

Nei comparti garantiti, l'incidenza sul patrimonio dei titoli di debito di emittenti italiani resta elevata, attestandosi al 72 per cento rispetto al 74 per cento registrato nel 2004; sale, invece, al 21 per cento la quota rappresentata dai titoli di debito di emittenti di altri Paesi dell'UE, in aumento sul 2004 di quasi 3 punti percentuali.

Per quanto riguarda l'utilizzo degli strumenti derivati, solo pochi fondi vi hanno fatto ricorso nel 2005; alcune operazioni sono state poste in essere con finalità di copertura dell'esposizione valutaria, altre sono state relative all'acquisto di *future* su titoli o su indici, prevalentemente con riferimento al mercato dei capitali. In alcuni casi, laddove il limitato patrimonio in gestione non consentiva di realizzare un'adeguata diversificazione mediante l'investimento diretto nei titoli, lo strumento del *future* è stato utilizzato come alternativa all'investimento in OICVM.

Tav. 4.17

Fondi pensione aperti. Esposizione effettiva sui mercati finanziari e composizione del *benchmark*.⁽¹⁾

(anno 2005; dati di fine periodo; valori percentuali)

	Tipologia comparto						Totale	
	Obbligazionari		Bilanciati		Azionari			
	Effett.	Bench.	Effett.	Bench.	Effett.	Bench.	Effett.	Bench.
Titoli di debito	89,7	89,7	53,8	52,7	19,2	18,0	49,5	48,8
Titoli di capitale	10,3	10,3	46,2	47,3	80,8	82,0	50,5	51,2
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) L'esposizione considera anche gli investimenti effettuati tramite gli OICVM e le posizioni in titoli di capitale derivanti dall'utilizzo di strumenti derivati; la composizione del *benchmark* è calcolata come media dei *benchmark* dei singoli comparti ponderata per i patrimoni di fine anno.

Considerando gli investimenti effettuati indirettamente per il tramite degli OICVM e le posizioni in derivati su titoli di debito e di capitale, nonché collocando i depositi nell'ambito dei titoli di debito, l'esposizione effettiva sui mercati obbligazionari e azionari, sia a livello generale che di singola tipologia di comparto, risulta molto simile a quella dei portafogli *benchmark*, pur con un leggero sovrappeso della componente obbligazionaria nei comparti azionari e bilanciati.

4.5.3 I risultati della gestione

Nel 2005, i risultati di gestione dei fondi pensione aperti hanno rispecchiato la congiuntura favorevole dei mercati finanziari.

I risultati aggregati dei fondi aperti sono stati calcolati, come di consueto, come variazione degli indici di capitalizzazione¹². Questi ultimi, riferiti sia all'intero settore sia alle diverse tipologie di comparto, sono ottenuti sulla base della media dei rendimenti mensili dei singoli comparti ponderati per la rispettiva incidenza sul patrimonio complessivo dei fondi considerato all'inizio del periodo; ciascun comparto entra nella composizione degli indici a partire dal mese nel quale si verifica la prima valorizzazione. I rendimenti mensili sono calcolati come variazione del valore della quota dei singoli comparti e, quindi, sono al netto di tutti gli oneri di amministrazione e gestione a carico del fondo, nonché degli oneri fiscali.

Inoltre, al fine di consentire una più articolata valutazione dei rendimenti, i comparti obbligazionari sono stati scomposti, sulla base della natura degli indicatori che compongono il *benchmark*, in obbligazionari misti (*benchmark* composti da indicatori azionari per una percentuale comunque non superiore al 30 per cento) e obbligazionari puri (*benchmark* composti esclusivamente da indicatori obbligazionari).

Alla fine del 2005, l'incremento dell'indice di capitalizzazione generale rispetto al corrispondente periodo del 2004 è stato dell'11,5 per cento; in tutti e quattro i trimestri dell'anno la variazione dell'indice è stata positiva. Estendendo l'orizzonte temporale agli ultimi tre anni, il risultato aggregato dei fondi aperti è particolarmente positivo e pari a circa il 23 per cento.

Nell'anno trascorso, il rendimento dei fondi aperti ha superato il tasso di rivalutazione del TFR; quest'ultimo, considerato al netto dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 2001, si è attestato al 2,6 per cento. Si tratta di una tendenza che prosegue oramai dal 2003; a partire dall'inizio di quell'anno e fino alla fine del 2005 il rendimento fatto registrare dai fondi aperti, circa il 23 per cento, è stato significativamente superiore alla rivalutazione netta del TFR, pari a circa l'8 per cento.

Con riferimento alle singole tipologie di comparto, quelli caratterizzati da una maggior quota di investimenti azionari hanno tratto particolare beneficio dai forti incrementi registrati dalle borse mondiali, specie dell'area dell'euro. I comparti azionari e bilanciati hanno infatti ottenuto rendimenti pari, rispettivamente, al 16,2 per cento e

¹² L'indice utilizzato rientra tra i cosiddetti "indici a catena" di *Laspeyres* e viene calcolato in base alla seguente formula:

$$I_t = I_{t-1} \frac{\sum_i v_{i,t} q_{i,t-1}}{\sum_i v_{i,t-1} q_{i,t-1}}$$

dove $v_{i,t}$ è il valore della quota al tempo t dell' i -esimo fondo e $q_{i,t}$ è il rispettivo numero di quote in essere al tempo t .

