

La performance dei fondi pensione

Angela Gallo

Università degli Studi di Napoli “Federico II”
Facoltà di Economia-Dipartimento di Economia Aziendale
Via Cinthia, Monte S. Angelo
80126
Napoli (IT)
e-mail: angela.gallo2@unina.it
telefono: +39 348 88 57 230

Abstract

Il lavoro trae spunto dalle recenti innovazioni legislative in tema di previdenza complementare, in rapporto alle quali i lavoratori subordinati sono chiamati ad optare fra l’investimento in un fondo pensione delle quote di TFR man mano maturate e l’alternativa possibilità della loro accumulazione presso il datore di lavoro o, secondo i casi, in un fondo costituito presso l’Istituto Nazionale della Previdenza Sociale.

In particolare, l’obiettivo perseguito è quello di sviluppare una valutazione comparativa dei profili di rischio e rendimento delle predette opzioni di scelta muovendo dalla constatazione che, mentre le quote accumulate presso il datore di lavoro o presso il fondo INPS, confluiscono in una sorta di portafoglio “*risk-free*”, che beneficia solo della rivalutazione correlata con il tasso dell’inflazione, quelle investite in un fondo pensione confluiscono in un portafoglio rischioso, la cui aleatorietà dipende dal comparto di investimento selezionato e dalla capacità del gestore del fondo.

Ne consegue che la scelta fra le due opzioni può essere impostata, sul piano comparativo, attraverso la stima, sulla scorta di un modello CAPM, del rendimento atteso dall’investimento in un fondo pensione e del corrispondente extraprofitto rispetto al tasso di rivalutazione riconosciuto in ipotesi di semplice accumulazione delle quote del TFR. Il modello, applicato ad un campione di fondi pensione italiani di tipo azionario opportunamente selezionati, sviluppa l’analisi dei basilari indicatori di *performance* (Sharpe, Treynor) e la valutazione (*alpha* di Jensen) dell’abilità del gestore. I risultati dell’analisi evidenziano che, per il periodo osservato, l’extra-rendimento dei fondi risulta non competitivo non solo rispetto al TFR, ma anche rispetto al mercato di riferimento.

Keywords: *Fondi pensione; TFR; Valutazione della performance*

JEL codes: *G23;G11*

1. Introduzione

La previdenza complementare ha raggiunto un’organica disciplina nell’ordinamento italiano solo a partire dal 1993 con il d.lgs. n. 124, dove è definito come scopo dei fondi pensione quello di erogare trattamenti pensionistici complementari al sistema obbligatorio

pubblico, il c.d. primo pilastro¹, al fine di assicurare maggiori livelli di copertura previdenziale (art. 1). I fondi pensione costituiscono il secondo pilastro e svolgono una funzione integrativa rispetto al primo, divenuto ormai finanziariamente insostenibile per tutti i Paesi Europei: l'allungamento della vita media[5] e i bassi tassi di crescita demografica hanno comportato riforme dei sistemi pensionistici in molti paesi. Nella maggior parte dei casi, lo sviluppo di forme previdenziali complementari ha rappresentato una valida soluzione supportata dalla constatazione che, parallelamente, il tasso di crescita del valore degli investimenti nei paesi più sviluppati, calcolato sulla base del valore degli indici azionari, è invece aumentato al ritmo del 10% annuo[6].

Anche l'Italia, negli ultimi quindici anni, è stata investita da un processo di riforma che ha modificato il quadro previdenziale². Il passaggio da un sistema a ripartizione (oneroso e "generoso") ad un sistema contributivo – che offrirà livelli pensionistici sensibilmente inferiori rispetto all'attuale tasso di sostituzione (rapporto tra reddito pensionistico e ultimo reddito di lavoro)[17] – ha reso urgente lo sviluppo del secondo pilastro e il ricorso allo strumento della devoluzione del Trattamento di Fine Rapporto (TFR). La Tabella 1 fornisce le stime del Ministero del Lavoro dei tassi di sostituzione previsti negli anni a venire per un lavoratore-tipo. Nel 2040 il tasso sarà inferiore del 20% rispetto ai valori attuali e non in grado di assicurare livelli di consumo adeguati.

Tabella 1: Tasso di sostituzione della Previdenza Obbligatoria (Dipendente privato, 60 anni di età, 35 anni di contribuzione)

2000	2010	2020	2030	2040
67,3%	67,1%	56,0%	49,6%	48,1%

Fonte: [17]

Nonostante la legge del 1993, che ha aperto la possibilità di avviare i fondi pensione (negoziali e aperti), consentendo l'utilizzo degli accantonamenti al TFR per il loro finanziamento, e le successive modifiche (l. 335/95; d.lgs. n. 47/2000) che tende ad incentivare le adesioni ai fondi pensione, i risultati conseguiti sono stati poco soddisfacenti. Si consideri per esempio che nel Regno Unito e negli Stati Uniti le adesioni interessano rispettivamente circa il 60% e il 50% degli occupati, con un peso del patrimonio gestito sul Pil pari al 70% per entrambi; nel nostro Paese, come evidenziato nel Rapporto Assogestioni [1],

¹ Tradizionalmente, si identifica il primo pilastro con la previdenza pubblica, il secondo con quello complementare collettiva e il terzo con quella individuale (Laboul, 1998). Attualmente, soprattutto nei Paesi anglosassoni, il secondo pilastro è sempre più costituito da forme di accumulazione individuale e la tradizionale distinzione tra secondo e terzo pilastro va perdendosi.

² Il processo di riforma del sistema pensionistico ha avuto tre tappe fondamentali: 1992-1994 Riforma Amato, 1995-1997 Riforma Dini, 1997-98 Riforma Prodi e il d.lgs. 243/2004.

gli iscritti a forme pensionistiche complementari erano nel 2001 circa il 13% del totale degli occupati, con un patrimonio gestito pari al 3% del Pil. Diverse sono i motivi che possono spiegare tali differenze: la lentezza nella costituzione dei fondi pensione, le profonde differenze nelle condizioni offerte ai lavoratori dipendenti, l'incertezza dei lavoratori sul futuro delle pensioni, l'insufficienza degli incentivi riconosciuti per la rinuncia al TFR e le significative discrasie tra le diverse forme di previdenza complementare, specialmente tra fondi negoziali e aperti.

Nel tentativo di superare queste difficoltà, nella l.d. 243/2004 è stata formulata la riforma della previdenza complementare, con l'esplicito proposito di sostenere e favorire lo sviluppo di forme pensionistiche complementari "al fine di assicurare più elevati livelli di copertura previdenziale"(art.1). La riforma è stata successivamente introdotta con il d.lgs. 252/2005, i cui effetti sono stati anticipati al primo gennaio 2007 dalla legge finanziaria 269/06, anche se limitatamente al settore privato. Come è noto, entro il 30 giugno prossimo (o entro 6 mesi dall'assunzione se successiva al 1 gennaio 2007) i lavoratori devono decidere sulla destinazione del maturando TFR, optando fra le forme di previdenza complementare o il mantenimento del TFR. La portata applicativa della soluzione legislativa dipenderà quindi dalla scelta dei lavoratori, la quale è tuttavia condizionata da numerosi fattori oggettivi e soggettivi, anche di natura culturale. La medesima scelta condizionerà, altresì, lo sviluppo dei fondi pensione, la cui raccolta è direttamente correlata al favore che essi incontreranno presso la platea dei lavoratori.

Sulla scorta di queste considerazioni, il presente lavoro si concentra sulla valutazione "oggettiva" di convenienza della scelta che sono chiamati a svolgere i lavoratori in questo periodo. Tale valutazione non può prescindere dall'apprezzamento del rapporto tra rischio e rendimento, in quanto l'adesione a una forma di previdenza complementare comporta la scelta non revocabile di investire in attività finanziarie le cui *performance* sono per definizione aleatorie. Il TFR, invece, è un credito che offre un rendimento (la rivalutazione mensile agganciata all'inflazione) a fronte di un rischio reso nullo per effetto della garanzia INPS. "Quando il TFR è trattenuto dalle imprese, il lavoratore è titolare di un credito pienamente garantito che ha una scadenza coincidente con la sua uscita lavorativa [...]. Il TFR ha la forma di salario differito la cui liquidità diventa totale in un istante differito, ma certo" (Messori e Scaffidi, 1999)[16]. Pertanto, il lavoro sviluppa un'analisi empirica del mercato dei fondi pensione aperti, in particolari quelli del comparto azionario, esaminandone i principali indicatori di *performance* quali l'indice di Sharpe[19], di Treynor[21] e l'*alpha* di Jensen[14].

