

obbligazionari pari, rispettivamente, al 30 e al 10 per cento.

Rimane marginale l'utilizzo degli strumenti derivati; le operazioni poste in essere hanno interessato un numero limitato di fondi perseguendo principalmente l'aggiustamento dell'esposizione verso i titoli di capitale mediante il ricorso a *future* su titoli o su indici.

Considerando gli investimenti effettuati indirettamente per il tramite degli OICR 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 allineata rispetto ai rispettivi portafogli *benchmark*.

Tav. 3.10

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

(anno 2006; dati di fine periodo; valori percentuali)

	Tipologia comparto								Totale
	Obbligazionario		Bilanciato		Azionario				
	Effettiva	Benchmark	Effettiva	Benchmark	Effettiva	Benchmark	Effettiva	Benchmark	
Titoli di debito	89,4	89,7	54,2	54,0	19,8	19,1	50,8	50,8	
Titoli di capitale	10,6	10,3	45,8	46,0	80,2	80,9	49,2	49,2	
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 OICR 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.

* * *

I risultati di gestione aggregati dei fondi pensione aperti sono calcolati, come di consueto, come variazione mensile degli indici di capitalizzazione⁵. 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.

Gli indici di capitalizzazione sono riferiti sia all'intero settore, che alle diverse tipologie di comparto; nell'ambito di queste ultime, i comparti obbligazionari sono stati suddivisi, sulla base della composizione dei portafogli *benchmark*, in obbligazionari misti (*benchmark* composti da indicatori azionari per una percentuale comunque non

⁵ L'indice di capitalizzazione è calcolato secondo la formula dell'indice di Laspeyres concatenato (cfr. *supra* paragrafo 2.3.2). Ciascun comparto viene considerato nel calcolo dell'indice a partire dal mese nel quale si verifica la prima valorizzazione.

superiore al 30 per cento) e obbligazionari puri (*benchmark* composti esclusivamente da indicatori obbligazionari).

Nel 2006, il rendimento aggregato dei fondi pensione aperti è stato del 2,4 per cento, registrando variazioni positive in tutti i trimestri dell'anno ad eccezione del secondo trimestre, per lo più a causa del consistente arretramento in quel periodo subito dai principali mercati azionari internazionali. Sull'intervallo rappresentato dagli ultimi quattro anni, invero caratterizzati da una congiuntura nel complesso favorevole agli investimenti azionari, il risultato ottenuto dai fondi aperti è ampiamente positivo e pari al 25,9 per cento.

Il rendimento medio ottenuto dai fondi pensione aperti nel 2006 risulta allineato rispetto al tasso di rivalutazione del TFR, considerato al netto dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 2001; estendendo l'orizzonte temporale agli ultimi quattro anni, il risultato ottenuto in media dai fondi aperti supera ampiamente la rivalutazione del TFR, quest'ultima attestatasi al 10,8 per cento.

Tav. 3.11

Fondi pensione aperti. Rendimenti pluriennali. (anni vari; valori percentuali)

	2003-2006 (4 anni)	2003		2004		2005		2006	
	Comparto	Comparto	Bcmk ⁽¹⁾	Comparto	Bcmk ⁽¹⁾	Comparto	Bcmk ⁽¹⁾	Comparto	Bcmk ⁽¹⁾
Comparti non garantiti	27,4	6,0	6,1	4,4	5,3	12,3	13,3	2,6	3,7
Obbligazionario puro	8,3	1,6	2,0	3,3	4,5	3,3	3,9	-0,2	0,3
Obbligazionario misto	15,4	3,1	3,1	4,2	5,0	6,4	7,2	1,0	1,1
Bilanciato	24,7	4,9	5,8	4,2	5,6	11,4	11,8	2,4	3,4
Azionario	36,8	8,4	7,7	4,7	5,2	16,2	17,9	3,7	5,4
Comparti garantiti	10,0	2,6	3,6	3,1	4,5	2,9	3,7	1,0	1,6
Rendimento generale	25,9	5,7	5,9	4,3	5,3	11,5	12,5	2,4	3,5
<i>Per memoria:</i>									
Rivalutazione del TFR ⁽¹⁾	10,8	2,8		2,5		2,6		2,4	

(1) Al netto dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 2001.

Nel 2006 si sono registrate variazioni positive in tutti gli indici di capitalizzazione aggregati al livello delle singole tipologie di comparto. Il rendimento messo a segno dai comparti azionari e bilanciati è stato, rispettivamente, del 3,7 per cento e del 2,4 per cento; se valutato su un orizzonte quadriennale (dal 2003 al 2006) tale rendimento sale al 36,8 per cento con riferimento ai comparti azionari e al 24,7 per cento per i comparti bilanciati.

Con riferimento ai comparti assistiti da garanzie di restituzione del capitale e/o di rendimento minimo, nel 2006 il rendimento aggregato medio è stato dell'1 per cento; si

attesta al 10 per cento se riferito al periodo 2003-2006. Nei comparti privi di garanzia ma caratterizzati da politiche di investimento altrettanto prudentiali, il rendimento dei comparti obbligazionari puri è stato del -0,2 per cento nel 2006 e dell'8,3 per cento negli ultimi quattro anni; nei comparti obbligazionari misti, il rendimento si è attestato all'1,0 per cento nel 2006 e al 15,4 per cento nel periodo 2003-2006.

