

provenienza dei contributi, la quota derivante dallo smobilizzo dell'accantonamento annuo al TFR rappresenta il 50 per cento del totale delle entrate, mentre i contributi a carico del lavoratore e dell'impresa si collocano su quote pressoché paritarie.

2.5 La gestione delle risorse finanziarie e le convenzioni di gestione

2.5.1 Le norme statutarie

La normativa vigente vincola i fondi pensione negoziali ad affidare la gestione del patrimonio ad intermediari professionali con sede legale in uno dei paesi aderenti all'Unione Europea: banche, compagnie di assicurazione, società finanziarie di diritto italiano (SGR, SIM) ed imprese di investimento comunitarie.

La legge riserva spazi residuali alle forme di impiego delle risorse effettuate direttamente dal fondo pensione, che risultano peraltro circoscritte alle operazioni di acquisizione di azioni o quote di società immobiliari nonché di quote di fondi comuni di investimento immobiliare e mobiliare chiusi (queste ultime nei limiti del 20 per cento del patrimonio del fondo pensione e del 25 per cento di quello del fondo chiuso).

In realtà, la previsione di legge in tema di gestione "diretta" non ha trovato, ad oggi, alcuna applicazione: per tutti i 33 fondi autorizzati a fine 1999, lo statuto vincola l'Organo di amministrazione del fondo ad affidare in gestione agli intermediari professionali ammessi dalla legge l'intero complesso delle risorse finanziarie.

Con riferimento all'assetto gestionale del fondo, la normativa vigente ammette la possibilità di strutturare più comparti di gestione, ognuno caratterizzato da una specifica politica di investimento. In tal caso, all'atto dell'adesione al fondo, l'iscritto è tenuto ad operare la scelta del comparto di gestione nel quale indirizzare le proprie contribuzioni, con la possibilità di rivedere tale scelta nel corso del tempo.

Fra i 33 autorizzati, solo 7 fondi, la maggior parte dei quali rivolta a lavoratori autonomi e liberi professionisti, adottano un assetto gestionale pluricomparto (Cfr. Tavola A.11).

Nei fondi pluricomparto le norme statutarie delineano le caratteristiche di investimento di ogni comparto, con particolare riguardo alla combinazione di impieghi in titoli obbligazionari e azionari, individuandone lo specifico profilo di rischio. Al riguardo, tutti i suddetti fondi hanno predisposto un comparto azionario, uno bilanciato ed uno obbligazionario; FONDAV, PREVICLAV e PREVIVOLO hanno anche un comparto obbligazionario misto, caratterizzato in prevalenza da titoli di debito e da una componente azionaria nel limite del 20-25 per cento del patrimonio (Cfr. Tavola A.12).

La previsione legislativa che consente di strutturare forme di gestione accompagnate da una garanzia di risultato trova attuazione solamente per FONDARTIGIANI, che garantisce ai lavoratori iscritti al comparto di natura obbligazionaria un rendimento minimo pari al 2 per cento annuo.

Il trasferimento da un comparto all'altro che, con l'eccezione di FONSER, non comporta alcun onere a carico dell'associato è disciplinato dallo statuto, e può essere effettuato trascorso un periodo minimo di permanenza nel comparto, in genere pari a 12 o 24 mesi (fatta eccezione per la linea garantita di FONDARTIGIANI che vincola l'aderente per 36 mesi).

2.5.2 Le convenzioni di gestione

Al 30 aprile 2000, sono quattro i fondi negoziali che, completata la definizione della politica di investimento e la scelta dei gestori, hanno stipulato le relative convenzioni per la gestione delle risorse (FONCHIM, COMETA, FONDENERGIA, FONDO QUADRI E CAPI FIAT), rivolgendosi ad una pluralità di soggetti. Complessivamente sono state autorizzate 17 convenzioni di gestione affidate a 8 SGR, 4 SIM, 3 imprese di assicurazione e 2 imprese di investimento comunitarie. Dall'analisi dei contratti di convenzione, emergono elementi di omogeneità nelle scelte operate dagli organi di amministrazione, con particolare riguardo alla composizione del portafoglio (cd. *asset allocation*), agli obiettivi di gestione, ai parametri per la valutazione dei risultati dei gestori (cd. *benchmark*) e alla struttura delle commissioni di gestione.

Con riferimento alle scelte in tema di *asset allocation*, tutti e quattro i fondi presentano una gestione monocomparto, optando per un'allocazione delle risorse "bilanciata" tra titoli di debito e di capitale.