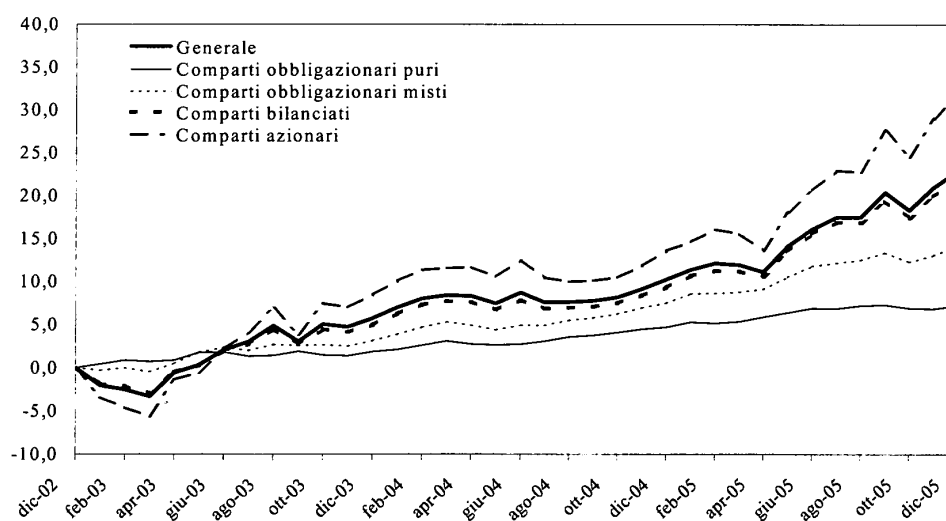
all'11,4 per cento, con risultati positivi in ciascuno dei quattro trimestri del 2005. Rendimenti più bassi, ma comunque positivi, sono stati conseguiti dai comparti obbligazionari; gli obbligazionari misti hanno ottenuto un apprezzamento del 6,2 per cento, beneficiando in parte anche delle rivalutazioni dei corsi azionari; mentre per i comparti obbligazionari puri il rendimento nel 2005 si è attestato attorno al 2,4 per cento, risentendo nell'ultima parte dell'anno dell'inversione della politica monetaria della BCE.

Per quanto riguarda i comparti garantiti, il rendimento aggregato, calcolato senza considerare la copertura derivante dalla garanzia, si è attestato al 2,9 per cento; il rendimento è leggermente superiore rispetto a quello fatto registrare dai comparti obbligazionari puri per la presenza di una componente azionaria, comunque limitata.

Per ciascuna delle tipologie di comparto, con l'eccezione dei comparti obbligazionari puri, il confronto con la rivalutazione netta del TFR è positivo sia con riferimento al 2005 sia estendendo il periodo di comparazione agli ultimi tre anni.

Tav. 4.18

Fondi pensione aperti. Rendimenti medi cumulati (dal 31.12.2002 al 31.12.2005).
(valori percentuali)



La valutazione dei risultati di gestione dei fondi aperti viene anche effettuata mediante il confronto con i rendimenti dei rispettivi portafogli *benchmark* teorici. Questi ultimi sono ottenuti mediante indici di capitalizzazione costruiti seguendo la stessa metodologia utilizzata per i rendimenti dei fondi pensione: il tasso di crescita

mensile dell'indice dei *benchmark* è pari alla media dei rendimenti mensili dei portafogli *benchmark* dei singoli comparti ponderata con gli stessi pesi usati nell'indice di capitalizzazione dei fondi¹³.

Inoltre, al fine di rendere più omogeneo il confronto con i rendimenti dei fondi aperti, viene presentata una versione dei rendimenti dei portafogli *benchmark* al netto dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 2001. Nel confronto va tuttavia considerato che i rendimenti dei portafogli *benchmark* così calcolati, a differenza dei rendimenti dei singoli comparti, sono ancora al lordo degli oneri di amministrazione e di gestione. Al riguardo, estendendo il periodo di riferimento ad anni precedenti, l'impatto degli oneri di gestione e amministrazione sul rendimento pluriennale dei singoli comparti diventa più rilevante e, quindi, il confronto con le variazioni dei portafogli *benchmark* può diventare penalizzante per i comparti stessi.

Tav. 4.19

Fondi pensione aperti. Rendimenti pluriennali.

(anni vari; valori percentuali)

	Rendimento a 3 anni (2003 - 2005)			Rendimento a 2 anni (2004-2005)			Rendimento a 1 anno (2005)		
	Comparti	Bench lordo	Bench netto ⁽¹⁾	Comparti	Bench lordo	Bench netto ⁽¹⁾	Comparti	Bench lordo	Bench netto ⁽¹⁾
Generale	22,9	28,6	25,2	16,3	20,4	18,1	11,5	13,4	11,9
Obblig. puri	7,2	10,9	9,6	5,3	8,0	7,1	2,4	3,6	3,2
Obblig. misti	14,1	18,6	16,5	10,7	14,2	12,6	6,2	7,7	6,8
Bilanciati	21,8	28,4	25,0	16,1	20,4	18,1	11,4	13,3	11,8
Azionari	31,9	37,8	33,3	21,7	26,3	23,2	16,2	18,4	16,4
<i>Per memoria:</i>									
Rivalut. del TFR ⁽¹⁾		8,2			5,2			2,6	

(1) Al netto dell'imposta sostitutiva.