Nel 2006, gli investimenti di tipo obbligazionario sono stati penalizzati, specie nel primo semestre, dal rialzo dei tassi di interesse a lungo termine sia nell'area dell'euro, sia negli Stati Uniti.

Viceversa, gli investimenti azionari hanno beneficiato dell'andamento ampiamente positivo registrato nel 2006 dai mercati azionari internazionali. Tuttavia, i rendimenti dei comparti con una quota significativa di azioni sono stati in media inferiori rispetto ai rendimenti dei mercati. Ciò è in larga misura attribuibile, da un lato, all'elevato peso delle attività denominate in valuta diversa dall'euro, penalizzate dall'apprezzamento della moneta unica europea rispetto alle altre divise e, dall'altro, alla selezione, da parte di fondi in numero limitato ma di rilevanti dimensioni, di titoli appartenenti a settori il cui andamento nel 2006 non si è rivelato positivo.

Diventa quindi utile effettuare una valutazione dei risultati di gestione dei fondi aperti rispetto ai rendimenti dei portafogli *benchmark*; tale analisi è realizzata costruendo, con riferimento a questi ultimi, indici di capitalizzazione nei quali il tasso di crescita mensile è dato dalla media dei rendimenti mensili dei *benchmark* dei singoli comparti ponderata con gli stessi pesi usati nell'indice di capitalizzazione dei fondi⁶.

Al fine di rendere più omogeneo il confronto, i rendimenti dei portafogli *benchmark* sono calcolati al netto dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 2001; 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.

Nel 2006, il rendimento aggregato dei fondi aperti è risultato inferiore a quello del portafoglio *benchmark*; circa tre quarti dei fondi ha difatti conseguito rendimenti più bassi rispetto al proprio *benchmark*. Nondimeno, va ricordato che quasi tutti i comparti hanno registrato rendimenti positivi, ad eccezione degli obbligazionari puri, nei quali ha conseguito guadagni circa la metà dei comparti.

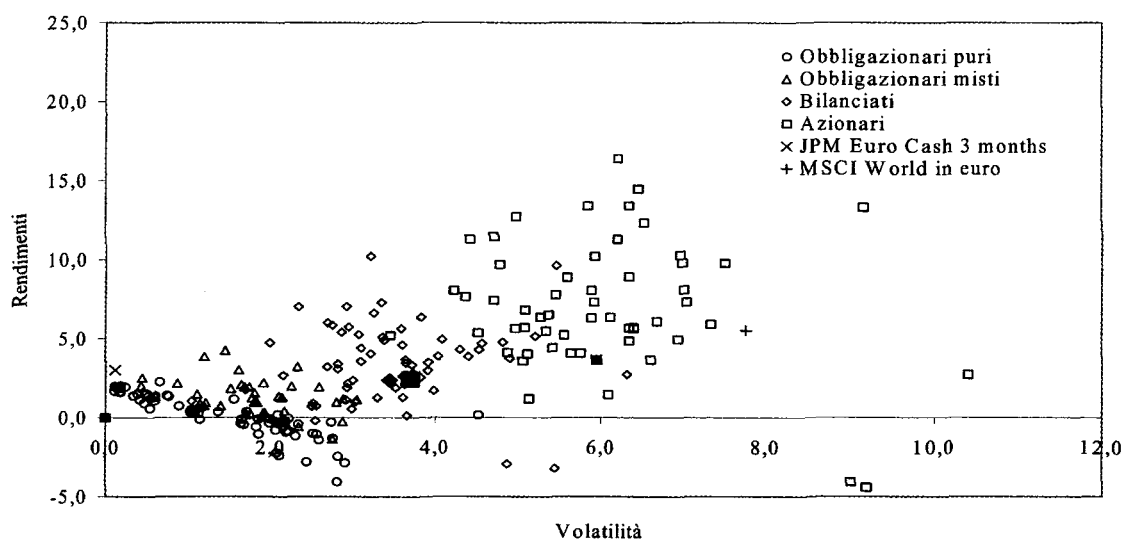
I rendimenti risultano peraltro particolarmente differenziati tra i vari comparti; in particolare la distribuzione dei rendimenti tra le diverse tipologie di comparto mostra una dispersione più marcata negli azionari, con circa il 95 per cento dei comparti con

⁶ 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, se esistente, della versione *return index*, che considera il reinvestimento delle cedole maturate; per gli indicatori azionari, laddove non diversamente specificato, è stata 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.

rendimenti compresi fra lo 0 e il 16 per cento e nei bilanciati, con circa il 95 per cento dei comparti con rendimenti compresi fra lo 0 e il 10 per cento. Più concentrati sono, invece, i rendimenti dei comparti obbligazionari: circa il 95 per cento degli obbligazionari misti e dei puri ha conseguito, rispettivamente, rendimenti fra il -2 e il 4 per cento e fra il -4 e il 2 per cento.

Tav. 3.12

Fondi pensione aperti. Rendimenti e volatilità.⁽¹⁾
(anno 2006)



(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 2006 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, e si indica con un quadrato pieno più grande 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.

