

LA SECONDA PUNTATA DELLA GUIDA DA PAGINA 49
LA NUOVA EUROPA DEI 25



www.milanofinanza.it

MILANO FINANZA

IL MIB30 DELLA SETTIMANA

-1,15%

| | | | | | |
|-------------|-------|--------------|-------|---------------|-------|
| Milano | +105 | Eni | +224 | Pop. Vittoria | +134 |
| Automobili | +499 | Eni | +202 | Rel. | +173 |
| Automobili | +105 | Eni | +512 | Sogefi | +172 |
| Eni | +330 | Fininvest | +276 | Sogefi | +102 |
| Eni | +241 | Generale | +218 | Sod.P. Gioi. | +531 |
| Eni P. Sora | +189 | Indesit | +156 | Sonafide Gas | +384 |
| Eni | +416 | Indesit | +173 | Son. | +418 |
| Eni P. Sora | +105 | Mediocredito | +211 | Talcom | +236 |
| Eni | +495 | Mediocredito | +304 | Tel. | +302 |
| Eni | +501 | Phisic | +173 | Univas | +476 |
| MIBTEL | -1,09 | MIDEX | -2,00 | MF TMT | -2,71 |

€ 3,00
 Ut. € 1,30 - Ch. € 7,80
 Francia € 5,00

MF il quotidiano dei mercati finanziari

Anno XVI - numero 96 - Sabato 15 Maggio 2004
 Sped. abb. post. 49%, art. 2, comma 20/b, D.L. 358/02, Filiale MI

Classeditori

INCHIESTA

In pensione senza tasse



La riforma Maroni ha rilanciato i piani individuali pensionistici, snobbati da tutti. Ma già ora sono clamorosamente convenienti. Grazie a un favore del fisco

ALLE PAGINE 8, 9, 10 E 11

TITOLI SOTTOVALUTATI PAG. 15

Che affare quella banca

ARIA FRESCA A PIAZZA AFFARI, ECCO I NUOVI CONSIGLIERI INDIPENDENTI PAG. 12

Borsa, la carica dei 401

ORSI & TORI

DI PAOLO PANERAI

Il prossimo 2 giugno, festa della repubblica, si apre a Shanghai, nuova New York dell'Asia, la prima settimana dei prodotti e delle imprese italiane. Terminato le celebrazioni repubblicane, anche il presidente Carlo Azeglio Ciampi arriverà sulle rive del grande fiume che divide la città che da sempre ha segnato il futuro della Cina, prima anticipando la rivoluzione marxista poi dando corpo alla grande marcia cinese verso il capitalismo. Con Ciampi ci sarà una vasta delegazione di imprenditori italiani che già operano o stanno per operare in Cina, l'unica terra promessa dell'Europa per cercare di riconquistare slancio verso uno sviluppo effettivo e non da sopravvivenza come negli ultimi anni.

La settimana scorsa, il primo ministro cinese Wen Jiabao ha inaugurato il suo viaggio in Europa partendo proprio dall'Italia con tappe a Roma e Firenze. Con lui c'era mezzo governo a testimonianza dell'importanza che la Cina di oggi attribuisce alle relazioni con l'Italia.

I cinesi non si dimenticano che il primo paese occidentale a concedere una linea di credito al loro paese alla fine degli anni 70, subito dopo il disgelò, fu proprio l'Italia con una storica missione di un altro degli uomini che la Banca d'Italia aveva messo al servizio del paese, il ministro del commercio estero Rinaldo Ossola.

Allora la diplomazia italiana era rappresentata a Pechino da un ambasciatore decisamente di sinistra, probabilmente inviato lì proprio perché se la vedesse con i macisti: l'elegantissimo Marco Franceschi di Baschi, che, esibendo giacche stupende di cashmere cinese nel freddo secchissimo di Pechino, era riuscito, grazie alla linea di credito e alla concretezza del ministro Ossola, a mettere in pole position alcune delle maggiori aziende italiane, a cominciare dalla Fiat.

Tristemente, quella grande intuizione di Ossola e quel grande lavoro di Franceschi di Baschi non hanno avuto lo sviluppo che sarebbe stato possibile per le imprese italiane.

Oggi, quando si arriva all'aeroporto internazionale di Pu Dong, sulla riva est del fiume (dong vuol dire est, in cinese), la prima meraviglia che ti mostrano è il treno superveloce, circa 350 km all'ora, che in otto minuti porta in città: è, ti dicono, realizzato con tecnologia tedesca, ma, ancor prima che in Germania, il primo a funzionare è proprio questo di Shanghai.

L'Inps che non ce la fa, l'Italia che invecchia, le nuove forme pensionistiche con la loro gestione professionale, «una parte del denaro tanto lo paga il datore di lavoro» e poi «5.164 euro di deducibilità fiscale...» eccetera. Ragionamenti semplici, bisogni evidenti, aiuti dal fisco. Eppure la previdenza integrativa, recentemente riordinata dalle normative del 2000 e del tutto necessaria per ogni cittadino, non decolla. Eppure ora si profila un appuntamento decisivo. Con la riforma previdenziale in di-

scussione in queste settimane i cittadini avranno la possibilità di scegliere liberamente il tipo di forma pensionistica (fondi pensione e piani assicurativi) cui destinare i propri contributi e quelli del datore di lavoro, nonché la quota di denaro accantonata per il trattamento di fine rapporto.