Tre fondi definiscono limiti minimi e massimi per le due tipologie di investimento, con un intervallo di ampiezza compresa fra il 10 per cento di FONDENERGIA e il 20 per cento di COMETA e FONDO QUADRI E CAPI FIAT (Cfr. Tavola A.13); la massima esposizione in titoli azionari è pari a circa il 38 per cento per FONDENERGIA e FONDO QUADRI E CAPI FIAT, mentre è più contenuta per COMETA (29,5 per cento).

Diversa la soluzione adottata da FONCHIM che non ha posto nelle singole convenzioni stipulate con i 6 gestori prescelti limiti all'investimento nelle due categorie di strumenti finanziari che risultano tuttavia ricostruibili sulla base dei profili di investimento adottati.

Nell'ambito della gestione monocomparto, sono presenti più profili di investimento, contraddistinti da livelli di rischio differenti ed affidati in gestione a soggetti diversi; in tale ottica gli aderenti, pur partecipando ai medesimi risultati, avranno modo di osservare le *performance* dei vari profili disgiuntamente e in un certo senso "prepararsi" al passaggio al multicomparto, fase in cui dovranno scegliere il profilo di rischio più congeniale alle proprie caratteristiche.

I profili di investimento adottati dai fondi in esame possono essere classificati in obbligazionari, obbligazionari misti e bilanciati, per i quali, nel rispetto delle disposizioni vigenti, vengono individuati i *benchmark* di riferimento⁸.

In particolare, FONDO QUADRI E CAPI FIAT e FONCHIM suddividono il patrimonio in due profili di investimento; COMETA opta per tre profili, mentre FONDENERGIA adotta un solo profilo (Cfr. Tavola A.14).

Il profilo obbligazionario (adottato da FONCHIM, COMETA e FONDO QUADRI E CAPI FIAT) si caratterizza per la prevalenza di titoli di stato a breve termine (1-3 anni) emessi da paesi aderenti all'unione monetaria europea, con una limitata possibilità di investimento in azioni, prevista solo da COMETA entro un tetto massimo del 10 per cento.

⁸ Il D.M. Tesoro n.703/96 (art.2, co. 2), anticipando analoghe disposizioni in materia di gestione individuale di portafogli mobiliari (art.19, regolamento Consob n.1043 del 30 settembre 1997 sulla prestazione di servizi di investimento) e in materia di gestioni collettive (art.50, co. 2, Deliberazione Consob n.11522 del 1° luglio 1998), prevede che il fondo pensione negoziale verifichi i risultati della gestione anche mediante l'adozione di parametri oggettivi e confrontabili. La stessa norma stabilisce altresì che detti parametri siano individuati negli atti contrattuali che regolano il mandato di gestione e che il loro utilizzo sia disciplinato da apposite disposizioni.

Con l'adozione degli schemi-tipo di convenzione per la gestione delle risorse finanziarie emanati dalla Commissione il 7 gennaio 1998, a seguito di intesa formale con le Autorità di vigilanza sui soggetti gestori (Banca d'Italia, Consob, Isvap), i *benchmark* risultano tra gli elementi essenziali del contratto di gestione delle risorse dei fondi pensione negoziali: l'emanazione di apposite disposizioni tese a garantire criteri e condizioni uniformi per un idoneo utilizzo dei suddetti strumenti (v. disposizioni in materia di parametri oggettivi di riferimento per la verifica dei risultati di gestione) ha completato il quadro normativo.

Nel profilo di investimento obbligazionario misto di COMETA il relativo *benchmark* è composto per l'80 per cento da titoli obbligazionari (titoli di stato dell'area Euro con vita residua inferiore ai 5 anni) e per la rimanente parte da titoli azionari di emittenti prevalentemente europei.

Tutti e quattro i fondi prevedono un profilo di investimento bilanciato tra titoli di debito e di capitale, con limiti sensibilmente differenti, che in media vanno per i titoli azionari da un minimo del 20 per cento ad un massimo del 65 per cento. Per FONCHIM, per il quale invece non è esplicitato alcun limite all'investimento, la linea bilanciata rappresenta il 50 per cento del patrimonio, con un *benchmark* composto per il 60 per cento da indici azionari e per il 40 per cento da indici obbligazionari. Nel caso di FONDENERGIA, la soluzione bilanciata è prevista per la gestione dell'intero patrimonio.

Nella definizione del *benchmark* si considera un solo indice per i profili di investimento obbligazionari, per quelli bilanciati invece si fa riferimento a più indici opportunamente ponderati (Cfr. Tavola A.15).

L'indice obbligazionario più utilizzato è il *Salomon Smith Barney EMU Government Bond Index* (SSB EGBI), rappresentativo di un paniere di titoli di stato a tasso fisso emessi da paesi aderenti all'Unione Europea. Tra gli indici azionari, risultano invece più utilizzati il *Morgan Stanley Capital Investment Europe* (MSCI Europe), costituito da un paniere di circa 600 titoli dei 15 principali mercati azionari europei emessi da soggetti operanti nei diversi settori dell'economia, e il *Morgan Stanley Capital Investment World ex Europe* (MSCI World ex Europe), composto da circa 1000 titoli di aziende dei maggiori paesi industrializzati del mondo, ad esclusione di quelli europei.

