

Tav. 1.9

Forme pensionistiche complementari. Composizione del patrimonio.*(dati di fine 2014; valori percentuali)*

	Fondi pensione negoziali		Fondi pensione aperti		Fondi pensione preesistenti ⁽¹⁾		PIP "nuovi"		Totale ⁽²⁾	
	Importi	%	Importi	%	Importi	%	Importi	%	Importi	%
Depositi	1.119	2,8	708	5,1	1.652	5,7	737	4,5	4.217	4,3
Titoli di Stato	23.582	59,5	6.303	45,1	11.054	38,0	8.768	53,6	49.759	50,2
<i>di cui: italiani</i>	10.839	27,3	3.626	25,9	6.260	21,5	6.935	42,4	27.704	27,9
Altri titoli di debito	4.509	11,4	566	4,0	3.589	12,3	3.441	21,0	12.114	12,2
<i>di cui: italiani</i> ⁽³⁾	512	1,3	169	1,2	469	1,6	650	4,0	1.801	1,8
Titoli di capitale	7.388	18,6	3.019	21,6	4.169	14,3	1.890	11,5	16.466	16,6
<i>di cui: italiani</i> ⁽³⁾	271	0,7	230	1,6	231	0,8	73	0,4	805	0,8
OICR	3.134	7,9	3.403	24,3	4.475	15,4	1.485	9,1	12.500	12,6
<i>di cui: immobiliari</i>	21	..	2	..	1.231	4,2	135	0,8	1.389	1,4
Immobili ⁽⁴⁾	-	-	-	-	2.761	9,5	-	-	2.761	2,8
Altre att. e pass.	-88	-0,2	-19	-0,1	1.425	4,9	48	0,3	1.366	1,4
Totale	39.644	100,0	13.980	100,0	29.125	100,0	16.369	100,0	99.183	100,0
<i>di cui: titoli italiani</i>	11.622	29,3	4.025	28,8	6.960	23,9	7.658	46,8	30.310	30,6
<i>Per memoria:</i>										
Esposizione azionaria ⁽⁵⁾		24,6		43,1		19,8		19,1		24,9

(1) I dati si riferiscono ai fondi autonomi, ossia dotati di soggettività giuridica. Sono escluse le riserve matematiche presso imprese di assicurazione.

(2) Nel totale si include FONDINPS.

(3) Gli investimenti diretti in altri titoli di debito e di capitale italiani sono stati stimati: per i fondi negoziali, i fondi aperti e i PIP di ramo III, sulla base dell'ammontare degli investimenti in titoli italiani ricavato dalla composizione del portafoglio per area geografica, escludendo i titoli di Stato detenuti direttamente e i titoli di debito detenuti per il tramite di OICR; per i PIP di ramo I, si sono applicate le percentuali calcolate per quelli di ramo III.

(4) Sono incluse le partecipazioni in società immobiliari.

(5) Per le forme pensionistiche di nuova istituzione, sono considerati gli investimenti effettuati per il tramite di OICR e le posizioni in titoli di capitale assunte tramite strumenti derivati. Per i fondi preesistenti, i dati sulla composizione del patrimonio degli OICR detenuti non sono disponibili; la componente azionaria degli OICR è stata stimata ipotizzando quelli azionari costituiti per il 90 per cento da titoli di capitale, mentre per quelli bilanciati e flessibili il peso delle azioni è stato posto in entrambi i casi al 50 per cento; per le altre tipologie di OICR, l'incidenza dei titoli di capitale è stata ipotizzata nulla.

Gli investimenti in fondi mobiliari chiusi (veicoli per investire in forma indiretta in impieghi alternativi, quali *private equity* e *private debt*) erano presenti, in una quota marginale, nei fondi pensione preesistenti.

Gli investimenti immobiliari ammontavano a 4,2 miliardi di euro, di cui 2,4 rappresentativi di investimenti diretti e la restante parte costituita da partecipazioni in società immobiliari e quote di fondi immobiliari; questi ultimi erano quasi per l'intero appannaggio dei fondi preesistenti.

Il contributo dei fondi pensione alla copertura del fabbisogno finanziario delle imprese italiane appare limitato nel confronto internazionale (*cfr. paragrafo 8.2*).

L'indagine annuale condotta dall'OCSE su un gruppo di grandi fondi pensione su scala internazionale consente di focalizzare le principali tendenze emerse nell'allocazione dei rispettivi portafogli; all'indagine partecipano già da alcuni anni anche i tre fondi negoziali italiani più grandi.

Pur con un'elevata dispersione tra i diversi fondi presi in esame, in media gli investimenti in attività domestiche costituiscono il 64 per cento del portafoglio; per i fondi italiani, tale percentuale è compresa fra l'11 e il 50 per cento ed è in larga prevalenza costituita da titoli di Stato.

Tra le motivazioni alla base di tali evidenze, giova ricordare che la diversificazione dei portafogli viene attuata prevalentemente sulla base della replica dei cosiddetti *benchmark*, costituiti da indicatori rappresentativi delle principali classi di attività finanziarie.

In particolare nel comparto azionario, tali indicatori assegnano all'Italia un peso contenuto, riflettendo la capitalizzazione dei mercati finanziari di ciascun paese rispetto a quella mondiale (nel caso dei titoli azionari, ad esempio, il peso delle azioni italiane sull'indice azionario mondiale calcolato da *Morgan Stanley Capital International - MSCI World* - è dell'ordine dell'1-1,5 per cento).

Anche al di là del "vincolo" rappresentato dal *benchmark*, nell'esperienza dei nostri fondi pensione si osserva, rispetto ad altri paesi e perlomeno con riferimento ai titoli di emittenti privati, un rilievo minore assunto dal cosiddetto *home country bias*. Quest'ultimo consiste nella tendenza a investire in titoli domestici una quota di portafoglio superiore a quella calcolata in base al peso del mercato finanziario interno su quello mondiale. Tra le motivazioni di questo fenomeno vi sono la migliore conoscenza del mercato interno, l'eliminazione del rischio di cambio e la riduzione dei costi di transazione.

Ad esempio, osservando i dati riferiti all'insieme delle forme pensionistiche complementari si rileva che alla fine del 2014 gli investimenti in titoli di capitale italiani costituiscono circa il 4,8 per cento del portafoglio azionario complessivo, di circa 3-3,5 punti percentuali superiore al peso dell'Italia sull'indice *MSCI World*. Tuttavia, l'analoga misura dell'*home country bias* nei paesi di dimensioni simili all'Italia risulta spesso assai più elevata.