Entro pochi mesi dall'approvazione delle norme ognuno dovrà esercitare scelte e dare ai datori di lavoro indicazioni che condizioneranno la propria capacità economica al tempo della pensione.

PREVIDENZA INDIVIDUALE Snobbati da tutti: risparmiatori, banche, dalla riforma Maroni, i piani individuali di previdenza già ora convenienti. Soprattutto dal lato fiscale, Ecco come

In pensione



PRIMA FASE

Quanto versare

1 La deducibilità non è uguale per tutti

Chiedendo informazioni al proprio intermediario spesso si ottiene la risposta che l'incentivo fiscale sul premio o contributo destinato a un piano pensionistico (fip o pip), in termini di onere deducibile dal reddito complessivo, è parametrato al plafond di 5.164,57 euro. In realtà il beneficio fiscale è rappresentato dal minore tra il citato limite assoluto e il 12% del reddito complessivo del potenziale aderente al fip o pip: tale indicazione, spesso omessa, costituisce un fattore di forte personalizzazione della propria previdenza individuale ai fini fiscali.

Ma c'è di più. L'incidenza del fisco, in termini di deducibilità del premio o contributo versato, varia a seconda delle tipologie del reddito dell'aderente: lavoratore autonomo, lavoratore dipendente che aderisce (o meno) al fondo chiuso di categoria, op-

pure lavoratore dipendente che non aderisce al fondo di categoria già operante, che dispone di altri redditi. Attenzione: la previdenza privata è consentita anche ad altre categorie di contribuenti, come i titolari di redditi di fabbricati dati in locazione ed è perfino possibile sviluppare forme pensionistiche individuali per i familiari a carico (per esempio, per i neonati), rispettando in quest'ultimo caso, ai fini della deduzione fiscale, i vincoli, in termini assoluti e percentuali, del reddito del capofamiglia.

La tabella 1 evidenzia come, a parità di reddito, l'incidenza del beneficio fiscale possa variare a seconda dell'attività esercitata. Dal 1° gennaio 2003 l'entità degli oneri deducibili, tra cui i premi o contributi destinati a forme di previdenza complementare, incide anche sul riconoscimento della franchigia fiscale (la no tax area) che spetta potenzialmente a tutti i con-

tribuenti.

Occorre dunque prestare la massima attenzione al disegno di legge sulla riforma del sistema previdenziale (la cosiddetta delega Maroni) attualmente tornato alla Camera dopo l'approvazione del Senato, in cui si prevede, secondo il testo proposto, «l'eliminazione degli ostacoli che si frappongono alla libera adesione e circolazione dei lavoratori all'interno del sistema della previdenza complementare», al fine di consentire la piena parità tra fondi pensione (chiusi e aperti) e polizze individuali aventi finalità previdenziali. Se sarà confermato definitivamente tale principio per le forme pensionistiche complementari, collettive e individuali, vi sarà la fissazione di limiti in valore assoluto e in valore percentuale del reddito imponibile e l'applicazione di quello più favorevole all'interessato.

2 Non è sempre bene scegliere la soluzione con minori costi e caricamenti

Una tesi inopinabile porta a dire che è preferibile una forma a bassi caricamenti (per esempio il 6,5%) piuttosto che una con caricamenti annui più elevati (per esempio il 10%). E, più generalmente, che il contenimento dei costi porta un indiscutibile beneficio alle prestazioni attese.

I costi di una forma assicurativa, tuttavia, contengono considerazioni finanziarie e demografiche diverse. Così, per esempio, la tabella 2, che confronta due polizze assicurative tradizionali eguali in tutto ma co-

struite in base a ipotesi demografiche differenti, mostra come sia possibile, a parità di età, sesso, durata e tipo di assicurazione, spendere di più per avere il medesimo capitale finale scegliendo la forma apparentemente caratterizzata dai costi «minori».

I costi, dunque, pur costituendo un fattore di analisi del tutto necessario, non sono da soli un indicatore sufficiente a poter compiere una scelta economicamente efficiente.

Conclusioni: la valutazione sui costi di una soluzione deve essere globale e non può fermarsi ai soli caricamenti percentuali sul premio.

TABELLA 1

| Attività | Reddito | Versamento a fondi chiusi esclusi dall'imponibile dal datore di lavoro | Plafond personale per l'adesione a fip/pip | Plafond personale considerando i familiari a carico (*) |
|---|----------------|--|--|---|
| Autonomo | 30.000 | - | 3.600 | 3.600 |
| Autonomo | 43.038 | - | 5.165 | 5.165 |
| Autonomo | 50.000 | - | 5.165 | 5.165 |
| Dipendente monoreddito che aderisce e versa al fondo chiuso | 30.000 | 2.222 | 0 | 1.378 |
| | 43.038 | 3.188 | 0 | 1.977 |
| | 50.000 | 3.704 | 0 | 1.461 |
| | 60.000 | 4.445 | 0 | 720 |
| Dipendente monoreddito che non aderisce al fondo chiuso | 40.000 | - | 0 | 4.800 |
| Dipendente bireddito (redd. lav. dip. + redd. lav. aut.) che aderisce al fondo chiuso | 30.000 + 3.000 | 2.222 | 1.738 | 1.738 |
| | 43.038 + 4.304 | 3.188 | 1.977 | 1.977 |
| | 50.000 + 5.000 | 3.704 | 1.461 | 1.461 |
| | 60.000 + 6.000 | 4.445 | 720 | 720 |
| Dipendente bireddito (redd. lav. dip. + redd. lav. aut.) che non aderisce al fondo chiuso | 30.000 + 3.000 | - | 3.000 | 3.960 |
| | 43.038 + 4.304 | - | 4.304 | 5.165 |
| | 50.000 + 5.000 | - | 5.000 | 5.165 |
| | 60.000 + 6.000 | - | 5.165 | 5.165 |