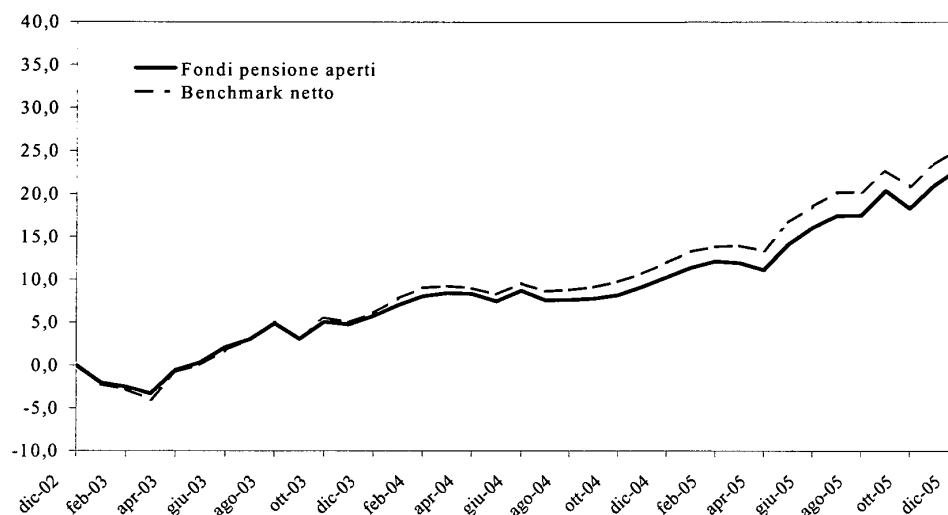
Nel 2005, il rendimento aggregato dei comparti dei fondi aperti è risultato sostanzialmente in linea con quello del portafoglio *benchmark*; circa un terzo dei comparti ha conseguito rendimenti superiori al proprio *benchmark*. Tutti i comparti hanno comunque registrato un rendimento positivo.

¹³ I dati utilizzati nelle analisi che seguono in parte derivano dalle segnalazioni periodiche ed in parte sono stati ricostruiti prendendo a riferimento le composizioni e gli indicatori dichiarati ed inseriti nei prospetti informativi. Nella ricostruzione, per gli indicatori obbligazionari è stato ritenuto più coerente l'utilizzo, ove esistente, della versione *return index*, che considera il reinvestimento delle cedole maturate; per gli indicatori azionari, laddove non diversamente specificato, è stata invece utilizzata la versione *price index*, che non considera il reinvestimento dei dividendi distribuiti, essendo questa la scelta più frequentemente adottata dai fondi, principalmente per le difficoltà di reperimento delle versioni *return index* di tali indicatori.

Tav. 4.20

Fondi pensione aperti. Rendimenti medi cumulati e variazione del *benchmark* netto (dal 31.12.2002 al 31.12.2005).

(valori percentuali)



Tav 4.21

Fondi pensione aperti. Comparti con rendimento positivo e con rendimento superiore al *benchmark* netto.⁽¹⁾

(anni vari; valori percentuali)

	2003		2004		2005	
	Rendimento Positivo	Rendimento superiore al <i>benchmark</i>	Rendimento Positivo	Rendimento superiore al <i>benchmark</i>	Rendimento Positivo	Rendimento superiore al <i>benchmark</i>
Generale	97,9	28,8	99,5	18,3	100,0	35,4
Obbligazionari puri	91,1	17,8	98,4	11,5	100,0	15,9
Obbligazionari misti	100,0	48,5	100,0	28,6	100,0	27,5
Bilanciati	100,0	24,6	100,0	16,2	100,0	45,1
Azionari	100,0	30,8	100,0	21,8	100,0	51,7

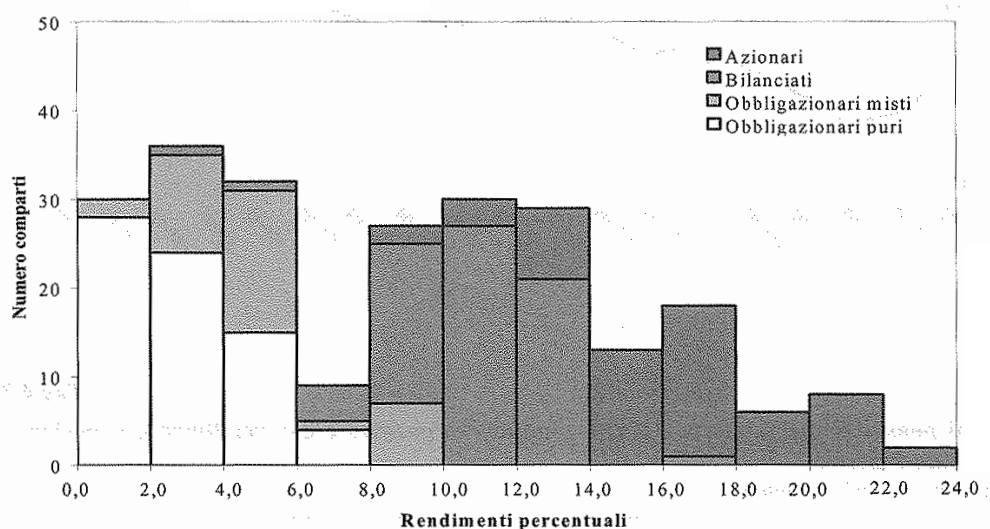
(1) Si sono presi in considerazione i comparti che all'inizio di ogni periodo avevano raggiunto un attivo netto destinato alle prestazioni almeno pari a 500 mila euro. I rendimenti dei comparti sono calcolati come variazione percentuale del valore della quota dei singoli comparti. I rendimenti dei portafogli *benchmark* sono al netto dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 2001.

La distribuzione dei rendimenti, calcolati con riferimento ai comparti che all'inizio del 2005 avevano raggiunto un attivo netto destinato alle prestazioni almeno pari a 500 mila euro, è compresa fra 0 e il 24 per cento. La dispersione dei rendimenti nelle diverse tipologie di comparto risulta più marcata negli azionari e, invece, più concentrata negli

obbligazionari. In particolare, escludendo i valori meno rappresentativi di ogni categoria, emerge che i comparti azionari hanno conseguito rendimenti compresi tra il 12 e il 24 per cento, i comparti bilanciati hanno messo a segno rendimenti che risultano compresi tra il 6 e il 14 per cento, i comparti obbligazionari misti hanno ottenuto rendimenti compresi tra il 2 e il 10 per cento mentre i rendimenti dei comparti obbligazionari puri si sono attestati tra lo 0 e il 6 per cento.

