

conseguenti a processi di riorganizzazione di forme pensionistiche preesistenti nelle quali era previsto essenzialmente un contributo a carico del datore di lavoro.

Fra le adesioni individuali di lavoratori dipendenti predomina la scelta di contribuire con il solo TFR, operata da circa il 48 per cento del totale, rispetto al versamento dei soli contributi, essenzialmente da parte del lavoratore, attuata dal 31 per cento degli aderenti; il restante 21 per cento sceglie di abbinare al versamento del TFR anche contributi, tipicamente a proprio carico.

Tav. 4.6

Fondi pensione aperti. Lavoratori dipendenti per tipologia di adesione e di versamenti. (anno 2007; dati di fine periodo)

Tipologia di versamenti	Tipologia di adesione	
	Individuale	Collettiva
Iscritti con versamenti contributivi e TFR	21,0	79,0
Iscritti con versamento del solo TFR	48,2	12,7
Iscritti con versamenti solo contributivi	30,8	8,3
Totale	100,0	100,0

Nell'insieme, considerando anche i lavoratori autonomi e i liberi professionisti, le adesioni individuali rimangono la modalità di iscrizione prevalente nell'ambito dei fondi aperti, pur diminuendo dall'86 per cento del 2006 al 75 per cento del 2007; per contro, le adesioni collettive salgono dal 14 al 25 per cento.

Al fine di apprezzare i comportamenti e le strategie di mercato poste in essere dalle principali società operanti nel settore dei fondi pensione aperti, che hanno consentito di conseguire significativi livelli di crescita delle adesioni collettive nel corso del 2007, è stata svolta un'indagine presso le società i cui fondi pensione, complessivamente considerati, coprono una quota superiore al 50 per cento del mercato dei fondi pensione aperti. Si tratta di società che, in genere, gestiscono più fondi pensione aperti fra cui alcuni rivolti principalmente alle adesioni su base collettiva.

Uno degli aspetti indagati ha riguardato il *target* delle imprese al quale è stata rivolta l'offerta, con un *focus* in particolare su alcuni aspetti relativi alle dimensioni aziendali, ai settori economici di riferimento e alla natura dell'accordo che ha determinato l'adesione collettiva al fondo aperto.

Ne è emerso che, nella maggior parte dei casi, l'offerta si è rivolta verso le aziende di piccole e piccolissime dimensioni (dai 5 ai 20 addetti) anche presenti in settori ove già operavano fondi pensione negoziali di categoria. In questi casi sono stati esclusi quei settori (ad esempio chimico-farmaceutico) ove il livello di adesioni già raggiunto dal fondo negoziale lasciava spazi di intervento nella raccolta talmente

marginali da non rendere economicamente interessante l'investimento iniziale legato alla proposta del prodotto previdenziale collettivo.

L'offerta di fondi pensione aperti si è quindi in molti casi sovrapposta al bacino di riferimento dei fondi pensione negoziali ed è stata rivolta sia ad aziende di piccole dimensioni, collocate in settori caratterizzati da una forte frammentazione delle imprese (commercio) con conseguente dispersione dei lavoratori occupati che, pertanto, sono risultati difficilmente raggiungibili dai fondi negoziali di categoria, sia ad aziende sempre di dimensioni medio piccole appartenenti a settori (metalmecanico) nei quali il fondo di categoria ha raccolto l'adesione delle principali aziende medio-grandi, ove più forte è la presenza sindacale, e non è riuscito a raggiungere, soprattutto in determinate aree geografiche, le piccole imprese, rientrate quindi nel *target* di riferimento di molti fondi aperti.

Le modalità con le quali si è formalizzata l'adesione al fondo pensione aperto da parte delle collettività riferite alle singole aziende contattate è stata prevalentemente quella dell'accordo plurisoggettivo (o accordi plurimi). Quando l'offerta si è rivolta ad aziende di maggiori dimensioni (sopra i 50 addetti) i datori di lavoro hanno proposto ai loro dipendenti, accanto al fondo negoziale di categoria, una rosa di fondi pensione aperti; in questi casi i fondi aperti sono stati invitati a partecipare a momenti di incontro con i lavoratori interessati prevalentemente nel corso di assemblee dedicate. Questo atteggiamento ha consentito da un lato, di soddisfare l'esigenza dei datori di lavoro di assicurare un'informativa adeguata ai propri dipendenti e, dall'altro, di presentarsi in termini di neutralità rispetto alla scelta concretamente effettuata dagli interessati circoscrivendo a due/tre fondi le possibili opzioni. In queste realtà, l'alternativa al fondo negoziale di riferimento è stata offerta proprio attraverso l'accordo plurisoggettivo che ha consentito di indirizzare le scelte dei dipendenti verso i fondi pensione aperti dagli stessi individuati nell'ambito di quelli interessati dagli accordi.

Una parte dell'indagine è stata dedicata a conoscere le iniziative promozionali assunte nel corso del semestre precedente l'avvio della riforma. Al riguardo è emerso che le società interessate da riassetto di gruppo hanno preferito non investire risorse nella promozione dei propri fondi pensione attraverso i canali tradizionali, stampa e televisione, ritenendo preferibile dare un taglio "consulenziale" alla promozione che è stata indirizzata direttamente verso le aziende selezionate e contattate. Negli altri casi sono state utilizzate campagne a mezzo stampa e attraverso canali televisivi nazionali, o locali per quelle realtà prevalentemente radicate in determinate aree territoriali.