Dal lato della domanda, anche altri fattori hanno frenato l'investimento in imprese italiane, soprattutto quelle non quotate: la difficoltà di valorizzazione e la scarsa liquidabilità degli strumenti finanziari non quotati; la contabilità a valori di mercato che enfatizza l'impatto sui bilanci della variabilità dei corsi degli strumenti finanziari; l'avversione al rischio dei consigli di amministrazione; la durata dei mandati di gestione e la scelta di orizzonti temporali di riferimento delle politiche di investimento non sufficientemente lunghi.

Sotto il profilo dell'offerta, la gamma degli strumenti finanziari nei quali i fondi pensione possono investire non appare ancora ben diversificata e pienamente adeguata alle esigenze delle forme pensionistiche.

Vi sono dunque margini per un maggior apporto da parte delle forme pensionistiche al finanziamento delle imprese e più in generale ai progetti di investimento di medio-lungo periodo nel nostro Paese. Sono state, al riguardo, adottate iniziative anche a livello legislativo e regolamentare per attenuare gli ostacoli ancora presenti (*cf.* Box 2.1).

* * *

La durata finanziaria (cosiddetta *duration*, *cf.* Glossario) dei titoli di debito in portafoglio è risultata in media 5,3 anni, allungandosi di circa un anno rispetto al 2013. Nei fondi pensione si registrano valori compresi fra 4 e 5 anni; nei PIP vi sono differenze ampie fra le gestioni separate di ramo I (circa 9 anni) e i prodotti *unit linked* (poco meno di 3 anni), per le diversità nei criteri di valorizzazione degli attivi e nelle modalità di gestione (*cf.* Glossario, voci "Gestione separata" e "Unit linked").

Al progressivo allungamento della *duration* (oltre un anno e mezzo dal 2011) ha contribuito la compressione dei rendimenti sulle obbligazioni governative a breve scadenza indotta dalle politiche monetarie espansive adottate dalle principali banche centrali.

Tav. 1.10

Forme pensionistiche complementari. Duration dei titoli di debito in portafoglio.

(dati di fine anno; valori in anni)

	2010	2011	2012	2013	2014
Fondi pensione negoziali	3,5	3,3	3,8	3,9	4,4
Fondi pensione aperti	3,5	3,5	3,6	3,6	4,2
Fondi pensione preesistenti ^{(1) (2)}	....	3,2	4,1	3,7	4,9
PIP "nuovi" di ramo I ⁽²⁾	7,5	7,4	8,2	9,2
PIP "nuovi" di ramo III ⁽²⁾	2,2	2,4	2,4	2,8
Totale	....	3,7	4,3	4,4	5,3

(1) Sono incluse nell'analisi le sezioni dei fondi pensione preesistenti in gestione finanziaria, nonché le sezioni dei fondi con un ammontare di riserve matematiche detenute presso imprese di assicurazione inferiore al 10 per cento del totale delle risorse. Non vengono inoltre presi in considerazione i fondi pensione preesistenti interni costituiti come mera posta contabile nel passivo del bilancio di società o enti.

(2) I dati sono stati rilevati a partire dal 2011.

Nel 2014 il tasso di rotazione del portafoglio titoli (cosiddetto *turnover*, *cf.* Glossario) si è attestato in media al 74 per cento, in diminuzione rispetto all'85 per cento dell'anno precedente. Nei fondi pensione si sono registrati valori compresi fra il 70 e il 90 per cento mentre nei PIP di ramo III il *turnover* è risultato circa il 105 per

cento; nei PIP di ramo I, per l'elevata *duration* e l'utilizzo del costo storico per la valorizzazione degli attivi, il *turnover* si è attestato su valori più bassi.

Tav. 1.11

Forme pensionistiche complementari. Turnover di portafoglio.

(dati di fine anno; valori percentuali)

	2010	2011	2012	2013	2014
Fondi pensione negoziali	122,2	101,8	105,1	92,7	86,1
Fondi pensione aperti	105,7	103,7	88,7	87,9	74,9
Fondi pensione preesistenti ⁽¹⁾⁽²⁾	104,5	81,8	86,6	71,3
PIP "nuovi" di ramo I ⁽²⁾⁽³⁾	36,1	39,8	38,3	26,5
PIP "nuovi" di ramo III ⁽²⁾⁽³⁾	112,2	114,2	101,8	105,2
Totale	....	96,2	89,6	84,7	73,5

(1) Sono considerati unicamente le sezioni dei fondi pensione preesistenti in gestione finanziaria, ovvero le sezioni dei fondi con un ammontare di riserve matematiche detenute presso imprese di assicurazione inferiore al 10 per cento. Non vengono inoltre presi in considerazione i fondi pensione preesistenti interni costituiti come mera posta contabile nel passivo del bilancio di società o enti.

(2) I dati sono stati rilevati a partire dal 2011.

(3) Poiché l'indicatore di *turnover* non tiene conto della movimentazione effettuata tramite strumenti derivati, il calcolo esclude il PIP di un'impresa di assicurazione con una rilevante quota di mercato, caratterizzato da una strategia di investimento che prevede l'utilizzo di derivati per finalità di efficiente gestione.

Box 1.2 DM Economia 166/2014 in materia di investimenti dei fondi pensione

A settembre 2014 è stato adottato dal Ministro dell'economia e delle finanze, di concerto con il Ministro del lavoro e delle politiche sociali, sentita la COVIP, il nuovo Regolamento recante norme sui criteri e limiti di investimento delle risorse dei fondi pensione e sulle regole in materia di conflitti di interesse, in attuazione dell'art. 6, comma 5-bis, del Decreto Igs. 252/2005, destinato a sostituire il DM Tesoro 703/1996.

L'evoluzione dei mercati finanziari e della relativa regolamentazione, la riforma del sistema della previdenza complementare e il recepimento nel nostro ordinamento della direttiva europea sui fondi pensione (Direttiva 2003/41/CE) hanno reso necessario procedere a una revisione della relativa disciplina. La modifica della regolamentazione esistente, partendo dall'obiettivo di perseguire gli interessi degli aderenti e dalla considerazione che l'investimento previdenziale ha una natura peculiare e differente da quello puramente finanziario, si muove verso una maggiore attenzione alle capacità di conoscenza e gestione degli investimenti e dei rischi a essi connessi. La riduzione delle restrizioni quantitative e l'allargamento delle opzioni di investimento sono accompagnate da una maggiore focalizzazione sui processi decisionali del fondo pensione, sulle capacità professionali e sull'adeguatezza delle strutture organizzative.

