

# Le opzioni della riforma

30 marzo 2007

**Alberto Pettiti**

**Andrea Rotti**

# Le scelte possibili

30 marzo 2007

Alberto Pettiti

## Principali novità introdotte dalla 252/2005 e suoi decreti attuativi

**Gli interessati:** tutti i dipendenti del settore privato.

**Da quando:** la Riforma è entrata in vigore il 1° gennaio 2007 .

**Quale TFR:** la scelta riguarda il TFR “maturando”.

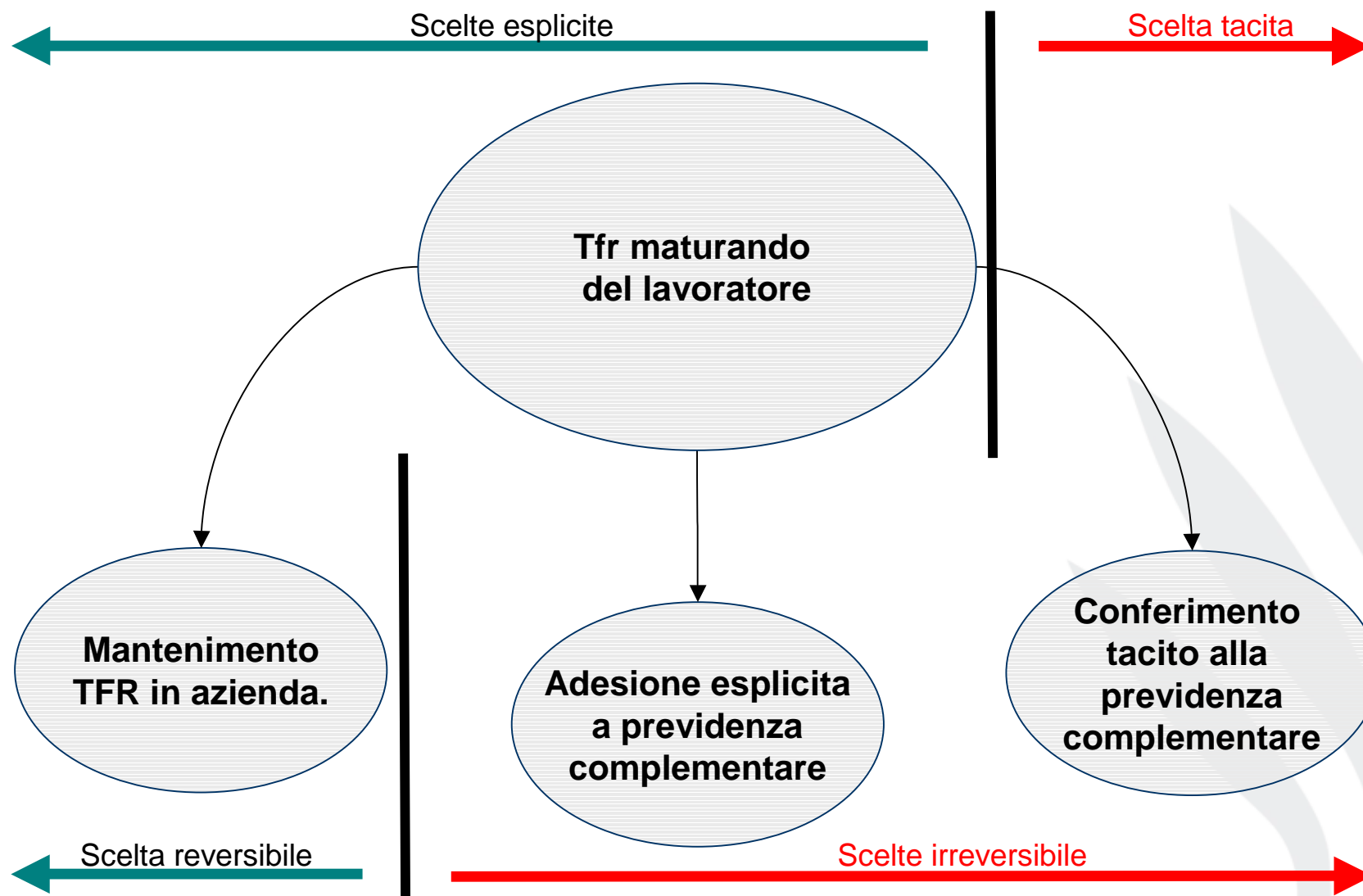
**Entro quando scegliere:** entro il 30 giugno 2007 o (se assunti dopo tale data) entro 6 mesi dall’assunzione.

**Quali fondi:** il TFR può essere versato ad un  
Fondo Pensione Negoziale (FPN);  
Fondo Pensione Aperto (FPA);  
Piano Individuale previdenziale (PIP o FIP).

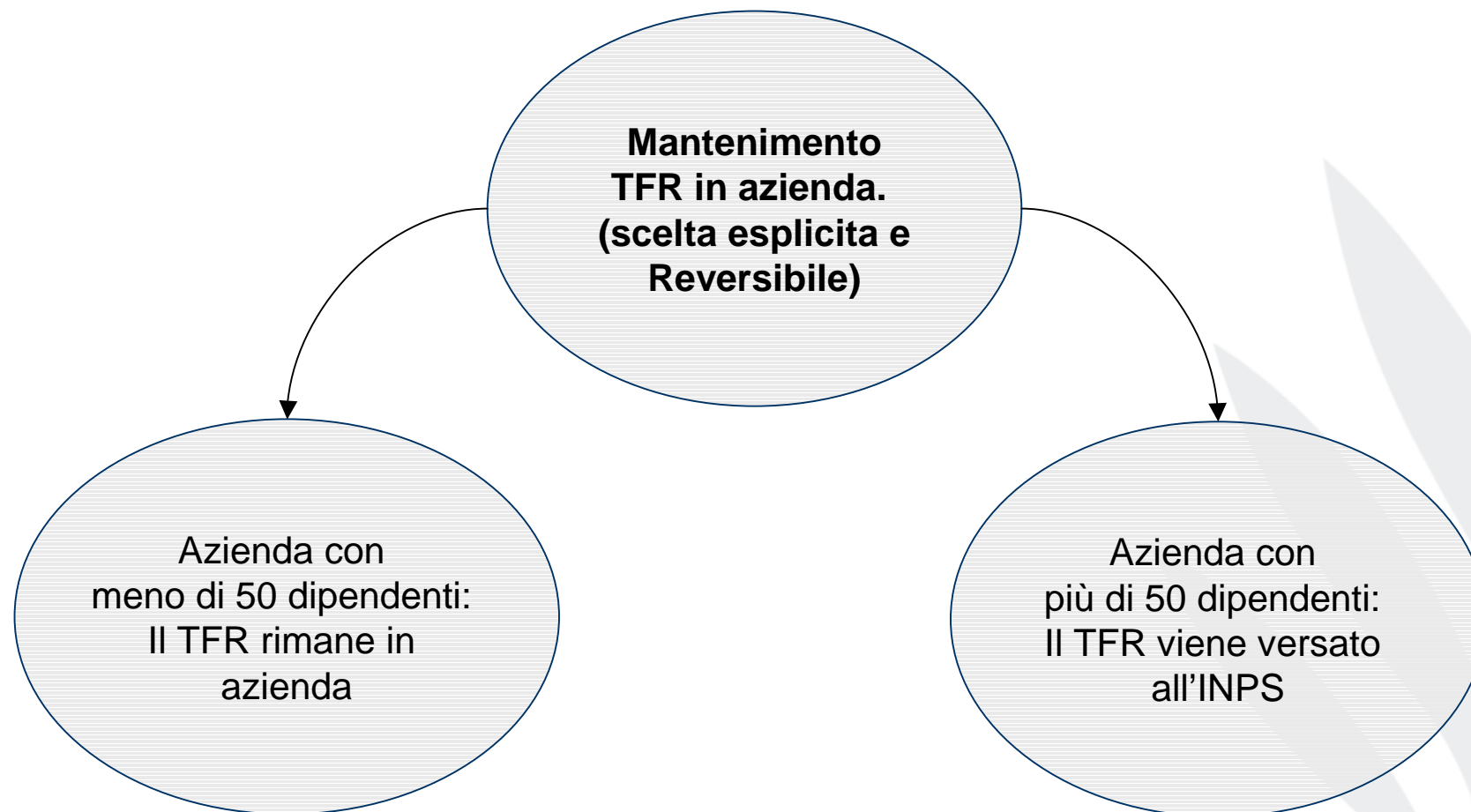
**Nuova disciplina fiscale:** introduzione agevolazioni fiscali.