Tav 4.22

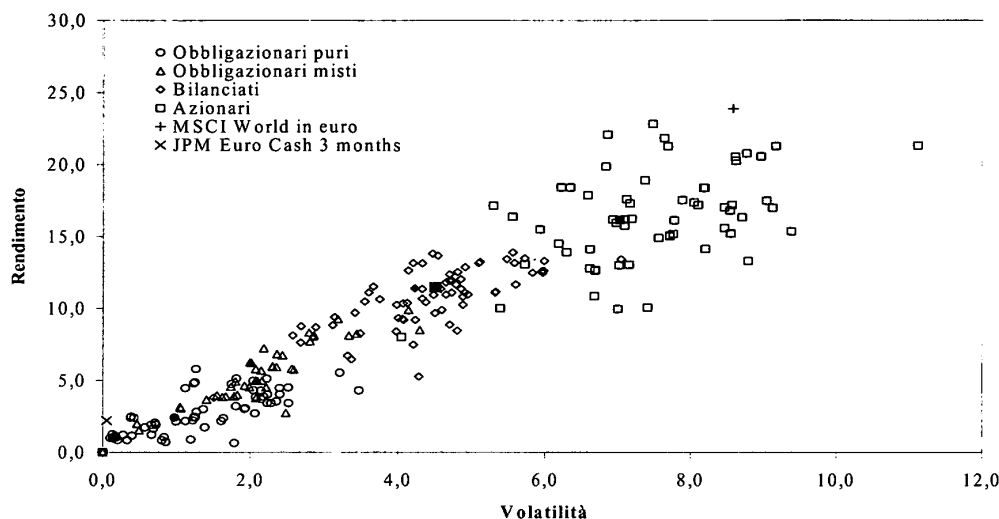
Fondi pensione aperti. Distribuzione dei rendimenti per tipologia di comparto.⁽¹⁾
(anno 2005)



(1) Rendimenti calcolati come variazione percentuale del valore della quota dei singoli comparti. Si sono presi in considerazione i comparti che all'inizio del 2005 avevano raggiunto un attivo netto destinato alle prestazioni almeno pari a 500 mila euro.

L'analisi del profilo rischio-rendimento dei singoli comparti, condotta assumendo il rischio espresso dallo scarto quadratico medio annualizzato dei rendimenti mensili e il rendimento espresso dalla variazione annuale del valore della quota, evidenzia un moderato aumento della volatilità, che nel 2005 si è attestata al 4,5 per cento rispetto al 2,5 per cento del 2004. L'aumento della volatilità è stato registrato nell'ambito di tutte le tipologie di comparto; nei comparti azionari, la stessa ha assunto il valore più elevato e pari al 7 per cento, rispetto a circa il 4 per cento registrato nel 2004.

Tav. 4.23

Fondi pensione aperti. Rendimenti e volatilità.⁽¹⁾
(anno 2005)

(1) Rendimenti calcolati come variazione percentuale del valore della quota dei singoli comparti; volatilità calcolata come scarto quadratico medio dei rendimenti mensili annualizzato. Si sono presi in considerazione i comparti che all'inizio del 2004 avevano raggiunto un attivo netto destinato alle prestazioni almeno pari a 500 mila euro. Con i simboli pieni si fa riferimento al rendimento e alla volatilità degli indici aggregati di capitalizzazione dei comparti di ciascuna tipologia. Un quadrato pieno più grande indica l'indice di capitalizzazione generale. L'indice *MSCI World*, in dollari USA convertito in euro, è rappresentativo della *performance* dei mercati azionari mondiali, mentre l'indice *JPM Euro Cash 3 months* costituisce una *proxy* del rendimento *risk-free* nell'area dell'euro.

4.6 Le condizioni di erogazione delle rendite

Nei fondi pensione aperti le condizioni relative alla costituzione di una rendita vitalizia sono contenute nei cosiddetti “allegati assicurativi”, che costituiscono parte integrante dei regolamenti dei fondi stessi.

All'esercizio del diritto alla prestazione pensionistica, il valore della posizione individuale, al netto della eventuale quota di prestazione da erogare sotto forma di capitale, viene impiegato quale premio unico per la costituzione di una rendita. A tal fine le società, diverse da compagnie di assicurazione, che promuovono fondi pensione aperti stipulano apposite convenzioni con le imprese assicurative autorizzate all'esercizio del ramo vita.

La forma contrattuale prevista da tutti i fondi pensione aperti è l'assicurazione di rendita vitalizia immediata, in base alla quale, a fronte del pagamento del premio unico,

viene erogata periodicamente una somma di denaro per tutta la durata di vita residua dell'assicurato.

Accanto a questa, i fondi solitamente propongono altre opzioni di rendita, quali:

- la rendita reversibile, in base alla quale l'iscritto ha la possibilità di designare un ulteriore beneficiario della prestazione, di modo che essa venga erogata al pensionato finché in vita e, alla sua morte, al beneficiario designato;
- la rendita certa, che garantisce, in caso di morte del pensionato all'interno di un arco temporale, generalmente di 5 o 10 anni, l'erogazione della rendita ad una seconda persona fino allo scadere del periodo suddetto. Oltre il suddetto termine, in caso di sopravvivenza, il pensionato continuerà a percepire la rendita vitalizia.

I fondi pensione aperti operativi prevedono, oltre alla rendita vitalizia, anche quella totalmente o parzialmente reversibile, con percentuali che, in quest'ultimo caso, variano generalmente tra il 50 e il 75 per cento. Quasi tutti i fondi prevedono anche una rendita certa; l'arco temporale viene generalmente prestabilito dalla compagnia e solo in alcuni casi lasciato alla libera scelta dell'assicurato.