Nell'ambito delle strategie perseguite per promuovere l'adesione a fondi pensione aperti di collettività di lavoratori non è stata riscontrata, per questo primo anno di avvio della riforma, una politica di riduzione dei costi. E' infatti emerso che non sono state introdotte forme di agevolazione attraverso l'adozione di classi di quote a favore di collettività particolarmente numerose, in quanto i costi praticati dai fondi contattati si collocano già a livelli minimi.

* * *

Dall'esame della distribuzione degli iscritti per classe di età e sesso e per area geografica si possono ricavare utili informazioni su eventuali modifiche nelle caratteristiche degli aderenti conseguenti alle novità introdotte dalla riforma.

La distribuzione degli iscritti per classe di età mostra un incremento della partecipazione dei giovani: a fine 2007 l'incidenza degli aderenti con meno di 35 anni raggiunge il 25 per cento rispetto al 18 per cento del 2006. Per contro, scende la percentuale sul totale sia degli iscritti con età compresa fra 35 e 54 anni che passa dal 66 al 62 per cento, sia quella degli iscritti con almeno 55 anni, che si sposta dal 16 al 13 per cento.

Si abbassa, pertanto, anche l'età media degli aderenti che scende a 42 anni quando nel 2006 la stessa si attestava a 43,8 anni.

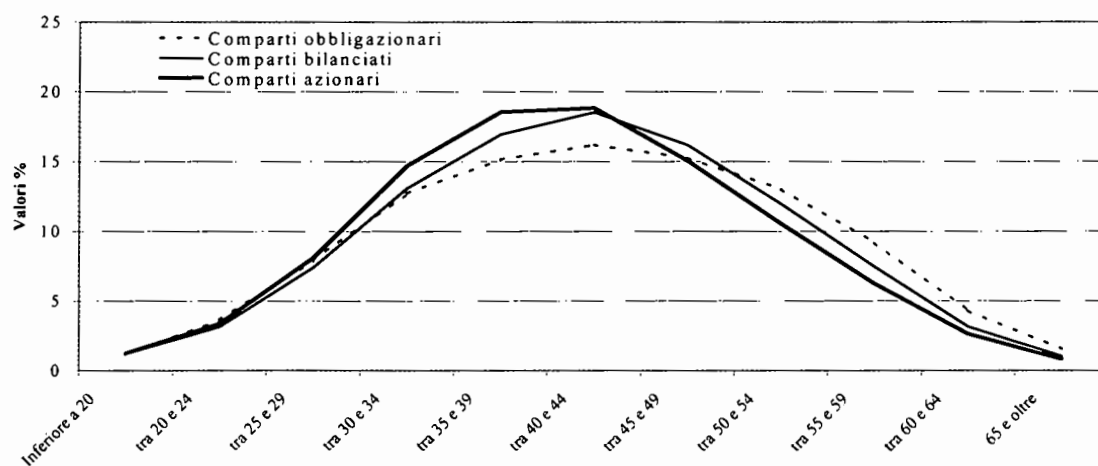
Insieme alla maggiore incidenza dei giovani, si registra anche un più elevato peso degli iscritti di sesso femminile che salgono al 33 per cento del totale degli aderenti rispetto al 30 per cento riportato nel 2006.

A ben vedere, il fenomeno dell'incremento della partecipazione dei giovani e delle donne è ampiamente riconducibile alla ricomposizione degli aderenti a favore del lavoro dipendente che, rispetto al lavoro autonomo, si caratterizza per una distribuzione degli occupati a livello nazionale più spostata verso le classi di età più giovani e verso le donne. Alla fine del 2007, l'età media degli iscritti lavoratori dipendenti è di 38,8 anni mentre quella dei lavoratori autonomi e liberi professionisti è di 45,3 anni.

Tav. 4.7

Fondi pensione aperti. Specializzazione dei comparti e distribuzione degli iscritti per classi di età.

(dati di fine 2007)



Con riferimento alla scelta della tipologia di comparto emergono significative differenze nel confronto con il 2006. Infatti, fra gli aderenti con meno di 35 anni cresce di due punti la percentuale di coloro che scelgono comparti obbligazionari e bilanciati, pari rispettivamente al 33,5 e al 34,5 per cento; nei comparti azionari tale percentuale diminuisce di quattro punti percentuali attestandosi, a fine 2007, a circa il 32 per cento. Nei comparti garantiti gli iscritti con meno di 35 anni costituiscono il 22 per cento del totale, con un incremento rilevante rispetto al 7 per cento di fine 2006.

La composizione degli iscritti per area geografica evidenzia la maggiore diffusione dei fondi pensione aperti nelle regioni settentrionali: sia l'area nord occidentale che quella nord orientale aumentano, rispettivamente, di due punti percentuali la loro incidenza sul totale degli iscritti, portando nel complesso il peso delle regioni settentrionali a circa il 55 per cento contro il 51 per cento di fine 2006. Diminuisce al 24 per cento, rispetto al precedente 27 per cento, la quota rappresentata dagli iscritti appartenenti alle regioni centrali; stabile a poco più del 21 per cento è il peso degli iscritti delle regioni meridionali e insulari. Fra le singole regioni spicca la Lombardia, con il 19 per cento degli iscritti, seguita dalla Toscana con l'11 per cento.