**Meccanismo silenzio-assenso:** adesione automatica alla previdenza complementare nel caso di silenzio dell’aderente.

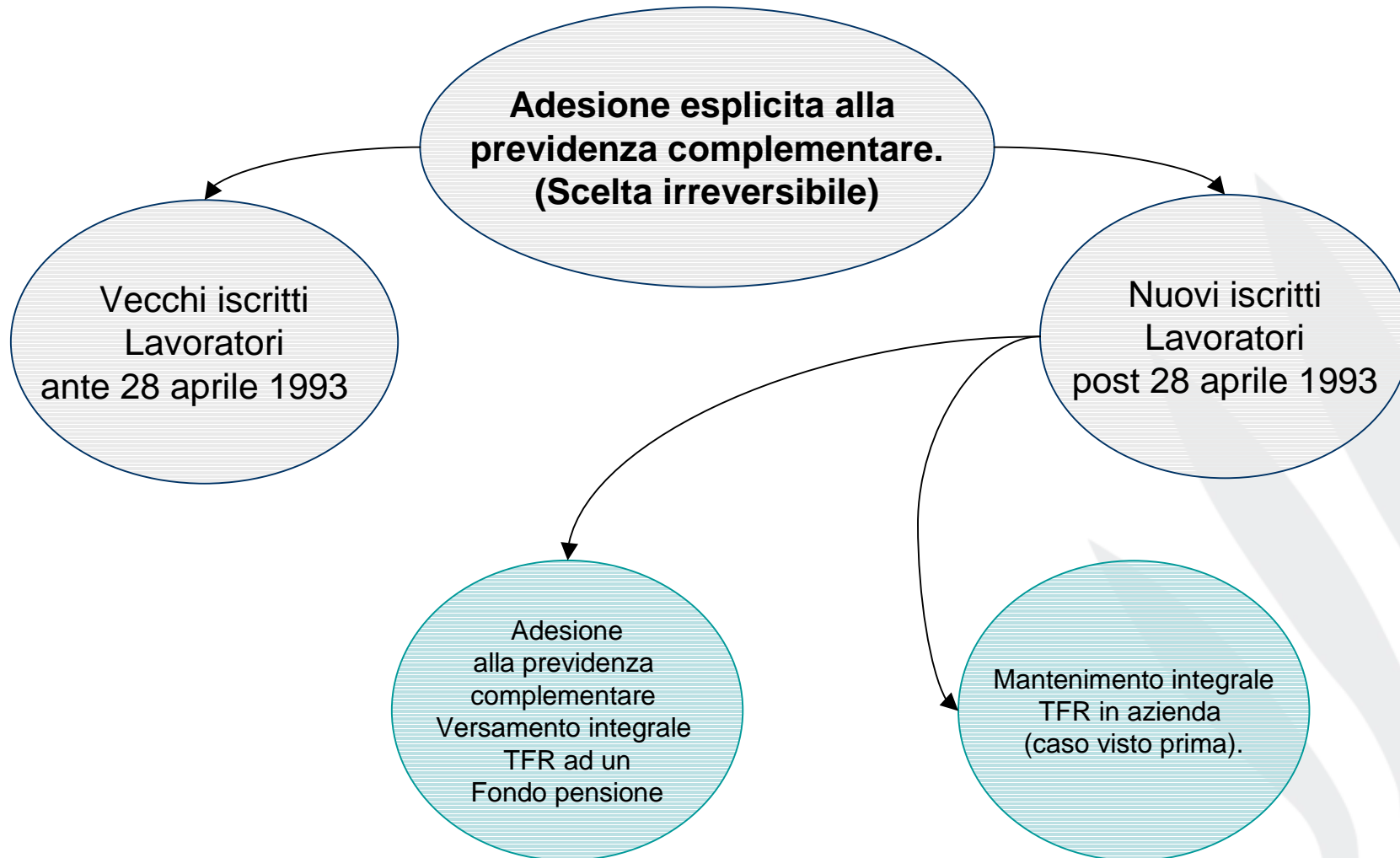
## La riforma previdenziale: i nuovi percorsi decisionali