In particolare, l'obiettivo perseguito è quello di sviluppare una valutazione comparativa dei profili di rischio e rendimento delle predette opzioni di scelta muovendo dalla constatazione che, mentre le quote accumulate presso il datore di lavoro o presso il fondo INPS, confluiscono in una sorta di portafoglio *risk-free*, che beneficia solo della rivalutazione correlata con il tasso dell'inflazione, quelle investite in un fondo pensione confluiscono in un portafoglio rischioso, la cui aleatorietà dipende dal comparto di investimento selezionato e dalla capacità del gestore del fondo.

Nei prossimi paragrafi saranno descritte le caratteristiche del TFR e dei fondi pensione, con l'analisi dell'articolazione della scelta prevista dalla recente riforma. Successivamente sono ricordati i principali indicatori di valutazione della *performance*, mutuati dall'analisi dei fondi comuni. Infine, si analizzano i risultati ottenuti su un campione di fondi pensione italiani.

2. Il Trattamento di Fine Rapporto e i Fondi pensione

Come si è detto, la riforma della previdenza (l. d. 252/2005) si occupa di incrementare i flussi di finanziamento attraverso il conferimento ai fondi pensione di tutto il TFR maturando, con l'individuazione di modalità esplicite e tacite di scelta della sua destinazione. Essa offre, inoltre, la possibilità di trasferire il contributo ad altre forme previdenziali e ad una ridefinizione incentivante della disciplina fiscale; d'altronde, crea parità competitiva tra fondi pensione chiusi, aperti ed assicurativi e definisce comparti di investimento tali da garantire rendimenti potenzialmente analoghi al tasso di rivalutazione del TFR (comparto garantito). L'aspetto più innovativo è comunque lo smobilizzo del TFR, già previsto nel precedente schema, che trova nella normativa recata dal d.lgs. 252/2005, una complessa regolamentazione.

Ricordiamo che il TFR nasce dall'esigenza di offrire tutela ai lavoratori e spetta in caso di cessazione del rapporto di lavoro subordinato. Il TFR ha svolto finora la duplice funzione di ammortizzatore sociale e di capitale, di cui disporre in caso di cessazione del rapporto di lavoro o per altri motivi. Per le imprese invece, per lungo tempo, il TFR ha sostanzialmente rappresentato una fonte di finanziamento a basso costo e liberamente disponibile, salvo poi a corrisponderne l'importo ai dipendenti in caso di cessazione del rapporto di lavoro. Com'è noto, per ciascun anno di servizio, il datore di lavoro deve accantonare una quota pari al 7,4% della retribuzione lorda, la quale si aggiunge alle somme accumulate negli anni precedenti, integrando di fatto un elemento di retribuzione differita a

tasso di rendimento certo, in quanto prefissato per legge e a rischio nullo, per effetto della garanzia INPS. Il rendimento nominale del TFR è agganciato all'inflazione e calcolato secondo la formula:

$$r = 0,75p + 1,50$$

dove p è il tasso di inflazione dell'anno. Il tasso di rivalutazione corrisponde quindi ad una misura fissa del 1,5 più il 75% dell'aumento dell'indice dei prezzi al consumo rilevato dall'ISTAT.

L'alternativa, prevista dalla riforma, al mantenimento del TFR secondo le condizioni suddette è l'adesione ai fondi pensione. In base al soggetto che istituisce il fondo, si distinguono fondi pensione chiusi e aperti. Ai fondi chiusi (detti anche negoziali) possono aderire solo i lavoratori appartenenti ad una data azienda o categoria. Ai fondi aperti, possono accedere tutti i lavoratori e la gestione del fondo risponde a scelte di investimento che riguardano un pluralità di lavoratori³. I primi sono istituiti attraverso i CCNL e prendono le forme di fondi aziendali, di categoria, di comparto e territoriali, mentre i fondi aperti sono istituiti direttamente da intermediari quali SGR, assicurazione, SIM e banche. A tali fondi, si aggiungono i Fip (fondi pensione individuali), offerti sempre da operatori specializzati e in particolare da Assicurazioni, che hanno la peculiarità di essere personalizzati su esigenze individuali, senza la ripartizione del rischio che caratterizza le adesioni collettive, ma con elevata sofisticazione finanziaria e corrispondenti maggior costi⁴. Un'ulteriore distinzione dei fondi è relativa al regime delle prestazioni: a contribuzione definita e a prestazione definita. Nel regime a contribuzione definita i versamenti dei contributi sono fissati e le prestazioni future sono, invece, correlate agli investimenti effettuati dal gestore del fondo. In un certo senso, si garantisce solo una gestione professionale dei capitali e raramente un minimo di rendimento. Nell'altro regime, invece, è predeterminato il flusso di capitale che verrà erogato in futuro e i versamenti richiesti variano sulla base dei rendimenti ottenuti dall'attività del fondo. Il mercato italiano, come vedremo, è caratterizzato solo da fondi a contribuzione definita.

³ La legge del 93 prevedeva che i fondi pensione aperti avessero un ruolo residuale rispetto ai chiusi, ma la riforma del 243/2004 ne ha eliminato tale carattere. L'adesione era, infatti, subordinata alla mancanza di fondi negoziali ovvero alla perdita dei requisiti di partecipazione in capo agli aderenti ai fondi negoziali.

⁴ Nella nostra analisi non saranno presi in considerazione i fondi pensione preesistenti, cioè costituiti prima della legge 124/93, non interessati dalla riforma della previdenza complementare, a cui non è più possibile aderire.

2.1 Le modalità di scelta dei lavoratori

La riforma prevede delle specificazioni delle condizioni di scelta che si differenziano in base alla data di assunzione del lavoratore (prima o dopo 29 aprile 1993) e in base alla modalità esplicita o implicita (silenzio-assenso) con cui si esprime (o non si esprime) la propria scelta.

Per i lavoratori iscritti ad un istituto di previdenza obbligatoria dopo il 29 aprile 1993, i cosiddetti "nuovi iscritti", che sceglieranno di optare per il mantenimento del TFR in azienda, il TFR maturando sarà rivalutato alle condizioni stabilite dalla legge. Tali risorse, però, saranno effettivamente disponibili per l'azienda solo nel caso che essa abbia meno di 50 dipendenti. In caso contrario il TFR confluirà nel fondo dello Stato gestito dall'INPS denominato "Fondo di tesoreria per l'erogazione del TFR". L'altra opzione a disposizione del lavoratore è l'adesione libera, volontaria e irrevocabile, a una forma di previdenza complementare. Da tale scelta sono esclusi coloro che al 31 dicembre 2006 erano già iscritti a un fondo pensione negoziale al quale versano l'intero TFR e quindi non devono formulare alcuna scelta⁵.

Per i lavoratori iscritti prima del 29 aprile 1993, i cosiddetti "vecchi iscritti", la possibilità di scelta è più articolata. Coloro che sono già iscritti ad un fondo negoziale, cui versano una quota del TFR, possono conferire allo stesso fondo la quota residua, oppure lasciarla in azienda. In quest'ultimo caso il TFR avrà la medesima destinazione e le medesime condizioni previste nel caso precedente. Coloro che, invece, non sono iscritti a un fondo negoziale possono destinare tutto il TFR maturando ad un fondo, oppure versare il TFR maturando alla previdenza complementare nella misura prevista dal CCNL applicato in azienda (comunque nella misura minima del 50%), o ancora lasciare il TFR maturando in azienda facendolo confluire nel fondo di tesoreria gestito dall'INPS, se l'azienda occupa almeno 50 dipendenti. In caso di adesione ad un fondo chiuso, è prevista anche l'integrazione della contribuzione con un apporto a carico del datore di lavoro.