(*) Familiari a carico senza reddito. Le somme versate per i familiari a carico, oltre quelle versate dal soggetto cui i familiari sono a carico per la propria previdenza, sono deducibili sempre nel rispetto dei limiti, percentuale del 12% del reddito complessivo e assoluto di 5.164,57 euro, di quest'ultimo. Peraltro, per i titolari di reddito di lavoro dipendente, con riguardo alle somme versate per il soggetto fiscalmente a carico, non opera la limitazione alla deducibilità in funzione della destinazione del Tfr alla previdenza collettiva.

TABELLA 2

| | Polizza 1 | Polizza 2 |
|-----------------------------------|-----------|-----------|
| Prestazione rivalutata a scadenza | 118.480 | 118.480 |
| Aliquota di retrocessione | 80% | 80% |
| Caricamenti | 10% | 6,5% |
| Premio annuo (euro) | 4.365 | 4.688 |

Un modello per scegliere

Questa analisi è stata condotta in collaborazione con lo Studio Uckmar e con la Progetica, autori di un modello di analisi, lettura e interpretazione che considera il personale impatto dell'interazione delle tre fasi che costituiscono una forma pensionistica. Il modello, definito Pension tax driver, analizza in una dimensione integrata le soluzioni pensionistiche (sia di investimento che assicurative), i fondi pensione e le Fip individuali. Pension tax driver offre simulazioni interattive che integrano contemporaneamente gli effetti delle variabili temporali, inflative, finanziarie, fiscali e demografiche, permettendo di comprendere e stimare i comportamenti attesi dalla forma pensionistica che si intende valutare per ogni singolo risparmiatore.

Al modello Pension tax driver hanno lavorato Victor Uckmar e Giuseppe Corasaniti, dello Studio Uckmar, per la dimensione fiscale; Antonello Megale per la componente modellistica di simulazione; Gaetano Megale per la dimensione dell'investimento e Sergio Sorgi per la dimensione assicurativa-demografica, di Progetica.

compagnie e fondi. Rilanciati complementare (fip/pip) sono costruirli, senza fare errori, in 17 punti

senza tasse

Finora gli italiani non hanno considerato con favore forme a lunghissimo termine nelle quali si chiede loro di scambiare denaro certo, quello dei versamenti e dei premi, con prestazioni indeterminate, nel se, nel quando, nel come, nel

quanto. E dall'altra parte del tavolo, fondi, banche e compagnie assicurative nel vendere i loro prodotti confrontano singole caratteristiche (costi, gestione degli investimenti o l'eventuale beneficio fiscale), del quale si danno indicazioni

standard e relative al solo premio. Insomma, raramente si offrono ai risparmiatori mezzi e strumenti per scegliere, capire e valutare concretamente una forma pensionistica integrativa.

Soprattutto su un versante: se le forme pensionistiche hanno come esito una pensione, perché di tale pensione si sa poco e si dice ancor meno? In fondo, gli ingredienti sono semplici: una forma pensionistica consiste in un versamento, una fase di costruzione del cosiddetto montante, un'erogazione di una rendita vitalizia e una fiscalità. Occorre considerare tutti questi ingredienti in modo in-

tegrato.

E dato che i tempi, le pensioni, gli investimenti e la fiscalità operano in maniera differente per ogni singolo risparmiatore, le forme pensionistiche devono essere analizzate in una dimensione personalizzata e non approssimativa e «uguale per tutti».

Milano Finanza, con l'aiuto di Progetica e dello Studio Uckmar, ha analizzato 16 fattori che è indispensabile considerare per poter effettuare una valutazione corretta e consapevole. Come si vedrà, non sono poche le sorprese, soprattutto sul versante fiscale.

SECONDA FASE

Come cresce il montante

Dato un capitale iniziale, una rata di risparmio mensile, un tempo e un tasso di rendimento annuo, si ottiene il capitale finale. La costruzione di un montante basata su questo approccio è pericolosa in quanto fornisce una falsa sensazione di sicurezza, il «mondo della fantasia, come l'ha definito William Sharpe, Nobel dell'economia nel 1990. Qui il pericolo è che sia addirittura il risparmiatore a definire l'ipotesi di rendimento da cui dipende la realizzabilità del piano. Sharpe commentava: «... È come se, andando dal dottore per un forte mal di stomaco, il dottore chieda al paziente: pensa che sia una indigestione, un'ulcera o un tumore?».

Nella figura 1 è ipotizzato un versamento pari a euro 5 mila per 25 anni (scala a sinistra del grafico). Il montepremi versato è dunque pari a euro 125 mila. Ponendo un'ipotesi di inflazione pari a 0 e performance annua pari al 3% (spread 3%, ossia la differenza tra performance ipotizzata e inflazione) e seguendo le indicazioni normative, il montante finale risulta pari a euro 187.765 (scala a destra del grafico). Date queste condizioni, varrà la pena analizzare le principali insidie che si annidano in questa rappresentazione, deli-

neando, nel contempo, i principali fattori che è necessario tenere presente per un approccio trasparente ed etico al tema della costruzione del montante pensionistico.