L'importo iniziale annuo della rendita si determina applicando al capitale maturato i coefficienti di conversione (o tassi di premio) indicati negli allegati assicurativi. Tali coefficienti vengono calcolati dalle imprese di assicurazione in base a condizioni che dipendono:

- dalle tavole demografiche, che indicano le probabilità di morte della popolazione, distinte per età e sesso;
- dal tasso tecnico, ovvero dal rendimento finanziario conteggiato anticipatamente nell'importo della rata di rendita;
- dai caricamenti, vale a dire dai costi che l'iscritto sostiene per la fase di erogazione della rendita.

Con riguardo all'ipotesi demografica, i fondi pensione aperti operativi adottano in larga maggioranza (in 65 casi) la tavola RG48; dei restanti fondi, in due casi vengono adoperate tavole appositamente costruite dalla compagnia, mentre negli altri 13 casi sono utilizzate tavole derivanti dalle elaborazioni effettuate sulla base dei censimenti ISTAT. In questi ultimi casi il censimento maggiormente impiegato come base di proiezione è quello del 1991, anche se talvolta viene fatto riferimento a censimenti addirittura precedenti. Va peraltro tenuto conto che l'utilizzo di tavole che non riflettono l'evoluzione reale dell'andamento della mortalità produce un effetto distorsivo nell'informazione fornita agli aderenti, in particolare per coloro che non sono prossimi al pensionamento. Questi ultimi, infatti, sia in fase di adesione che nel corso del rapporto di partecipazione faranno le proprie valutazioni nella prospettiva di una rendita

che, al momento dell'adeguamento delle tavole demografiche all'effettivo *trend* evolutivo della mortalità, risulterà inevitabilmente ridimensionata.

La tavola RG48 è stata elaborata sulla base di analisi svolte dalla Ragioneria Generale dello Stato (RGS) secondo un "modello per generazioni", vale a dire utilizzando come riferimento la generazione dei nati nel 1948 e apportando i correttivi necessari per approssimare le altre. In particolare, le probabilità di morte della generazione del 1948 vengono applicate al percettore della rendita correggendo le età, attraverso una scala di ringiovanimento/invecchiamento (il cosiddetto *age-shifting*), per tenere conto della generazione di appartenenza dello stesso.

I valori delle probabilità di sopravvivenza riguardanti le età estreme sono stati ottenuti perequando i dati mediante una funzione matematica.

La tavola RG48 tiene inoltre in considerazione il differenziale di mortalità tra la popolazione generale e quella dei percettori di rendite vitalizie. Alle probabilità di morte della popolazione sono stati infatti applicati dei coefficienti di correzione calcolati sulla base dell'esperienza anglosassone, la quale fa riferimento a un mercato delle rendite maggiormente sviluppato.

Successivamente all'introduzione della RG48, si è riscontrata una sottostima rispetto all'effettivo andamento della sopravvivenza, specie per le fasce di età più avanzate. Per tale motivo l'ANIA, l'associazione di categoria delle imprese di assicurazione, ha di recente predisposto una nuova tavola, la IPS55, che meglio rappresenta l'evoluzione attuale della mortalità.

La differenza sostanziale tra le due tavole riguarda non tanto la speranza di vita alla nascita, quanto una sensibile crescita della vita media residua della popolazione che ha già raggiunto i 65-70 anni (che è proprio la fascia di età più importante per il mercato dei fondi pensione). Tale crescita mostra, rispetto alla tavola RG48, differenze che per età avanzate, ad esempio per 80 e 85 anni, raggiungono incrementi rispettivamente nell'ordine del 125 per cento e del 135 per cento circa e risultano ancor più marcati nel caso della popolazione femminile.

Con riferimento al tasso tecnico adottato nel calcolo dei coefficienti di conversione in rendita, 40 fondi utilizzano un tasso pari al 2,5 per cento, 20 fondi adottano il tasso del 2 per cento, 12 fondi applicano tassi dello zero per cento, 6 fondi dell'1 per cento e i restanti due fondi del 3 per cento. Sul punto si fa presente che, a partire dal 1° gennaio 2006, il tasso massimo di interesse applicabile ai nuovi contratti assicurativi, determinato secondo i criteri stabiliti dall'ISVAP ai sensi dell'art. 23 del Decreto lgs. 174/1995 (ora sostituito dall'art. 33 del Decreto lgs. 209/2005), è pari al 2 per cento. In ragione di ciò, i fondi pensione aperti hanno avviato le procedure di modifica degli allegati assicurativi per aggiornare il tasso tecnico al nuovo livello massimo previsto.

I caricamenti applicati dalle compagnie possono essere ricondotti a tre distinte tipologie: caricamenti definiti in percentuale del montante finale, riscontrati in 71 fondi; caricamenti definiti in percentuale del montante e della rata di rendita, riscontrati in 8 fondi; caricamenti solo in percentuale della rata di rendita, riscontrati in un solo caso. Dall'analisi condotta risulta che i caricamenti applicati in caso di rendita vitalizia immediata variano da un minimo dell'1 per cento a un massimo del 4,79 per cento.

Ulteriori costi incidono invece sulla rivalutazione della rendita, collegata all'incremento del valore di un paniere di strumenti finanziari nel quale sono investite le riserve poste a copertura degli impegni dell'assicuratore (gestione speciale). In altre parole, il tasso annuo di rivalutazione retrocesso agli iscritti si ottiene moltiplicando il tasso di rendimento finanziario della gestione speciale per l'aliquota di retrocessione prevista, applicando una percentuale minima di rendimento trattenuto dalla compagnia.