Anche lo spostamento degli iscritti verso le regioni settentrionali risente della ricomposizione delle adesioni a favore del lavoro dipendente: le aree nord occidentale e nord orientale rappresentano il 59 per cento degli iscritti lavoratori dipendenti. Nell'ambito dei lavoratori dipendenti, la regione con il maggior numero di iscritti è la Lombardia, con circa il 19 per cento, seguita dal Piemonte, dal Veneto e dall'Emilia-Romagna con circa il 10 per cento ciascuna.

* * *

Nel corso del 2007, il flusso dei contributi raccolti dai fondi pensione aperti segna un rilevante incremento, raggiungendo gli 831 milioni di euro rispetto ai 536 milioni dell'anno precedente.

A seguito del corrispondente incremento delle adesioni, considerevole è l'afflusso dei contributi complessivamente apportati dai lavoratori dipendenti, pari a 451 milioni di euro, più che raddoppiati se confrontati con il 2006. Anche i contributi rivenienti dai lavoratori autonomi e liberi professionisti, comprensivi della quota riferita agli iscritti per i quali non risulta che abbiano in essere un'attività di lavoro, registrano un incremento passando da 339 a 380 milioni di euro. Nell'ambito dei contributi dei lavoratori dipendenti, è di rilievo l'aumento dei flussi di TFR destinati ai fondi pensione aperti che a fine 2007 si attestano a 218 milioni di euro, quasi tre volte l'ammontare registrato nel 2006.

Complessivamente, i contributi dei lavoratori dipendenti costituiscono il 54 per cento del totale mentre quelli dei lavoratori autonomi e liberi professionisti formano il rimanente 46 per cento.

In termini di contribuzione media, il dato calcolato con riferimento agli iscritti per

i quali risultano effettuati versamenti nel corso del 2007, che costituiscono circa il 90 per cento degli iscritti totali, non mostra variazioni rispetto all'anno precedente attestandosi a circa 1.200 euro.

Con riferimento ai lavoratori dipendenti il contributo medio è di circa 1.600 euro, al di sotto dei 2.400 euro registrati nel 2006. Al riguardo, è da rilevare che nel 2007 la gran parte delle nuove iscrizioni si è concentrata alla fine del primo semestre: la quota di TFR dei nuovi aderenti relativa alla prima metà del 2007 è pertanto rimasta presso l'azienda. La diminuzione del contributo medio è anche da mettere in relazione sia all'aumento delle adesioni individuali di lavoratori dipendenti, circa la metà delle quali caratterizzate dal versamento del solo TFR, sia alla più ampia diversificazione dei settori di attività economica di riferimento degli accordi collettivi; questi ultimi, infatti, negli anni passati coinvolgevano pressoché esclusivamente i settori bancario e assicurativo, tipicamente caratterizzati da elevate retribuzioni medie.

Alla luce della possibilità offerta dal Decreto di versare il TFR anche a seguito di adesione individuale, assume rilevanza la distinzione dei contributi dei lavoratori dipendenti secondo la modalità di adesione. Circa l'80 per cento dei contributi dei lavoratori dipendenti, pari a 352 milioni di euro, affluisce a seguito di adesioni collettive; di questi circa la metà, per un ammontare di 174 milioni di euro, deriva dal versamento del TFR. Sui rimanenti 99 milioni di euro rivenienti da adesioni individuali, 44 milioni sono costituiti da quote di TFR.

Il contributo medio del totale dei lavoratori dipendenti iscritti su base collettiva è di circa 2.100 euro, costituito per il 23 per cento da contributi a carico del lavoratore, per il 28 per cento da contributi a carico del datore di lavoro e per il 49 per cento da quote di TFR. Con riguardo al contributo medio degli iscritti su base individuale è importante distinguere fra coloro che non versano il TFR e quelli che versano anche o solo il TFR: nel primo caso, il contributo medio ammonta a circa 900 euro versati dal solo lavoratore mentre nel secondo ammonta a circa 700 euro. In quest'ultimo caso, il più basso contributo medio è principalmente dovuto alla concentrazione delle nuove iscrizioni al termine del primo semestre del 2007.

La contribuzione media dei lavoratori autonomi e liberi professionisti non mostra variazioni rispetto agli anni precedenti attestandosi a circa 900 euro.

Nel 2007, la gestione previdenziale della fase di accumulo, che oltre ai contributi è alimentata da altre voci di entrata e di uscita, quali in particolare i trasferimenti di posizioni da e verso altre forme previdenziali, i riscatti, le anticipazioni, le trasformazioni in rendita, le erogazioni in conto capitale, genera un saldo netto positivo pari a 800 milioni di euro, con un rilevante incremento rispetto ai 500 milioni del 2006.

Le posizioni individuali trasferite da e verso altre forme previdenziali registrano un saldo netto positivo di circa 100 milioni di euro. Le stesse sono depurate dai movimenti monetari derivanti da una operazione di incorporazione di un fondo pensione aperto in un altro fondo appartenente alla medesima società che hanno interessato quasi

34.000 posizioni per complessivi 101 milioni di euro.

Gli afflussi provenienti dai trasferimenti interessano in misura maggiore i comparti bilanciati (45 per cento) e obbligazionari (36 per cento) e, invece, in modo residuale gli azionari (19 per cento); i deflussi riguardano principalmente i comparti azionari (42 per cento), seguiti dai bilanciati (35 per cento) e dagli obbligazionari (23 per cento).