L'ultimo caso previsto dalla riforma, (oggetto, peraltro, di numerose critiche), è la mancata comunicazione da parte del lavoratore al datore di lavoro della propria scelta sul conferimento del TFR nei termini previsti dalla riforma. Per tale ipotesi, è prevista l'applicazione della regola del silenzio-assenso: il TFR futuro è versato dal datore di lavoro

⁵ L'art.8, comma 3 del d.lgs. 124/93 prevede che i lavoratori la cui prima assunzione è successiva all'entrata in vigore del decreto, se aderiscono a un fondo pensione negoziale, devono versare a questo tutto il TFR che maturerà dopo l'iscrizione.

alla previdenza complementare⁶. La scelta del fondo si rivolgerà in un primo momento ad un fondo negoziale o a un fondo aperto con adesione collettiva, previsto da accordi o contratti collettivi, anche territoriali, salvo diverso accordo aziendale. Se in azienda ci sono più fondi, alla forma pensionistica con il maggior numero di adesioni di lavoratori dell'azienda e ancora, in mancanza di questi, a FondInps⁷.

Sia che confluisca a FondInps o a qualsiasi altro fondo pensione, il decreto 252/2005 prevede che il TFR devoluto tacitamente sia destinato alla linea d'investimento garantita, c.d. comparto garantito di cui tutti i fondi si stanno dotando e a cui possono aderire tutti i lavoratori. In questo modo, per tali lavoratori sarà garantita la restituzione del capitale e/o rendimenti "comparabili"⁸ al tasso di rivalutazione del TFR, ma non vi sarà l'eventuale contributo aggiuntivo da parte del datore di lavoro prevista dai CCNL (contratti collettivi nazionali). Passando dai versamenti alle prestazioni, il diritto a quest'ultime matura in seguito al possesso dei requisiti di accesso alla pensione pubblica e dopo almeno 5 anni di partecipazione alle forme pensionistiche complementari. Le modalità di erogazione, in via generale, si articolano secondo due schemi: il primo prevede una prestazione solo sotto forma di rendita vitalizia rivalutabile, il secondo prevede una erogazione mista con una quota minima del 50% sotto forma di rendita e una quota massima del 50% sotto forma di capitale. La riforma prevede, infine, una serie di agevolazioni fiscali riferite all'ipotesi di conferimento ai fondi pensione: i contributi (propri o aziendali, escluso il TFR) versati ai fondi saranno interamente deducibili dal reddito complessivo Irpef fino ad un massimo di 5.164,57 euro. Le maggiori novità però riguardano proprio le prestazioni: quelle erogate in forma di capitale o rendita saranno tassate nella misura del 15%, che si riduce di un ulteriore 0,30% per ogni anno di partecipazione al fondo successivo al quindicesimo, con una misura massima della riduzione del 6%. Il TFR lasciato in azienda è, in linea generale, tassato in base al regime di tassazione separata, con l'applicazione dell'aliquota media di tassazione del lavoratore, raramente inferiore al 23%. La riforma si occupa anche delle norme su riscatti, anticipazioni, condizioni di reversibilità, che pure rappresentano novità importanti, ma che qui tralascieremo

⁶ Nel caso di silenzio di un lavoratore già iscritto a forme pensionistiche complementari, il TFR maturando residuo sarà conferito al fondo a cui il lavoratore già aderisce.

⁷ Istituito presso l'Inps, FondInps, a differenza del fondo di Tesoreria, è un fondo pensione residuale gestito da un soggetto terzo rispetto all'Inps, con un comitato amministratore nominato dal Ministero del Lavoro e dell'Economia.

⁸ La norma di legge (art. 8, comma 9 della l. d. 252/2005) non chiarisce quale significato (mera comparabilità, tendenziale allineamento o, addirittura, garanzia di rendimento minimo) debba attribuirsi all'espressione "la restituzione del capitale e rendimenti comparabili al tasso di rivalutazione del TFR".

per focalizzare la nostra analisi sull'individuazione di quali siano le scelte di convenienza del lavoratore in termini rischio-rendimento.

Nel complesso, la scelta sul TFR riguarderà circa 11 milioni di lavoratori del settore privato. Stimando un flusso annuale del TFR in circa 19 miliardi di euro, nella migliore delle ipotesi, di questi circa 9 miliardi potrebbero essere dirottati alla previdenza complementare (Tabella 2).

Tabella 2: Flussi annuali stimati del TFR dal settore privato

	<i>Aziende con più di 50 dipendenti</i>	<i>Aziende con meno di 50 dipendenti</i>	<i>Totale</i>
<i>Numero Aziende</i>	25.000	4.181.000	4.206.000
<i>Dipendenti del settore privato</i>	4.800.000	5.700.000	10.500.000
<i>Flusso annuale TFR</i>	8.700.000.000	10.300.000.000	19.000.000.000

Fonte: [11]

2.2 I criteri della scelta del lavoratore

Per quel che attiene ai criteri su cui si fonda la scelta del lavoratore, i parametri oggettivi a cui fare riferimento sono, essenzialmente, il tasso di rivalutazione del TFR e il rendimento atteso del fondo pensione prescelto.

Nell'ipotesi di mantenimento del TFR in azienda, il lavoratore avrà un rendimento pari alla rivalutazione prevista dalla legge, la quale di fatto, con tassi di inflazione prossimi al 2%, è stimata pari circa al 3%. Nell'ipotesi invece dell'opzione a favore del fondo pensione, la valutazione deve essere effettuata in base al rendimento "prevedibile". Si tratta, in buona sostanza, del rendimento "atteso" del fondo, il quale dipende naturalmente dalla tipologia del comparto di investimento, dall'andamento del mercato, dalla politica di *asset allocation* e dalla filosofia di gestione perseguita. Su questa seconda scelta, incide, tuttavia anche la rischiosità che può ascriversi al fondo – o meglio agli investimenti sottostanti – sia in termini quantitativi sia in termini qualitativi. E' evidente, pertanto, che la valutazione delle alternative deve essere in grado di cogliere almeno tutti questi elementi.

Per quel che concerne le alee, ogni lavoratore è generalmente esposto sui versamenti all'INPS al c.d. rischio politico riconducibile ad eventuali cambiamenti della quantificazione del trattamento pensionistico e/o dei requisiti minimi per accedervi. Sotto questo profilo, vi è inoltre da osservare che coloro che optano per il TFR sono esposti anche ai più generali rischi di impresa ed in particolare all'inadempimento da parte del datore di lavoro, come in caso di

fallimento. Ancorché questo rischio sia coperto dal Fondo di Garanzia⁹, il TFR è comunque legato alle vicende dell'azienda al pari del reddito da lavoro. Invero, in ipotesi di stato di insolvenza, la prosecuzione dell'accantonamento al TFR viene meno, analogamente, a quanto accade per la retribuzione ordinaria. È, infatti, appena il caso di osservare che la garanzia INPS agisce solo per il TFR già accumulato.

Per quanto specificamente concerne l'investimento nei fondi pensione, va posto in evidenza che esso espone il lavoratore soprattutto ai rischi di natura finanziaria a cui, del resto, sono esposti tutti gli investitori in fondi comuni (rischi di mercato). Tant'è che ad esclusione del "comparto garantito", le cui caratteristiche non sono ancora ben delineate, non è previsto alcun minimo garantito, né sul rendimento né sulla restituzione del capitale. Anche in questo caso, teoricamente, esiste un rischio di inadempimento, che tuttavia è contenuto in virtù sia della Vigilanza della Covip¹⁰ sia dell'esenzione dalla disciplina del fallimento. In questa prospettiva residuano, quindi, i rischi di mercato, che sono tuttavia speculativi e non puri, e che possono beneficiare della diversificazione oggettiva e soggettiva, sempre se le vicende dei gestori e dell'impresa di riferimento siano indipendenti fra loro.

Con riferimento al perfezionamento della scelta, rilevano infine anche parametri soggettivi, quali l'età anagrafica e l'anzianità contributiva. Tentare di delineare delle scelte di convenienza "universali" è però difficile, a causa della stratificazione di riforme pensionistiche che definiscono una casistica molto ampia. Per questo motivo, gli studi che hanno indagato la scelta dei lavoratori sono stati di tipo simulativo[7]. Ipotizzando diversi lavoratori-tipo, differenziati sulla base delle variabili suddette e della possibilità o meno di aderire a fondi chiusi, si è cercato di definire la scelta ottimale, evidenziando che, a parità di altre condizioni, e per orizzonti temporali lunghi, il montante accumulato da un fondo pensione chiuso risulta sempre preferibile a quello del TFR. Quest'ultimo, per definizione, recupera solo parte dell'inflazione, oltre che dei vantaggi fiscali. In questo senso, quindi, la scelta a favore del fondo negoziale è sempre "razionale", indipendentemente dall'anzianità contributiva o dall'età anagrafica.