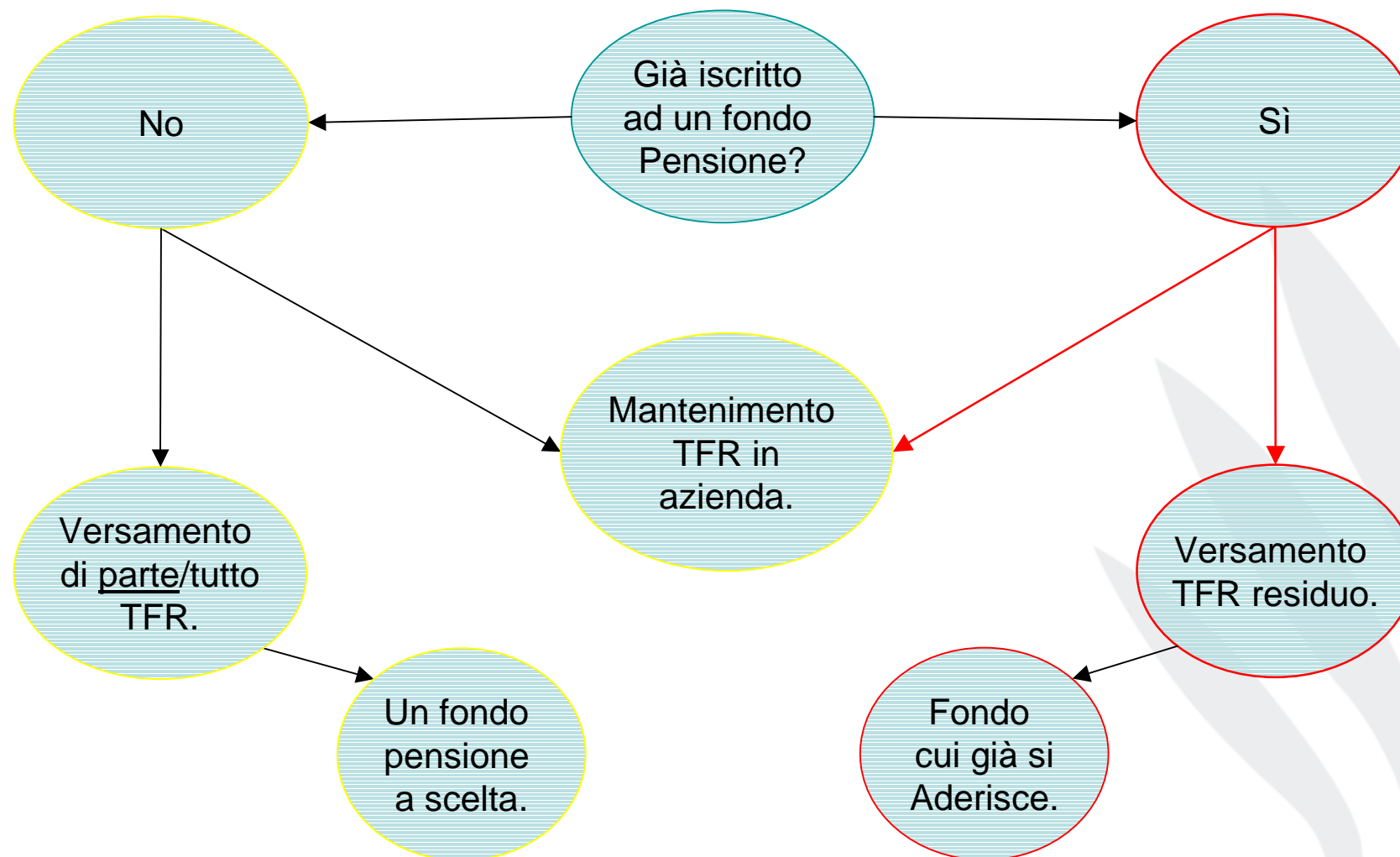
## Principali scelte: mantenimento TFR



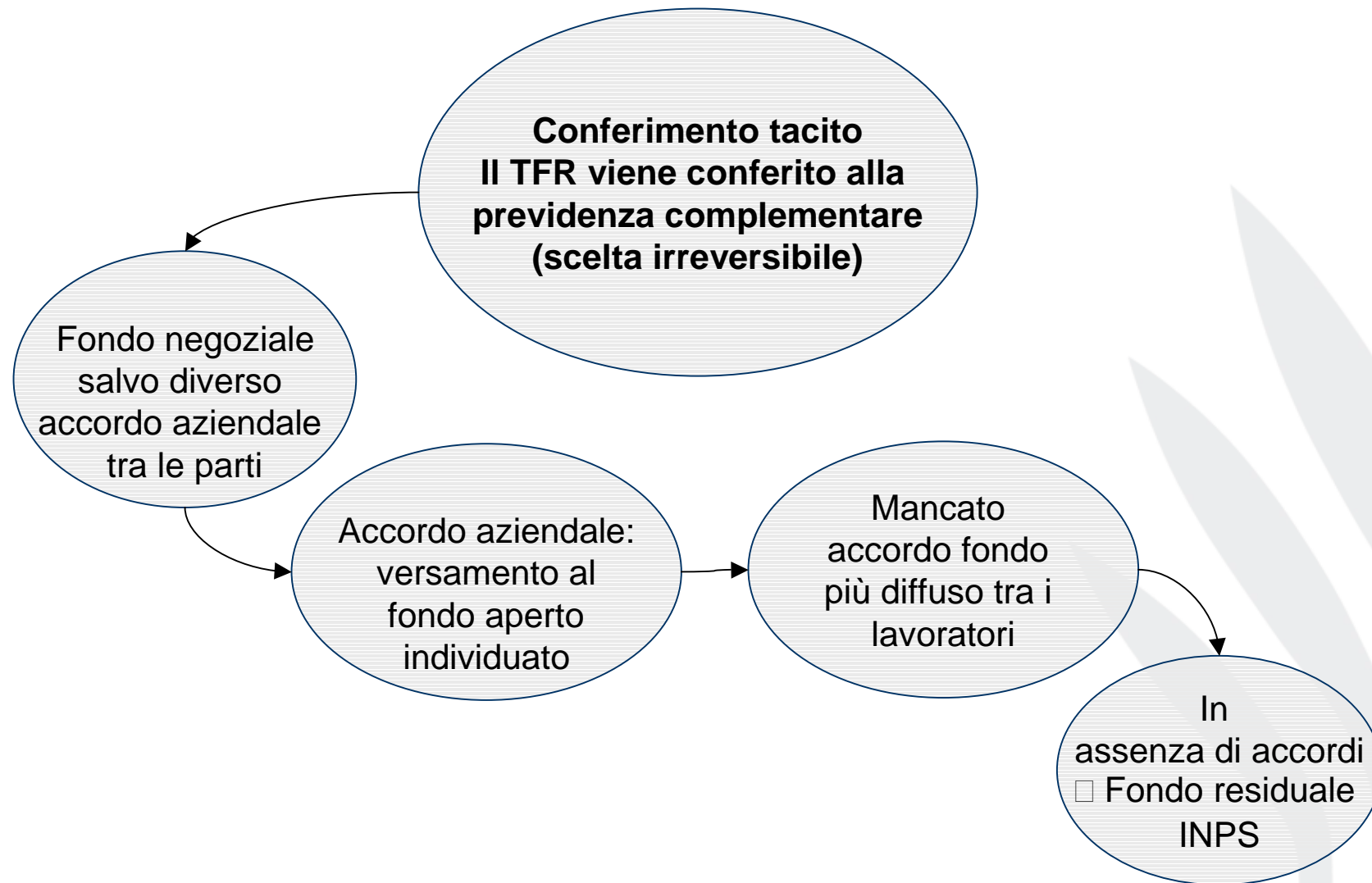
## Principali scelte: adesione esplicita



## Lavoratore ante 1993 - I percorsi di scelta esplicita



## Principali scelte - Conferimento tacito





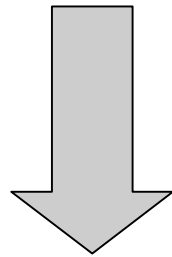
## Adesioni collettive - Tipologie

	Descrizione	Aziende interessate	Fondi pensione individuabili	Modalità adesione
<b>Contratti Collettivi</b>	Accordo preso nell'ambito dei CCNL	Aziende destinatarie del contratto	Negoziali	Esplicita / tacita
<b>Accordi aziendali</b>	Accordi tra aziende e RSA e RSU	Con rappresentanza sindacale	Aperti	Esplicita / tacita
<b>Accordi plurisoggetti o plurimi.</b>	Accordo tra datore di lavoro e gruppi di lavoratori (valgono solo per i firmatari*)	Tutte	Aperti	Solo esplicita
<b>Regolamenti aziendali</b>	Atti unilaterali firmati dal datore di lavoro	Tutte	Aperti	Solo esplicita

\*L'accordo rimane comunque "aperto" a nuovi lavoratori, che possono entrare successivamente  
 Nota: E' importante ricordare che l'adesione del singolo lavoratore resta comunque un atto volontario e individuale.

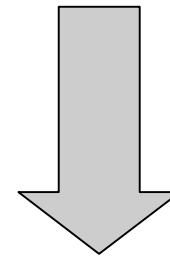
## Le possibilità di scelta per i dirigenti

Dirigenti di aziende industriali  
produttrici di beni e servizi.