L'analisi del profilo rischio-rendimento dei singoli comparti, considerando il rischio espresso dallo scarto quadratico medio annualizzato dei rendimenti mensili e il rendimento mediante la variazione annuale del valore della quota, evidenzia un lieve calo della volatilità che si è attestata al 3,7 per cento rispetto al 4,5 per cento del 2005; la stessa è più elevata e pari al 5,9 per cento nei comparti azionari ed è del 3,4 per cento nei comparti bilanciati; si attesta all'1,8 e all'1,1 per cento nei comparti, rispettivamente, obbligazionari misti e obbligazionari puri.

3.3 Le scelte di adeguamento alla riforma

Degli 84 fondi pensione aperti autorizzati a fine 2006, 79 hanno scelto di adeguarsi al nuovo assetto normativo; di questi, 74 erano operativi al 31 dicembre 2006 e a quella data erano già state presentate 50 istanze di approvazione dei nuovi regolamenti. Dei rimanenti, 4 sono stati cancellati nel corso del 2007 e uno, avendo scelto di non operare gli adeguamenti alle nuove disposizioni di legge, ha avviato gli adempimenti volti a consentire il trasferimento degli iscritti.

A partire dal 1° gennaio del 2007, pertanto, la COVIP è stata impegnata in un'intensa attività istruttoria con l'obiettivo di predisporre le condizioni perché il nuovo sistema della previdenza complementare potesse concretamente partire nei ristretti tempi imposti dalla normativa. Fatti salvi i casi in cui si è reso necessario procedere a richieste di chiarimenti ai fondi (31), tutti i procedimenti sono stati conclusi entro il termine di 90 giorni stabilito dal regolamento del 30 novembre 2006, relativo per l'appunto alle procedure di adeguamento dei regolamenti alla nuova normativa; in nessun caso sono state disposte proroghe dei termini.

Ai primi giorni di aprile sono stati approvati 30 nuovi regolamenti; al 30 giugno 2007 si sono conclusi tutti i procedimenti in corso, con l'eccezione di quello relativo a un fondo pensione, non operativo, per ragioni legate a ritardi nella trasmissione della documentazione necessaria per l'approvazione della variazione dell'istituto cui affidare l'incarico di banca depositaria.

Con l'occasione dell'adeguamento alle novità della riforma, la maggior parte dei fondi pensione (oltre i due terzi) ha colto l'opportunità di sottoporre all'approvazione modifiche regolamentari non necessitate dal nuovo assetto normativo ma, molte delle quali, ritenute convenienti per meglio realizzare la finalità previdenziale dei prodotti, secondo la filosofia della riforma.

Numerose sono le modifiche che hanno riguardato l'articolazione dei comparti e la riorganizzazione delle politiche di investimento di comparti già esistenti che, in alcuni casi, sono state variate in maniera significativa. Nei casi in cui le scelte di investimento offerte sono risultate ristrette, per la mancanza di altri comparti con caratteristiche simili a quello modificato, la COVIP ha fatto presente ai fondi la necessità di riconoscere il diritto di trasferimento agli aderenti al 31 dicembre 2006, da esercitare secondo i tempi e le modalità previsti dai nuovi regolamenti, che al riguardo riproducono la previsione dell'art. 26 dello Schema.

La gran maggioranza dei fondi (66) ha scelto di prevedere comparti cui destinare il TFR conferito tacitamente.

Per lo più ciò è avvenuto adattando comparti, già istituiti, che sono stati adeguati con riguardo alla politica di investimento e alla previsione degli eventi al verificarsi dei

quali il diritto alla garanzia è riconosciuto. In altri casi, invece, i fondi hanno preferito istituire nuovi comparti *ad hoc*.

Per ciò che riguarda la garanzia di risultato contrattualmente offerta, una minoranza dei fondi pensione dotati di comparti per il TFR tacito ha previsto la restituzione del capitale, al contempo impegnandosi a porre in essere una politica di gestione idonea a realizzare, con elevata probabilità, rendimenti almeno pari a quelli del TFR, quantomeno in un orizzonte temporale pluriennale.

Oltre i due terzi dei fondi, invece, ha assunto l'obbligo di garantire un rendimento minimo. Tale rendimento è soprattutto rappresentato da un tasso fisso del 2 per cento (gli altri tassi fissi adottati variano tra l'1 e il 2,5 per cento); in un caso, la garanzia è parametrizzata al tasso annuo di inflazione.

Tenendo presenti le esigenze manifestate dalle Associazioni di categoria, anche in sede di consultazione, lo schema di regolamento delinea la facoltà di prevedere che la garanzia possa essere prestata da soggetti diversi da quello che esercita l'attività del fondo pensione. In effetti, tale opzione è ora in via di principio contemplata dai regolamenti di 45 fondi pensione aperti, per lo più gestiti da SGR e banche. Dall'esame delle note informative di questi fondi, risulta che in sei casi l'opzione è già stata concretamente attuata, con la stipula della relativa convenzione. Si tratta, in buona sostanza, di tre SGR e di altrettante banche, che hanno per lo più affidato il compito a imprese di assicurazione dei gruppi societari alle quali appartengono.