La nuova disciplina conferma il principio della sana e prudente gestione, da perseguirsi attraverso l'ottimizzazione della combinazione redditività-rischio, l'adeguata diversificazione e l'efficiente gestione e i principi di diversificazione degli attivi e dei rischi e di contenimento dei costi di transazione, gestione e funzionamento.

La protezione degli interessi degli aderenti e dei beneficiari è in particolare realizzata attraverso la previsione di strutture organizzativo-professionali e processi decisionali adeguati e proporzionati alla dimensione, alla complessità e alle caratteristiche del portafoglio e, più in generale, alla politica di investimento e alle modalità di gestione (diretta e/o indiretta) che il fondo intende adottare.

Tali strutture e processi devono assicurare, in maniera trasparente, l'identificazione, il controllo e la gestione di tutti i rischi cui il fondo pensione può essere esposto nell'amministrare le risorse, individuando nel contempo le relative responsabilità. La strategia di investimento dovrà essere motivata e coerente con gli interessi e le caratteristiche degli aderenti. I risultati della gestione dovranno essere verificati tramite l'utilizzo di parametri di riferimento coerenti con gli obiettivi e i criteri della politica d'investimento.

Per i fondi pensione che coprono rischi biometrici o garantiscono un rendimento degli investimenti o un determinato livello delle prestazioni, di cui all'art. 7-bis del Decreto Igs. 252/2005, è richiamata, inoltre, l'attenzione sulla necessità che la politica d'investimento preveda un approccio integrato tra l'attivo e il passivo, in modo da assicurare la continua disponibilità di attività idonee e sufficienti a coprire le passività.

In tale nuovo contesto, la COVIP è chiamata a controllare l'adeguatezza della struttura organizzativa, professionale e tecnica e delle politiche e procedure per il monitoraggio e la gestione del rischio del fondo pensione, nonché dei parametri adottati per la verifica della gestione. La COVIP può prevedere limiti più vincolanti o più ampi rispetto a quelli fissati nel regolamento, ove siano presenti condizioni economico-patrimoniali e strutture organizzative tali da giustificare un restringimento o un allargamento dell'universo investibile, fermo restando il rispetto dei principi generali sulla gestione delle risorse.

Particolari capacità, in termini di struttura organizzativa e professionalità, sono richieste in caso di gestione diretta, ove consentita. Per quanto riguarda gli OICR, sono previsti particolari presidi anche in termini di trasparenza e gestione del rischio.

In tema di conflitti di interesse, il nuovo Decreto, pur ribadendo la validità del principio di trasparenza, prevede un obbligo di prevenzione, gestione e controllo dei conflitti tramite adeguate misure organizzative. In particolare, la nuova disciplina tiene conto dei principi dettati in materia dalla normativa europea relativa ai mercati degli strumenti finanziari e della tipologia di fondo pensione, operando una distinzione tra fondi dotati di soggettività giuridica e quelli che ne sono privi.

In generale, si prevede che i fondi pensione siano maggiormente responsabilizzati nell'identificare e gestire gli eventuali conflitti di interesse e che si dotino di misure organizzative idonee a evitare che i conflitti possano incidere negativamente sugli interessi degli aderenti e dei beneficiari. Si introduce, in tal senso, l'obbligo di formulare per iscritto e di rispettare un'efficace politica di gestione dei conflitti, adeguata alla dimensione e alla complessità dell'attività. Nel caso in cui le misure adottate non fossero sufficienti a escludere che il conflitto possa recare pregiudizio agli aderenti o ai beneficiari, i fondi pensione sono obbligati a comunicare tempestivamente tali circostanze alla COVIP. Il nuovo modello regolamentare disciplina, inoltre, le ipotesi di conflitto attinenti gli organi di amministrazione dei fondi pensione e i loro componenti, attraverso un richiamo esplicito dell'art. 2391 c.c.

Sono, inoltre, definite le ipotesi di incompatibilità tra le funzioni di amministrazione, direzione e controllo nel fondo e le corrispondenti funzioni presso il gestore convenzionato e il soggetto depositario.

E' stato previsto un apposito periodo transitorio di adeguamento, di diciotto mesi, tale da consentire con la necessaria gradualità il passaggio al nuovo sistema.

1.6 I rendimenti

Nel 2014 i risultati di gestione sono stati positivi grazie all'andamento favorevole dei prezzi delle attività finanziarie; calcolati al netto della fiscalità per tutte le forme pensionistiche (inclusi i PIP "nuovi", *cf.* Box 1.3), essi sono stati superiori al tasso di rivalutazione del TFR, che si è attestato all'1,3 per cento, in calo rispetto all'1,7 dell'anno precedente per la sostanziale assenza di pressioni inflazionistiche.

Tav. 1.12

Fondi pensione e PIP “nuovi”. Rendimenti.⁽¹⁾

(valori percentuali)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Fondi pensione negoziali	3,8	2,1	-6,3	8,5	3,0	0,1	8,2	5,4	7,3
Fondi monocomparto ⁽²⁾	3,7	1,4	-	-	-	-	-	-	-
Fondi multicomparto									
<i>Garantito</i> ⁽³⁾	-	-	3,1	4,6	0,2	-0,5	7,7	3,1	4,6
<i>Obbligazionario puro</i>	2,6	2,2	1,6	2,9	0,4	1,7	3,0	1,2	1,2
<i>Obbligazionario misto</i>	2,7	2,1	-3,9	8,1	3,6	1,1	8,1	5,0	8,1
<i>Bilanciato</i>	5,6	2,4	-9,4	10,4	3,6	-0,6	9,2	6,6	8,5
<i>Azionario</i>	8,2	1,3	-24,5	16,1	6,2	-3,0	11,4	12,8	9,8
Fondi pensione aperti	2,4	-0,4	-14,0	11,3	4,2	-2,4	9,1	8,1	7,5
<i>Garantito</i> ⁽³⁾	1,0	1,9	1,9	4,8	0,7	-0,3	6,6	2,0	4,3
<i>Obbligazionario puro</i>	-0,2	1,6	4,9	4,0	1,0	1,0	6,4	0,9	6,9
<i>Obbligazionario misto</i>	1,0	0,3	-2,2	6,7	2,6	0,4	8,0	3,6	8,0
<i>Bilanciato</i>	2,4	-0,3	-14,1	12,5	4,7	-2,3	10,0	8,3	8,7
<i>Azionario</i>	3,7	-1,6	-27,6	17,7	7,2	-5,3	10,8	15,9	8,7
PIP “nuovi”									
Gestioni separate			3,1	3,1	3,2	3,2	3,3	3,2	2,9
Unit linked			-21,9	14,5	4,7	-5,2	7,9	10,9	6,8
<i>Obbligazionario</i>			2,4	3,7	0,6	0,8	4,9	-0,3	3,3
<i>Bilanciato</i>			-8,3	7,8	2,5	-3,5	6,4	5,8	8,2
<i>Azionario</i>			-32,4	20,6	6,7	-7,9	9,6	17,2	7,1
<i>Per memoria:</i>									
Rivalutazione del TFR	2,4	3,1	2,7	2,0	2,6	3,5	2,9	1,7	1,3