Fondo Previndai

Dirigenti di Aziende Commerciali e di  
Spedizione e Trasporto.



Fondo "Mario Negri"

## Situazione aderenti Previdai a dicembre 2006

Gli aderenti **Previdai** si dividono in 3 classi che prevedono:

- **Classe 1:** Quota contributiva del datore di lavoro e del dirigente  
+ Conferimento parziale TFR.
- **Classe 2:** Quota contributiva del datore di lavoro e del dirigente  
+ Conferimento parziale TFR.
- **Classe 3:** Quota contributiva del datore di lavoro e del dirigente  
+ Conferimento integrale TFR.

## Opzioni aderenti Previdai

Chi già aderisce con una quota del TFR ha 3 possibilità di scelta:

- Mantenere la situazione attuale con TFR residuo in azienda.
- Versare integralmente il TFR al Fondo.
- Aderire ad altro Fondo mediante trasferimento della posizione maturata fino a quel momento appena si sia maturata una anzianità di iscrizione di almeno 2 anni.

## Situazione aderenti “Fondo Mario Negri” a dicembre 2006

- Quota contributiva datore di lavoro e dirigente
- Nessun versamento TFR

# La gestione finanziaria

30 marzo 2007

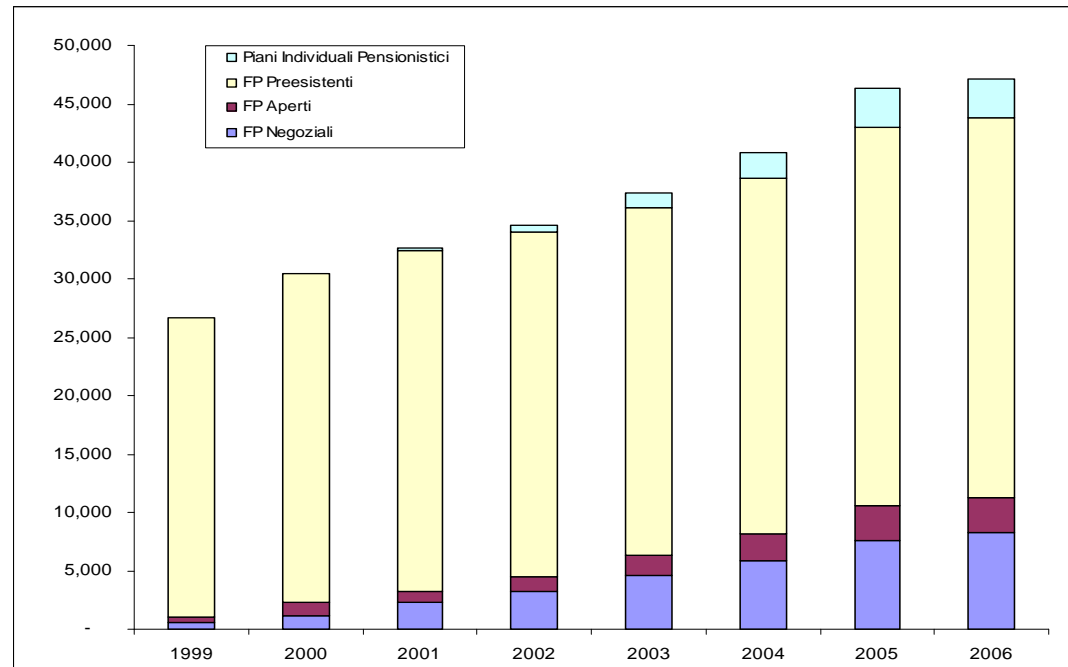
Andrea Rotti

## La dimensione della previdenza integrativa

	2002		2005	
	miliardi \$	in % del PIL	miliardi \$	in % del PIL
<b>Olanda</b>	375	85.5%	780	124.9%
<b>Svizzera</b>	268	96.7%	429	117.4%
<b>USA</b>	8,764	84.1%	12,348	98.9%
<b>UK</b>	1,040	68.9%	1,541	70.1%
<b>Australia</b>	239	58.1%	409	58.0%
<b>Canada</b>	346	47.8%	569	50.4%
<b>Spagna</b>	39	5.7%	112	9.1%
<b>Francia</b>	95	6.6%	124	5.8%
<b>Germania</b>	70	3.5%	108	3.9%
<b>Italia</b>	28	2.3%	50	2.8%

- Il peso delle risorse destinate alla previdenza complementare in Italia è ridotto.
- Il tasso di adesione nel 2005 per l'insieme dei Fondi Pensione (FP negoziali, FP aperti, FP preesistenti) è **pari al 9,1%** (ca 2,2 milioni di soggetti) della platea degli occupati totali. Includendo i Pip (Piani Individuali Pensionistici) si arriva a 12,2% (ca 3 milioni di soggetti).
- Le cause si possono ricercare:
  - nella responsabilità dell'azione politica nell'identificare e comunicare chiaramente all'opinione pubblica la non sostenibilità, nel medio termine, di un sistema a ripartizione in presenza di condizioni di contrazione demografica;
  - nell'incertezza normativa che ha accompagnato lo sviluppo dei fondi pensione;
  - nelle caratteristiche del sistema economico italiano (prevalenza di PMI);
  - nella scarsa diffusione di cultura finanziaria.

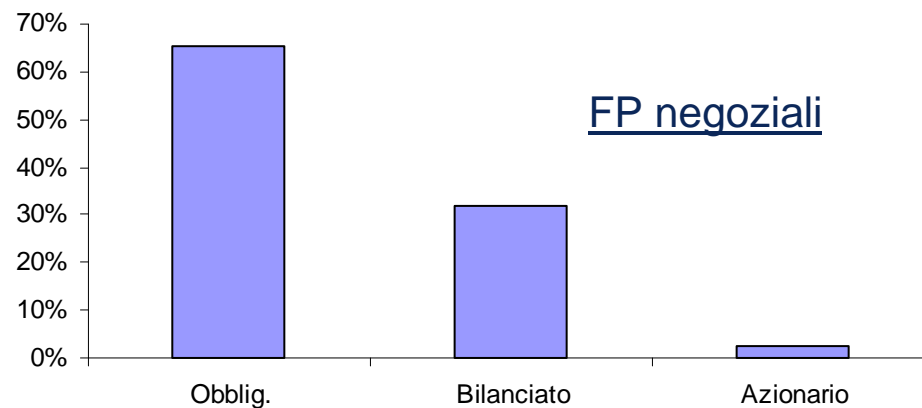
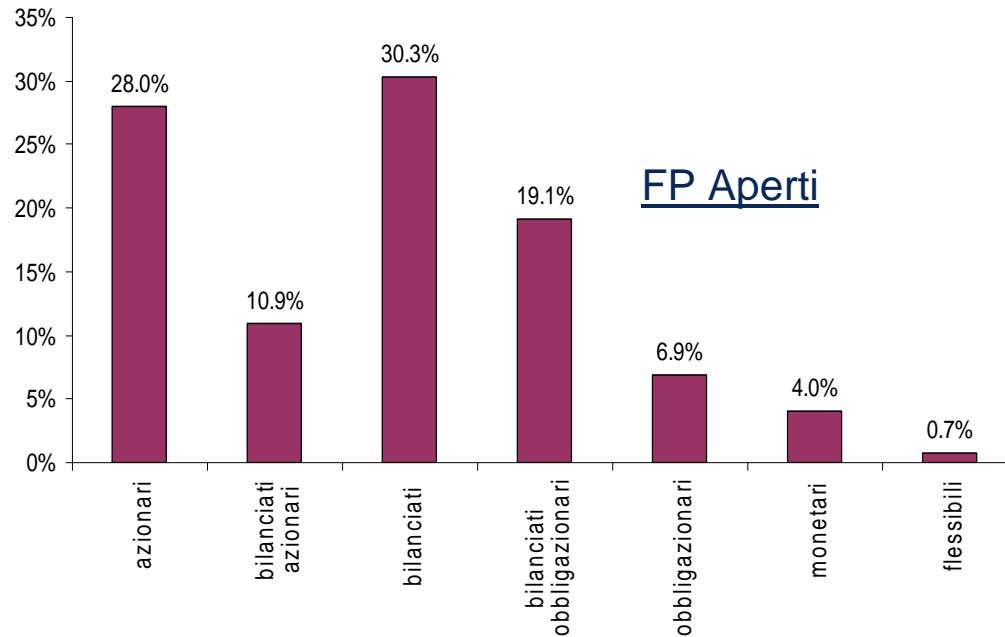
## La ripartizione delle masse (milioni di €)