Quanto al novero degli eventi al verificarsi dei quali la garanzia (di restituzione del capitale o di rendimento) è riconosciuta, i fondi hanno per lo più preferito indicare gli eventi standardizzati nello schema di regolamento ma non sono mancate previsioni di eventi ulteriori, quali: la scadenza della convenzione stipulata con imprese di assicurazione per la prestazione della garanzia; il trasferimento dell'aderente a seguito dell'introduzione di modifiche al regime delle spese che complessivamente comporti un peggioramento rilevante delle condizioni economiche o in caso di variazione significativa delle politiche di investimento; le anticipazioni della posizione individuale maturata; la riallocazione della posizione e/o dei flussi tra i comparti in cui si articola il fondo; il trasferimento ad altra forma pensionistica complementare alla quale l'aderente acceda in relazione alla nuova attività lavorativa; il riscatto per cessazione dell'attività lavorativa che comporti l'inoccupazione per un periodo non inferiore a 12 mesi e non superiore a 48; il riscatto in caso di ricorso, da parte del datore di lavoro, a procedure di mobilità o cassa integrazione guadagni.

In alcuni casi, i fondi hanno abbinato garanzie differenziate a seconda degli eventi (per esempio, la garanzia di restituzione del capitale per il verificarsi degli eventi standardizzati nello schema e la garanzia di rendimento minimo per gli eventi ulteriori).

Per i profili innovativi che presentano, si segnalano le variazioni introdotte al fine di prevedere politiche di gestione di tipo *total return*, con l'indicazione di un obiettivo di rendimento. In ragione delle peculiarità delle gestioni di questo tipo -che si

propongono di generare un rendimento assoluto in qualsiasi condizione di mercato- si pone un problema di significatività di un *benchmark* inteso quale portafoglio teorico di riferimento per la valutazione dei risultati di gestione. Al riguardo, tenendo conto della tendenza evolutiva della normativa del settore della previdenza complementare, tesa a superare sul punto il DM Tesoro 703/1996 che prevede che i fondi pensione adottino un *benchmark* per la valutazione dei risultati di gestione, si è ritenuto che tale previsione possa essere in questi casi assolta mediante il richiamo all'obiettivo di rendimento.

Alcuni fondi pensione hanno prestato attenzione ai profili di responsabilità sociale, profili ai quali il legislatore della riforma ha mostrato di essere sensibile richiedendo che dal rendiconto delle forme pensionistiche complementari risulti se nell'investimento delle risorse siano stati presi in considerazione aspetti sociali, etici e ambientali. A tale fine sono stati dedicati appositi comparti. È interessante notare i due approcci che al riguardo risultano essere stati seguiti: accanto a regolamenti che predefiniscono criteri di individuazione degli investimenti socialmente responsabili, che pertanto assumono il valore di limiti agli investimenti in senso stretto, altri chiariscono che l'investimento socialmente responsabile costituisce piuttosto una finalità della gestione.

Il regime delle spese è stato variato in 38 fondi pensione, che per lo più hanno proceduto a una riduzione generale delle condizioni economiche praticate. Quando, invece, le modifiche hanno configurato nel complesso un peggioramento rilevante delle condizioni economiche, è stata fatta presente la necessità di riconoscere il diritto di trasferimento, da esercitare secondo le modalità sopra dette.

Altri fondi pensione (22) hanno invece preferito non intervenire ulteriormente sulle caratteristiche strutturali definite nel regolamento previgente, limitandosi a recepire le novità normative ivi compresa, naturalmente laddove interessati, quella della previsione di un comparto cui destinare il TFR conferito tacitamente; in tale caso, come sopra anticipato, si è proceduto all'adeguamento di comparti già esistenti e, nelle ipotesi di variazione significativa delle politiche di investimento del comparto adattato, è stato riconosciuto il diritto di trasferimento.

In ogni caso, tutti i fondi pensione che hanno scelto di adeguarsi al nuovo assetto normativo, anche proponendo modifiche ulteriori, hanno al contempo colto con interesse quegli altri elementi innovativi che – come detto (*cfr. amplius, paragrafo 1.4*) – sono stati standardizzati nello schema di regolamento per tener conto di diverse esigenze manifestate dal settore.

In tale contesto, una novità importante è quella della possibilità per i fondi di specializzarsi dedicandosi a un tipo di adesioni, opzione che peraltro è stata utilizzata in pochi casi, precisamente da sei fondi pensione, dei quali tre specializzati in adesioni collettive e altrettanti in adesioni individuali.

Con notevole interesse sono state considerate le facoltà indicate dallo schema con riferimento alle scelte di investimento.

In particolare, la possibilità offerta all'aderente, all'atto di adesione, di scegliere uno o più comparti in cui far confluire i versamenti contributivi, e di modificare nel tempo tale destinazione, è stata prevista da 50 fondi pensione. Due fondi pensione includono la possibilità di optare per un profilo di investimento caratterizzato da combinazioni di comparti predefinite e in altrettanti fondi è previsto il passaggio automatico tra comparti, o combinazioni di comparti, in funzione dell'età (*life cycle*).