Diversa è la condizione di coloro che non possono far confluire il proprio TFR ai fondi chiusi, non appartenendo a determinate categorie di lavoratori o per l'assenza di un fondo

⁹L'accantonamento annuo (7,41% della retribuzione lorda) è costituito da un 6,91% che costituisce il TFR realmente accantonato e che viene rivalutato annualmente ed uno 0,5% che viene versato al Fondo di solidarietà costituito presso l'INPS e che serve a liquidare il TFR proprio ai lavoratori la cui azienda è fallita.

¹⁰ La Covip vigila su tutte le forme complementari seguendo le direttive del Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali, sulla correttezza dei comportamenti, sulla sana e prudente gestione, sulle condizioni di trasparenza e pubblicità.

pensione aziendale. In tal caso, a parità di altre condizioni, l'analisi simulativa non è in grado di definire una scelta di convenienza tra TFR e fondi pensione aperti, a causa dei maggiori costi di gestione di questi e soprattutto della volatilità dei loro rendimenti.

Per coloro che hanno un'elevata età anagrafica e anzianità contributiva, va tuttavia sottolineata la convenienza della possibilità di sfruttare l'agevolazione fiscale prevista aderendo, ad esempio, ad un comparto garantito. In questo modo le differenze tra TFR e previdenza complementare sono minimizzate dato che questo comparto assicura la restituzione del capitale e rendimenti comparabili a quelli del TFR. La situazione cambia per coloro che hanno un'età anagrafica molto bassa, pochi anni di anzianità contributiva e non possono aderire ai fondi chiusi. Per questi lavoratori, i fondi pensione aperti rappresentano un'occasione molto importante per colmare il *gap* tra i tassi di sostituzione attualmente offerti dalla previdenza obbligatoria e quelli attesi, che presumibilmente si attesteranno su valori intorno al 30-40% dell'ultima retribuzione percepita (cfr. Tabella 1). In questo senso l'opzione deve essere necessariamente esercitata, se l'obiettivo finale è disporre in età avanzata di livelli di reddito comparabili a quelli finora assicurati alle generazioni precedenti. Avendo a disposizione un orizzonte temporale molto lungo, si avrà la possibilità di investire in comparti via via meno rischiosi, in funzione della loro aspettativa di vita, e sfruttare gli extra-rendimenti che il mercato (soprattutto quello azionario) è in grado di offrire nel lungo periodo. In tale prospettiva, l'analisi empirica si focalizzerà quindi sul comparto azionario.

3. I mercati dei Fondi pensione in Italia

Nei sistemi finanziari più avanzati, i fondi pensione costituiscono uno dei principali investitori in azioni quotate e danno un forte impulso all'economia e ai mercati finanziari¹¹. La situazione italiana è molto lontana dal raggiungimento di tali traguardi. Come già ricordato, l'architettura del cosiddetto secondo pilastro è stata definita dalla l. 124/93 che ha dato l'avvio allo sviluppo dei fondi pensione e ne ha definito gli aspetti principali quali la natura volontaria dell'adesione e il regime finanziario a capitalizzazione. Il settore è costituito da fondi aperti, chiusi, e da Fip. Al 2005, le attività finanziarie gestite da questi organismi ammontavano al 2,1% del Pil, corrispondente ad una quota prossima allo zero del capitale di

¹¹ I principali mercati pensionistici sono: Canada, Francia, Giappone, USA, Germania, Australia, Gran Bretagna, Olanda, Irlanda, Svizzera, Hong Kong.

Borsa, mentre negli Stati Uniti essi gestiscono fino ad un quinto del capitale di borsa, circa un terzo del Prodotto Lordo [3].

Come si evince dalla Tabella 3, che descrive le caratteristiche quantitative della previdenza complementare in Italia secondo il numero di fondi per tipologia, il numero degli aderenti a ciascuna e il patrimonio gestito, il potenziale di sviluppo del settore è enorme.

Tabella 3:Principali indicatori al 31/12/2006 (dati provvisori)

	<i>Fondi chiusi</i>	<i>Fondi aperti</i>	<i>Fip</i>	<i>Totale</i>
<i>Risorse D.P.</i>	€ 9.245.000	€ 3.527.000	€ 4.552.000	€ 17.324.000
<i>N° Iscritti</i>	1.205.242	440.486	948.424	2.595.152
<i>N° fondi</i>	42	84	-	126

Fonte: [11]

Il maggior numero di fondi istituiti sono di tipo aperto, ma il loro sviluppo è ancora marginale rispetto ai fondi negoziali sia per numero di iscritti sia per risorse gestite: essi hanno raccolto soprattutto adesioni su base individuale, pur essendo aperti anche ad adesioni collettive. I fondi pensione chiusi hanno un numero di iscritti triplicato poiché comprendono adesioni collettive sia di categorie di lavoratori dipendenti (28 fondi di categoria), sia di lavoratori di determinate aziende o gruppi (9 fondi aziendali o di gruppo), a cui si aggiungono quelli rivolti a lavoratori autonomi (5 fondi chiusi) e quelli circoscritti ad uno specifico ambito territoriale (5 fondi). Per i fondi pensione aperti va sottolineato che degli 84 istituiti solo 74 risultano operativi al 2006. Inoltre, a causa del processo di riorganizzazione che ha interessato i diversi gruppi societari ai quali fanno capo i soggetti gestori con fusioni e acquisizioni, il loro numero è in diminuzione rispetto al 2005. La concentrazione del settore è molto alta per entrambe le tipologie. La Tabella 4 fornisce le quote del mercato indicando i principali attori di questo. La maggior parte dei fondi chiusi (33 su 42), ha scelto di affidare la gestione a intermediari specializzati e circa il 63,5% delle risorse in gestione è stata affidata a SGR e la quota di mercato più alta è nelle mani di Sanpaolo IMI Fondi Chiusi SGR. Nel mercato dei fondi aperti predominano le Compagnie di Assicurazione con 47 fondi istituiti su un totale di 74, seguono le SGR con 18 fondi, mentre Banche e Sim sembrano svolgere un ruolo marginale. In questo mercato, la quota più alta appartiene al gruppo Crédit Agricole. La concentrazione è forte anche nel numero degli iscritti: i primi 5 fondi pensione aperti per numero di iscritti gestiscono circa il 53% del totale delle risorse destinate alle prestazioni, per i fondi chiusi il 60%.

Tabella 4: I principali gestori del mercato dei fondi pensione

<i>Fondi Pensione Negoziali</i>	<i>Quota di mercato %</i>	<i>Fondi Pensione Aperti</i>	<i>Quota di mercato %</i>
<i>Sanpaolo IMI SGR</i>	19,4	<i>Credit Agricole (CAAM)</i>	25
<i>Pioneer</i>	15,2	<i>ARCA SGR</i>	17,7
<i>Dueemme</i>	7,6	<i>MPS SGR</i>	9,1
<i>RAS</i>	7,1	<i>SanpaoloIMI SGR</i>	7,8
<i>AXA IM</i>	6,6	<i>Fideuram Investment</i>	5,8
<i>Unipol</i>	6,6	<i>Generali SGR</i>	4,7
<i>BnpParibas</i>	6,5	<i>Fondiarria-Sai</i>	4,3
<i>Credit Agricole (CAAM)</i>	5,3	<i>Ras SGR</i>	3,7
<i>Capitalia</i>	4	<i>Altri</i>	21,9
<i>Altri</i>	21,7		

Fonte: [11]

Relativamente ai patrimoni gestiti, la Tabella 3 fa riferimento alle risorse disponibili per le prestazioni (DP), costituite dall'attivo netto destinato alle prestazioni e dalle eventuali riserve matematiche costituite a fronte degli impegni assunti. Ricordiamo che i fondi presenti sul mercato operano tutti in regime di contribuzione definita, e le prestazioni sono quindi correlate ai soli investimenti effettuati dal fondo. Le risorse gestite risultano in aumento rispetto al 2005 del 20%, ma ancora esigue rispetto alle potenzialità del settore. La riforma punta, quindi, ad incrementare l'adesione ai fondi (anche attraverso la formula del silenzio-assenso).