Dall'analisi effettuata sugli allegati assicurativi risulta che in 70 fondi sono applicate aliquote di retrocessione comprese tra il 90 e il 100 per cento, con minimi trattenuti dalle compagnie che variano tra lo zero e l'1,20 per cento; nei restanti 10 fondi sono invece applicate aliquote di retrocessione comprese tra il 75 e l'85 per cento, con minimi trattenuti dalle compagnie compresi tra lo zero e l'1 per cento.

In otto casi è inoltre prevista una garanzia di rendimento minimo, la cui misura è compresa tra l'1 e il 3 per cento.

Le rendite in erogazione alla fine del 2005 sono 75 e interessano pressoché integralmente soggetti provenienti da fondi pensione preesistenti; di queste, 71 sono erogate da tre fondi pensione aperti gestiti da compagnie di assicurazione, due da un fondo gestito da una banca e due da un fondo gestito da una SGR.

5. I piani individuali pensionistici di tipo assicurativo

5.1 L'evoluzione del settore

I piani individuali pensionistici attuati mediante polizze di assicurazione (di seguito, PIP) sono stati introdotti dal Decreto lgs. 47/2000, che ne ha reso possibile il collocamento da parte delle compagnie di assicurazione a partire dal 1° gennaio 2001.

Le imprese di assicurazione che nel corso del 2005 hanno commercializzato prodotti PIP sono 62. Due compagnie sono entrate per la prima volta in questo settore, mentre altre due ne risultano uscite poiché, a seguito di un processo di concentrazione, sono state incorporate in un'altra società già presente nel comparto. Alla fine del 2005, le imprese con contratti PIP in portafoglio sono 66, quattro compagnie infatti non hanno più collocato prodotti nel corso dell'anno appena trascorso.

Nel 2005, il comparto si è sviluppato ulteriormente; le polizze stipulate nel corso dell'anno sono state circa 126.000, di poco inferiori a quelle sottoscritte nel 2004.

Circa il 63 per cento delle polizze emesse nel corso dell'anno è costituito da prodotti tradizionali, mentre il residuo 37 per cento da prodotti di tipo *unit linked* (per quasi la totalità fondi interni). Si osserva pertanto una tendenza a preferire i prodotti tradizionali, contrariamente a quanto avvenuto nei primi anni di commercializzazione, durante i quali le scelte erano più orientate verso i prodotti di tipo *unit linked* (i quali, alla fine del 2003, rappresentavano circa il 60 per cento del totale). Tale tendenza si era già manifestata, seppure in forma più attenuata, nel corso del 2004.

Il numero complessivo delle polizze emesse a partire dal 2001, anno di inizio della commercializzazione dei prodotti PIP, sale quindi a 811.000.

Tale dato consente di avere un'indicazione del numero di individui che complessivamente hanno aderito a questi prodotti. Il dato potrebbe tuttavia risultare sovrastimato; in particolare, poiché le compagnie segnalano i dati distinti per ramo, per i prodotti misti, nei casi in cui l'iscritto sottoscrive sia la componente di tipo tradizionale,

sia quella di tipo *unit linked*, si determinano duplicazioni nel conteggio delle polizze. Un ulteriore elemento di duplicazione può derivare dalla prassi, seguita da alcune compagnie, di stipulare contratti distinti per ogni singolo fondo o gestione speciale, anche a fronte del medesimo cliente. Infine, va tenuto presente che il dato comprende anche quei contratti, comunque in numero limitato in questi primi anni di vita dei prodotti, successivamente chiusi per varie cause (morte dell'iscritto, scadenza, ecc.).

Il totale dei premi incassati nel corso del 2005 è stato pari a 1.080 milioni di euro: 449 milioni fanno riferimento a prodotti tradizionali e 631 milioni a prodotti *unit linked*.

Tav. 5.1

Polizze individuali pensionistiche. Evoluzione del mercato.

(anni vari; dati di flusso per polizze emesse e premi incassati; dati di fine periodo per riserve destinate alle prestazioni; importi in milioni di euro)

	Polizze emesse						Premi incassati						Riserve DP ⁽¹⁾ fine 2005
	dal 2001 al 2004		2005		Totale 2001-05		dal 2001 al 2004		2005		Totale 2001-05		
	%		%		%		%		%		%		
Prodotti PIP													
prodotti tradizionali	301.746	44	79.633	63	381.379	47	989	38	449	42	1.438	39	1.250
prodotti <i>unit linked</i>	383.146	56	46.674	37	429.820	53	1.636	62	631	58	2.267	61	2.088
Totale	684.892	100	126.307	100	811.199	100	2.625	100	1.080	100	3.705	100	3.338
<i>quote di mercato (%) delle prime 5 società ⁽²⁾</i>							65,2		63,4				
Canali distributivi													
Agenzie ⁽³⁾	371.903	54	69.649	55	441.552	55	1.269	48	515	48	1.784	48	
Promotori finanziari	193.231	28	29.208	23	222.439	27	951	36	398	37	1.349	36	
Sportelli bancari	119.758	18	27.450	22	147.208	18	405	16	167	15	572	16	

(1) Riserve destinate alle prestazioni: si tratta delle riserve matematiche per i prodotti tradizionali e del valore complessivo delle quote in essere per i prodotti *unit linked*.

(2) Per ammontare dei premi PIP incassati.

(3) Agenzie con mandato, in economia e gerenze; comprende anche *broker* e forme di vendita diretta.

Se si considera la raccolta tra il 2001 e il 2005, i premi complessivamente incassati raggiungono i 3.705 milioni di euro. A fronte di tali premi, le riserve complessivamente accumulate a fine anno per le prestazioni (riserve matematiche per i prodotti tradizionali e valore complessivo delle quote in essere per i prodotti di tipo *unit linked*) risultano pari a 3.338 milioni di euro.