La composizione dei *benchmark* assume particolare rilievo nella valutazione del rischio; una volta definito l'obiettivo che il fondo assegna al gestore in un determinato orizzonte temporale, viene individuato infatti un indicatore di rischio massima, a partire dal *benchmark*. In tutte le convenzioni sinora stipulate viene assegnato al gestore l'obiettivo di massimizzare il rendimento in un orizzonte temporale pari alla durata della convenzione, con l'impegno a contenere la volatilità delle differenze di rendimento rispetto al *benchmark* entro una determinata soglia percentuale; l'indicatore di rischio relativo scelto per misurare, su base semestrale o annuale, la volatilità degli scostamenti tra portafoglio e *benchmark*, rilevati con cadenze prestabilite (giornaliere, settimanali o mensili) è il *tracking error volatility* (TEV)⁹.

La misura del TEV scelta nelle convenzioni varia a seconda del profilo ed è più contenuta per quei profili caratterizzati dalla prevalenza di titoli di debito, per definizione meno volatili nel breve periodo, per aumentare laddove la presenza di azioni è più consistente (Cfr. Tavola A.16).

Nel rispetto delle indicazioni contenute negli schemi-tipo di convenzione, la durata dei contratti di gestione non può essere inferiore al triennio¹⁰, fermo restando il diritto di recesso del fondo sancito dalle vigenti previsioni normative: per FONDO QUADRI E CAPI FIAT e FONDENERGIA la durata è pari a 3 anni, mentre FONCHIM e COMETA optano per periodi più lunghi, pari rispettivamente a 4 e 5 anni.

Negli schemi-tipo di convenzione sono inoltre contenute specifiche disposizioni relative alle commissioni di gestione, improntate a principi di trasparenza. Nel merito, le commissioni di gestione, stabilite in misura percentuale rispetto al patrimonio, devono essere

⁹ Si tratta della deviazione *standard* degli scostamenti fra il rendimento di portafoglio e il rendimento del *benchmark*.

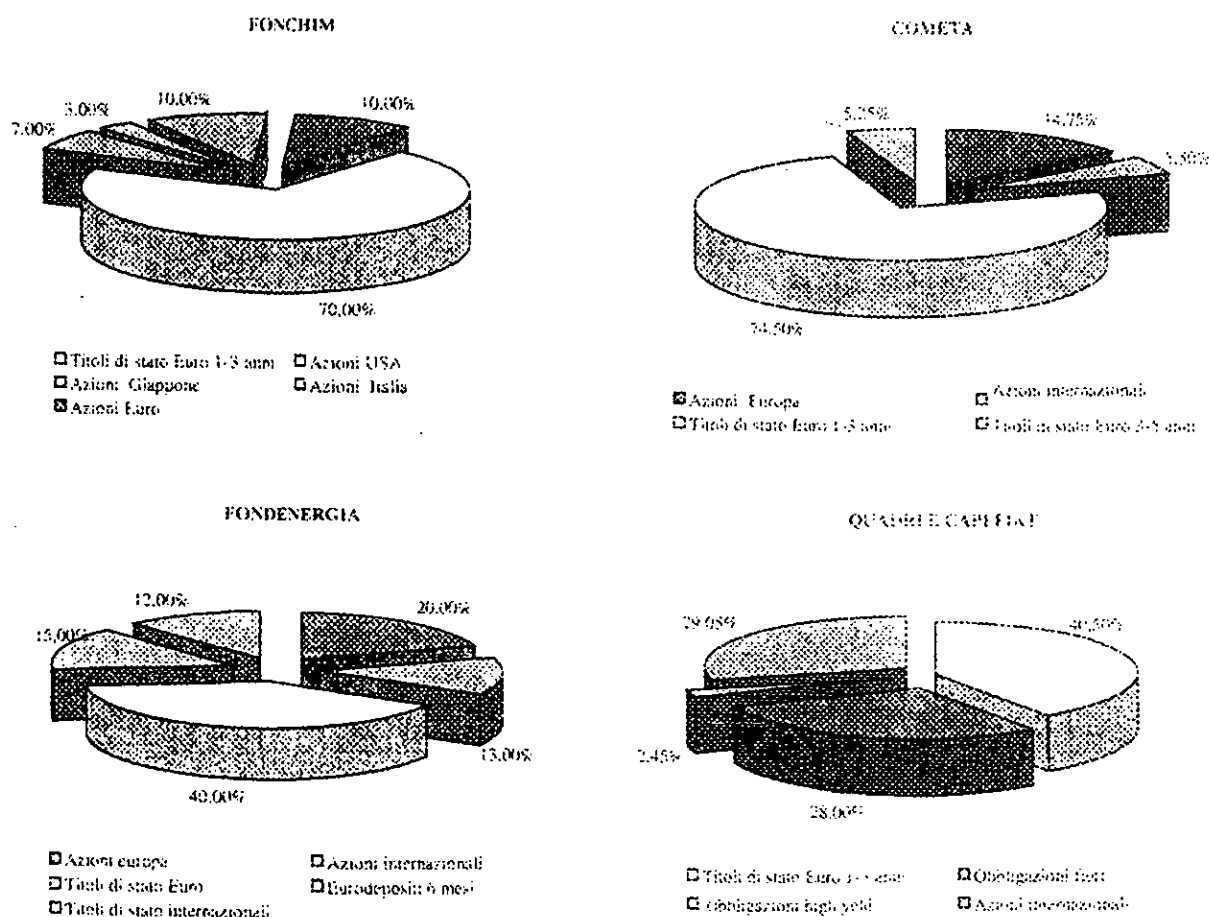
¹⁰ La ragione di un periodo minimo di durata delle convenzioni risiede nell'esigenza di non operare attraverso l'apposizione di un termine breve indebite pressioni sul gestore volte alla realizzazione di risultati elevati nel breve periodo. Tale circostanza infatti potrebbe indurre il gestore ad assumere rischi di investimento inadeguati. La fissazione di un termine ragionevolmente lungo consente invece, più opportunamente, di operare la valutazione dell'operato del gestore nel medio-lungo periodo.