- I Fondi Pensione Preesistenti dominano la scena: privilegio contrattuale per dipendenti di specifici settori (banche e assicurazioni), di particolari gruppi industriali (multinazionali), di determinate categorie di lavoratori (dirigenti industriali). Adesione obbligatoria e schemi a beneficio definito (in origine) con gestione finanziaria diretta o a contributo definito (oggi la maggioranza) con gestione assicurativa del patrimonio.
- I Fondi Pensione Negoziali e Aperti (d.lgs 124/1993) sono basati su adesione **volontaria e schemi a contribuzione definita** (lavoratori dipendenti).
- Da beneficio definito a contribuzione definita: nei primi il rischio finanziario è in capo all'impresa e i rischi di patrimonio non coperto (unfunded) in capo ai lavoratori, nei secondi **il rischio finanziario è esclusivamente in capo ai lavoratori** e i rischi patrimoniali sono pressoché inesistenti.



## La ripartizione delle masse per comparti



- Gli investimenti finanziari dei FP **appaiono prudenti** e testimoniano una certa avversione al rischio nelle scelte dei sottoscrittori.
- Nei FP negoziati (inizialmente in prevalenza monocomparto) le scelte si concentrano su linee obbligazionarie e bilanciate.
- Anche nei FP aperti, in prevalenza multicomparto, le linee bilanciate hanno raccolto il maggior successo.
- Il meccanismo dell'opzione di default (per chi non sceglie esplicitamente un comparto) ha condizionato la ripartizione degli asset. L'opzione default è infatti coincisa in larga misura con l'indicazione di un comparto obbligazionario o al più prudente.
- L'esperienza, nei paesi in cui lo sviluppo dei Fondi Pensione è in uno stadio più maturo come l'Inghilterra, testimonia che l'85% dei sottoscrittori non effettua una scelta esplicita.

## Masse distribuite nei Fondi Aperti per tipologia di comparto Confronto tra 2000 e 2006

	< 30 anni		30 - 39 anni		40 - 49 anni		50 - 59 anni		>59 anni	
	2000	2006	2000	2006	2000	2006	2000	2006	2000	2006
azionari	<b>34.4%</b>	21.9%	<b>33.9%</b>	25.9%	30.8%	25.3%	23.5%	21.0%	17.1%	15.9%
bilanciati azionari	24.5%	10.6%	21.4%	13.8%	18.2%	13.3%	14.4%	10.9%	12.4%	9.2%
bilanciati	30.4%	<b>29.6%</b>	33.0%	<b>31.4%</b>	<b>35.1%</b>	<b>33.2%</b>	<b>34.7%</b>	<b>32.8%</b>	<b>28.6%</b>	<b>29.3%</b>
bilanciati obbligazionari	4.9%	24.3%	5.8%	18.6%	8.5%	18.7%	15.1%	22.8%	20.5%	26.8%
obbligazionari	4.0%	9.2%	4.2%	6.6%	5.7%	6.0%	9.4%	7.5%	15.1%	10.5%
monetari	0.5%	4.0%	0.7%	2.9%	0.8%	2.8%	2.0%	4.2%	5.3%	7.4%
flessibili	1.3%	0.3%	1.0%	0.8%	1.0%	0.8%	1.0%	0.8%	1.1%	0.9%

- Soggetti appartenenti a profili di rischio differenti tendono comunque a concentrarsi sull'opzione centrale e le dinamiche di sottoscrizione delle linee di gestione non sempre appaiono in linea con i presunti orizzonti temporali dei sottoscrittori. **Influenza degli andamenti contingenti dei mercati finanziari?**
- L'introduzione di un sistema pensionistico a contribuzione definita dovrebbe invece indurre a una maggior responsabilizzazione nelle scelte di investimento e quindi a una maggior comprensione delle dinamiche di rischio rendimento delle diverse attività finanziarie.
- È ulteriormente importante contestualizzare le scelte su di un orizzonte temporale adeguato a quello pensionistico (medio – lungo periodo).

## Rendimenti attesi e premio per il rischio nel lungo periodo

### Rendimento nominale medio ann. geom. sul periodo 1900 2001

	Mondo	USA	Area Euro	Uk	Giappone	Italia
Azioni	8.9	9.9	10.9	9.8	12.1	11.6
Obbligazioni	4.4	4.8	5.4	5.4	5.9	6.7
Liquidità	4.4	4.1	4.5	5.1	5.4	4.7
Inflazione	3.2	3.2	7.3	4	7.5	9

### Premio al rischio

Azio. Vs. liqui.	4.6	5.6	6.1	4.5	6.4	6.6
Azio. Vs. obbl.	4.3	4.8	5.2	4.2	5.9	4.6

Fonte: Global Investment Returns Yearbook  
002. E. Dimson, P. Marsh, and M. Staunton, LBS 2002