E' in diminuzione il fenomeno dei riscatti che interessa circa 5.200 posizioni per un importo complessivo di 59 milioni di euro; è residuale, anche se in crescita rispetto al 2006, il ricorso all'anticipazione che si riferisce a poco meno di 2.000 posizioni per un ammontare complessivo di 24 milioni di euro.

Tav. 4.8

Fondi pensione aperti. Raccolta netta della fase di accumulo.

(anni vari; dati di flusso; importi in milioni di euro)

	2006	2007
Contributi per le prestazioni	536	831
Trasferimenti in entrata da altri fondi pensione	127	179
Entrate della gestione previdenziale	663	1.010
Trasferimenti in uscita verso altri fondi pensione	55	78
Anticipazioni	14	24
Riscatti	66	59
Premi per prestazioni accessorie
Erogazioni in forma di capitale	19	49
Trasformazioni in rendita
Uscite della gestione previdenziale	155	210
Raccolta netta	508	800
<i>Per memoria:</i>		
Trasferimenti tra comparti dello stesso fondo	66	113

E' opportuno menzionare in proposito che il Decreto ha operato una significativa revisione della disciplina riguardante il riscatto e l'anticipazione. Con riferimento ai riscatti, il Decreto delimita le situazioni nelle quali è possibile richiedere il riscatto parziale (50 per cento) o totale della posizione individuale. Le stesse sono riconducibili essenzialmente alla condizione occupazionale dell'aderente o a casi particolarmente gravi di invalidità permanente, penalizzando fiscalmente altre causali, quali la perdita dei requisiti di partecipazione già ammessa dalla previgente normativa. L'accesso alle anticipazioni è, invece, ricollegato al verificarsi di situazioni personali, familiari e lavorative, di particolare gravità o, quantomeno rilevanza; a queste fanno eccezione le anticipazioni per "ulteriori esigenze" dell'iscritto, non identificate dal Decreto, decorsi otto anni dall'iscrizione al fondo ed entro il limite del 30 per cento della posizione individuale incrementata di tutte le anticipazioni percepite e non reintegrate e decurtata

delle somme già corrisposte in precedenza per il medesimo titolo.

In aumento, anche se trattasi di fenomeni ancora limitati, sia le erogazioni in conto capitale, che coinvolgono circa 2.600 posizioni per un ammontare complessivo di 48 milioni di euro rispetto ai 19 milioni del 2006, sia il numero di rendite in erogazione (pari a 171), che interessano per lo più soggetti provenienti da fondi pensione preesistenti.

Il fenomeno dei trasferimenti di posizioni (o anche di porzioni delle stesse laddove previsto dai regolamenti) nell'ambito di linee di investimento appartenenti ad uno stesso fondo pensione registra un incremento rispetto al 2006, interessando circa 6.000 posizioni, pari a meno dell'1 per cento degli iscritti per un importo complessivo di circa 113 milioni di euro, con spostamenti per lo più dai comparti azionari a quelli obbligazionari.

4.4 La gestione finanziaria

Alla fine del 2007, il patrimonio dei fondi pensione aperti è costituito per circa il 44 per cento da titoli di debito, per il 25 per cento da titoli di capitale e per il 23 per cento da quote di OICR; l'incidenza dei depositi, che comprendono anche i crediti per operazioni di pronti contro termine con scadenza non superiore a 6 mesi, è di circa il 7 per cento.

Tav. 4.9

Fondi pensione aperti. Composizione del patrimonio.
(anno 2007; dati di fine periodo; valori percentuali)

	Tipologia comparto				Totale
	Obbligazionario puro	Obbligazionario misto	Bilanciato	Azionario	
Depositi	4,3	6,4	7,4	7,6	7,0
Titoli di debito	87,0	72,5	46,1	14,4	44,0
Titoli di capitale	-	5,3	21,0	47,8	25,4
OICR	7,9	15,0	24,9	30,0	23,1
Altre attività e passività	0,8	0,9	0,6	0,3	0,5
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Nel confronto con il 2006 si registra un aumento di 3 punti percentuali del peso degli investimenti diretti in titoli di debito e di capitale, che salgono al 69 per cento del

patrimonio; diminuisce dal 25 al 23 per cento l'incidenza degli OICR mentre i depositi si attestano al 7 per cento, in calo di circa un punto percentuale.

La percentuale degli investimenti diretti rispetto al patrimonio aumenta in misura maggiore nei comparti azionari¹¹, nei quali passa dal 58 al 62 per cento, e in misura inferiore nei comparti bilanciati, dal 65 al 67 per cento; parallelamente, si registra una diminuzione del peso degli OICR di quasi 4 punti percentuali nei comparti azionari e di circa un punto percentuale in quelli bilanciati. Nei comparti obbligazionari non si registrano variazioni significative.

Gli investimenti diretti in titoli di debito sono per quasi la totalità costituiti da titoli di Stato; i titoli di debito di altri emittenti assumono un peso residuale e pari a circa il 2 per cento del patrimonio dei fondi aperti.

I titoli di debito sono costituiti per circa il 95 per cento da titoli con scadenza superiore a 6 mesi; la durata media finanziaria si attesta nell'insieme a circa 4 anni, assumendo valori più elevati nei comparti azionari e bilanciati e, invece, più ridotti nei comparti obbligazionari che, come è noto, comprendono anche linee di investimento maggiormente orientate verso strumenti del mercato monetario.

I titoli di capitale sono pressoché integralmente costituiti da titoli quotati.