onnicomprensive: in aggiunta il gestore può imputare a carico del fondo soltanto gli oneri fiscali e di legge, nonché gli oneri di intermediazione mobiliare. Ove vengano previste le commissioni di incentivo devono indicare analiticamente i criteri di calcolo ed i parametri di riferimento.

La misura della commissione di base prevista nelle convenzioni, generalmente commisurata al patrimonio medio gestito mensile, cresce all'aumentare della presenza di azioni nel profilo di gestione: il profilo bilanciato è infatti quello che prevede mediamente commissioni più alte (Cfr Tavola A.17). Le convenzioni che hanno previsto la commissione di incentivo (COMETA, FONDENERGIA e FONDO QUADRI E CAPI FIAT) hanno riferito il calcolo del "premio" alla differenza tra il rendimento della gestione (al lordo o al netto della commissione di base) e il *benchmark*. In caso di risultati negativi della gestione, COMETA prevede che tale commissione di *overperformance* non sia dovuta, mentre FONDO QUADRI E CAPI FIAT, sempre con riguardo alla medesima ipotesi, adotta una diversa modalità di calcolo, finalizzata a ridurre l'incidenza.

- Dalla composizione del *benchmark* è possibile delineare un *asset allocation*, che costituisce un riferimento nelle scelte di investimento del fondo. Pur nel contesto di un'allocazione delle risorse bilanciata tra titoli azionari e obbligazionari, si evidenzia una preferenza per la componente obbligazionaria, la cui incidenza va da un minimo del 67 per cento di FONDENERGIA a circa l'80 per cento di COMETA.

Grafico 2.5 - Composizione del portafoglio neutrale (a)



Il portafoglio neutrale è determinato a partire dalla composizione del *benchmark*.

L'obiettivo della diversificazione degli investimenti non si esaurisce nella articolazione tra titoli di debito e titoli del capitale di rischio, ma tiene conto anche del mercato di investimento. Dall'analisi dei portafogli di riferimento si evidenzia una preferenza verso i titoli di debito dell'area Euro, che costituiscono la totalità del portafoglio obbligazionario di FONCHIM e COMETA; la componente obbligazionaria di FONDENERGIA comprende anche titoli di emittenti di paesi industrializzati e quella di FONDO QUADRI E CAPI FIAT obbligazioni emesse da soggetti con basso *rating*.

Si evidenzia inoltre una preferenza per il breve periodo (1-3 anni), con percentuali che vanno dal 40,5 per cento di FONDO QUADRI E CAPI FIAT al 70 e 74,5 per cento rispettivamente di FONCHIM e COMETA.

Anche nell'ambito dell'investimento azionario, risultano privilegiate le azioni di emittenti europei e di emittenti residenti in paesi industrializzati internazionali; per COMETA, FONDENERGIA e FONDO QUADRI E CAPI FIAT viene individuato un paniere di titoli rappresentativi dell'andamento dei maggiori mercati mondiali; in FONCHIM, invece, la diversificazione si basa sulla individuazione di uno specifico gruppo di mercati azionari (il mercato Europa, Italia, USA, Giappone).