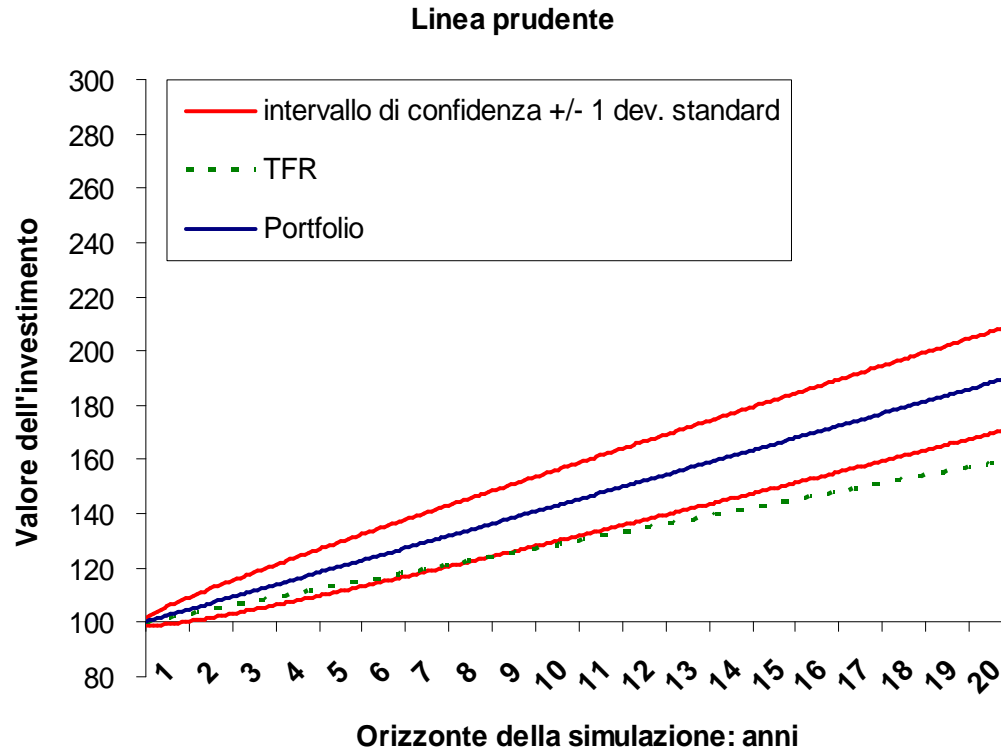
### Ipotesi di rendimento nel lungo periodo

Inflazione		<b>2%</b>
Rendimento reale obbligazioni	<b>+</b>	<b>1,9%</b>
Rendimento nominale obbligazioni	<b>=</b>	<b>3,9%</b>
Equity Risk Premium*	<b>+</b>	<b>3,5%</b>
Rendimento nominale azioni	<b>=</b>	<b>7,4%</b>
Rendimento reale TFR		<b>1,5%</b>
Rendimento nominale TFR (75% inflazione + 1,5%)		<b>3.0%</b>

\*Fonte: The Worldwide Equity Premium: a smaller puzzle  
E. Dimson, P. Marsh, and M. Staunton, LBS Apr 2006

- Il **premio per il rischio** è la quota di rendimento eccedente quello offerto da attività prive di rischio (tipicamente gli investimenti in liquidità).
- Tenuto conto di fattori non più ripetibili (che possono aver avvantaggiato le azioni in passato), alcuni studi ipotizzano un **premio per il rischio** prospettico per il mercato azionario più contenuto e nell'ordine del **3% – 3,5% su scala mondiale**.
- Per le obbligazioni (area euro) si può ipotizzare, ad oggi, un rendimento di lungo periodo del 3,9% - 4% costituito dal 2% di inflazione e da un rendimento reale di 1,9% (pari alla crescita potenziale del PIL).

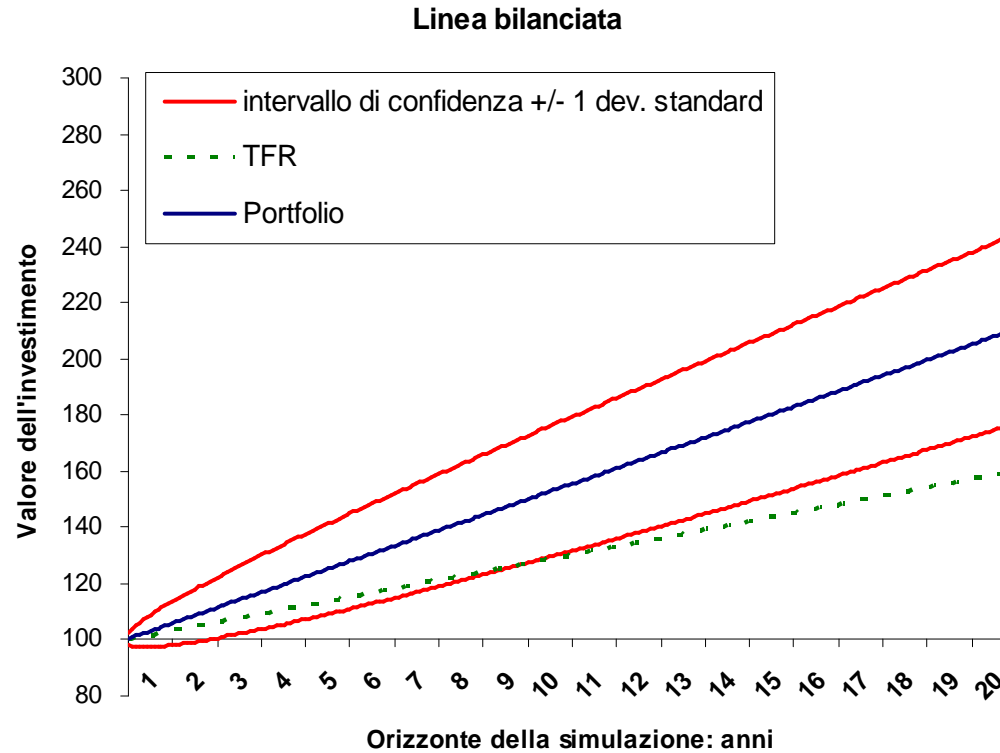
## Rendimento atteso e rischio (deviazione standard)



- Il rischio di una attività finanziaria è misurato dalla **dispersione dei risultati possibili** intorno al valore atteso.
- Sotto l'ipotesi di normalità dei rendimenti, il valore del portafoglio supera quello del TFR a partire dal 9° anno con una **probabilità del 67%**.

	Obbligazioni	Azioni	Linea prudente
Peso			80% - 20%
Rendimento atteso medio annuo	3.9	7.4	4.6
Rischio (dev. Standard annualizzata)	3.5	15	4.2

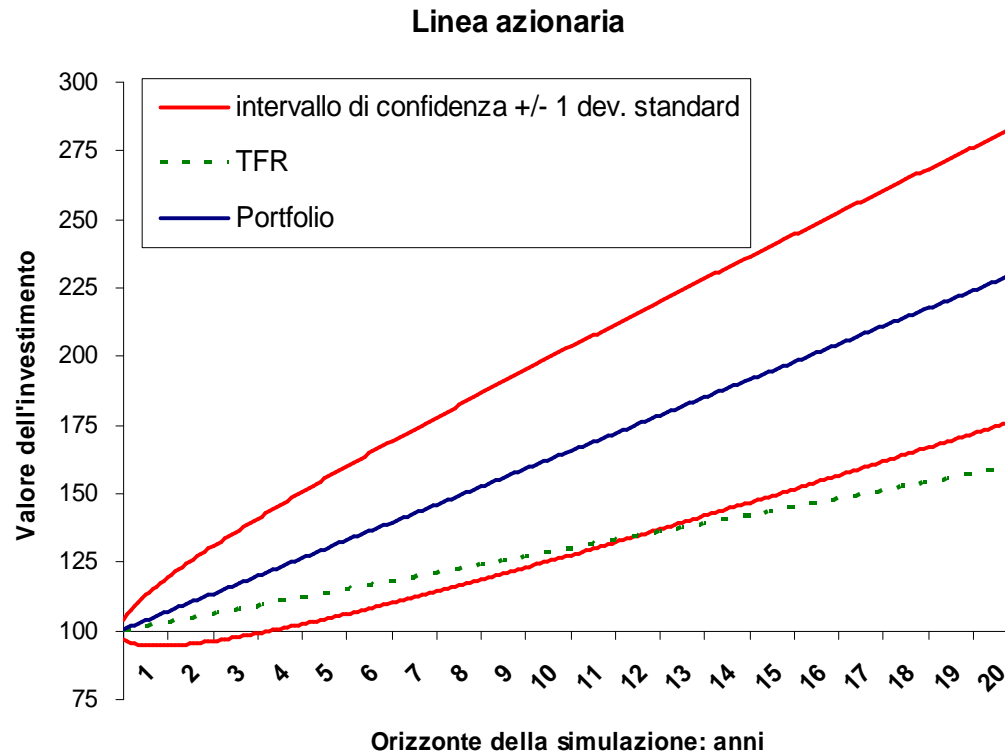
## Rendimento atteso e rischio (deviazione standard)



- Il rischio di una attività finanziaria è misurato dalla **dispersione dei risultati possibili** intorno al valore atteso.
- Sotto l'ipotesi di normalità dei rendimenti, il valore del portafoglio supera quello del TFR a partire dal 11° anno con una **probabilità del 67%**.