(1) I rendimenti sono al netto dei costi di gestione e dell'imposta sostitutiva per tutte le forme pensionistiche incluse nella tavola; anche per il TFR la rivalutazione è al netto dell'imposta sostitutiva. Rispetto agli anni precedenti, anche i rendimenti dei PIP sono stati nettizzati (cf. Box 1.3). Per l'anno 2014 è stata applicata l'aliquota sui rendimenti previgente alla Legge 190/2014 (11,5 per cento). Per la metodologia di calcolo, cf. anche *Glossario*, voce “Indice di capitalizzazione”.

(2) A partire dal 2008, i fondi pensione negoziali che sono rimasti monocomparto vengono considerati insieme ai fondi multicomparto.

(3) I rendimenti dei comparti garantiti non incorporano il valore della garanzia.

I rendimenti netti sono stati pari al 7,3 per cento nei fondi pensione negoziali e al 7,5 nei fondi pensione aperti.

Sempre al netto delle imposte, i PIP attuati tramite prodotti *unit linked* di ramo III hanno guadagnato il 6,8 per cento; i prodotti di ramo I il 2,9 per cento.

Rendimenti più elevati si sono osservati nelle linee di investimento caratterizzate da una maggiore quota di titoli di capitale, sostenute dall'andamento favorevole dei principali mercati azionari mondiali: l'indice delle azioni su scala globale, espresso in valuta locale e calcolato tenendo conto dei dividendi, è cresciuto del 9,8 per cento.

Le linee di investimento azionarie e bilanciate dei fondi pensione negoziali hanno reso, rispettivamente, l'8,5 e il 9,8 per cento. Nei fondi pensione aperti, il rendimento è

stato dell'8,7 per cento sia per i comparti azionari che per quelli bilanciati; negli stessi comparti dei PIP i rendimenti sono stati pari, rispettivamente, al 7,1 e all'8,2 per cento.

Anche nei comparti con prevalenza di investimenti obbligazionari i risultati sono stati positivi; ha contribuito il persistente orientamento accomodante delle politiche monetarie delle principali banche centrali. L'indice aggregato delle obbligazioni governative dell'area dell'euro, che include la componente cedolare, si è incrementato del 5,6 per cento sulle scadenze fra i 3 e i 5 anni, vicine alla *duration* media dei portafogli obbligazionari delle forme pensionistiche (circa 4-5 anni); in Italia, l'indice si è apprezzato dell'8,1 per cento.

In generale, sui mercati obbligazionari dell'area dell'euro i corsi dei titoli governativi si sono apprezzati di più sulle scadenze lunghe (fra il 10 e il 15 per cento per durate comprese fra 5 e 10 anni); entro i 3 anni di scadenza, l'indice si è apprezzato dell'1,7 per cento.

Fra le tre tipologie di forme pensionistiche, i risultati delle linee di investimento a contenuto obbligazionario sono stati in media diversi, riflettendo il valore assunto dalla *duration* nei rispettivi portafogli. Nei fondi pensione negoziali, i comparti obbligazionari misti hanno registrato un rendimento dell'8,1 mentre per quelli puri il guadagno è stato dell'1,2 per cento; nei fondi pensione aperti gli stessi comparti hanno reso, rispettivamente, l'8,0 e il 6,9 per cento; i comparti obbligazionari dei PIP hanno registrato un rendimento del 3,3 per cento.

Per quanto riguarda i comparti garantiti, si sono avuti rendimenti del 4,6 per cento nei fondi negoziali e del 4,3 per cento nei fondi aperti. Le gestioni separate dei PIP hanno guadagnato il 2,9 per cento; a differenza delle altre linee di investimento, tali gestioni contabilizzano le attività al costo storico e non al valore di mercato e, quindi, le eventuali plusvalenze o minusvalenze non impattano sul rendimento se non allorquando siano effettivamente realizzate.

Box 1.3 Rendimenti ed effetti della tassazione

In base alle vigenti regole contabili, che prevedono l'utilizzo del cosiddetto sistema delle quote per la valorizzazione del patrimonio e la sua ripartizione tra le posizioni afferenti ai singoli iscritti, i rendimenti dei fondi negoziali e dei fondi aperti sono rappresentati in ogni sede (bilanci, rendiconti, documenti informativi, segnalazioni di vigilanza, statistiche aggregate) al netto dei costi di amministrazione e gestione e anche dell'imposta sostitutiva. Quest'ultima è calcolata sulla differenza fra il valore del patrimonio netto del fondo al termine di ciascun anno solare, al netto degli afflussi e dei deflussi della gestione previdenziale, e il valore del patrimonio stesso all'inizio dell'anno; l'eventuale risultato negativo è computato per l'intero in diminuzione del risultato di gestione dei periodi di imposta successivi nei quali trova capienza. Così operando, la tassazione grava sul patrimonio del fondo pensione riflettendosi direttamente sul relativo valore di quota.

La situazione è diversa per quanto riguarda i PIP. La loro peculiare disciplina tributaria prevede che il calcolo e l'imputazione degli oneri fiscali siano effettuati direttamente sulle posizioni individuali dei singoli iscritti e non a livello del patrimonio del piano pensionistico come, invece, accade per i fondi negoziali e i fondi aperti. In particolare, il Decreto lgs. 252/2005 stabilisce che l'imposta sostitutiva si applica sul risultato netto determinato sottraendo dal valore attuale della rendita in via di costituzione, calcolato al termine di ciascun anno solare ovvero determinato alla data di accesso alla prestazione, diminuito dei contributi versati nell'anno, il valore attuale della rendita stessa all'inizio dell'anno. L'eventuale risultato negativo è computato in riduzione del risultato dei periodi di imposta successivi, per l'intero importo che trova in essi capienza. Così operando, la tassazione grava sulla singola posizione individuale, tenendo conto della contribuzione di ogni singolo iscritto, e non sul rendimento della gestione separata/fondo interno/OICR che, pertanto, è espresso al lordo dell'imposta. Per tale motivo, i rendimenti dei PIP sono in genere rappresentati in ogni sede al lordo della ritenuta fiscale; ciò valeva anche per le statistiche aggregate incluse nelle Relazioni COVIP, fino a quella relativa al 2013.