Le quote di OICR in portafoglio si riferiscono a organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), quali fondi comuni mobiliari aperti, italiani ed esteri armonizzati, e società di investimento a capitale variabile (SICAV); non risultano, invece, quote di fondi mobiliari chiusi, né di fondi immobiliari.

La riduzione del peso delle quote di OICR sul patrimonio dei fondi aperti costituisce una tendenza ormai in atto da alcuni anni. Se confrontata con il 2003, l'incidenza degli OICR scende complessivamente dal 36 al 23 per cento; la stessa passa dal 31 al 13 per cento nei comparti obbligazionari, dal 38 al 25 per cento in quelli bilanciati e dal 37 al 30 per cento nei comparti azionari.

Gli investimenti in OICR caratterizzano in modo particolare i comparti di dimensioni più ridotte per i quali può non risultare efficiente, in termini di costo, effettuare direttamente l'attività di selezione dei titoli. Nel 2007, infatti, l'incidenza media degli OICR nei comparti con ANDP inferiore a 500 mila euro è di circa il 53 per cento; la stessa scende al 36,5 per cento nei comparti con ANDP compreso fra 500 mila e 5 milioni di euro e al 22 per cento nei comparti con ANDP superiore a 5 milioni di euro.

Il ricorso agli OICR è, invece, più limitato nei comparti garantiti, caratterizzati da politiche di investimento prevalentemente prudenziali. I titoli di debito costituiscono,

¹¹ Per la classificazione dei comparti secondo le caratteristiche delle linee di investimento, cfr. *supra* paragrafo 3.4.1.

infatti, circa l'83 per cento del patrimonio dei comparti garantiti mentre la quota di OICR si attesta a circa il 9 per cento; la stessa percentuale sale al 16 per cento se riferita ai comparti obbligazionari privi di garanzia.

Aggregando gli investimenti diretti a quelli indiretti effettuati per il tramite di OICR, si registra l'incremento dell'incidenza dei titoli di debito che, rispetto al 2006, passano dal 46 per cento al 50 per cento del patrimonio dei fondi aperti e, invece, la diminuzione dei titoli di capitale dal 46 al 43 per cento.

Gli investimenti distinti secondo l'area geografica, considerando anche le componenti detenute per il tramite degli OICR, mostrano l'incremento del peso degli emittenti domestici, che, rispetto al 2006, passano dal 36 al 39 per cento; aumenta dal 34 al 37 per cento anche l'incidenza degli emittenti appartenenti agli altri Paesi dell'Unione europea. In diminuzione di due punti percentuali è, invece, il peso degli emittenti che risiedono negli Stati Uniti e di quattro punti percentuali in Giappone, attestandosi rispettivamente al 16 e al 2,5 per cento alla fine del 2007. E' sostanzialmente stabile l'incidenza dei titoli emessi da residenti in altri Paesi aderenti all'OCSE.

Tav. 4.10

Fondi pensione aperti. Composizione del portafoglio titoli per area geografica.⁽¹⁾
(anno 2007; dati di fine periodo; valori percentuali)

	Tipologia comparto				Totale
	Obbligazionario puro	Obbligazionario misto	Bilanciato	Azionario	
Titoli di debito	100,0	86,2	57,5	19,1	53,7
Italia	65,7	56,0	34,2	12,7	34,0
Altri Paesi Unione europea	31,3	28,5	21,5	5,3	18,1
Stati Uniti	2,0	1,5	1,3	0,9	1,3
Giappone	0,1	..	0,1	..	0,1
Altri Paesi aderenti OCSE	0,8	0,1	0,2	0,1	0,2
Paesi non aderenti OCSE	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Titoli di capitale	-	13,8	42,5	80,9	46,3
Italia	-	2,0	4,6	7,5	4,7
Altri Paesi Unione europea	-	6,5	18,9	31,2	19,0
Stati Uniti	-	3,1	11,9	29,0	15,0
Giappone	-	0,5	2,1	4,7	2,5
Altri Paesi aderenti OCSE	-	1,4	3,7	6,3	3,8
Paesi non aderenti OCSE	-	0,3	1,4	2,2	1,3
Totale portafoglio titoli	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) Per l'allocazione geografica si fa riferimento al paese di residenza degli emittenti. La tavola comprende gli investimenti in titoli per il tramite di OICR, che pertanto vengono trattati come un "velo".

Nell'ambito dei titoli di debito, che sul totale del portafoglio titoli crescono complessivamente dal 50 al 54 per cento, sale di tre punti percentuali il peso degli emittenti domestici, che si attestano al 34 per cento del portafoglio dei fondi aperti, e aumenta dal 17 al 18 per cento quello degli altri Paesi dell'Unione europea. Stabili sono le quote delle altre aree geografiche.

Con riferimento ai titoli di capitale, il cui peso sul portafoglio titoli diminuisce complessivamente dal 50 al 46 per cento, si registrano riduzioni in tutte le aree geografiche con la significativa eccezione degli altri Paesi dell'Unione europea che, incrementando del 2 per cento, raggiungono il 19 per cento del portafoglio titoli dei fondi aperti.

A fine 2007, le attività complessivamente denominate in valute diverse dall'euro costituiscono circa il 29 per cento del patrimonio dei fondi pensione aperti, raggiungendo valori più elevati nei comparti azionari, pari a circa il 48 per cento, e più ridotti nei comparti bilanciati e obbligazionari pari, rispettivamente, al 26,5 e al 9 per cento.