Le adesioni, pur in crescita, risultano ancora esigue rispetto al bacino dei potenziali iscritti. In particolare, nel 2006 l'aumento è stato del 9% per i fondi negoziali, per lo più riconducibile alle adesioni fatte registrare dal primo fondo pensione del settore del pubblico impiego, e del 6,5% per i fondi aperti. Soprattutto l'adesione dei più giovani si rivela ancora contenuta: solo il 7,3% degli iscritti ha meno di 30 anni, mentre più del 25% ha più di 50 anni [2]. La scelta della linea dell'investimento è presentata nella Tabella 5. Nel caso dei fondi negoziali si evidenzia la tendenza ad aderire ai comparti più prudenti, mentre per quelli aperti gli iscritti si distribuiscono tra i comparti in modo omogeneo.

Tabella 5: Le adesioni per linee di investimento al 31 dicembre 2006 (dati provvisori)

	<i>Fondi chiusi</i>	<i>Fondi aperti</i>
<i>Comparto azionario</i>	1,5%	37%
<i>Comparto obbligazionario</i>	73%	35%
<i>Comparto bilanciato</i>	25,5%	28%

Fonte: [11]

Le statistiche fornite danno il quadro del sostanziale ritardo nello sviluppo del secondo pilastro e allo stesso tempo delle potenzialità da sfruttare. Secondo le simulazioni della Covip, lo sviluppo futuro è strettamente legato all'aumento del tasso di adesione dei lavoratori dipendenti, obiettivo primario della riforma introdotta con la l.252/2005 ed entrata in vigore il 1 gennaio 2007. Si stima, infatti, che se la metà dei lavoratori aderisse ai fondi pensione nel corso dei prossimi dieci anni, nel 2030 il patrimonio dei fondi italiani sarebbe ancora inferiore al 20% del Pil, e anche nel caso di adesioni pari al 100%, tale rapporto salirebbe al 30%, laddove in molti Paesi europei, negli Stati Uniti e nel Giappone esso si attesta, come già ricordato, nel 2006 tra il 51% e l'85% dei rispettivi Pil.

4. La valutazione della *performance*

I dibattiti sulla recente riforma pensionistica tendono a sottolineare i maggiori rendimenti offerti dai fondi pensione rispetto alla rivalutazione del TFR, senza prendere però in considerazione l'informazione relativa all'esposizione al rischio. Attraverso le misure di *performance* è possibile, invece, fornire informazioni più complete rapportando una misura dell'extra-rendimento a varie misure di rischio, totale o sistematico.

Fondi comuni di investimento e Fondi pensione sono simili sotto molti aspetti. Entrambi fronteggiano lo stesso *set* delle opportunità e offrono *portfolio management services* ai propri clienti attraverso strategie passive o attive¹². Ne discende che gli strumenti di valutazione della *performance* tradizionali, sviluppati nel modello CAPM e utilizzati per i fondi comuni d'investimento, sono utilmente applicabili anche ai fondi in esame. Il punto delicato risiede tuttavia nell'individuazione del parametro a cui riferire la valutazione, nel senso proprio dell'insieme dei parametri di valutazione (c.d. numerario di valutazione) in un contesto di aspettative omogenee. Nell'ipotesi del CAPM, il tasso *risk-free* svolge la funzione di definizione del numerario di riferimento che consente agli investitori di valutare in maniera uniforme l'extraprofitto, dato che per ipotesi il *risk-free rate* è unico. *Mutatis mutandis*, per l'investitore-lavoratore, che fronteggia un *set* delle opportunità definibile in base all'offerta dei fondi pensione e del TFR, il tasso di rivalutazione previsto svolge la medesima funzione del *risk-free rate* del CAPM e non risente di alcuna difficoltà di identificazione essendo, per tutti i lavoratori, univocamente definito.

¹² I fondi pensione hanno, peraltro, anche il vantaggio di una minore volatilità dei flussi in uscita, poiché le prestazioni sono soggette alla maturazione dei requisiti previsti dal pilastro obbligatorio.

Ne consegue che la trasposizione ai fondi pensione delle misure di *performance* dei fondi comuni richiede la sostituzione del *risk-free rate* con il tasso di rivalutazione del TFR. Tale opportunità consente una valutazione calibrata della scelta che fronteggiano i lavoratori sulla base dell'alternativa (unica) che è il TFR. Proprio come nel “mondo” CAPM, il lavoratore-investitore chiede un premio per il rischio inteso come extra-rendimento rispetto al TFR.

In letteratura le misure di valutazione della *performance* sono molteplici e combinano in modo diverso i due parametri fondamentali rischio-rendimento con il comune obiettivo di valutare la *performance*, ossia “stabilire se, e in quale misura, il gestore ha creato valore, pur nel rispetto degli obiettivi prefissati” [13]. Gli indici di *performance* si possono distinguere essenzialmente in due categorie principali: gli indicatori di rendimento per unità di rischio e gli indicatori differenziali. Alla prima categoria appartengono gli indici di Sharpe e Treynor, mentre alla seconda è ascrivibile l'*alpha* di Jensen.

4.1 Una rilettura di Sharpe e Treynor per i fondi pensione

L'indice di Sharpe [19] o *reward to variability ratio* è ricavato nel contesto del CAPM attraverso la Capital Market Line espressa con valori storici dei rendimenti in esame. Come è noto, esso è dato dal rapporto tra il rendimento dell'*i*-esima attività depurato del *risk-free rate* e la deviazione *standard*, fornendo quindi una misura dell'extraprofitto in relazione al c.d. rischio totale. Nel caso dei fondi, la trasposizione prevederà l'adozione del tasso di rivalutazione del TFR in luogo del *risk-free rate*, fornendo così una misura dell'*excess return* per il lavoratore rispetto al TFR:

$$(1) \quad S_{\text{pensione}}^{\text{fondo}} = \frac{R_{\text{pensione}}^{\text{fondo}} - r_{\text{TFR}}}{\sigma_{\text{pensione}}^{\text{fondo}}}$$

L'indice di Sharpe misura il premio per il rischio offerto dal fondo, talché valori positivi segnalano l'esistenza di un *excess-return* calibrato rispetto al TFR e quindi una preferibilità del fondo. Viceversa, un valore negativo segnala l'incapacità del fondo di produrre un rendimento superiore al TFR e quindi di remunerare in una qualche maniera il rischio corrispondente.

Al pari di quel che accade nella modellistica CAPM, la graduatoria tra i vari fondi – che presentino valori positivi – può essere costruita proprio sulla scorta del valore dell’indicatore; evidentemente, saranno preferibili quei fondi che presentino indicatori più alti.

La valutazione soggettiva rispetto al TFR non esaurisce però la tematica della valutazione più ampia della *performance* oggettivamente raggiunta dai fondi pensione in relazione al più ampio mercato finanziario di riferimento. In questo senso ha ragion d’essere anche una valutazione comparativa della *performance* del fondo rispetto al *benchmark*. La valutazione rispetto al *benchmark* “dichiarato” costituisce, come noto, una valutazione della capacità del gestore di “battere” il mercato di riferimento[8]. La stessa valutazione condotta, invece, con riferimento ad un *benchmark* omogeneo, consente di esprimere una ulteriore graduatoria dei fondi e diventa particolarmente utile allorquando dalla prima fase valutativa non dovesse emergere un ampio *parterre* di fondi con *excess-return* positivo.

Questa seconda fase della valutazione consente, quindi, di collocare adeguatamente il singolo fondo nello spazio rischio-rendimento e richiede la computazione di un nuovo indicatore che rapporti il rendimento del *benchmark* comune, depurato del saggio di rivalutazione del TFR, alla volatilità del *benchmark* medesimo:

$$(2) \quad S_{benchmark} = \frac{R_{benchmark} - r_{TFR}}{\sigma_{benchmark}}$$

Se il primo indicatore è superiore al secondo, è possibile concludere che il fondo non solo è preferibile rispetto al TFR, ma ha anche “battuto il mercato”. Viceversa, nell’ipotesi in cui il primo indicatore è positivo ma inferiore al secondo, se ne ricava che ancorché preferibile rispetto al TFR, il fondo non “batte” il mercato.

Al pari di quanto accade in altri contesti, l’indicatore di *excess-return* può altresì essere riferito al solo rischio sistematico, rappresentato dal coefficiente *beta*. Il riferimento è chiaramente all’indice di Treynor [21], che tuttavia, come nel caso precedente, deve essere ricalibrato sul tasso di rivalutazione del TFR:

$$(3) \quad T_{pensione}^{fondo} = \frac{R_{pensione}^{fondo} - r_{TFR}}{\sigma_{pensione}^{fondo}}$$

Il numeratore è identico all'indice precedente, mentre il denominatore è il *beta* storico del fondo. Anche in questo caso è possibile graduare ulteriormente con riferimento al mercato, replicando la logica di analisi precedente e ricordando che il *beta* del *benchmark* costituisce il punto di riferimento ed è posto, per definizione, pari ad 1.

$$(4) \quad T_{benchmark} = R_{benchmark} - r_{TFR}$$

Infine, come per gli indici di Sharpe e Treynor non si rilevano solitamente significative differenze di graduatoria, così nel caso degli indici elaborati per i fondi pensione non si dovrebbero rilevare elevati scostamenti.