La Legge 190/2014 (Legge di Stabilità 2015) è intervenuta sulla materia della tassazione sui rendimenti delle forme pensionistiche complementari, in particolare innalzandola dall'11,5 al 20 per cento, con effetto retroattivo a partire dall'inizio del 2014 (per una disamina complessiva dell'intervento, *cfr. infra* il presente *Box*, *Box 2.2* e *paragrafo 2.3*). Nella Relazione COVIP di quest'anno, tenuto conto del maggiore peso che la fiscalità sui rendimenti avrà d'ora in poi, per una maggiore confrontabilità della *performance* delle forme pensionistiche complementari che prescinda, per quanto possibile, dalle specificità anche fiscali delle singole tipologie, la COVIP ha deciso di pubblicare anche i rendimenti dei PIP stimati al netto delle imposte. Ciò richiede di depurare i rendimenti lordi delle singole gestioni separate/fondi interni/OICR, così come rilevati dalle segnalazioni statistiche e di vigilanza, di un coefficiente di nettizzazione corrispondente all'aliquota fiscale; i rendimenti netti così calcolati sono aggregati ponderandoli per le rispettive risorse gestite.

Il procedimento di stima è stato applicato per il 2014, nel quale è stata utilizzata l'aliquota dell'11,5 per cento, e retroattivamente, a partire dal 2008, utilizzando un coefficiente di nettizzazione corrispondente all'aliquota dell'11 per cento.

Guardando ai rendimenti del 2014 depurati della tassazione, il guadagno per le *unit linked* di ramo III scende in media dal 7,7 al 6,8 per cento; per le gestioni separate di ramo I si abbassa dal 3,3 al 2,9 per cento.

Tav. 1.2.1

PIP "nuovi". Rendimenti al lordo e al netto della fiscalità.⁽¹⁾

(valori percentuali)

Tipologia di linea		2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
Gestioni separate	lordo	3,4	3,5	3,6	3,5	3,7	3,6	3,3
	netto	3,1	3,1	3,2	3,2	3,3	3,2	2,9
Unit linked	lordo	-24,9	16,3	5,2	-5,8	8,9	12,3	7,7
	netto	-21,9	14,5	4,7	-5,2	7,9	10,9	6,8
Obbligazionario	lordo	2,7	4,1	0,7	0,9	5,6	-0,4	3,7
	netto	2,4	3,7	0,6	0,8	4,9	-0,3	3,3
Bilanciato	lordo	-9,3	8,8	2,8	-4,0	7,1	6,6	9,3
	netto	-8,3	7,8	2,5	-3,5	6,4	5,8	8,2
Azionario	lordo	-36,5	23,1	7,6	-8,8	10,8	19,3	8,1
	netto	-32,4	20,6	6,7	-7,9	9,6	17,2	7,1

Per memoria:

Rivalutazione del TFR ⁽²⁾	2,7	2,0	2,6	3,5	2,9	1,7	1,3
--------------------------------------	-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

(1) I rendimenti netti sono stati stimati applicando al rendimento lordo retrocesso un coefficiente di nettizzazione in base all'aliquota dell'11,5 per cento per il 2014 e dell'11 per cento per il periodo 2008-2013. I singoli rendimenti sono stati aggregati secondo la metodologia dell'indice di capitalizzazione (cfr. Glossario, voce "Indice di capitalizzazione") per quanto riguarda i prodotti di ramo III ovvero ponderati per le rispettive risorse gestite nel caso delle gestioni separate di ramo I.

(2) Tasso di rivalutazione al netto dell'imposta sostitutiva.

La rideterminazione dei rendimenti dei PIP mediante stima al netto dell'effetto della tassazione consente un confronto più omogeneo fra i risultati delle forme pensionistiche complementari su diversi orizzonti temporali.

Negli ultimi cinque anni, il rendimento medio annuo si è attestato al 4,8 per cento nei fondi negoziali e al 5,2 nei fondi aperti; per i PIP esso è stato il 4,9 per cento per i prodotti *unit linked* e il 3,2 per le gestioni separate di ramo I. Risultati più elevati sono stati conseguiti nelle linee di investimento azionarie: 7,3 per cento nei fondi negoziali, 7,2 nei fondi aperti e 6,2 nei prodotti PIP di ramo III. Nello stesso periodo, il tasso di rivalutazione del TFR è stato il 2,4 per cento.

Osservando i rendimenti dal momento di avvio dell'operatività delle forme di previdenza complementare, il rendimento medio annuo composto dei fondi pensione negoziali si è attestato al 3,2 per cento rispetto al 2,6 per cento del TFR. Nello stesso arco temporale i fondi pensione aperti, caratterizzati in media da una maggiore esposizione azionaria rispetto ai fondi negoziali, hanno reso l'1,8 per cento annuo; tuttavia, i rendimenti ottenuti dai comparti obbligazionari sono stati più elevati del TFR: 3,3 per cento i comparti obbligazionari puri e 3,2 quelli misti.

Tav. 1.2.2

Fondi pensione e PIP “nuovi”. Rendimenti medi annui composti al netto della fiscalità.⁽¹⁾

(valori percentuali)