Limitato è il numero di fondi che utilizza strumenti derivati, perseguendo essenzialmente finalità di aggiustamento dell'esposizione verso i titoli di capitale. Marginali sono le posizioni in essere alla fine del 2007 assunte con riferimento alle divise estere.

Considerando anche le operazioni in essere su strumenti derivati, l'esposizione effettiva del portafoglio dei fondi pensione aperti è per il 54,5 per cento verso i titoli di debito e per il 45,5 per cento verso i titoli di capitale. Rispetto alla composizione dei portafogli *benchmark* si registra a livello generale un sostanziale allineamento, con un sovrappeso della componente obbligazionaria nei comparti bilanciati.

Tav. 4.11

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

(anno 2007; dati di fine periodo; valori percentuali)

	Tipologia di comparto								Totale	
	Obbligazionario puro		Obbligazionario misto		Bilanciato		Azionario			
	Eff.	Bcmk	Eff.	Bcmk	Eff.	Bcmk	Eff.	Bcmk	Eff.	Bcmk
Titoli di debito	100,0	100,0	85,7	85,1	58,5	57,1	21,3	21,1	54,5	54,2
Titoli di capitale	-	-	14,3	14,9	41,5	42,9	78,7	78,9	45,5	45,8
Totale	100,0	100,0	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 capitalizzazione¹². I rendimenti mensili, ottenuti come variazione del valore della quota dei singoli comparti, sono al netto di tutti gli oneri di amministrazione e gestione a carico del fondo, nonché degli oneri fiscali.

Nel 2007, l'indice del rendimento medio aggregato dei fondi pensione aperti è diminuito dello 0,4 per cento; ad eccezione del secondo, tutti i trimestri dell'anno registrano variazioni negative anche a causa degli effetti della crisi dei mutui *subprime*. Nell'arco degli ultimi cinque anni, il risultato ottenuto dai fondi aperti è invece positivo e pari al 25,5 per cento.

Tav. 4.12

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

	2003-2007 (5 anni)	2003	2004	2005	2006	2007
Comparti non garantiti	26,6	6,0	4,4	12,3	2,6	-0,6
<i>Obbligazionario puro</i>	10,0	1,6	3,3	3,3	-0,2	1,6
<i>Obbligazionario misto</i>	15,8	3,1	4,2	6,4	1,0	0,3
<i>Bilanciato</i>	24,2	4,9	4,2	11,4	2,4	-0,3
<i>Azionario</i>	34,5	8,4	4,7	16,2	3,7	-1,6
Comparti garantiti	12,1	2,6	3,1	2,9	1,0	1,9
Rendimento generale	25,5	5,7	4,3	11,5	2,4	-0,4
<i>Per memoria:</i>						
Rivalutazione del TFR ⁽¹⁾	14,3	2,8	2,5	2,6	2,4	3,1

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

Nell'anno trascorso il tasso di rivalutazione del TFR, considerato al netto dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 2001, si attesta al 3,1 per cento; si tratta del livello più elevato raggiunto dal 2002, dovuto al riacutizzarsi dell'inflazione dopo alcuni anni di sostanziale stabilità dell'incremento medio dell'indice generale dei prezzi al consumo.

Nonostante l'andamento nel complesso comunque positivo dei principali mercati azionari nei quali sono investite le attività dei fondi pensione aperti (Stati Uniti e area dell'euro), nel 2007 si sono registrate variazioni negative nei comparti azionari e bilanciati, pari rispettivamente a -1,6 e -0,3 per cento. Il che è da mettere in relazione con l'incidenza delle attività denominate in valuta diversa dall'euro che sono state

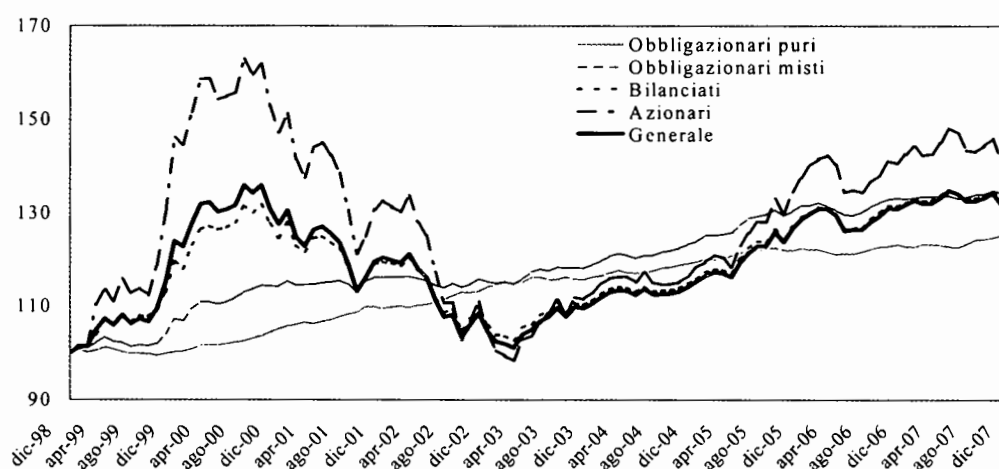
¹² L'indice di capitalizzazione è calcolato secondo la formula dell'indice di Laspeyres concatenato (cfr. *supra*, paragrafo 3.4). Ciascun comparto viene considerato nel calcolo dell'indice a partire dal mese nel quale si verifica la prima valorizzazione.

penalizzate dal consistente apprezzamento della moneta unica europea rispetto al dollaro statunitense e dall'assenza di corrispondenti operazioni poste in essere con finalità di copertura del rischio valutario. Peraltro, su un orizzonte temporale quinquennale (2003-2007), entrambe le tipologie di comparto hanno messo a segno rendimenti superiori al TFR, pari al 34,5 per cento per i comparti azionari e al 24,2 per cento per i bilanciati.