4.2 Una rilettura dell'*alpha* di Jensen per i fondi pensione

Dal CAPM si ricava il terzo indicatore che appartiene alla categoria degli indicatori differenziali, l'*alpha* di Jensen[14]. Ricavato nella prospettiva della *Security Market Line* (SML), l'*alpha* è corretto sostituendo, ancora una volta, al *risk-free rate* il saggio di rivalutazione del TFR e al *market-rate* il tasso di rendimento del *benchmark* guida prescelto, nel tentativo di graduare in maniera omogenea i fondi sotto osservazione. La costante *alpha* misura l'abilità del gestore rispetto al risultato di un portafoglio *buy and hold* (suggerito dalla SML) con uguale *beta*. A differenza dell'indice di Treynor, l'*alpha* è una misura assoluta ottenuta agevolmente con la tecnica della regressione lineare. A tal fine, basta regredire l'*excess-return* del singolo fondo sull'*excess-return* del *benchmark* guida, così come mostrato dalla formula 5):

$$5) \quad R_{pensione,t}^{fondo} - r_{TFR,t} = \alpha_t + \beta_{pensione}^{fondo} (R_{benchmark,t} - r_{TFR,t}) + e_{pensione,t}^{fondo}$$

L'intercetta è l'*alpha* di Jensen, il regressore è il *beta* storico costante nel periodo *t*, moltiplicato per il premio per il rischio e l'ultima componente è il rendimento incorrelato con il *benchmark*, che approssima il mercato. Un *alpha* positivo e significativamente diverso da

zero (*T-test* superiore a 1,96 per il 95% come intervallo di confidenza) indica che, nel periodo considerato, gli extra-rendimenti ottenuti dal fondo rispetto al mercato sono riconducibili all'abilità del gestore nel prevedere l'andamento futuro dei prezzi, ossia il gestore ha "battuto" la *buy and hold*. Viceversa, se l'*alpha* è statisticamente inferiore a zero (*T-test* inferiore a -1,96 per il 95% come intervallo di confidenza), il gestore ha fatto peggio del portafoglio di mercato o di una *random selection*.

5. L'analisi empirica

L'analisi empirica si soffermerà sul mercato dei fondi pensione aperti. Per la valutazione della *performance* è stato selezionato un campione costituito da 11 fondi a cui è stato assegnato un codice di riferimento (Tabella 6).

Il comparto selezionato è quello azionario internazionale definito da Assogestioni: si tratta di fondi aperti che investono almeno il 70% delle loro risorse nei mercati azionari internazionali e dichiarano come *benchmark* indici internazionali. Il profilo di rischio è quello più alto e di più lungo periodo: la prospettiva d'analisi è quella di lavoratori dipendenti con età anagrafica bassa e una corrispondente prospettiva di molti anni di anzianità contributiva.

Il campione complessivamente raccoglie il 37% del totale gestito dai fondi aperti per il comparto azionario, tutti a regime di contribuzione definita e appartenenti ai principali gestori del settore. I dati disponibili (on-line) sono forniti principalmente da SIM e SGR, appartenenti nella maggioranza dei casi a gruppi bancari. Ben 5 fondi del campione sono gestiti da Intesa previdenza Sim, ma com'è evidente dalle denominazioni dei fondi, alcuni sono confluiti in essa in seguito ai processi di acquisizione e fusione che hanno caratterizzato il Gruppo Intesa, che da solo raccoglie il 24,4% degli iscritti.

Le serie storiche del valore delle quote si riferiscono al periodo 2001-2006 e sono calcolate l'ultimo giorno lavorativo di ciascun mese. I rendimenti sono calcolati in capitalizzazione continua e ad essi è applicato un *decay factor* del 20% sui dati relativi ai primi tre anni, al fine di ridurre il contributo dei valori più lontani nel tempo.

Tabella 6: Il campione selezionato

Gestore del Fondo	Denominazione del fondo	Codice del fondo
ALETTI GESTIELLE SGR SpA	Gestielle Pensione e Previdenza linea Azionario Internazionale	GEST
ARCA SGR	Arca Previdenza Aziende linea Alta crescita	ARC
ARCA SGR	Arca Previdenza FPA linea Alta Crescita	APFP
BIPITALIA GESTIONI SGR	Fondicri Multiprev - FPA linea Linea Azionaria Internazionale	BIPI
CREDEMVITA SPA (Assicurazioni)	Azurprevidenza Fondo Pensione Aperto linea Azionaria	AZUR
INTESA PREVIDENZA SIM SPA	Carime Previdenza linea Linea Azionaria	CARM
INTESA PREVIDENZA SIM SPA	Giustiniano linea Azionaria	GIUS
INTESA PREVIDENZA SIM SPA	Previd-System linea Rivalutazione Azionaria	PRSY
INTESA PREVIDENZA SIM SPA	Previmaster linea Linea Valore Azionario	PRMS
INTESA PREVIDENZA SIM SPA	Intesa Mia Previdenza. Linea Piano Previdenza Dinamico	GEDS
SELLA GESTIONI SGR SpA	Eurorisparmio Previdenza Complementare Fondo Pensione linea Eurorisparmio Azionario Internazionale	SELL

Fonte:[2]

Per il calcolo degli indici di *performance*, come *proxy* del mercato è stato scelto un *benchmark* ponderato: per il 70% è costituito dall'indice internazionale MSCIWI (*Morgan Stanley Capital International-World Index*) e per il 30% da MTS *Italy Index Long Term* (*duration* pari a 9,8 anni), per il quale sono stati ottenuti i rendimenti applicando la stessa metodologia utilizzata per i rendimenti dei fondi. La scelta di un *benchmark* ponderato è motivata sia dalla definizione di comparto azionario fornita da Assogestioni, sia alla luce dei *benchmark* dichiarati dei fondi. La maggior parte dei fondi del campione agganciano la propria *performance* in parte a uno o più indici azionari internazionali e in parte, tra il 30% e il 5%, a indici relativi ai mercati dei titoli di Stato, sia italiani sia internazionali.

La Tabella 7 fornisce oltre al *benchmark* dichiarato da ciascun fondo, il patrimonio gestito e la data in cui è stato istituito. Dalle informazioni relative al patrimonio emerge che il campione, pur comprendendo il fondo APFP (Arca Previdenza FPA linea Alta Crescita), uno dei più grandi in Italia, è costituito soprattutto da fondi di piccole dimensioni. Come tasso

risk-free è stata utilizzata la rivalutazione mensile del TFR, sulla base delle considerazioni precedentemente svolte.

Tabella 7: Principali informazioni del campione

Codice del fondo	Patrimonio al 29/12/06 EUR	Benchmark	Data
GEST	€ 5.128.084,79	65%MSCI,20%MSCI europe15 Index,15%M.L.EMU Dir 1-3y	dic-99
ARC	€ 32.000.000,00	5% M.L. EMU Direct Gov. Index TR,65% MSCI Daily TR Net World Local,30% MSCI Daily TR net World USD convertito in euro	set-99
APFP	€ 291.300.000,00	5% M.L. EMU Direct Gov. Index TR,65% MSCI Daily TR Net World Local,30% MSCI Daily TR net World USD convertito in euro	dic-98
BIPI	€ 6.530.000,00	95%MSCI World Index, 5% MTS Spa breve termine espresso in euro	set-00
AZUR	€ 10.903.615,00	15%J.P Morgan G.B. Traded in Euro,40%M.T.S.Capitalizzazione Generale Lordo ex Banca d'Italia,35%MSCI International World in Euro, 10%Comit Globale	dic-98
CARM	€ 7.473.604,57	5%JPMorganEMU Cash 3 mesi,5%JPMorganEMU Gov. Bond Traded,5%JPMorganGBI+Traded, 20%MSCI AC Europe e 65% MSCI AC World Free	mar-00
GIUS	€ 7.970.921,56	15%JPMorgan EMU Gov Bond traded +85%MSCI All Country World Free	mag-00
PRSY	€ 59.546.113,18	5%JP Morgan EMU Cash 3 mesi,5%JPMorganEMU GovBobdTraded,5%JPMorganGBI+Traded, 20%MSCI AC Europe e 65% MSCI AC World Free	mar-00
PRMS	€ 6.242.827,71	5%JPMorganEMU Cash 3 mesi,5%JPMorganEMU GovBobdTraded,5%JPMorganGBI+Traded, 20%MSCI AllCountry Europe e 65% MSCI ACy World Free	mar-00
GEDS	€ 67.783.350,46	15%ComitGlobale+50%MSCIWorldFree+10%MTS(exBanca d'Italia)-BOT+15%MTS(ex Banca d'Italia)-BTP+10%J.P.Morgan Government Bond Global traded	mar-99
SELL	€ 12.979.202,00	90%MSCIWorld Index+10%MTSMonetario	mar-99

Fonte: [11]

I rendimenti così ottenuti sono lordi: la tassazione infatti è neutrale essendo pari all'11% sia per i fondi sia per il TFR.