	31.12.2013- 31.12.2014	31.12.2012- 31.12.2014	31.12.2011- 31.12.2014	31.12.2009- 31.12.2014	31.12.2005- 31.12.2014	31.12.1999- 31.12.2014
	1 anno	2 anni	3 anni	5 anni	10 anni	15 anni
Fondi pensione negoziali	7,3	6,3	7,0	4,8	3,9	3,2
<i>Garantito</i> ⁽²⁾	4,6	3,9	5,1	3,0	-	-
<i>Obbligazionario puro</i>	1,2	1,2	1,8	1,5	1,9	-
<i>Obbligazionario misto</i>	8,1	6,6	7,1	5,1	4,1	-
<i>Bilanciato</i>	8,5	7,5	8,1	5,4	4,3	-
<i>Azionario</i>	9,8	11,3	11,3	7,3	4,6	-
Fondi pensione aperti	7,5	7,8	8,2	5,2	3,5	1,8
<i>Garantito</i> ⁽²⁾	4,3	3,2	4,3	2,7	2,6	2,8
<i>Obbligazionario puro</i>	6,9	3,9	4,7	3,2	3,0	3,3
<i>Obbligazionario misto</i>	8,0	5,8	6,5	4,5	3,4	3,2
<i>Bilanciato</i>	8,7	8,5	9,0	5,8	3,8	2,3
<i>Azionario</i>	8,7	12,3	11,8	7,2	3,6	1,0
PIP “nuovi”						
Gestioni separate	2,9	3,0	3,1	3,2	-	-
Unit linked	6,8	8,8	8,5	4,9	-	-
<i>Obbligazionario</i>	3,3	2,6	2,6	1,9	-	-
<i>Bilanciato</i>	8,2	7,0	6,8	3,7	-	-
<i>Azionario</i>	7,1	12,1	11,2	6,2	-	-
<i>Per memoria:</i>						
Rivalutazione del TFR	1,3	1,5	2,0	2,4	2,5	2,6

(1) I rendimenti sono al netto dei costi di gestione e dell'imposta sostitutiva per tutte le forme pensionistiche incluse nella tavola; anche per il TFR la rivalutazione è al netto dell'imposta sostitutiva. Per l'anno 2014 è stata applicata l'aliquota sui rendimenti previgente alla Legge 190/2014 (11,5 per cento). Per la metodologia di calcolo, *cfr.* anche *Glossario*, voce “Indice di capitalizzazione”. Per i PIP, i rendimenti netti sono stati stimati applicando al rendimento lordo retrocesso un coefficiente di nettizzazione in base all'aliquota dell'11,5 per cento per il 2014 e dell'11 per cento per il periodo 2008-2013; i singoli rendimenti sono stati aggregati secondo la metodologia dell'indice di capitalizzazione per quanto riguarda i prodotti di ramo III ovvero ponderati per le rispettive risorse gestite nel caso delle gestioni separate di ramo I.

(2) I rendimenti dei comparti garantiti non incorporano il valore della garanzia.

Come sopra già accennato, la Legge di Stabilità 2015 (*cfr.* *Box 2.2*) ha modificato il regime di tassazione dei rendimenti delle forme pensionistiche complementari: l'aliquota è stata portata al 20 per cento. E' previsto un abbattimento sostanziale dell'aliquota fiscale: la quota del risultato di gestione delle forme complementari derivante dal possesso di titoli di Stato e assimilati è assoggettata alla più favorevole aliquota del 12,5 per cento.

Con le novità introdotte, la variabile fiscale non è neutrale né rispetto alle decisioni di *asset allocation* delle forme pensionistiche né rispetto alle scelte di adesione e contribuzione degli aderenti. Con riferimento al primo aspetto, il trattamento di favore riservato ai titoli di Stato può spingere verso operazioni di arbitraggio fiscale che privilegino i titoli meno tassati a discapito degli altri. Riguardo al secondo profilo, la presentazione delle *performance* passate dei diversi comparti nei documenti informativi per gli aderenti risente della variabile fiscale e, quindi, può recare effetti distorsivi sulle scelte di adesione e di contribuzione.

L'inasprimento della tassazione è solo in parte mitigato dalla previsione di un credito di imposta pari al 9 per cento del risultato netto maturato, assoggettato a imposta sostitutiva, a condizione

che un ammontare corrispondente al risultato netto maturato sia investito in attività di carattere finanziario a medio o lungo termine; il novero di tali attività è disciplinato da un apposito decreto del Ministro dell'economia e delle finanze. Lo stanziamento complessivo previsto (80 milioni di euro a decorrere dal 2016) è comunque da ripartire anche con gli enti di previdenza privata di base.

Nell'ipotesi ottimistica che il credito di imposta affluisse integralmente ai fondi pensione e che il risultato lordo di gestione si attestasse intorno ai 5 miliardi di euro (circa il 4 per cento delle risorse destinate alle prestazioni di fine 2014), la riduzione dell'aliquota fiscale indotta da tale meccanismo si attesterebbe a 1,6 punti percentuali (80 milioni/5 miliardi) rispetto a un aggravio di tassazione, per effetto della Legge di Stabilità 2015, di 8,5 punti percentuali per i profili interamente azionari e di 4,8 punti percentuali per i profili bilanciati (50 per cento azionari e 50 per cento obbligazionari).

L'inasprimento della tassazione sui risultati di gestione delle forme complementari inciderà infine sulla rendita che il lavoratore potrà attendersi al momento del pensionamento; l'effetto sarà tanto più alto quanto maggiore sarà il rendimento ottenuto e minore il peso dei redditi rivenienti dai titoli di Stato, penalizzando quindi i profili di investimento più rischiosi.

Ad esempio, sulla base di stime effettuate utilizzando ipotesi coerenti con quelle del Progetto esemplificativo standardizzato (in particolare un rendimento medio annuo espresso in termini reali del 2 per cento), l'aumento della tassazione dall'11 al 20 per cento potrebbe comportare una riduzione della rendita annua espressa in termini reali di quasi il 6 per cento, ipotizzando l'assenza di redditi da titoli di Stato, e di poco più del 3 per cento nel caso di redditi da titoli di Stato pari al 50 per cento del risultato di gestione; nel caso di un rendimento reale del 4 per cento, la diminuzione della rendita si attesterebbe, rispettivamente, al 10 e al 6 per cento.

1.7 I costi

Al fine di consentire la comparazione fra le diverse offerte previdenziali, l'indicatore sintetico dei costi (di seguito, ISC) fornisce una rappresentazione immediata dell'incidenza dei costi che l'aderente sosterrà durante la fase di accumulo.

L'indicatore è riportato nella nota informativa di ciascuna forma pensionistica complementare; la COVIP pubblica sul proprio sito istituzionale l'elenco con i valori dell'ISC di ogni singolo prodotto, aggiornandolo di norma con cadenza mensile.

L'ISC è calcolato secondo una metodologia definita dalla COVIP e uniforme per tutti i prodotti di nuova istituzione, prendendo a riferimento un aderente-tipo che effettua ogni anno un versamento contributivo di 2.500 euro, rivalutato a un tasso di rendimento annuo del 4 per cento ed ipotizzando diversi orizzonti temporali di

partecipazione (2, 5, 10 e 35 anni). L'indicatore è dato dalla differenza tra due tassi di rendimento interni: quello relativo a un ipotetico piano di investimento che non prevede costi e il tasso interno di un piano che li considera.