L'assetto gestionale monocomparto, comune a tutti i quattro fondi in esame, costituisce indubbiamente un elemento che condiziona le scelte di *asset allocation* del fondo. In attesa della trasformazione verso un assetto gestionale pluricomparto, prospettiva che nel caso di FONCHIM e COMETA assume persino rilievo statutario, l'esigenza di individuare un profilo di rischio-rendimento compatibile con le variegate caratteristiche dei potenziali aderenti, ha evidentemente consigliato agli organi di amministrazione dei fondi l'adozione di una politica di investimento prudentiale. Politica che tutela i lavoratori più prossimi al pensionamento, che pure risultano aver aderito ai fondi, in presenza di ridotti margini di penalizzazione per i lavoratori più giovani.

Inoltre, l'esigenza di ricercare un profilo di rischio/rendimento tale da evitare, con un elevato livello di probabilità, il conseguimento nel breve periodo di risultati inferiori rispetto alla rivalutazione di legge del TFR, com'è noto pari all'1,5 per cento in più dei 2/3 del tasso di variazione dell'inflazione, può indubbiamente aver indotto gli organi di amministrazione del fondo a sovrappesare, nel contesto di un assetto gestionale monocomparto, le obbligazioni, con particolare riguardo a quelle di breve periodo, rispetto ai titoli rappresentativi del capitale di rischio delle imprese.

3. I fondi aperti

3.1 I fondi autorizzati

Alla fine del 1999 i fondi pensione aperti autorizzati alla costituzione sono 88; erano 71 quelli autorizzati nel corso del 1998. I soggetti promotori, abilitati ai sensi dell'art. 9 del d.lgs. n. 124/93 all'istituzione di tali forme pensionistiche complementari, sono 67: 14 in più rispetto all'anno precedente. Nella maggioranza dei casi, ogni operatore si è limitato a promuovere un solo fondo pensione, mentre le società che hanno costituito più di un fondo sono pari a dieci.

I fondi aperti sono promossi in prevalenza da imprese di assicurazione e da società di gestione del risparmio; gran parte di queste ultime fanno capo a gruppi bancari.

Tavola 3.1 – I fondi pensione aperti autorizzati alla costituzione

Società Promotrice	1998			1999		
	Società	Fondi	Iscritti	Società	Fondi	Iscritti
Banche	2	2	5.900	5	5	26.166
Compagnie di assicurazione	33	39	878	40	47	27.148
Società di gestione del risparmio	14	26	7.264	18	32	72.052
SIM	4	4	577	4	4	10.939
TOTALE	53	71	14.619	67	88	136.305

Mentre già nel 1998 molti fondi pensione aperti avevano ottenuto l'autorizzazione alla costituzione, il 1999 rappresenta, sul piano generale, l'anno di effettivo avvio della loro operatività. Alla fine dell'anno i fondi pensione aperti che hanno avviato la raccolta delle adesioni, registrando a tale data almeno un iscritto attivo, sono 61, oltre due terzi di quelli autorizzati alla costituzione; dodici mesi prima i fondi effettivamente operativi erano soltanto 10, un settimo di quelli allora autorizzati. I 61 fondi operativi a fine anno dispongono di 223 comparti, dei quali 205 hanno almeno un iscritto.

Tavola 3.2 - L'operatività dei fondi pensione aperti

	31/12/98	31/12/99
Fondi autorizzati alla costituzione	71	88
<i>di cui autorizzati all'esercizio dell'attività</i>		
A. non operativi (a)	36	18
B. operativi (a)	10	61
A+B. Totale	46	79
Comparti dei fondi operativi	37	223
con almeno un iscritto	35	205
senza iscritti	2	18

(a) I fondi operativi sono quelli con almeno un iscritto.

3.1.1 I comparti

I fondi pensione possono essere strutturati in comparti, ciascuno caratterizzato da una diversa politica di investimento; l'iscritto, all'atto dell'adesione, sceglie il comparto in cui far confluire la propria posizione individuale, con facoltà di trasferirla ad altro comparto trascorso un periodo minimo di permanenza.

Con riferimento ai fondi autorizzati a fine anno, i comparti sono 312. La quasi totalità dei fondi presenta una struttura articolata su più comparti. A conferma di tale tendenza nessun fondo pensione autorizzato nel corso del 1999 adotta la struttura monocomparto (Cfr. Tavola B.1).