La Tabella 8 riporta le principali statistiche descrittive del campione. Sotto il profilo del rischio assoluto, la maggior volatilità è associata ai due fondi gestiti da ARCA SGR, cui corrispondono anche i rendimenti più bassi. Il rendimento maggiore è associato al fondo BIPI, che presenta il *beta* più prossimo a quello di mercato. I restanti fondi si ripartiscono in 6 fondi “aggressivi” (*beta* maggiore di uno) e 4 fondi “difensivi” (*beta* minore di uno). Infine, come ci si aspettava, la volatilità minore è associata al TFR, poiché esso dipende solo dalla variabilità del parametro *p*.

Tabella 8: Le principali statistiche del campione dei fondi pensione

Codice del fondo	Media %	Devianza %	Beta
GEST	0,11	1,81	0,84
ARC	0,09	2,59	1,14
APFP	0,07	2,62	1,16
BIPI	0,24	2,27	0,99
AZUR	0,13	2,03	0,95
CARM	0,18	2,24	1,02
GIUS	0,12	2,43	1,03
PRSY	0,14	2,28	1,07
PRMS	0,18	2,29	1,03
GEDS	0,09	1,82	0,85
SELL	0,08	2,25	0,91
70%MSCIWI+30%MTS	0,27	2,08	1
Rivalutazione TFR	0,19	0,09	

5.1 La performance dei fondi pensione in Italia

Definite le principali statistiche descrittive quali media, varianza e *beta*, è possibile notare per le medie dei rendimenti valori inferiori rispetto al rendimento del TFR, con *excess-return* negativi, tranne nel caso di BIPI. Rapportando tali extra-rendimenti alle misure di rischio totale e sistematico, sono stati calcolati gli indicatori di *performance* secondo la metodologia descritta nel paragrafo 4.1.

La Tabella 9 riporta, per il campione selezionato, le graduatorie relative ai due indici: in entrambi i casi solo il fondo BIPI presenta valori positivi. Se ne ricava pertanto che l'unico fondo "oggettivamente" preferibile per il lavoratore rispetto al TFR è quest'ultimo e che esso risultata, naturalmente rispetto agli altri fondi.

Dalla successiva fase di valutazione, che confronta la *performance* dei fondi rispetto a quella ottenuta dal mercato di riferimento (azionario internazionale), di cui il *benchmark* prescelto è una *proxy*, emerge però che esso non ha "battuto il mercato": l'indice di Sharpe e di Treynor del *benchmark* si attestano, infatti, su valori maggiori rispetto a quelli di BIPI.

Tabella 9: Gli indicatori di Sharpe e di Treynor per i fondi pensione

Codice del fondo	Indice di Sharpe	Codice del fondo	Indice di Treynor
GEDS	-0,053	SELL	-0,0012
SELL	-0,050	GEDS	-0,0011
APFP	-0,048	APFP	-0,0011
GEST	-0,045	GEST	-0,0010
ARC	-0,041	ARC	-0,0009
GIUS	-0,032	GIUS	-0,0008
AZUR	-0,032	AZUR	-0,0007
PRSY	-0,021	PRSY	-0,0005
CARM	-0,008	CARM	-0,0002
PRMS	-0,005	PRMS	-0,0001
BIPI	0,019	BIPI	0,0004
70%MSCIWI +30%MTS longterm	0,039	70%MSCIWI+ 30%MTS longterm	0,0008

La valutazione si è successivamente soffermata ad indagare l'abilità dei gestori dei fondi del campione, anche in questo caso rispetto al *benchmark* ponderato, così da ottenere una valutazione omogenea rispetto al comune mercato di riferimento. Nella Tabella 10 sono elencati i valori dell'*alpha* di Jensen, stimati attraverso un modello di regressione lineare che ha analizzato la relazione tra gli extra-rendimenti dei fondi e l'extra-rendimento del *benchmark*, in entrambi i casi rispetto alla rivalutazione del TFR.

Tabella 10: L'*alpha* di Jensen

Codice del fondo	<i>Alpha</i> di Jensen	Jensen T-value
GEST	-0,0015	-2,71
APFP	-0,0022	-1,74
ARC	-0,0011	-1,57
SELL	-0,0019	-1,28
GIUS	-0,0016	-1,17
GEDS	-0,0016	-3,07
AZUR	-0,0014	-2,43
PRSY	-0,0013	-2,05
CARM	-0,0001	-1,12
PRMS	-0,0009	-0,96
BIPI	-0,0004	-0,29

Il modello di Jensen risulta nella totalità dei casi una buona approssimazione lineare con valori del coefficiente di determinazione lineare superiore allo 0,7 e residui incorrelati in tutte le regressioni svolte. Il valore stimato di *alpha* è negativo per tutti i fondi, ma i valori di controllo dello *T-test* si attestano su valori inferiori a -1,96 (considerando un intervallo di confidenza del 95%) soltanto per GEST, GEDS, AZUR, PRSY (valori evidenziati in neretto). Ciò vuol dire che la valutazione negativa della *performance* dei fondi del campione, è direttamente riconducibile alla mancata abilità del gestore soltanto in quattro casi.

Sebbene emerga in modo chiaro che i fondi aperti, nella quasi totalità dei casi, siano poco competitivi sia rispetto al TFR, sia rispetto al mercato di riferimento, va tuttavia notato che il *benchmark* ha, invece, ottenuto un *excess-return* superiore al TFR. Ciò potrebbe voler dire che una strategia di tipo passivo, *buy and hold*, ossia di replica del *benchmark* avrebbe consentito una *performance* competitiva rispetto al TFR. Attraverso la rilevazione della *tracking error* e della *tracking error volatility* (TEV) è possibile evidenziare rispettivamente il differenziale di rendimento prodotto rispetto al *benchmark* (*active return*) e il rischio assunto di scostarsi dal rendimento del *benchmark* stesso (*active risk*). Esso non è una misura di rischio assoluto, quale la deviazione *standard*, ma consente solo di individuare i fondi che hanno assunto politiche d'investimento significativamente differenti rispetto al *benchmark*, sia adottando scelte più caute che più aggressive. La Tabella 11 fornisce i risultati della TEV per il campione in esame.

Tabella 11: L'analisi del *tracking error* e della *tracking error volatility*

Codice del fondo	Tracking error medio %	Tracking error volatility %
AZUR	-0,14	0,49
GEDS	-0,18	0,55
GEST	-0,16	0,57
PRSY	-0,13	0,57
CARM	-0,10	0,74
PRMS	-0,09	0,83
BIPI	-0,04	1,01
ARC	-0,19	1,10
ARFP	-0,20	1,10
GIUS	-0,16	1,15
SELL	-0,19	1,23

Dalla tabella si evince che la scelta di una gestione attiva è stata penalizzante per la totalità dei fondi del campione. All'assunzione dell'*active risk* non corrisponde, infatti, un *active return*, bensì uno scostamento medio dal *benchmark* negativo.

6. Conclusioni

Nel proposito di elaborare un criterio di scelta condivisibile dell'opzione tra i fondi pensione ed il TFR, il lavoro ha sviluppato un'analisi della *performance* basata sulla sostituzione del *risk-free rate* con il tasso di rivalutazione del TFR.