In linea di principio, l'ISC può essere calcolato al lordo o al netto della fiscalità sui rendimenti, non incidendo sul livello dei costi praticati dalla forma pensionistica e, pertanto, non alterando i giudizi di convenienza fra le diverse opzioni previdenziali. In fase di definizione dell'ISC, ne fu previsto il calcolo al netto del prelievo fiscale.

La recente revisione della disciplina tributaria ha differenziato l'aliquota sui rendimenti in funzione dell'allocatione del portafoglio di ogni singola linea di investimento; ne consegue che l'ISC può variare da prodotto a prodotto in base all'aliquota effettivamente applicata. Al fine di assicurare la confrontabilità delle diverse offerte previdenziali, la COVIP nella Circolare del marzo 2015 ha previsto che a partire dal 2015 il calcolo dell'ISC sia effettuato al lordo della tassazione, neutralizzandone pertanto l'impatto (*cf. infra paragrafo 2.3*).

In coerenza con le Relazioni degli anni precedenti e con il regime fiscale in vigore nel 2014, l'analisi di seguito riportata considera l'ISC al netto del prelievo fiscale sui rendimenti.

Tav. 1.13

Fondi pensione e PIP "nuovi". Indicatore sintetico dei costi.⁽¹⁾
(dati di fine 2014; valori percentuali)

	Indicatore sintetico dei costi (ISC)			
	2 anni	5 anni	10 anni	35 anni
Fondi pensione negoziali	0,9	0,5	0,3	0,2
<i>Minimo</i>	0,4	0,2	0,1	0,1
<i>Massimo</i>	2,6	1,2	0,7	0,3
Fondi pensione aperti	2,1	1,4	1,2	1,1
<i>Minimo</i>	0,6	0,6	0,6	0,5
<i>Massimo</i>	4,5	2,8	2,1	1,7
PIP "nuovi"	3,5	2,3	1,9	1,5
<i>Minimo</i>	0,9	0,9	0,9	0,7
<i>Massimo</i>	5,4	3,8	3,0	2,5

(1) L'indicatore sintetico dei costi (ISC) a livello di forma previdenziale è ottenuto aggregando, con media semplice, gli indicatori dei singoli comparti. L'ISC è calcolato al netto del prelievo fiscale sui rendimenti.

Rispetto al 2013 i costi medi sono rimasti sostanzialmente stabili per tutte le forme di previdenza complementare.

Su orizzonti temporali lunghi, differenze anche piccole nei costi producono effetti di rilievo sulla prestazione finale. Ad esempio, su un orizzonte temporale di 35 anni e a parità di altre condizioni – in particolare, i rendimenti lordi – la maggiore onerosità

media rispetto ai fondi pensione negoziali si traduce in una prestazione finale più bassa del 17 per cento nel caso dei fondi pensione aperti e del 23 per cento per i PIP.

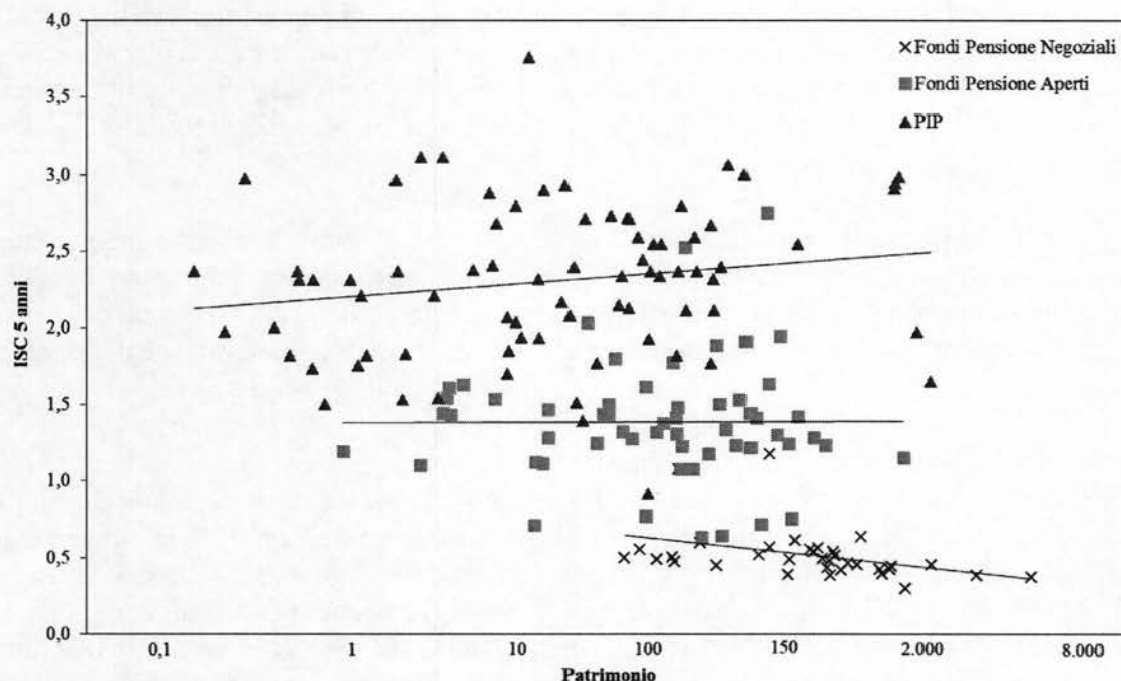
Fra le forme permangono ampie differenze nei valori medi: nei fondi pensione negoziali l'ISC è dello 0,9 per cento per periodi di partecipazione di 2 anni e si abbassa fino allo 0,2 per cento su un arco temporale di 35 anni. Sugli stessi orizzonti temporali, l'ISC dei fondi aperti passa dal 2,1 all'1,1 per cento mentre per i PIP si va dal 3,5 all'1,5 per cento.

Al di là dei valori medi, fra le diverse tipologie di forma pensionistica permane un'ampia dispersione dei costi in considerazione delle diverse caratteristiche delle singole forme pensionistiche, dell'effettivo dispiegamento della concorrenza, dei canali di collocamento utilizzati e, in particolare, dei meccanismi di remunerazione delle reti di vendita.

La relazione finora instauratasi fra i costi praticati da ciascuna forma complementare, rappresentati tramite l'ISC su un periodo di partecipazione di cinque anni, e la rispettiva dimensione in termini di patrimonio gestito costituisce un elemento di particolare interesse. Dalla rappresentazione fornita emerge una relazione inversa fra il livello dei costi e la dimensione per i fondi pensione negoziali, conseguendo economie di scala specie sul fronte degli oneri amministrativi. Viceversa, tale relazione inversa non si manifesta per le forme che raccolgono in prevalenza adesioni individuali e che sono collocate tramite reti di vendita (fondi pensione aperti e PIP).