Tav. 4.13

Fondi pensione aperti. Indici di capitalizzazione.

(base 100 al 31 dicembre 1998)



Con riferimento ai comparti assistiti da garanzie di restituzione del capitale e/o di rendimento minimo, nel 2007 il rendimento aggregato medio è stato dell'1,9 per cento; si attesta al 12,1 per cento se riferito al periodo 2003-2007. Nei comparti privi di garanzia ma caratterizzati da politiche di investimento altrettanto prudentiali, il rendimento dei comparti obbligazionari puri è stato dell'1,6 per cento nel 2007 e del 10 per cento negli ultimi cinque anni; nei comparti obbligazionari misti, il rendimento si è attestato allo 0,3 per cento nel 2007 e al 15,8 per cento nel periodo 2003-2007.

La valutazione dei risultati di gestione dei fondi aperti rispetto ai rendimenti dei portafogli *benchmark* 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 fondi¹³.

Tav. 4.14

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

	2005		2006		2007	
	Rendimento positivo	Rendimento superiore al benchmark	Rendimento positivo	Rendimento superiore al benchmark	Rendimento positivo	Rendimento superiore al benchmark
Generale	100,0	35,4	81,6	30,5	67,7	22,6
Obbligazionario puro	100,0	15,9	51,6	15,6	95,9	10,2
Obbligazionario misto	100,0	27,5	86,5	37,8	74,5	9,8
Bilanciato	100,0	45,1	95,5	32,8	59,5	24,1
Azionario	100,0	51,7	96,4	40,0	48,2	42,9

(1) Si sono presi in considerazione i comparti che all'inizio di ogni periodo considerato 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.

Al fine di rendere più omogeneo il confronto, i rendimenti dei *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.

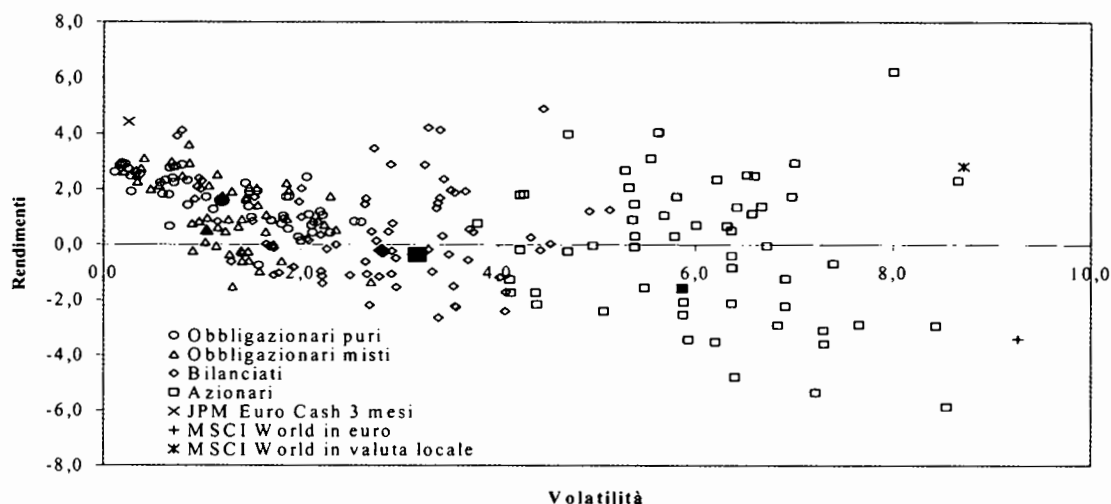
Nel 2007, il rendimento aggregato dei fondi aperti è risultato inferiore a quello del *benchmark*; circa tre quarti dei comparti ha difatti conseguito rendimenti più bassi rispetto al proprio *benchmark*. Circa due terzi dei comparti ha registrato rendimenti positivi, ma nei comparti azionari tale percentuale scende a poco meno della metà.

La dispersione dei rendimenti assume peraltro carattere più marcato nei comparti tendenzialmente più rischiosi: i comparti azionari e i bilanciati conseguono, rispettivamente, rendimenti compresi fra -6 e 8 per cento e fra -4 e 6 per cento. Più concentrati sono, invece, i rendimenti dei comparti obbligazionari che hanno conseguito rendimenti compresi fra -2 e 2 per cento.

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, 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.

Tav. 4.15

Fondi pensione aperti. Rendimenti e volatilità.⁽¹⁾
(anno 2007)



(1) Rendimenti calcolati come variazione percentuale del valore della quota dei singoli comparti; volatilità calcolata come scarto quadratico medio annualizzato dei rendimenti mensili. Si sono presi in considerazione i comparti che all'inizio del 2007 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 ovvero in valuta locale, è rappresentativo della *performance* dei mercati azionari mondiali, mentre l'indice *JPM Euro Cash 3 mesi* 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 3,2 per cento rispetto al 3,7 per cento del 2006; la stessa è più elevata e pari al 5,9 per cento nei comparti azionari ed è del 2,9 per cento nei comparti bilanciati; si attesta all'1 e all'1,2 per cento nei comparti, rispettivamente, obbligazionari misti e obbligazionari puri.