3 Quanto morde l'inflazione

Il fatto di non considerare l'inflazione, o meglio, considerare il tasso di performance reale e quindi al netto dell'inflazione, è certamente una semplificazione del calcolo, a prima vista del tutto innocua. In realtà questo approccio produce un'illusione ottica.

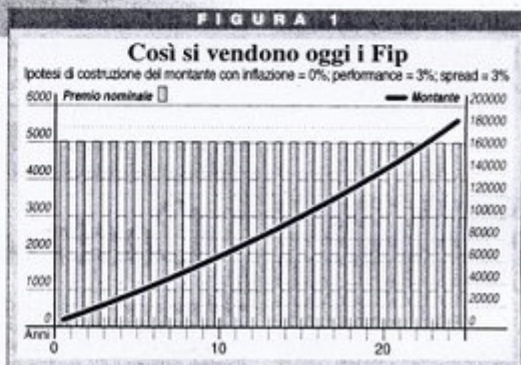
Per rammentare la potenza distruttrice dell'inflazione basti considerare che 1.000 del 1979 (25 anni, tempo coerente con l'orizzonte pensionistico) sono attualmente, in termini di potere di acquisto, poco più di 212 (dal coefficiente di rivalutazione monetaria Istat). Per apprezzare l'impatto del fenomeno inflattivo sull'esempio in figura 1, mantenendo costante lo spread al 3%, si può ipotizzare che la performance annua sia pari al 5% e l'inflazione pari al 2%. A questo punto, l'illusione ottica è svanita in quanto le cifre sono tradotte in effettivo «potere di acquisto». In questi termini

il montepremi versato sarebbe pari a euro 99.570 e il montante finale è pari a euro 175.332, ben il 6,62% in meno della cifra inizialmente calcolata.

4 I profili di rischio-rendimento non sono uguali

Nell'esempio della figura 1 la definizione di un'unica ipotesi di performance per la valutazione dei risultati ottenibili è effettuata probabilmente per standardizzare le valutazioni.

Per avere un'idea della differenza tra i diversi mercati, la performance reale, al netto dell'inflazione e annualizzata degli ultimi 15 anni al 30/4/2004 è per il mercato monetario del 4,78% (Mts Bot), per il mercato obbligazionario globale del 6,44% (J.P.Morgan Global government bond) e per il mercato azionario del 5,36% (Msci World). La tesi che sia necessario considerare diversi profili è evidentemente rafforzata dalla condizione che i risparmiatori hanno diversi orizzonti temporali di investimento. E se a ciascun tempo è opportuno associare una strategia di investimento, ne consegue che la modalità di valutazione rappresentata in figura 1 è fuorviante.



5 Le strategie d'investimento non sono tutte efficienti

La rappresentazione di figura 1 omette un tema molto importante, ossia quello del grado di efficienza degli investimenti. Infatti, le composizioni dei mercati, che definiscono la strategia di investimento, possono essere variamente disegnate. Ma tra tutte le infinite combinazioni possibili solo alcune presentano, come la Modern portfolio theory insegna, il miglior grado di efficienza, ossia quelle che a ciascun grado di rischio consentono di puntare al massimo rendimento ottenibile. Le differenze di risultato, a parità di rischio, possono assumere proporzioni davvero rilevanti. E ciò senza considerare l'elemento soggettivo di propensione al rischio dello stesso risparmiatore!

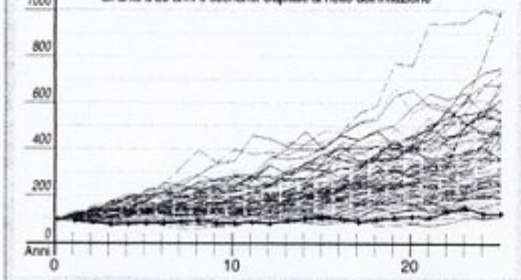
6 L'ipotesi di rendimento da utilizzare non è quella storica

Applicare alle stime di rendimento la performance storica dei mercati è forse la pratica primitiva più pericolosa. 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 esemplificare e dare concretezza visiva a questo discorso, può essere sufficiente l'osservazione della figura 2, dove è rappresentata una serie di possibili andamenti futuri di un profilo di rischio «bilanciato» (50% obbligazionario e 50% azionario) su 25 anni, laddove è evidenziato lo scenario più «pessimistico» (e dunque coerente con una stima relativa all'ambito pensionistico) caratterizzato dal fatto che, al 25° anno, il 98% degli andamenti generati abbiano realizzato un risultato uguale o superiore. Al contrario, per l'inflazione il «peggiore» scenario è quello identificato per la condizione che solo il 2% sia connotato da un tasso inflattivo superiore. Questo approccio di analisi probabilistica ai mercati di investimento ha pure un altro vantaggio: intercettare anche la variabile della propensione al rischio del risparmiatore in quanto, in funzione di una posizione più o meno prudente, può scegliere gradi di probabilità differenti. Ma qual è il valore di tali stime stati-

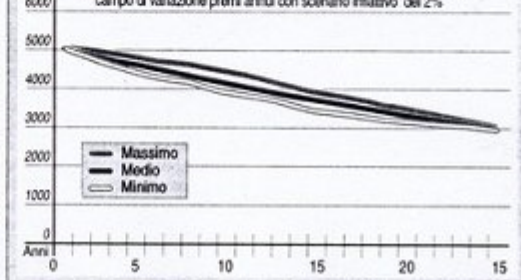
Si fa presto a dire rischio bilanciato

I diversi scenari di mercato secondo il metodo Montecarlo ex ante a 25 anni e scenario. Capitale al netto dell'inflazione