	Obbligazioni	Azioni	Linea bilanciata
Peso			50% - 50%
Rendimento atteso medio annuo	3.9	7.4	5.7
Rischio (dev. Standard annualizzata)	3.5	15	7.5

## Rendimento atteso e rischio (deviazione standard)



- Il rischio di una attività finanziaria è misurato dalla **dispersione dei risultati possibili** intorno al valore atteso.
- Sotto l'ipotesi di normalità dei rendimenti, il valore del portafoglio supera quello del TFR a partire dal 13° anno con una **probabilità del 67%**.

	Obbligazioni	Azioni	Linea azionaria
Peso			20% - 80%
Rendimento atteso medio annuo	3.9	7.4	6.7
Rischio (dev. Standard annualizzata)	3.5	15	11.9

## Adesione a Fondo Pensione verso TFR in azienda

	ADESIONE FONDO PENSIONE	TFR IN AZIENDA
1. TFR	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Investimento lordo</li> <li>- Tassazione 11% della componente finanziaria</li> <li>- Tassazione finale (quote annuali) <b>agevolata</b> max 15% - min 9%</li> <li>- Rivalutazione al <b>rendimento del Portafoglio</b></li> <li>- <b>Costo</b> della gestione finanziaria</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Investimento lordo</li> <li>- Tassazione 11% della componente finanziaria</li> <li>- Tassazione finale (quote annuali) ad <b>aliquota media</b> (23% - 35%)</li> <li>- <b>Rivalutazione certa</b> (attualmente 3%)</li> <li>- Nessuna gestione finanziaria e nessun costo</li> </ul>
2. Contributo lavoratore	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Investimento <b>deducibile</b> fino a € 5.164 (sommato a contr. aziendale); oltre investito al netto IRPEF</li> <li>- Tassazione 11% della componente finanziaria</li> <li>- Tassazione finale <b>agevolata</b> quote dedotte max 15% - min 9%</li> <li>- Rivalutazione al <b>rendimento del Portafoglio</b></li> <li>- <b>Costo</b> della gestione finanziaria</li> </ul>	
3. Contributo azienda	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Investimento <b>deducibile</b> fino a € 5.164 (sommato a contr. lavoratore); oltre investito al netto IRPEF</li> <li>- Tassazione 11% della componente finanziaria</li> <li>- Tassazione finale <b>agevolata</b> quote dedotte max 15% - min 9%</li> <li>- Rivalutazione al <b>rendimento del Portafoglio</b></li> <li>- <b>Costo</b> della gestione finanziaria</li> </ul>	

## Una simulazione quantitativa: le ipotesi

Età:	45
Pensione:	65
Orizzonte pensione:	20
Reddito:	100,000
Rivalutazione:	2%

	ADESIONE FONDO PENSIONE (TFR e contributo)	TFR IN AZIENDA e contributo a Fondo Comune
<b>1. TFR</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Investimento lordo</li> <li>- Tassazione 11% della componente finanziaria</li> <li>- Tassazione finale <b>agevolata: 13,5%</b></li> <li>- Rivalutazione al <b>rendimento del Portafoglio (1)</b></li> <li>- <b>Costo</b> della gestione finanziaria (ISC) (1)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Investimento lordo</li> <li>- Tassazione 11% della componente finanziaria</li> <li>- Tassazione finale: <b>30% ca</b></li> <li>- <b>Rivalutazione certa</b> (attualmente 3%)</li> <li>- Nessuna gestione finanziaria e <b>nessun costo</b></li> </ul>
<b>2. Contributo lavoratore</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Investimento <b>deducibile</b> fino a € 5.164; oltre al netto della tassazione IRPEF</li> <li>- Tassazione <b>11%</b> della componente finanziaria</li> <li>- Tassazione finale <b>agevolata quote dedotte: 13,5%</b></li> <li>- Rivalutazione al <b>rendimento del Portafoglio (1)</b></li> <li>- <b>Costo</b> della gestione finanziaria (ISC) (1)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- <i>Investimento al netto della tassazione IRPEF</i></li> <li>- <i>Tassazione 12,5% della componente finanziaria</i></li> <li>- <i>Rivalutazione al rendimento del Portafoglio (1)</i></li> <li>- <i>Costo della gestione finanziaria (come ISC)</i></li> </ul>
	- Erogazione prestazione: <b>50% capitale, 50% vitalizio</b>	- Erogazione prestazione: <b>100% capitale</b>