I regolamenti dei fondi pensione descrivono la politica di investimento per ciascun comparto, con riferimento alle diverse tipologie di attività finanziarie ed alle eventuali forme di garanzia di risultato, in modo da delineare il profilo rischio/rendimento. I comparti possono essere classificati nelle seguenti definizioni:

- azionario (almeno il 50 per cento del patrimonio è investito in azioni);
- obbligazionario (almeno il 50 per cento del patrimonio è investito in obbligazioni; l'investimento in azioni è in genere residuale e comunque non superiore al 30 per cento);
- bilanciato (tutti gli altri casi)¹¹.

Con riferimento ai 312 comparti, quasi la metà (49 per cento) è di tipo obbligazionario, il 29 per cento è bilanciato ed il 22 per cento è azionario.

Tavola 3.3 – Comparti dei fondi aperti autorizzati alla costituzione per caratteristiche di investimento

	1998		1999	
	Comparti	%	Comparti	%
Azionario	52	21,1	69	22,1
Obbligazionario	122	49,6	152	48,7
Bilanciato	72	29,3	91	29,2
TOTALE	246	100,0	312	100,0

Per quanto riguarda le garanzie di risultato, i fondi che prevedono almeno un comparto garantito sono 52, in prevalenza promossi da imprese di assicurazione e in via residuale da società di gestione del risparmio (Cfr. Tavola B.2).

Con riferimento ai comparti che offrono una forma di garanzia (pari a 66, per lo più ricompresi tra gli obbligazionari), 17 prevedono la sola restituzione del capitale versato e 49 anche un rendimento minimo, in misura che varia tra l'1,5 ed il 3 per cento.

Nel corso del 1999, la misura del tasso massimo di interesse applicabile dalle imprese di assicurazione, con sede legale nel territorio della Repubblica, è variata dal 3 al 2,5 per cento su base annua¹², con effetti anche sulle linee garantite dei fondi pensione promossi da imprese

¹¹ I comparti bilanciati includono anche rari casi di comparti (a volte denominati "flessibili") per i quali è prevista la possibilità di investire sia in azioni che in obbligazioni, senza ulteriori specificazioni.

¹² La determinazione della misura del tasso di interesse massimo è disciplinata dall'art. 23 del decreto legislativo n. 174/95 e dal provvedimento attuativo Isvap n. 1036 G del 6/1/98.

di assicurazione, che hanno adottato le necessarie iniziative per ridurre il tasso di rendimento minimo delle linee garantite nei limiti di legge.

3.1.2 Le commissioni

Gli ordinamenti regolamentari dei fondi pensione aperti riportano una descrizione completa degli oneri connessi alla partecipazione al fondo, evidenziando in modo chiaro quelli di competenza del fondo e quelli a carico del singolo aderente.

La componente più rilevante è rappresentata dalla commissione di gestione, definita secondo una delle seguenti modalità:

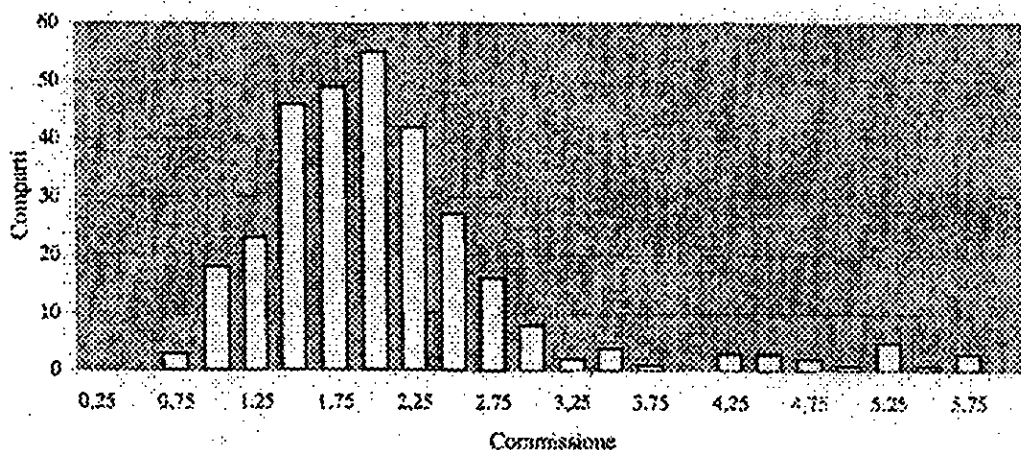
- in misura percentuale sul patrimonio;
- in cifra fissa e in misura percentuale sul patrimonio;
- in misura percentuale sui versamenti e sul patrimonio.

La maggior parte dei fondi autorizzati (pari a 56) si è orientata verso il terzo modello; 18 hanno scelto il primo ed i rimanenti 14 il secondo.

Solo tre società (per un totale di 7 fondi) hanno previsto di integrare la commissione in percentuale sul patrimonio con una di incentivo, calcolata come quota (dal 10 al 20 per cento) del maggior rendimento (*extra performance*) rispetto al *benchmark* di riferimento ed applicabile solo in caso di risultati positivi.

