabelle sono rappresentate le prime annualità di rendita attese** (all'età di inizio del pensionamento) **reali** (ossia in termini di Euro attuali) **stimate in base alle condizioni di simulazione che consentono di farsi una idea circa i confronti delle varie alternative previdenziali.**

**Le tabelle si riferiscono ambiti di stima molto prudentiale** (al 98% delle probabilità, *tabelle 1 e 2*) e **prudentiale** (all'84% di probabilità, *tabelle 3 e 4*).

Le rendite presentano in ogni caso

## LE CONDIZIONI DELLA SIMULAZIONE

Qui di seguito sono riportate le informazioni ed i dati occorrenti per effettuare una stima consistente delle alternative previdenziali. Esse sono alla base delle simulazioni realizzate nell'articolo.

- **Caratteristiche attinenti al risparmiatore:** versamento annuo 1.000 Euro.

- **Benchmark delle linee gestionali e costi (relazione COVIP 2003):**

- 1) Trattamento di fine rapporto: 75% del tasso di inflazione FOI + 1,5% annuo; nessun costo.

- 2) Fondi pensione negoziali: 75,1% titoli di debito + 24,9% titoli di capitale da relazione Covip 2003; indici di mercato utilizzati: 75,1% Jpm globale +

24,9% Msci World; costo: 1,72%.

- 3) Fondi pensione aperti linea "gestioni separate assicurative": 96,6% MTS Bot + 3,1% Msci Italia (*benchmark* individuato da elaborazione Progetica); costi: aliquota retrocessione montante 100%; rendimento minimo garantito montante 0%; rendimento minimo trattenuto 0.

- 4) Fondi pensione aperti linea "obbligazionaria": 100% Jpm Globale; costo: 1,33%.

- 5) Fondi pensione aperti linea "bilanciata": 50% Jpm Globale + 50% Msci World; costo: 1,5%.

- 6) Fondi pensione aperti linea "azionaria": 100% Msci World; costo: 1,77%. Tutte le elaborazioni sono state effet-

tuate sulla rappresentazione Proxyntetica degli indici di mercato delle linee gestionali. Per un approfondimento della metodologia Proxyntetica rimandiamo all'indirizzo: <http://www.progetica.it/proxyntetica.asp>

- **Durate dell'investimento:** 5, 15, 25 e 35 anni.

- **Stile di gestione:** replica dei mercati di riferimento, *tracking error volatility*: 0. Le strategie di investimento sono intese costanti (*constant mix*) sull'intero periodo dell'investimento considerato. Sono escluse pertanto dalla presente simulazione modalità di gestione che modifichino il profilo di rischio-rendimento in funzione del tempo residuo e che consolidino i risultati.