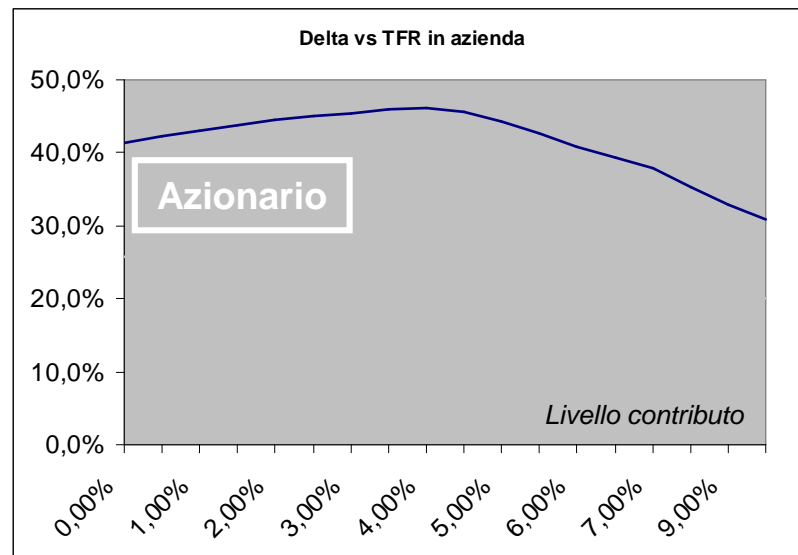
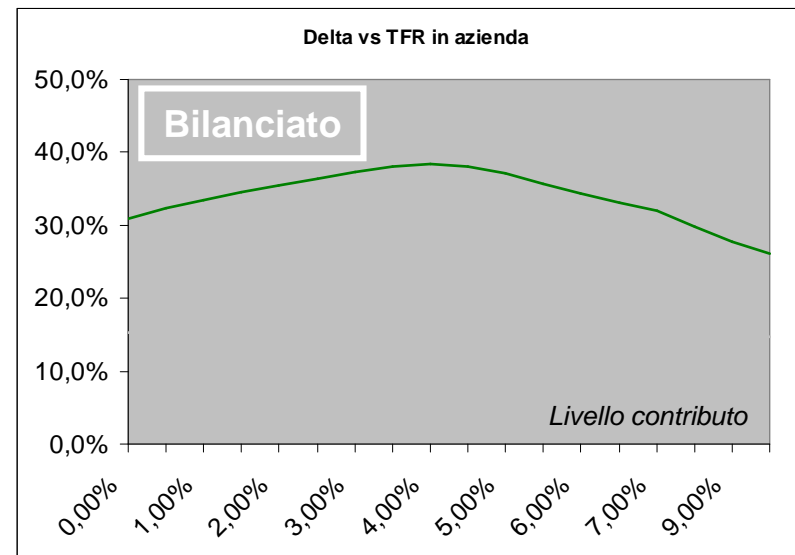
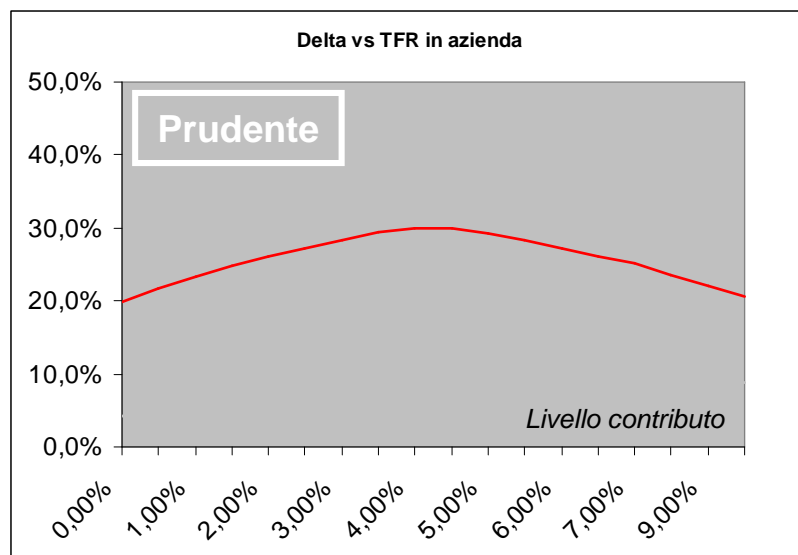
### (1) Rendimento di Portafoglio:

- **Prudente: 4,6%** - Indicatore Sintetico Costi (ISC) **0,9%**
- **Bilanciato: 5,7%** - Indicatore Sintetico Costi (ISC) **1,15%**
- **Azionario: 6,7%** - Indicatore Sintetico Costi (ISC) **1,4%**

Ipotesi di investimento del contributo in un **Fondo Comune**, con le stesse caratteristiche di rendimento e costo del Fondo Pensione.



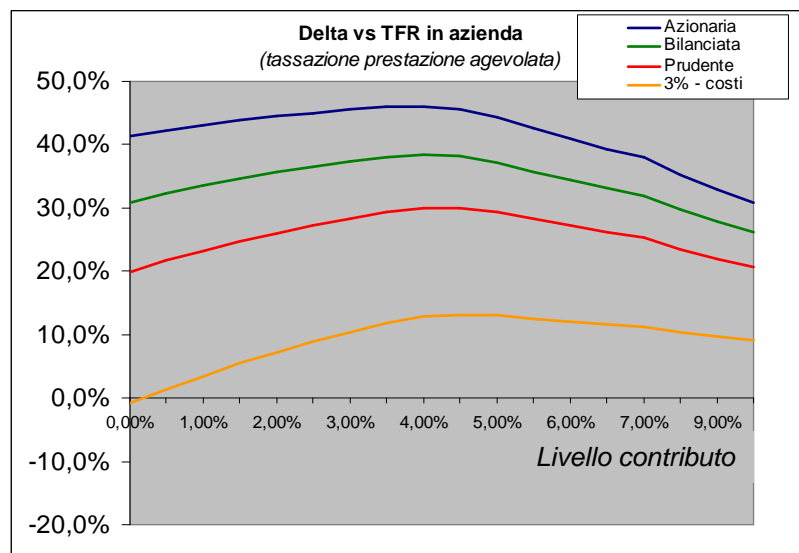
## Una simulazione quantitativa: i risultati



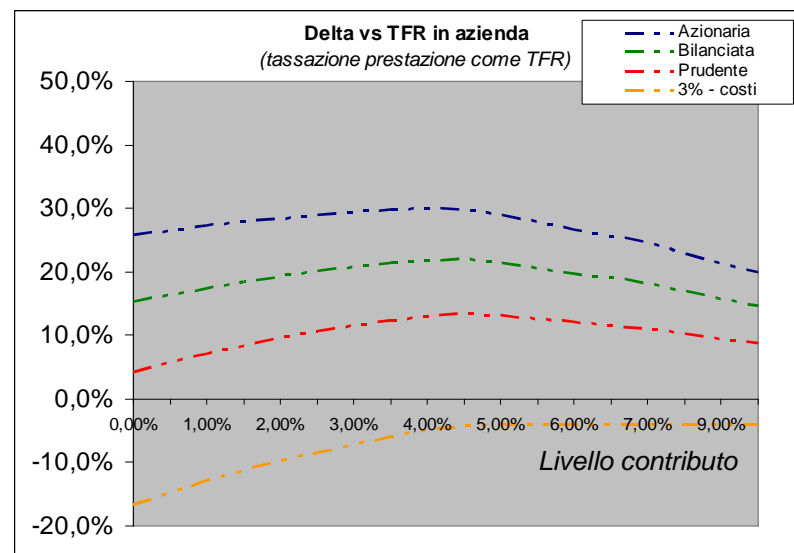
Euro (000)	Prudente 4,60%	Bilanciato 5,70%	Azionario 7,60%	TFR (3%) FC come linee		
0%	200	220	240	170	170	170
4%	320	350	380	245	250	260
8%	400	435	470	325	335	350
<b>Delta % max</b>	<b>31%</b>	<b>40%</b>	<b>46%</b>	<b>-75</b>	<b>-100</b>	<b>-120</b>

# Una simulazione quantitativa: i risultati

## Caratteristiche vigenti



## Assenza di beneficio fiscale



- **Aspetti finanziari:** rendimenti potenzialmente superiori, rendita capitalizzata su contributi lordi (fino a 5.164 euro), prestazione erogata in capitale max 50%, rendita vitalizia su 50% residuo.
- **Aspetti fiscali:** deducibilità contributi, tassazione inferiore dei rendimenti finanziari (per contributi), tassazione agevolata prestazione.

## In Sintesi

- **Avversione al rischio** e “euristiche comportamentali” hanno caratterizzato l’avvio dei fondi previdenziali (non solo in Italia).
- Una più approfondita comprensione delle **relazioni rischio/rendimento** è discriminante nell’orientare scelte di medio/lungo periodo.
- Le attuali **caratteristiche di opportunità** della riforma sono evidenti (aspetti fiscali *in primis*).
- L’introduzione di schemi a contribuzione definita aumenta la **responsabilità individuale nella scelta** (in particolare se si ipotizza di scorporare i maggiori benefici fiscali).
- L’agire **informati** è determinate.