Nonostante i rendimenti accumulati negli ultimi 5 anni, nell'aggregato le riserve sono ancora inferiori di circa il 10 per cento rispetto alla raccolta premi. Ciò è certamente influenzato dalle spese che gravano sul contratto e, in particolare, quelle sostenute dall'aderente nei primi anni e sui primi versamenti, e che hanno un peso rilevante nel ridurre l'ammontare accantonato per le prestazioni.

La concentrazione del settore, misurata come quota delle prime cinque compagnie in termini di raccolta dei premi relativi ai PIP, è di poco superiore al 60 per cento, valore analogo a quello registrato alla fine del 2004. Appare quindi superata la particolare fase che ha caratterizzato il 2001, nel corso del quale quasi l'80 per cento dei premi risultava raccolto dalle prime cinque compagnie e ben il 64 per cento dalle sole prime due.

Guardando alla raccolta di adesioni per canale distributivo, risulta che nel 2005 il 55 per cento delle polizze sottoscritte è stato collocato da agenti, il 23 per cento da promotori finanziari e il 22 per cento tramite sportelli bancari. Si nota che la quota di raccolta delle agenzie è rimasta piuttosto stabile nel corso degli anni, mentre emerge una tendenziale diminuzione della quota relativa ai promotori finanziari, a favore degli sportelli bancari.

Va infine rilevato che le novità introdotte dall'ISVAP con la Circolare 551/D del 1° marzo 2005 in materia di trasparenza dei contratti di assicurazione (della quale si darà conto nel successivo paragrafo), insieme alle aspettative sull'attuazione della riforma della previdenza complementare, sembrano aver spinto le compagnie a rivedere, in parte o del tutto, la propria offerta di prodotti PIP.

In particolare, le compagnie che, alla fine di marzo dell'anno in corso, commercializzano prodotti PIP sono 46.

Tale numero include anche tre società che alla fine del 2005 non avevano ancora collocato polizze PIP e che sono quindi entrate per la prima volta sul mercato all'inizio di quest'anno.

Una quota significativa delle imprese che già operavano su tale mercato ha ritenuto di sospendere la vendita dei prodotti commercializzati senza tuttavia predisporre di nuovi. L'introduzione nel sistema delle nuove regole previste dalla Circolare, avvenuta all'approssimarsi dell'emanazione del Decreto lgs. 252/2005, che detta una disciplina nuova per il settore della previdenza complementare e la cui implementazione operativa è demandata alle disposizioni emanate dalla COVIP, ha infatti indotto queste compagnie ad adottare un atteggiamento di attesa, anche per evitare di duplicare i costi derivanti dall'adeguamento.

Circa il 60 per cento delle compagnie rimaste sul mercato è intervenuto sulle caratteristiche delle condizioni contrattuali e sulla nota informativa dei prodotti PIP già commercializzati, ma senza modificarne il numero rispetto a quelli offerti in precedenza.

Le altre compagnie hanno invece ridotto il numero dei prodotti PIP offerti, eliminando quelli che rappresentavano una duplicazione o che non ritenevano più idonei a rimanere sul mercato e operando un *restyling* di quelli per i quali è continuato il collocamento.

In proposito si osserva che, mentre in passato le compagnie tendevano a offrire una vasta gamma di prodotti PIP, differenziati prevalentemente per ragioni legate ai canali distributivi, ora invece tendono a razionalizzare l'offerta presentando una selezione limitata a una, massimo due unità.

5.2 Le condizioni contrattuali e la trasparenza

Come già evidenziato nel paragrafo precedente, il Decreto lgs. 47/2000, nel modificare e integrare la disciplina della previdenza complementare di cui al Decreto lgs. 124/1993, con l'intento di dare maggiore articolazione alla previdenza individuale, ha introdotto, appunto, le forme previdenziali complementari individuali e, tra queste, in particolare i prodotti PIP (art. 9-ter), pur se in realtà l'adesione su base individuale era di fatto già realizzabile con i fondi pensione aperti.

L'aderente a un PIP stipula un contratto di assicurazione caratterizzato, rispetto ai tradizionali prodotti di assicurazione sulla vita, dalla presenza di una serie di clausole – relative, in particolare, al tipo di prestazioni, alla modalità di erogazione e ai termini e alle condizioni per il trasferimento o il riscatto della posizione maturata – tipiche del settore della previdenza complementare. Soltanto in presenza di tali clausole il prodotto assicurativo può qualificarsi come prodotto PIP ed essere, tra l'altro, sottoposto al più favorevole regime fiscale proprio delle forme pensionistiche complementari.

Successivamente alla commercializzazione di tali prodotti l'ISVAP, l'Autorità di controllo sulle imprese di assicurazione, ha fornito, con proprie circolari, una prima disciplina regolamentare su aspetti specifici dei contratti relativi ai PIP.

In base a tale disciplina i PIP possono essere attuati sia tramite prodotti tradizionali con prestazioni rivalutabili collegate a gestioni interne (ramo I), sia attraverso contratti *unit linked* con prestazioni legate a fondi comuni di investimento o a fondi interni assicurativi (ramo III). Non è, invece, possibile attuare tali forme mediante polizze *index linked*, pure rientranti nel ramo III, ovvero tramite prodotti di capitalizzazione rientranti nel ramo V.

L'erogazione della prestazione in forma di rendita, elemento essenziale, ai sensi del Decreto lgs. 124/1993, di tutte le forme di previdenza complementare, è stato

regolamentato dall'ISVAP per i prodotti PIP stabilendo che questi devono prevedere l'assunzione di un impegno di natura demografica fin dall'origine. Viene tuttavia consentito alle imprese di rideterminare, nel corso del rapporto, le basi demografiche individuate al momento della stipulazione del contratto, seppur nel rispetto di alcune condizioni.