Quasi tutti i fondi pensione (56) hanno previsto la possibilità di applicare regimi commissionali agevolati con riguardo alle spese per l'atto di adesione, per i costi di gestione direttamente a carico dell'aderente nonché per l'esercizio di prerogative individuali. Di questi fondi pensione, molti (25) hanno regolato l'opzione anche con riguardo alle spese di gestione espresse in misura percentuale sul patrimonio; coerentemente, dal punto di visto operativo, è stato previsto che il patrimonio sia diviso in differenti classi di quote; dall'esame delle note informative risulta che 11 fondi pensione applicano già le agevolazioni in parola.

Sono in tutto 22 i fondi pensione che hanno scelto che la contribuzione possa essere attuata nel rispetto di quanto previsto dall'art.8, comma 12 del Decreto lgs. 252/2005 (così detta contribuzione da abbuoni).

Quanto alle ipotesi di riscatto per "cause diverse" da quelle espressamente contemplate dal Decreto, e sottoposte a un regime fiscale meno favorevole di quelle, lo Schema di regolamento prevede - in linea con le causali di perdita dei requisiti di partecipazione sin qui ammesse nei regolamenti, anche sulla base della contrattazione collettiva - la possibilità di riscatto per perdita dei requisiti di partecipazione al fondo stabiliti dalle fonti che dispongono l'adesione su base collettiva. Tale fattispecie è stata prevista da 71 fondi pensione.

La possibilità di stipulare con la banca depositaria una convenzione per il calcolo del valore della quota è stata scelta da 48 fondi pensione.

Tra le iniziative proposte nei primi mesi dell'anno in corso si segnala, per la sua significatività in relazione alla riforma normativa, l'autorizzazione all'esercizio dell'attività di un nuovo fondo pensione aperto denominato FONDO PENSIONE APERTO REGIONALE TFR, promosso dalla regione Trentino-Alto Adige ai sensi dell'art.3, comma 1, lett. d) del Decreto lgs. 252/2005.

Il Fondo si pone come strumento tecnico per la realizzazione di regimi particolari di destinazione a previdenza complementare del TFR degli occupati nel territorio della regione Trentino-Alto Adige, e precisamente del TFR dei lavoratori silenti nei cui confronti non trovino applicazione le disposizioni di cui all'art.8, comma 7, lett. b), nn. 1 e 2 del Decreto lgs. 252/2005 e dei lavoratori di aziende con almeno 50 dipendenti che abbiano in prima battuta scelto di mantenere la disponibilità del TFR secondo le regole del codice civile e che, successivamente, ripensino la loro scelta a favore dell'adesione al Fondo.

L'esigenza alla base dell'istituzione del Fondo è quella di agevolare l'entrata nel sistema della previdenza complementare di quei soggetti che, al termine dei sei mesi loro assegnati per le scelte relative al conferimento del TFR, siano rimasti inerti o risultino ancora incerti, non avendo pienamente maturato una decisione in ordine alla assunzione delle scelte di partecipazione a una forma pensionistica complementare (es. profilo di rischio, livello di contribuzione, ecc.). Per tali lavoratori, il Fondo si pone come soluzione transitoria, in attesa della maturazione di una maggiore consapevolezza delle proprie esigenze e della individuazione della forma pensionistica complementare più idonea a soddisfarle.

3.4 I costi

La riforma operata con il Decreto lgs. 252/2005 ha dedicato particolare attenzione alla tematica dei costi di partecipazione alle forme di previdenza complementare, con particolare riferimento al profilo della comparabilità degli stessi e della portabilità della posizione individuale.

Con riferimento ai fondi pensione aperti, va ricordato che l'impiego di uno schema-tipo di regolamento di generale utilizzo, dove erano esplicitati tutti i costi che l'iscritto è chiamato a sostenere durante la fase di accumulo, aveva già consentito di definire strutture dei costi standardizzate.

Il nuovo schema di regolamento, emanato a seguito della riforma, ha sostanzialmente confermato l'impostazione già adottata sotto tale profilo.

Al fine di consentire una valutazione aggregata dei costi di partecipazione ai 79 fondi pensione aperti che si sono adeguati al Decreto lgs. 252/2005 viene presentata, come ormai consueto, un'analisi basata su un'unica misura di sintesi costituita dall'indicatore sintetico dei costi, calcolato come differenza tra il tasso di rendimento relativo a un ipotetico piano di investimento che non prevede oneri e il tasso interno di rendimento di un piano che considera i costi effettivamente previsti dalla forma previdenziale.

In particolare, per il calcolo dell'indicatore sintetico dei costi viene effettuata una simulazione dell'evoluzione nel tempo della posizione individuale di un aderente-tipo; a tal fine viene considerato, per convenzione, un iscritto che decide di effettuare un versamento contributivo all'inizio di ciascun anno pari a 2.500 euro. Il tasso di rendimento nominale, uguale per tutti i comparti, è posto pari al 4 per cento.

Rispetto alle analisi riportate nelle Relazioni COVIP degli anni scorsi, tale metodologia è più semplice, essendo quella che viene richiesta alle società per il calcolo dell'indicatore sintetico dei costi da riportare nella nota informativa e definita nello schema-tipo.