Così l'inflazione può mordere il pac

Piano di accumulo 5000 euro nominali per 25 anni: rappresentazione campo di variazione premi annui con scenario inflattivo del 2%



Continua a pag. 10



Segue da pag. 9

stiche? In termini strettamente previsivi, nessuno. Pretendere che le stime si mantengano inalterate nel tempo è come pretendere, utilizzando un navigatore satellitare, di raggiungere comunque la meta nei tempi previsti inizialmente, a prescindere da ciò che può accadere durante il viaggio. Quanto più il percorso è breve tanto più aumenta l'attendibilità della navigazione mentre su tempi pensionistici l'attendibilità si riduce. In ogni caso ciò che è rilevante è che il navigatore satellitare continuerà a segnalare la situazione del viaggio, evidenziando la posizione attuale, la meta finale, il percorso ancora da compiere e il tempo necessario.

Così, in qualsiasi momento e sulla base della stima corrente, può essere possibile ridefinire le condizioni del viaggio.

7 Se si fa un pac, le oscillazioni dei mercati pesano moltissimo

Il calcolo del montante della figura 1 si basa sul presupposto semplice che il mercato cresca in ragione di una performance annua del 3% e per questo motivo non tiene conto che vi siano fluttuazioni degli andamenti del mercato di riferimento intorno a tale valore. Naturalmente tale assunzione è irrealistica, ma non crea particolari problemi nel caso di un capitale iniziale versato in unica soluzione. Per esempio, un investimento di 100 diventerebbe 103,95 sia nel caso che le performance di periodo fossero +10%, +5%, -10%, sia nel caso che la sequenza fosse invertita, ossia: -10%, +5%, +10%. Tutta-

via, se ai 100 iniziali si ipotizzasse un versamento di 10 all'inizio del secondo e terzo periodo, le cose cambierebbero radicalmente: relativamente alla prima sequenza il risultato finale sarebbe di 122,4 mentre la seconda sequenza produrrebbe un montante maggiore, pari a 126,5. Si possono facilmente immaginare gli effetti di tale differenza su un numero di periodi consistente.

8 E le oscillazioni dei mercati impattano sulle imposte da pagare

Oltre che sul premio, l'impatto fiscale incide anche in fase di costruzione del montante con effetti diversi a seconda della performance registrata nei vari anni di partecipazione alla forma pensionistica individuale. Ma nel calcolo del montante della figura 1 non se ne trova traccia. Se è vero che l'imposta sostitutiva delle imposte sul

reddito è applicata nella misura dell'11% sul risultato maturato di gestione, è altrettanto vero che la sua incidenza è sensibile all'andamento del risultato finanziario positivo o negativo. Se nei primi anni di adesione al piano pensionistico la performance è stata negativa, il credito di imposta insito sulla linea di investimento in perdita (pari all'11% dell'ammontare della perdita subita) potrà essere recuperato negli anni successivi, quando la linea di investimento registrerà un risultato positivo. Se, viceversa, nei primi anni di partecipazione al piano pensionistico il risultato di gestione è stato positivo, l'imposta sostitutiva dell'11% sarà comunque applicata e non potrà più essere recuperata negli anni successivi, qualora la linea di investimento dovesse risultare in perdita.

Un esempio? Nel caso della prima sequenza di performance (+10%, +5%, -10%) non generando-

si su tale periodo credito di imposta sfruttabile, il risultato finale passa da 122,4 a 120,772 (-1,35%). Nel caso della sequenza invertita (-10%, +5%, +10%) i primi due periodi godono del credito di imposta: per questo motivo da 126,5 si passa a 125,79 (-0,57%). La differenza risulta poco rilevante nell'esempio, ma può assumere ben altro spessore sui lunghi tempi pensionistici.

Nel disegno di legge sulla riforma del sistema previdenziale (cosiddetta delega Maroni) è prevista la revisione della tassazione dei rendimenti delle attività delle forme pensionistiche rendendone più favorevole il trattamento in ragione della finalità pensionistica. Peraltro nella maggior parte dei paesi europei la tassazione dei rendimenti accumulati nella fase di costruzione del montante sono esenti, in quanto la tassazione è rinviata nella fase di erogazione della rendita.

TERZA FASE

Costruirsi una rendita

Si immagini ora di essere chiamati a fare un'altra scelta, ancora più importante e che ci riguarda tutti: quella della propria pensione integrativa, ossia di quella rata che dovrà accompagnare i 25-30 anni che ognuno mediamente passa in pensione. È possibile che in questo caso non vi sia alcuna informazione trasparente su tale rendita? E che il risparmiatore oggi non sia in grado di valutare, dacché le forme pensionistiche servono per la pensione, quanta pensione mai potrebbe avere e come questa potrebbe comportarsi nel corso di quei lunghi decenni di pensione?

12 A parità di capitale finale, le pensioni iniziali non sono tutte uguali. Già ora valgono il 13% in meno

Un 65enne può aspettarsi una rendita pari al 6% del capitale finale; questo è ciò che in molti casi l'Inps e i Fondi pensione affermano. Nella realtà questa ipotesi non spiega che cosa davvero accadrà nei lunghi anni futuri per i quali si sta investendo il proprio denaro oggi.