Oggetto specifico dell'applicazione pratica degli indici corretti è stato un campione di fondi aperti di natura azionaria, nel presupposto che ad essi, meglio che ad altre tipologie, potesse adattarsi la metodica di indagine elaborata e nella considerazione che ad essi possano rivolgersi i lavoratori più giovani e con minore anzianità contributiva, i quali necessitano di colmare i più ampi *gap* tra i tassi di sostituzione, così come previsto dai rapporti Covip.

I risultati dell'analisi condotta sul campione evidenziano che i fondi pensione non sono stati in grado di ottenere extra-rendimenti competitivi sia in termini assoluti, sia per unità di rischio. Gli *excess-return* rispetto al TFR, utilizzato come *risk-free rate*, sono infatti negativi per tutti i fondi del campione, tranne che per uno. Sotto il profilo, quindi, della prima fase della valutazione (cfr. § 4), solo uno di essi risulta oggettivamente preferibile rispetto al TFR. Tutti gli altri, invece, si collocano ad un livello più basso in termini di *excess-return*.

Considerando indicatori rendimento/rischio, il giudizio è, ancora una volta, sfavorevole ai fondi. Il premio per il rischio offerto è negativo sia per misure di rischio totale sia sistematiche, ed evidentemente inferiore a quelle offerte dal *benchmark* utilizzato come *proxy* del mercato, rispetto al quale essi sono equamente distribuiti tra fondi aggressivi e difensivi.

L'indagine è stata, quindi, estesa a valutare l'abilità dei gestori. L'analisi dell'*alpha* di Jensen ha rivelato valori anche essi negativi, ma solo per quattro fondi la *performance* negativa è significativamente riconducibile alla mancata abilità dei gestori.

In termini di scelta del lavoratore emerge, quindi, che i fondi pensione non sono stati in grado di offrire extra-rendimenti competitivi né rispetto al TFR né rispetto al mercato. Diversi possono essere i motivi a cui imputare tali *performance*, riconducibili principalmente al periodo di analisi considerato, sia dal punto di vista del settore sia del mercato finanziario.

Il periodo d'analisi corrisponde, infatti, ai primi anni di effettiva "operatività" del mercato dei fondi. Nonostante l'avvio del 1993, la maggior parte dei fondi è stato operativo solo a partire dal 1999-2000, periodo cui corrisponde per i gestori la fase iniziale di implementazione, caratterizzato da limitatezza delle adesioni e della raccolta. La curva di esperienza è quindi allo stadio iniziale e ciò si ripercuote in particolar modo sui fondi di più piccole dimensioni in termini di patrimonio gestito, che compongono molta parte del campione. Ne discende che l'orizzonte temporale dell'analisi è stato necessariamente limitato ad un periodo di soli cinque anni. Una utile verifica dei risultati conseguiti potrà realizzarsi in prosieguo di tempo, allorquando saranno disponibili i dati relativi ad un più protratto periodo di osservazione.

Dal punto di vista del mercato, il campione essendo agganciato a *benchmark* azionari internazionali, è stato caratterizzato dall'alta volatilità registrata sui mercati finanziari. In particolare, essi sono stati penalizzati da una forte esposizione sul mercato statunitense ed asiatico. Sia i *beta* storici sia l'analisi della *tracking error* e della *tracking error volatility* rivelano che l'adozione di strategie di tipo attivo da parte dei fondi, ha condotto all'assunzione di *active risk* cui non ha corrisposto un *active return*, bensì scostamenti medi dal *benchmark* negativi.

In merito alla *performance* ottenuta rispetto al *benchmark*, va sottolineato come l'extra-rendimento dei fondi risulti non competitivo non solo rispetto al TFR, ma anche rispetto al mercato di riferimento che pure ha ottenuto una *performance* superiore alla rivalutazione del TFR. Ciò che emerge, quindi, è che una strategia passiva (*buy and hold*) del *benchmark* avrebbe invece consentito di ottenere risultati competitivi rispetto al TFR. Pertanto c'è da chiedersi quale debba essere l'obiettivo in termini di *performance* di un fondo pensione rispetto ad un fondo comune tradizionale. Essi differiscono in modo sostanziale dal punto di vista dei bisogni che soddisfano e quindi anche in termini di obiettivi da perseguire. L'obiettivo di massimizzazione del rendimento di periodo (o del differenziale di rendimento rispetto al *benchmark*) attraverso strategie attive potrebbe comportare l'assunzione di rischi "attivi" non coerenti con i bisogni previdenziali cui devono rispondere i fondi pensione. D'altra parte, strategie di *benchmarking*, comportando anche costi più bassi, potrebbero risultare più competitive rispetto al TFR. Ciò vale sia per il comparto azionario che si è scelto di analizzare e a cui corrisponde il profilo di rischio più alto, coerentemente con la prospettiva di analisi finalizzata a segnalare scelte di convenienza rispetto al TFR per i più giovani, sia per fondi pensioni obbligazionari e bilanciati cui si associano profili di rischio più bassi. Le

analisi empiriche svolte su campioni di fondi bilanciati e obbligazionari dimostrano la scarsa competitività anche di tali comparti. Più in generale, possiamo dire che l'intero settore dei fondi pensione aperti è evidentemente ancora in fase di assestamento e si caratterizza per scarso spessore e profondità, oltre che per una trasparenza limitata.

Bibliografia

- [1] ABI-Assogestioni, *Rapporto sulla previdenza complementare in Italia*, Rapporti ABI 3, Milano, Bancaria Editrice, 2001.
- [2] Assogestioni, *Rapporto 4° Trimestre 2006 Fondi Pensione Aperti: Comparti, Iscritti, raccolta netta e attivo netto*, Febbraio 2007.
- [3] Banca d'Italia, *Considerazioni finali del Governatore*, Assemblea Generale Ordinaria dei Partecipanti, 31 Maggio 2006.
- [4] Banca d'Italia, *Relazione Annuale 2005*, Assemblea Generale Ordinaria dei Partecipanti, 31 maggio 2006.
- [5] Bank for International Settlement (BIS), *The Macroeconomic and Financial Implication of Ageing Population: A Report by the Group of Ten*, Basilea 1998.
- [6] Boldrini M., Dolado J.J., Jimeno J.F., Peracchi F., Breyer F., Fernandez R., *The future of pension in Europe*, Economic Policy, Vol. 14, No. 29, pp. 287-320, Ottobre 1999.
- [7] Brugiavani A., *TFR o Fondi pensione, una scelta di convenienza*, lavoce.info, 2007.
- [8] Caparrelli, F., *Economia dei Mercati Finanziari. Il mercato Azionario*, Milano, McGraw-Hill, 1998.
- [9] Caparrelli F., *Economia del mercato mobiliare*, McGraw-Hill, Milano 2004.
- [10] Covip, *Relazione per l'anno 2006*, Auditorium della Conciliazione, Roma, 21 Giugno 2006
- [11] Covip, *La previdenza complementare. Principali dati statistici. Aggiornamento al 31 dicembre 2006 (dati provvisori)*, Roma, Marzo 2007.
- [12] De Felice M., Moriconi F., *Definizioni dei benchmark, Misurazioni delle performance e valutazione dei "costi" nei fondi pensione con minimo garantito*, in Quaderni di Finanza n.36, Studi in materia di intermediari non bancari, Consob, Ottobre 1999.
- [13] Fabrizi P.L., *L'economia del mercato mobiliare*, Milano, Egea 2003.
- [14] Jensen, M.C., *The performance of Mutual Funds in the Period 1945-1964*, The Journal of Finance, Volume 23, Issue 2, 1968.

- [15] Messori M., *La previdenza complementare in Italia*, Bologna, Il Mulino, 2006.
- [16] Messori M., Scaffidi A., *Lo sviluppo dei fondi pensione chiusi: il possibile ruolo del TFR e del regime fiscale*, Quaderni MEFOP, n.1,1999.
- [17] Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali, *Rapporto di Strategia Nazionale sulle Pensioni*, Roma 2002.
- [18] Sharpe W.F., *Mutual Fund performance*, Journal of Business, January 1966, pp 119-138.
- [19] Sharpe W.F., *Adjusting for Risk in Portfolio performance Measurement*, Journal of Portfolio Management, Winter 1975, pp.29-34.
- [20] Sharpe W.F., *The Sharpe Ratio*, Journal of Portfolio Management, Fall 1994.
- [21] Treynor, J.L., *How to rate management Investment Funds*, Harvard Business Review, 1965.