Nella simulazione non vengono pertanto considerate sia la rivalutazione del versamento annuo nel corso del tempo, in precedenza effettuata utilizzando un tasso di crescita salariale ipotetico, sia la revisione, a scadenze prestabilite, del livello dei costi in cifra fissa, per tener conto dell'inflazione. Peraltro, entrambe queste modifiche producono solo effetti marginali sui risultati aggregati.

Più rilevante è, invece, l'effetto derivante dall'aver considerato, a differenza che negli altri anni, anche la tassazione fiscale sui rendimenti, conformemente a quanto previsto nella metodologia rilasciata agli operatori. Per comprendere tale effetto occorre tener presente che, rispetto a un piano che non prevede oneri, la presenza dei costi, nel ridurre il rendimento netto, riduce anche l'importo delle imposte. Ciò comporta un differenziale tra il tasso interno di rendimento di una forma ipoteticamente senza oneri (che considera le imposte sull'intero rendimento) e quello della forma effettivamente presa in considerazione (nella quale le imposte incidono sul rendimento al netto dei costi) più basso rispetto a quello che si avrebbe calcolando il suddetto differenziale senza tener conto dell'imposizione fiscale. Si determina quindi una riduzione nel valore assunto dall'indicatore sintetico dei costi pari a circa il 10 per cento. Con riferimento all'analisi pubblicata nella Relazione COVIP per il 2005, quindi, l'indicatore sintetico dei costi calcolato, ad esempio, su un arco di tempo di 35 anni, risulterebbe pari all'1,1 per cento anziché all'1,2 per cento.

Considerando tali differenze metodologiche, il livello degli oneri si conferma, rispetto agli anni passati, sostanzialmente stabile; si evidenzia tuttavia una leggera diminuzione con riferimento ai dati relativi ai comparti garantiti, soprattutto per quanto riguarda orizzonti temporali di partecipazione brevi.

In definitiva, per un aderente-tipo che decidesse di trasferire la propria posizione a un'altra forma previdenziale dopo tre anni di partecipazione, l'indicatore sintetico risulterebbe pari a circa l'1,9 per cento annuo. All'aumentare del periodo di permanenza nella forma stessa, il livello dell'indicatore sintetico dei costi tende a ridursi progressivamente. Aumentando il patrimonio gestito, infatti, diminuisce l'incidenza sullo stesso delle spese che gravano direttamente sull'aderente (spese in cifra fissa e spese in percentuali sui versamenti): se l'aderente decidesse di trasferirsi dopo cinque anni pagherebbe, in media, commissioni annue pari all'1,3 per cento del patrimonio; valore che scende all'1,1 per cento in un orizzonte temporale di 35 anni.

Tav. 3.13

Fondi pensione aperti adeguati al Decreto lgs. 252/2005.⁽¹⁾ Indicatore sintetico dei costi per tipologia di comparto.
(giugno 2007; valori percentuali)

Tipologia di comparto		N. Comparti	2 anni	5 anni	10 anni	35 anni
Senza garanzia	Obbligazionario	83	1,6	1,1	0,9	0,8
	Bilanciato	98	1,9	1,3	1,2	1,1
	Azionario	78	2,2	1,6	1,4	1,3
	Totale	259	1,9	1,3	1,2	1,1
Con garanzia	Obbligazionario	85	1,9	1,2	1,1	1,0
	Bilanciato	13	1,7	1,2	1,1	1,0
	Azionario	-	-	-	-	-
	Totale	99	1,8	1,2	1,1	1,0
Totale	Obbligazionario	168	1,8	1,1	1,0	0,9
	Bilanciato	111	1,9	1,3	1,1	1,1
	Azionario	79	2,2	1,6	1,4	1,3
	Totale	358	1,9	1,3	1,2	1,1

(1) Si tiene conto anche di un fondo che ha completato le procedure per l'adeguamento nei primi giorni di luglio e di un nuovo fondo autorizzato nel corso del primo semestre del 2007.

N.B.: La media è calcolata come media semplice. Utilizzando la media ponderata con il valore dell'attivo netto destinato alle prestazioni a fine 2006 si otterrebbero valori sostanzialmente analoghi.

Le politiche di investimento continuano a rappresentare una delle componenti che maggiormente spiegano le differenze nelle commissioni tra comparti: in particolare, a linee di investimento più rischiose tendenzialmente corrispondono commissioni più elevate (ancorché vi siano alcune società che hanno iniziato a proporre fondi in cui i comparti hanno tutti lo stesso livello di commissione di gestione).

Anche la presenza di garanzie di risultato è un elemento che potrebbe influenzare il costo complessivo di partecipazione al comparto. Sebbene, infatti, i costi delle linee che prevedono una garanzia di risultato, appaiono, in media, sostanzialmente analoghi rispetto a quelli delle altre linee, i dati di dettaglio evidenziano che, per caratteristiche di investimento simili, ed in particolare con riferimento agli obbligazionari, i comparti con garanzia continuano a rimanere leggermente più cari, nonostante si registri una diminuzione media dei costi dei comparti garantiti rispetto agli anni passati.