La rendita base cui si faceva riferimento è quella riquadrata. Riprendendo il caso già sviluppato (versamento di 5.000 euro per 25 anni) e un montante generato di 129.544 euro, ciò corrisponderebbe a una pensione iniziale di 7.948 euro.

Gli altri coefficienti in tabella sono frutto di diverse ipotesi demografiche che le compagnie assicuratrici adottano e di diverse politiche e garanzie pensionistiche. Così, per esempio, se una rendita viene a essere

trasferita al coniuge in caso di morte del percettore, è normale che tale garanzia dovrà diminuire il valore unitario della rendita, essendo il calcolo basato su due persone e non su una.

La stessa Inps, per esempio, corregge periodicamente le stime in funzione dei mutamenti della vita attesa degli italiani, che dovrebbe essere recepiti nella programmata revisione dei coefficienti del 2005. La conseguente diminuzione delle pensioni rispetto a quanto stimato a oggi dovrebbe situarsi intorno al 13-15% nei prossimi tre decenni. Questi dati non sono tuttavia diffusi e resi noti come merita. Al lordo di tali evoluzioni, la prima pensione di cui si disporrà, rispetto al capitale, potrebbe oscillare tra il 5 e l'8% per gli uomini e tra il 4 e il 7% per le donne; la prima rendita annua percepita potrebbe così oscillare da 6.600 a 10.700 euro circa per i primi e da 5.400 a 9.000 euro per le seconde.

Il valore minimo riportato è quello che più di ogni altro appare rassicurante in termini di capacità di rappresentare adeguatamente il fattore di trasformazione iniziale tra capitale e pensione. Ma anche qui bisogna fare attenzione, perché per garantire una certa affidabilità, le stime sulla conversione del montante sono ritenute in qualche modo stabili solo per coloro nati da un certo anno di nascita a un altro (1942-1951 per gli uomini

e 1944-1950 per le donne). Per gli altri, si effettueranno correttivi prudenziali o compensazioni.

13 Come neutralizzare l'impatto del fisco sulla rendita da pensione

L'attuale fiscalità applicabile in fase di erogazione della rendita derivante dalla partecipazione a una forma pensionistica consente di escludere dall'ammontare della rendita tassabile ai fini Irpef come reddito assimilato a quello di lavoro dipendente, quella parte di rendita riferibile ai rendimenti finanziari accumulati nella fase di costruzione del montante. I redditi derivanti dai rendimenti finanziari delle prestazioni pensionistiche in fase di erogazione sono infatti soggetti all'applicazione dell'imposta sostitutiva delle imposte sui redditi nella misura del 12,50%.

Per effetto della capitalizzazione composta dei rendimenti finanziari accumulati durante la costruzione del montante, generalmente una quota preponderante della rendita pensionistica integrativa è costituita proprio da tali rendimenti che, essendo stati già tassati con l'applicazione dell'imposta sostitutiva dell'11% non subiscono alcuna ulteriore imposizione ai fini reddituali.

Resta assoggettata a imposizione, ai fini Irpef, la restante quota della rendita riferibile ai contributi o premi dedotti nella fase di contribuzione alla forma pensionistica. L'esclusione dall'imposizione della rendita si applica invece ai premi o contributi non dedotti, in

quanto eccedenti i limiti di deducibilità previsti dalla normativa fiscale, sempre che gli aderenti abbiano comunicato, nei termini di legge, alla forma pensionistica cui hanno aderito l'ammontare dei premi o contributi eccedenti (cosa che non sempre viene fatta).

Paradossalmente, dunque, il sottoscrittore dovrebbe preoccuparsi più di ottimizzare questo aspetto, perché riguarda cifre più alte, rispetto alla deducibilità fiscale dei premi. Insomma, al limite si potrebbe andare in pensione senza più pagare tasse, o pagandone poche.

Naturalmente la disciplina fiscale applicabile alla rendita dovrà necessariamente tenere conto delle modifiche alle aliquote Irpef che potranno essere fissate nel futuro.

14 L'inflazione morde soprattutto la rendita

Il fatto di non considerare l'inflazione, o meglio, di considerare il tasso di performance reale e quindi al netto dell'inflazione, è già stato affrontato nella fase della costruzione del montante. Preme qui sottolineare come l'inflazione sulla pensione sia una variabile pesante perché influisce direttamente sulla perdita di capacità di acquisto e poiché la capitalizzazione composta rende l'effetto significativo e non reversibile.

Se si aggiunge la parziale rivalutazione della pensione pubblica, si comprende perché, proiettando nel futuro la situazione attuale, un pensionato potrebbe andare in pensione a 65 anni con una integrazione di 10.000 euro iniziali e trovarsi con una prestazione ad

età avanzatissime (ipotesi di massima longevità) che può variare tra 16.590 e 6.460 euro per il solo effetto dell'inflazione.

Per questo motivo è critico l'uso tipicamente assicurativo di non vincolare in alcun modo le ipotesi di sviluppo alla rappresentazione in euro attuali, limitando le prescrizioni a valori o spread considerati in nominale.

15 Le forme pensionistiche possono dare garanzie di rendimento anticipato. Ma offrono redditività interessanti?

La prima pensione può essere più meno elevata a seconda del fatto che le compagnie anticipino o meno un rendimento garantito al risparmiatore, che si traduce in una rendita iniziale più elevata giacché questo rendimento garantito è scontato ma ciò ha come esito un diverso andamento nel tempo, poiché ciò che è stato anticipato viene in seguito recuperato.