Per quanto riguarda la trasparenza delle condizioni contrattuali, l'ISVAP ha predisposto, con la Circolare 551/D del 1° marzo 2005, un testo unitario di regole di riferimento per i prodotti di assicurazione sulla vita.

Nella versione circolata per la consultazione con gli operatori le disposizioni contenute non riguardavano i prodotti PIP, giacché sembrava imminente l'emanazione del decreto di attuazione della Legge delega previdenziale, la quale attribuisce alla COVIP *“il compito di impartire disposizioni volte a garantire la trasparenza delle condizioni contrattuali fra tutte le forme pensionistiche collettive e individuali, ivi comprese quelle di cui all'articolo 9-ter del decreto legislativo 21 aprile 1993, n. 124, e di disciplinare e di vigilare sulle modalità di offerta al pubblico di tutti i predetti strumenti previdenziali”*.

Tuttavia, l'ISVAP ha poi ritenuto di estendere comunque la propria Circolare, nella versione definitiva, anche ai prodotti qui in esame. Con riferimento a questi ultimi, le disposizioni contenute nella Circolare sono entrate in vigore a dicembre 2005.

Uno degli elementi oggetto di attenzione nella Circolare è stato il cosiddetto “preconto”, ovvero il recupero da parte delle compagnie dei costi sostenuti per finanziare la rete distributiva, effettuato in un'unica soluzione sul primo o sui primi premi versati dai contraenti.

Si tratta di un aspetto che la COVIP ha monitorato fin dall'avvio del settore, in considerazione del fatto che una eccessiva onerosità del rapporto nei primi anni di partecipazione può condizionare negativamente l'effettività del diritto dell'aderente alla portabilità della posizione previdenziale e, di conseguenza, il corretto funzionamento del mercato.

La Circolare dell'ISVAP, pur non vietando il preconto, ha stabilito che i costi di acquisizione gravanti sulla prima annualità di premio, oppure trattenuti imputando sulle prime annualità costi di ammontare superiore al prelievo effettuato sui premi successivi, in caso di trasferimento e/o di riscatto della posizione previdenziale vengano restituiti al contraente per la quota parte che fa riferimento agli anni o frazioni di anno della fase di accumulo mancanti rispetto a quelli complessivamente previsti.

E' stato inoltre stabilito che gli oneri amministrativi connessi al riscatto e al trasferimento della posizione previdenziale individuale siano indicati esclusivamente in cifra fissa e in misura tale da non ledere l'esercizio di tali diritti.

Con l'entrata in vigore della Circolare si è assistito a una diminuzione del ricorso a tale modalità di prelievo. Negli anni precedenti, infatti, circa l'80 per cento delle compagnie prevedeva, per almeno uno dei prodotti commercializzati, un caricamento (cioè un costo) sul primo versamento più elevato di quello applicato nel corso del rapporto. Se si fa riferimento ai prodotti commercializzati successivamente all'entrata in vigore della Circolare emerge che tale percentuale è scesa a circa il 30 per cento. Parimenti è diminuito il ricorso ai cc.dd. "bonus di permanenza", ovverosia alle maggiorazioni delle prestazioni che vengono riconosciute al contraente a ricorrenze prestabilite (ad esempio ogni 5 anni), e che, di fatto, costituiscono una restituzione, parziale o totale, delle spese di caricamento iniziali. In alternativa ai caricamenti iniziali, in alcuni casi sono state introdotte delle strutture dei costi che prevedono una riduzione graduale della percentuale della commissione sul versamento all'aumentare dell'ammontare complessivamente investito oppure del periodo di partecipazione alla forma.

Sempre con riferimento al preconto va peraltro ricordato che il 1° gennaio del 2008 entrerà in vigore l'art. 14 del Decreto lgs. 252/2005; esso, con regola di portata generale e rivolta a tutte le forme pensionistiche complementari, stabilisce l'inefficacia delle clausole che, all'atto dell'adesione o del trasferimento, prevedano l'applicazione di voci di costo significativamente più elevate di quelle applicate nel corso del rapporto, e che, come tali, possano costituire un ostacolo alla portabilità della posizione previdenziale.

La richiamata Circolare dell'ISVAP è intervenuta anche sulla problematica della duplicazione delle commissioni derivante dall'investimento di quote di patrimonio dei fondi assicurativi in OICR. In particolare è stato previsto che, nel caso in cui il patrimonio del fondo interno venga investito in quote di OICR "collegati" (ovvero promossi, istituiti o gestiti da società del gruppo al quale appartiene l'impresa di assicurazione) non siano fatti gravare sul fondo oneri di sottoscrizione e/o di rimborso, e che sulla parte del patrimonio rappresentata da OICR "collegati" non siano addebitate le commissioni di gestione del fondo, ad eccezione della parte individuata dall'impresa per il servizio prestato per l'*asset allocation* degli OICR e per l'amministrazione dei contratti.

Dall'esame delle note informative dei PIP, per quanto riguarda quest'ultimo aspetto risulta peraltro che, in alcuni casi, la quota parte delle commissioni di gestione viene specificata. Tale quota il più delle volte è pari alla totalità, o quasi alla totalità, delle commissioni di gestione. In altri casi invece tale percentuale non viene esplicitata, mentre è data evidenza del fatto che l'acquisizione di OICR comporta la duplicazione delle commissioni e vengono riportati i limiti massimi che possono gravare sul patrimonio del fondo. In questi casi non è tuttavia sempre chiaro se la duplicazione delle commissioni è da riferire unicamente alla parte di investimento in OICR non "collegati" né il peso che questi ultimi sono destinati ad assumere nella gestione.

Per il profilo qui esaminato, appare utile confrontare le disposizioni della Circolare ISVAP con quanto stabilito nei regolamenti dei fondi pensione aperti. In