Un'altra caratteristica che può comportare una differenziazione dei costi deriva dal fatto che il fondo sia o meno dedicato alla raccolta di adesioni su base collettiva. In proposito, è importante ricordare che è stata ritenuta compatibile con la disciplina dettata dal Decreto lgs. 252/2005 la possibilità per i fondi pensione aperti di specializzarsi, dedicandosi unicamente a un tipo di adesione (su base collettiva ovvero su base individuale), opzione che è stata pertanto introdotta nello schema di regolamento per i fondi pensione aperti emanato dalla COVIP.

In questa fase iniziale di adeguamento complessivo, tuttavia, non tutte le società che in passato avevano orientato i fondi, nell'attività di collocamento, prevalentemente alla raccolta di adesioni su base collettiva, hanno ritenuto di chiudere il fondo alle adesioni individuali. In particolare, solo tre fondi risultano dedicati esclusivamente alle adesioni su base collettiva (ed altrettanti unicamente alle adesioni su base individuale). Nelle more di un più ampio sfruttamento della opportunità prevista nel nuovo schema di regolamento, l'analisi dei costi è stata pertanto effettuata distinguendo i fondi che presentano un numero di iscritti composto prevalentemente (per più dell'80 per cento) da aderenti su base collettiva dagli altri.

Tav. 3.14

Fondi pensione aperti adeguati al Decreto lgs. 252/2005.⁽¹⁾ Indicatore sintetico dei costi e specializzazione della raccolta delle adesioni su base collettiva.
(giugno 2007; valori percentuali)

	N. Fondi	N. Comparti	2 anni	5 anni	10 anni	35 Anni
Fondi orientati prevalentemente alle adesioni su base collettiva ⁽²⁾	10	43	1,1	0,9	0,8	0,8
Altri fondi	70	315	2,0	1,3	1,2	1,1
Totale	80	358	1,9	1,3	1,2	1,1

(1) Si tiene conto anche di un fondo che ha completato le procedure per l'adeguamento nei primi giorni di luglio e di un nuovo fondo autorizzato nel corso del primo semestre del 2007.

(2) Si fa riferimento ai fondi che al 30 giugno 2007 avevano iscritti per adesioni collettive in misura superiore all'80 per cento.

Dai risultati emerge che i fondi dedicati principalmente alla raccolta delle adesioni su base collettiva si caratterizzano per un livello di costi complessivo che è, in media, inferiore rispetto agli altri fondi. In particolare, tale differenza risulta più accentuata per periodi di partecipazione brevi (due anni), dove è pari a quasi un punto percentuale e si attenua invece su orizzonti temporali più lunghi, attestandosi sullo 0,3 per cento.

E' opportuno, infine, ricordare che, in occasione della revisione dello schema di regolamento dei fondi pensione aperti a seguito della riforma, la possibilità di prevedere regimi commissionali differenziati per i casi di adesioni su base collettiva (e di convenzionamenti con associazioni di lavoratori autonomi e liberi professionisti), che in precedenza aveva riguardato tipicamente le spese di adesione *una tantum*, è stata ora estesa anche alle commissioni di gestione in percentuale sul patrimonio (mediante lo strumento delle "classi di quote").

Le analisi qui riportate fanno riferimento ai costi indicati nei regolamenti, che rappresentano la misura massima applicabile. Va comunque rilevato che le agevolazioni sulle spese di adesione possono avere un qualche effetto significativo principalmente sull'indicatore sintetico dei costi calcolato per periodi di partecipazione brevi.

Viceversa, le agevolazioni sulle commissioni di gestione in percentuale sul patrimonio hanno un impatto analogo per tutti gli orizzonti temporali di partecipazione. Quest'ultima soluzione è stata finora adottata da un numero ancora ristretto di fondi pari a circa il 15 per cento.

4. I piani individuali pensionistici di tipo assicurativo

4.1 L'assetto del settore all'avvio della riforma

I piani individuali pensionistici attuati mediante contratti di assicurazione sulla vita (di seguito, PIP) sono stati introdotti dal Decreto lgs. 47/2000, che ne ha reso possibile il collocamento a partire dal 1° gennaio 2001, sotto la vigilanza dell'ISVAP, l'Autorità di controllo delle imprese di assicurazione.

Il Decreto lgs. 252/2005 (di seguito Decreto), nel riformare la disciplina della previdenza complementare, ha operato una revisione anche dell'assetto di vigilanza, prevedendo che la vigilanza della COVIP riguardi tutte le forme pensionistiche complementari attribuendole pertanto competenze nuove con riferimento ai PIP (*cfr. infra, paragrafo 4.2*).

Sulla base di quanto previsto nel Decreto, i contratti stipulati entro la fine del 2006 rimangono sottoposti alla disciplina previgente, mentre quelli stipulati successivamente sono sottoposti alle nuove disposizioni.

Nel corso del 2006, le imprese di assicurazione che hanno commercializzato PIP sono 59; una nuova impresa è entrata per la prima volta in questo settore, mentre un'altra è stata incorporata in una già presente nel comparto. Alla fine del 2006, le imprese con contratti PIP in portafoglio sono invece 67; otto di queste società difatti non hanno collocato prodotti nel corso dell'anno appena trascorso.