Così, una pensione iniziale più alta o più bassa può in realtà celare anticipi da restituire o assenza di anticipi ma crescite maggiori. Ne derivano andamenti assai diversi, a parità di rendita iniziale.

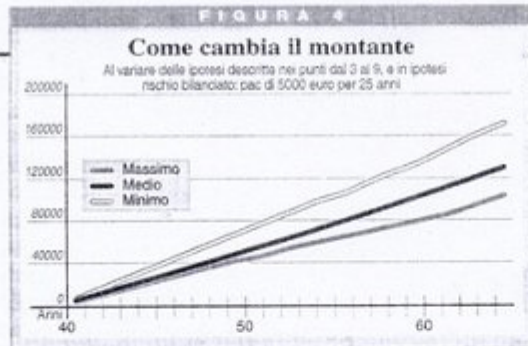
Come emerge dalla scala a sinistra della figura 5, la pensione annua lorda iniziale (già differenziata in funzione delle ipotesi demografiche e finanziarie adottate) può, dall'inizio dell'erogazione fino a metà del suo cammino possibile (ossia fino all'età corrispondente alla vita media residua del pensionato in esame) discostarsi dalla prima del 34% in meno o del 40% in più per il solo fatto che ipotesi finanziarie diverse hanno co-

| Euro di pensione iniziale per 100 euro di montante | | |
|--|--------|---------|
| Basi demografiche | Maschi | Femmine |
| Censimento 1991 | 8,28 | 6,97 |
| Proiezioni Rgs 1995-2044 | 6,81 | 5,90 |
| Inps 1995 reversibili | 6,14 | 6,14 |
| Proiezioni Rgs 1995-2044 reversibili | 5,68 | 5,50 |
| Proiezioni Rgs 1995-2044 senza tasso tecnico | 5,10 | 4,18 |

9 Gli oneri di gestione hanno un forte impatto (ma non sono l'unica variabile importante)

Nella rappresentazione della figura 1 il modello di calcolo non tiene conto dei costi. A tal proposito, la stima delle commissioni onnicomprensive dei Fondi pensione aperti, di fonte relazione Covip del 2003, è, su 35 anni, in media dell'1,5% per il comparto azionario, dell'1,3% del comparto bilanciato e dell'1,1% del comparto obbligazionario.

Naturalmente la differenza tra i diversi costi di gestione, capitalizzata per un numero elevato di anni, può produrre impatti sensibili sul montante, ed è per questo che sarebbe consigliabile tenere presente anche questa variabile. D'altro canto valutare esclusivamente questo parametro senza tenere conto di tutte le



altre variabili, prima di tutte quella relativa al profilo di rischio-rendimento, sarebbe come valutare la velocità di una auto in base solo al suo peso e non anche in relazione alle caratteristiche del motore. Per farsi un'idea sull'impatto degli oneri di gestione, data una strategia di investimento bilanciata e con oneri di gestione pari all'1,3% annuo su 25 anni, la stima della riduzione del montante finale risulta pari a cir-

ca il 15%.

10 Lo stile di gestione influenza (e come) il risultato

L'impatto di una gestione attiva, analizzata in termini di casualità dei risultati comporta, come è facile immaginare, campi di variazione del risultato finale più ampi rispetto a uno stile di

gestione di replica dei mercati di riferimento.

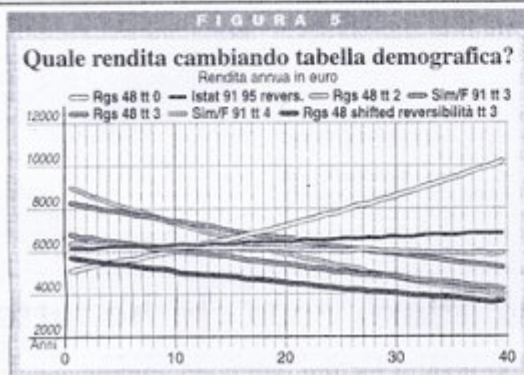
11 Risultato: come variano i montepremi e il montante

Sin qui le principali variabili da considerare sinergicamente per una stima probabilmente maggiormente affidabile di quella raffigurata nella figura 1. Per dare un'idea delle differenti valutazioni può essere utile il confronto tra le due rappresentazioni. I risultati partono dalla medesima quantità di risorse investite (euro 5.000 per 25 anni) laddove le ulteriori specificazioni di input e di elaborazione del modello di simulazione «Pension tax driver» sono quelle precedentemente delineate. Nella figura 3 viene riportato il valore probabilistico stimato del premio, in euro attuali e all'interno

di un campo di variazione. Come dato sintetico, il montepremi versato si posizionerebbe tra un minimo di 93.780 e un massimo di 102.673 euro, con una tendenza centrale di 98.093 euro attuali, contro 125.000 euro nominali versati.

Nella figura 4 viene invece riportato l'andamento del campo di variazione della costruzione del montante, al netto dell'imposta sostitutiva e in euro attuali. Il dato finale che scaturisce è che il montante finale si posizionerebbe tra 103.951 e 172.413 euro, con una tendenza centrale di 129.544 euro, contro 187.765 euro del calcolo della figura 1.

Naturalmente questi risultati rappresentano essenzialmente un approccio razionale per la gestione consapevole del tema degli investimenti.



me esito andamenti diversi nel tempo. Percentuali che hanno un assoluto effetto in termini di qualità della vita al tempo del pensionamento.