Al fine di fornire una informazione di sintesi, ancorché solo indicativa, delle commissioni di gestione, e prescindendo dalla eventuale incidenza della commissione di incentivo, le tre componenti sono state omogeneizzate in un'unica commissione di gestione espressa come percentuale di un ammontare contributivo prefissato.

Grafico 3.1 - La distribuzione della commissione di gestione dei fondi aperti



N.B. Il grafico rappresenta la distribuzione di frequenze dei 312 comparti dei fondi aperti per entità della commissione complessiva di gestione, tenendo conto delle commissioni sul patrimonio, sui versamenti contributivi e in cifra fissa, quest'ultima rapportata al patrimonio, nell'ipotesi che alla fine del primo anno di attività il patrimonio ed i contributi versati al fondo coincidano.

Il valore medio della commissione di gestione così calcolata è pari al 2 per cento, evidenziando una sostanziale stabilità rispetto al 1998; il 60 per cento dei comparti presenta valori compresi tra l'1,5 e il 2,5 per cento, mentre 18 comparti presentano valori superiori al 4 per cento (Cfr. Tavola B.3).

I costi di gestione variano in funzione della politica di investimento prescelta e della presenza o meno di forme di garanzia. A politiche di investimento più rischiose corrispondono, in media, costi più elevati. La commissione di gestione media è pari per i comparti azionari al 2,24 per cento, per quelli obbligazionari all'1,86 per cento e per quelli bilanciati al 2,04 per cento. Inoltre, a parità di tipologie di comparto, la presenza di forme di garanzia comporta l'applicazione di commissioni mediamente più elevate rispetto ai comparti non garantiti. Tuttavia, rispetto ai valori rilevati per il 1998, si evidenzia una lieve flessione, dovuta principalmente alla riduzione delle commissioni di gestione dei comparti con garanzia.

I regolamenti dei fondi pensione aperti possono prevedere una commissione di iscrizione da versare *una tantum* all'atto dell'adesione: per quanto riguarda i fondi autorizzati, in 16 casi non è prevista e nei rimanenti varia tra 20.000 e 250.000 lire, anche se nella maggior parte dei fondi è fissata in misura non superiore alle 50.000 lire. Poco più della metà dei fondi prevede riduzioni di tale commissione¹³ nel caso di adesioni collettive, differenziando in ragione della numerosità della collettività di riferimento.

Possono inoltre essere previste commissioni che gravano sull'aderente per l'esercizio di prerogative individuali, quali:

- il trasferimento della posizione individuale presso altro fondo pensione (compresa tra le 15.000 e le 120.000 lire per i 59 fondi che la prevedono);
- il riscatto della posizione individuale (compresa tra le 25.000 e le 120.000 lire per i 14 fondi che la prevedono);
- il cambiamento della linea di investimento nei fondi pluricomparto (compresa tra le 15.000 e le 120.000 lire per i 42 fondi che la prevedono). Tale facoltà può essere esercitata dopo un periodo di permanenza minima nel comparto, posto generalmente pari a 12 mesi.

3.1.3 L'assetto contributivo e le prestazioni

Lo schema di regolamento predisposto dalle associazioni di categoria prevede che i regolamenti dei fondi pensione, nell'individuare le modalità di determinazione della misura della contribuzione, riportino una tra le seguenti alternative:

- l'indicazione di una percentuale fissa degli imponibili di riferimento;
- l'indicazione di limiti minimi e massimi espressi come percentuale degli imponibili di riferimento; l'iscritto definisce l'entità della contribuzione all'atto dell'adesione e può successivamente modificarla, sempre entro i limiti fissati nel regolamento;
- il rinvio alla libera determinazione dell'iscritto, da esercitarsi all'atto dell'adesione individuando la percentuale da applicare agli imponibili di riferimento e con possibilità di variarla successivamente.

La terza modalità, maggiormente apprezzata dagli aderenti per le caratteristiche di flessibilità, è stata utilizzata dalla quasi totalità dei fondi.

Tutti i regolamenti dei fondi pensione aperti prevedono l'erogazione di prestazioni pensionistiche per vecchiaia e per anzianità secondo le disposizioni del d.lgs. n. 124/93.

¹³ Essa rappresenta l'unica tipologia di spesa differenziabile in ragione delle modalità di adesione e, comunque, sempre in base a criteri oggettivi.

Viene inoltre prevista la possibilità di richiedere l'erogazione della prestazione sotto forma di capitale entro il limite massimo del 50 per cento della posizione individuale maturata. Tale limite non viene applicato agli aderenti trasferiti da fondi preesistenti ai quali risultavano iscritti alla data di entrata in vigore del d.lgs. n. 124/93; per questi aderenti, infatti, sussiste la possibilità di richiedere l'intera prestazione sotto forma di capitale.