Nel 2006, il comparto ha continuato a crescere a ritmi ragguardevoli: le polizze stipulate nel corso dell'anno sono state circa 137.000, quasi il 10 per cento in più rispetto a quelle sottoscritte nel corso del 2005.

Tav. 4.1

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 2006
	dal 2001 al 2005		2006		Totale 2001-06			dal 2001 al 2005		2006		Totale 2001-06		
	%		%		%			%		%		%		
Prodotti PIP														
prodotti tradizionali	392.822	48	84.209	61	477.031	50	1.442	39	558	45	2.000	40	1.803	
prodotti <i>unit linked</i>	429.820	52	53.016	39	482.836	50	2.267	61	685	55	2.952	60	2.743	
Totale	822.642	100	137.225	100	959.867	100	3.709	100	1.243	100	4.952	100	4.546	
<i>quote di mercato (%) delle prime 5 società ⁽²⁾</i>							63,1		64,6					
Canali distributivi														
Agenzie ⁽³⁾	441.552	54	63.751	47	505.303	53	1.782	48	589	48	2.371	48		
Promotori finanziari	222.439	27	36.262	26	258.701	27	1.349	36	452	36	1.801	36		
Sportelli bancari e postali	158.651	19	37.212	27	195.863	20	578	16	202	16	780	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.

Circa il 61 per cento delle polizze emesse nel 2006 è costituito da prodotti tradizionali, mentre il residuo 39 per cento da prodotti di tipo *unit linked* (per quasi la totalità collegati a fondi interni assicurativi). Prosegue pertanto la tendenza, già manifestatasi nel 2004 e nel 2005, a preferire i prodotti tradizionali. Si tratta di un andamento opposto a quanto accaduto nei primi anni di commercializzazione, quando le scelte sono ricadute maggiormente sui prodotti di tipo *unit linked*: alla fine del 2003, le polizze emesse con riferimento a quest'ultima tipologia rappresentavano, infatti, circa il 60 per cento del totale.

Il numero complessivo delle polizze emesse a partire dal 2001, anno di inizio della commercializzazione dei PIP, sale quindi a circa 960.000.

Tale dato consente di avere un'indicazione circa il numero di individui che complessivamente hanno aderito a queste forme previdenziali, ancorché tale interpretazione dei dati possa contenere una componente di sovrastima. I dati sono infatti segnalati separatamente per ramo, e con riferimento alle forme miste (sia di ramo I che di ramo III) potrebbero esserci duplicazioni nel conteggio delle polizze qualora l'iscritto scelga di sottoscrivere sia la componente di tipo tradizionale sia quella *unit linked*. Un ulteriore elemento di duplicazione può derivare dalla prassi, seguita da alcune società, di stipulare contratti distinti per singolo fondo o gestione speciale, anche a fronte del medesimo cliente. Va infine tenuto presente che il dato, facendo riferimento alle polizze emesse, comprende anche quei contratti successivamente chiusi per varie

cause (morte dell'iscritto, scadenza del contratto, ecc.), casi che tuttavia si possono reputare in numero contenuto in questi primi anni di attività.

Il totale dei premi incassati nel corso del 2006 è stato pari a 1.243 milioni di euro: 558 milioni di euro fanno riferimento a prodotti tradizionali e 685 milioni a prodotti *unit linked*.

Se si considera la raccolta tra il 2001 e il 2006, i premi complessivamente incassati sfiorano i cinque miliardi 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 4,5 miliardi di euro.

Nell'insieme le riserve sono, quindi, ancora inferiori di circa il 10 per cento rispetto alla raccolta premi, nonostante i rendimenti positivi registrati da tali forme negli ultimi anni. Oltre ad una diminuzione delle riserve riconducibile alle uscite, il differenziale negativo è certamente influenzato anche dalle spese che gravano sul contratto; in particolare in questi anni i costi sostenuti dall'aderente sui primi versamenti hanno avuto un peso rilevante nel ridurre l'ammontare accantonato per le prestazioni.

Il differenziale negativo tra premi e riserve è più evidente con riferimento ai prodotti tradizionali, mentre è minore con riferimento ai prodotti *unit linked*, prodotti maggiormente orientati all'investimento nei mercati azionari e i cui rendimenti hanno goduto, in questi ultimi anni, dell'andamento particolarmente favorevole di tali mercati.

La concentrazione del settore, misurata come quota delle prime cinque imprese di assicurazione in termini di raccolta dei premi relativi ai PIP, risulta pari a circa il 65 per cento, valore che si è stabilizzato a partire dal 2004, dopo un primo periodo che aveva visto quasi i due terzi della raccolta dei premi fare capo a due sole società.

Guardando alla raccolta di adesioni per canale distributivo, risulta che nel 2006 il 47 per cento delle polizze sottoscritte è stato collocato da agenti, il 27 per cento tramite sportelli bancari e postali e il 26 per cento da promotori finanziari. La crescita della quota relativa agli sportelli bancari e postali rispetto a quella registrata negli anni precedenti è da ricondurre prevalentemente alla commercializzazione, a partire dagli ultimi mesi del 2005, di un PIP istituito da Poste Vita e collocato per il tramite, appunto, di sportelli postali.