Tav. 1.14

Fondi pensione e PIP “nuovi”. Relazione fra ISC a 5 anni e patrimonio.
(dati di fine 2014; valori percentuali)



Il mercato della previdenza complementare si articola in due segmenti tra di loro variamente interconnessi. Sul segmento delle adesioni collettive operano fondi negoziali e fondi aperti; questi ultimi possono raccogliere adesioni su base collettiva per il tramite di accordi aziendali tra lavoratori e imprese ovvero accordi stipulati direttamente dal datore di lavoro con singoli dipendenti.

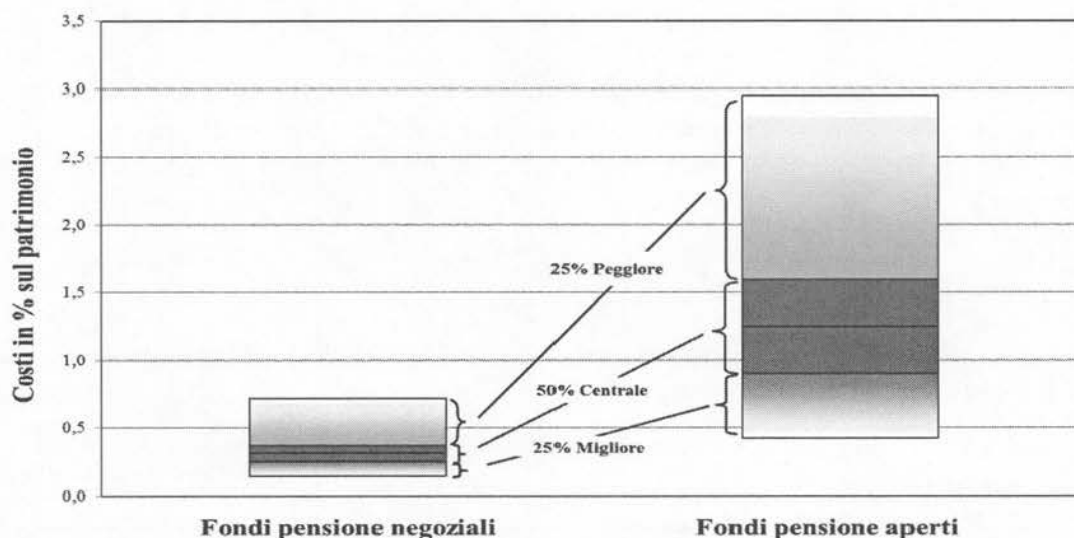
L'analisi di seguito rappresentata è basata sui costi rilevati a consuntivo. Per i fondi pensione negoziali, sono considerati i costi effettivamente sostenuti nel 2014, includendo anche gli oneri amministrativi coperti dai versamenti – ricorrenti, temporanei o *una tantum* – del datore di lavoro. Per i fondi pensione aperti, quale *proxy* dei costi a consuntivo, è stato utilizzato l'ISC calcolato su un orizzonte temporale di 5 anni⁴.

⁴ Per rendere maggiormente comparabili i dati, l'ISC a livello di fondo è stato calcolato ponderando quello relativo ai singoli comparti e utilizzando come peso la composizione, per tipologia di comparto, degli iscritti ai fondi pensione negoziali; in particolare, alla fine del 2014, l'1,4 per cento degli iscritti ai fondi pensione negoziali aderisce ai comparti azionari, il 39,1 ai comparti bilanciati, il 35,2 ai comparti obbligazionari e il 24,3 ai comparti garantiti (per la classificazione dei comparti, cfr. *Glossario*, voce "Multicomparto"). Ciò per evitare che, essendo le commissioni di gestione quasi sempre differenziate in relazione ai profili di investimento (all'aumento del contenuto azionario corrispondono, in genere, commissioni più elevate), l'analisi potesse risultare distorta dalle preferenze degli iscritti; queste ultime risultano, infatti, diverse tra le varie forme (sono meno orientate ai comparti azionari nelle forme negoziali). Per la maggiore confrontabilità dei dati, l'ISC è stato considerato al lordo della tassazione sui rendimenti.

Tav. 1.15

Adesioni collettive a fondi pensione negoziali e aperti. Confronto delle distribuzioni dei costi.⁽¹⁾

(anno 2014; valori percentuali)



(1) Dati a consuntivo per i fondi pensione negoziali. Per i fondi pensione aperti si fa riferimento all'Indicatore sintetico dei costi (ISC) a 5 anni corretto per neutralizzare l'effetto fiscale; l'ISC a livello di fondo è calcolato come media dell'ISC dei singoli comparti ponderata con la composizione, per tipologia di comparto, degli iscritti ai fondi pensione negoziali. Sono considerati esclusivamente i fondi pensione negoziali con risorse in gestione e i fondi pensione aperti con almeno un aderente su base collettiva al 31 dicembre 2014. Nella distribuzione dei fondi pensione aperti, emissioni di differenti classi di quota sono considerate fondi diversi.

Per circa i tre quarti dei fondi pensione negoziali più convenienti, i costi sono inferiori rispetto ai valori minimi registrati dai fondi pensione aperti. I rimanenti fondi si collocano in un intervallo nel quale si posizionano anche i migliori fondi pensione aperti. Si tratta in particolare di quei fondi aperti che emettono differenti classi di quota (*cf. Glossario*): alla fine del 2014, ricorrevano a tale strumento 19 fondi.

L'emissione di differenti classi di quota consiste in agevolazioni sulla commissione di gestione applicata in percentuale sul patrimonio, ossia il costo che assume un peso preponderante su periodi di partecipazione lunghi. Le classi di quota così individuate si rivolgono a collettività ben definite (differenziate, in genere, sulla base della loro numerosità); esse possono essere considerate come singole proposte previdenziali di tipo collettivo.

Nel segmento delle adesioni individuali operano i fondi pensione aperti e i PIP, questi ultimi in media più onerosi; tuttavia, proprio i PIP hanno fatto registrare negli ultimi anni un maggior dinamismo, con incrementi delle adesioni molto superiori a quelli delle altre forme pensionistiche complementari.

La maggiore onerosità dei PIP rispetto ai fondi aperti si riscontra anche per tipologia di linea di investimento.