16 La rendita conviene. E occhio alle aliquote di retrocessione

Nel 2003 l'Ania mostrava come la propensione all'utilizzo delle polizze vita per prestazioni di rendita non raggiunga lo 0,1% dei contratti inizialmente stipulati per avere un capitale e arrivi al 2,53% nei contratti originariamente stipulati per fornire rendite. Gli italiani sono come incantati dal capitale e non sono abituati a considerare la cosiddetta probabilità di sopravvivenza al proprio reddito, ossia la probabilità che una lunga vita esaurisca il patrimonio accantonato a fini pensionistici. E questo il cosiddetto rischio demografico, quello che porta gli stati del mondo a continue e incessanti azioni di riforma ma che pare non sia ancora stato spiegato ai cittadini.

La valutazione dei costi connessi a una rendita vitalizia assicurativa si concentra di solito sulla cosiddetta aliquota di retrocessione, ossia su quella quota del rendimento conseguito destinata a rivalutare la prestazione. La rimanenza remunera la compagnia as-

sicurativa. Data questa premessa, è naturale ritenere che una retrocessione totale (100%) del rendimento sia da preferirsi a una parziale (per esempio dell'85%). Come mai, allora, può verificarsi che a parità di gestione e rendimento conseguito un risparmiatore a «retrocessione totale» possa verificare una rivalutazione minore di un risparmiatore a «retrocessione parziale»? Il motivo, ancora una volta, risiede nella necessità di considerare i costi in maniera integrata. Per esempio, e al lordo dell'inflazione, un rendimento del 4% retrocesso totalmente ma al quale si affianca un costo fisso pari all'1,2% risulta per il risparmiatore minore di un rendimento del 4% retrocesso nella misura dell'85% ma che non subisce altri costi (2,8% < 3,4%).

Insomma, il costo, fattore importante in sé, perde di efficacia ancora una volta perché sembra essere il solo oggetto di analisi, semplici ma non per questo esaurienti. E invece va valutato.

17 Valutare un Fondo o un Fip non è troppo complesso. Ma non fermarsi al premio e alla sua deducibilità

Si è fin qui dimostrato che singolarmente premi, costi, inflazione, propensione al rischio eccetera

| Età | Durata | Linea di investimento | Indice di efficienza |
|-----|--------|-----------------------|----------------------|
| 30 | 35 | Gestione separata | 1,98 |
| 30 | 35 | Bilanciata | 5,25 |
| 40 | 25 | Gestione separata | 1,7 |
| 40 | 25 | Bilanciata | 2,48 |
| 50 | 15 | Gestione separata | 1,35 |
| 50 | 15 | Bilanciata | 1,75 |

NB: la stima è effettuata a partire da un versamento annuo di 5.000 €

| Indice di efficienza in euro attuali | Con risparmio | | |
|--------------------------------------|-------------------------|----------|------------|
| | Senza risparmio fiscale | su premi | su rendite |
| minimo | 1,92 | 3,23 | 2,06 |
| medio | 2,49 | 4,18 | 2,75 |
| massimo | 3,17 | 5,31 | 3,63 |

NB: la stima è effettuata a partire da un versamento annuo di 5.000 €

non consentono la valutazione dell'efficacia della soluzione. Ma allora come si può costruire una pensione individuale giusta o confrontarne due diverse? Progetta e lo Studio Uckmar hanno elaborato un indicatore sintetico immediato e capace di comprendere tutti i temi relativi al prodotto: versamenti, costi, componente di investimento, componente demografica, fiscalità. Un «indice di efficienza», di derivazione anglosassone.

L'indice di efficienza mette a confronto ricavi e versamenti di un piano pensionistico, evidenziando quanti euro di pensione si possono attendere per ogni euro di versamento. A tal fine, mette a confronto la somma delle pensioni attese fino a vita media e la somma dei premi pagati. In questo modo, considera tutti i fattori che fanno parte del piano pensionistico.

La tabella 4 mostra l'efficienza

di un Fondo pensione o di una forma individuale di previdenza, comprendendo costi, scenari di investimento e basi demografiche, può risultare del tutto incentivante.

Sul versante fiscale, la modalità impositiva della rendita previdenziale determina un impatto rilevante, in quanto anche chi non deduce il premio ottiene un significativo beneficio fiscale sulla componente rendita (in questo caso l'indice di efficienza è pari al rapporto fra la sommatoria del valore attuale delle rendite pensionistiche integrative da percepire rispetto al valore attuale dei premi o dei contributi da versare).

Gli esempi riportati nella tabella 5, elaborati su un profilo esemplificativo di un lavoratore dipendente monorendito, mostrano proprio come anche in questo caso, generalmente non considerato, la fiscalità considerata globalmente aggiunge efficienza alle «normali» e primitive rappresentazioni che si concentrano solo sul premio.

L'UNICO DA NON PERDERE

ITALIAOGGI OFFRE AI PROPRI LETTORI UN SERVIZIO COMPLETO DI INFORMAZIONE FISCALE PER LA COMPILAZIONE DELLA DICHIARAZIONE DEI REDDITI.

La GUIDA alla compilazione del modello Unico 2004, una grande opera a dispense messa a punto dagli esperti di ItaliaOggi e corredata dall'utilissimo RACCOLTORE. Ma non solo: il CD-ROM con il software per la compilazione e la stampa del modello Unico 2004 Persone Fisiche, il MODELLO in versione cartacea e la BUSTA per spedirlo.

IN EDICOLA DA MARTEDÌ 18 MAGGIO