5. I piani individuali pensionistici di tipo assicurativo

5.1 L'assetto del settore

Il 2007 costituisce un anno caratterizzato da una importante attività delle imprese di assicurazione per la revisione della struttura dei piani individuali pensionistici attuati mediante contratti di assicurazione sulla vita (di seguito, PIP) al fine di adeguarli alla disciplina del Decreto lgs. 252/2005 (di seguito Decreto).

Il Decreto, infatti, nel rivedere l'assetto del settore della previdenza complementare, ha sottoposto anche i PIP ad un insieme di regole dettate per rendere le forme operanti nel settore della previdenza complementare omogenee dal punto di vista della trasparenza e della tutela degli iscritti e per rendere unitaria l'azione di vigilanza, apportando importanti elementi di novità.

Alla fine del 2007, i PIP “nuovi”, ovvero quelli che hanno caratteristiche conformi al Decreto, per i quali si è pervenuti all'approvazione del regolamento e all'iscrizione all'Albo delle forme pensionistiche complementari, sono 72, istituiti da 47 imprese di assicurazione. Gli iscritti sono 486.000, di cui 296.000 lavoratori dipendenti.

Solo una parte dei PIP “nuovi”, 26, istituiti da 15 imprese di assicurazione, derivano dall'adeguamento alla nuova disciplina di piani già esistenti. A questi PIP aderivano, a fine 2006, circa 160.000 individui.

Il flusso netto di nuovi aderenti ai PIP “nuovi” è poco di più di 270.000 unità; tale dato è ottenuto escludendo dal totale degli iscritti ai PIP “nuovi” coloro che erano già iscritti a PIP “vecchi”. Si tratta dei 160.000 iscritti ai PIP che si sono successivamente adeguati, di 53.000 iscritti che hanno mantenuto in PIP “vecchi” non adeguati la posizione maturata e di 2.000 iscritti a PIP “vecchi” che hanno trasferito la loro posizione a PIP “nuovi”.

Per quanto riguarda i lavoratori dipendenti, il flusso netto può essere valutato in circa 190.000 nuovi iscritti, anche in questo caso escludendo da tutti gli iscritti coloro che già aderivano a PIP “vecchi”.

Nel corso del 2007, i PIP “nuovi” hanno raccolto contributi per 537 milioni di euro. I versamenti dei lavoratori dipendenti ammontano a 296 milioni, pari al 55 per cento dei contributi totali; la componente derivante dalla devoluzione del TFR è pari a 64 milioni. Dai lavoratori autonomi e dagli altri iscritti affluiscono circa 280 milioni di euro, che costituiscono il restante 44 per cento dei contributi totali. Risultano inoltre affluiti circa 35 milioni di euro derivanti da trasferimenti da altre forme pensionistiche complementari.

Le risorse destinate alle prestazioni sono, a fine 2007, pari a poco più di un miliardo di euro.

Tav. 5.1

PIP “nuovi” e PIP “vecchi”.⁽¹⁾ Principali dati.

(anni vari; dati di fine periodo salvo flussi annui per contributi; importi in milioni di euro)

	2006		2007	
	PIP “vecchi” ⁽²⁾		PIP “vecchi” non adeguati ⁽¹⁾	PIP “nuovi”
		di cui: successiv. adeguati		
Iscritti	880.380	159.812	703.400	486.017
di cui: lavoratori dipendenti	360.324	65.142	286.700	296.057
Contributi ⁽³⁾	1.243		890	537
di cui: TFR				64
Risorse Destinate alle Prestazioni	4.546	492	4.770	1.020
<i>Per memoria:</i>				
Iscritti contemporaneamente a PIP “vecchi” e a PIP “nuovi”			53.315	
di cui: lavoratori dipendenti ⁽⁴⁾			38.255	

(1) Per PIP “nuovi” si intendono i PIP conformi al Decreto lgs. 252/2005, e comprendono sia i PIP “vecchi” che si sono adeguati al Decreto, e sia i PIP istituiti *ex-novo*. I PIP “vecchi” sono quelli istituiti prima della riforma.

(2) Rispetto a quanto diffuso nelle precedenti Relazioni annuali COVIP, i dati sugli iscritti sono stati rivisti sulla base dei risultati di una rilevazione specifica effettuata nei primi mesi del 2008. Precedentemente, infatti, il numero di iscritti veniva posto convenzionalmente pari al numero di polizze complessivamente emesse dall’avvio della commercializzazione, essendo questo l’unico dato rilevato. Il numero di lavoratori dipendenti è un dato parzialmente stimato, in quanto non tutte le imprese di assicurazione, con riferimento ai PIP non adeguati, hanno rilevato o mantenuto evidenza di tale informazione.

(3) Con riferimento ai PIP “vecchi” si tratta dei premi incassati, che includono anche i trasferimenti da altre forme di previdenza complementare.

(4) Dato stimato.

La contemporanea presenza nel sistema di PIP “vecchi” non adeguati, ovvero PIP istituiti ai sensi dell’art. 9-ter del Decreto lgs. 124/1993 per i quali l’impresa non abbia provveduto agli adeguamenti al Decreto, e di PIP “nuovi”, parte di questi effettivamente istituiti *ex-novo* e parte derivanti dall’adeguamento di PIP “vecchi”, deriva dalla scelta