Circa il 40 per cento dei fondi garantisce anche prestazioni accessorie per i casi di invalidità o di premorienza, con adesione facoltativa prevista nella quasi totalità dei casi. La proporzione dei fondi con prestazioni accessorie è più elevata per le banche e le compagnie di assicurazione rispetto alle SGR e alle SIM (Cfr. Tavola B.4).

3.2 La raccolta delle adesioni e le caratteristiche degli iscritti

Gli iscritti complessivi dei 61 fondi operativi risultano, a fine anno, 136.305. Il flusso di adesioni è accelerato nell'ultimo trimestre, nel quale si sono avuti 62.000 nuovi iscritti, pari a quasi tre volte il flusso medio dei trimestri precedenti.

La quasi totalità degli iscritti è costituita da lavoratori autonomi che aderiscono su base individuale (126.000, pari al 93 per cento del totale). I lavoratori dipendenti iscritti a fine anno a un fondo pensione aperto superano appena le 10.000 unità.

Tavola 3.4 - Iscritti ai fondi aperti per tipologia di adesione

	31/12/98	31/12/99
Iscritti per adesioni individuali	14.213	126.323
Iscritti per adesioni collettive	406	9.982
Totale iscritti	14.619	136.305
Totale lavoratori dipendenti	373	10.209
<i>di cui</i>		
<i>con accordo con il datore di lavoro</i>	369	9.371

Il grado di concentrazione del mercato dei fondi pensione aperti appare elevato. Su 46 società che a fine 1999 hanno effettivamente avviato la raccolta delle adesioni, il 75 per cento degli iscritti è riconducibile a sei società, mentre più della metà registrano ancora un numero di iscritti inferiore al migliaio.

Le società di gestione del risparmio (SGR) detengono, in termini di iscritti, più della metà (53 per cento) del mercato dei fondi pensione aperti. Seguono, con quote di poco inferiori al 20 per cento, le compagnie di assicurazione e le banche, mentre le SIM detengono una quota dell'8 per cento. E' tuttavia da notare che gran parte delle SGR che hanno effettivamente avviato la gestione di fondi pensione aperti sono di emanazione bancaria (Cfr. Tavola B.5).

Il canale bancario costituisce, nel complesso, anche il maggior veicolo di raccolta delle adesioni (pari all'80 per cento), mentre la raccolta tramite promotori finanziari e rete assicurativa risulta essere rispettivamente pari all'11 ed al 9 per cento del totale (Cfr. Tavola B.6). Anche per i fondi promossi da imprese di assicurazione la raccolta tramite sportelli bancari costituisce una parte rilevante (41 per cento).

Il 42 per cento degli iscritti ha scelto un comparto caratterizzato da una linea di investimento azionaria, il 39 per cento un comparto di tipo bilanciato e solo il 19 per cento uno di tipo obbligazionario (Cfr. Tavola B.7).

Per quanto riguarda le linee con garanzia di risultato, verso questa tipologia di comparto si è orientato il 3,5 per cento degli iscritti complessivi e circa il 13 per cento degli iscritti a fondi promossi da imprese di assicurazione (Cfr. Tavola B.8).

Quasi tutti i lavoratori dipendenti aderenti ai fondi pensione aperti risultano iscritti su base contrattuale collettiva e con versamenti contributivi a carico anche del datore di lavoro. L'istituto, che ha interessato 33 fondi promossi da 29 intermediari, trova fondamento nell'art. 9, co. 2, seconda parte, del d.lgs. n. 124/93, la cui applicazione è per ciascun settore differita, ai sensi dell'art. 9, co. 2, della L. n. 335/95, di sei mesi a decorrere dal rinnovo del primo contratto nazionale di categoria successivamente al 17 agosto 1995 (data di entrata in vigore della legge medesima) ovvero dalla stipula di diversi accordi collettivi nazionali istitutivi di forme pensionistiche complementari.

Le adesioni collettive provengono in massima parte dal settore bancario, in riferimento al quale è stato accertato il decorso del termine sopra indicato, ed in via residuale da imprese i cui rapporti di lavoro non sono disciplinati da contratti o accordi collettivi.

Tali adesioni riguardano sia imprese precedentemente sprovviste di forme di previdenza complementare, sia operazioni di scioglimento di fondi esistenti di più ridotte dimensioni, realizzate con l'obiettivo di conseguire una razionalizzazione gestionale (sia amministrativa che finanziaria). A quest'ultimo fenomeno sono da ricondurre gran parte dei trasferimenti ai fondi pensione aperti di lavoratori provenienti da altri fondi.

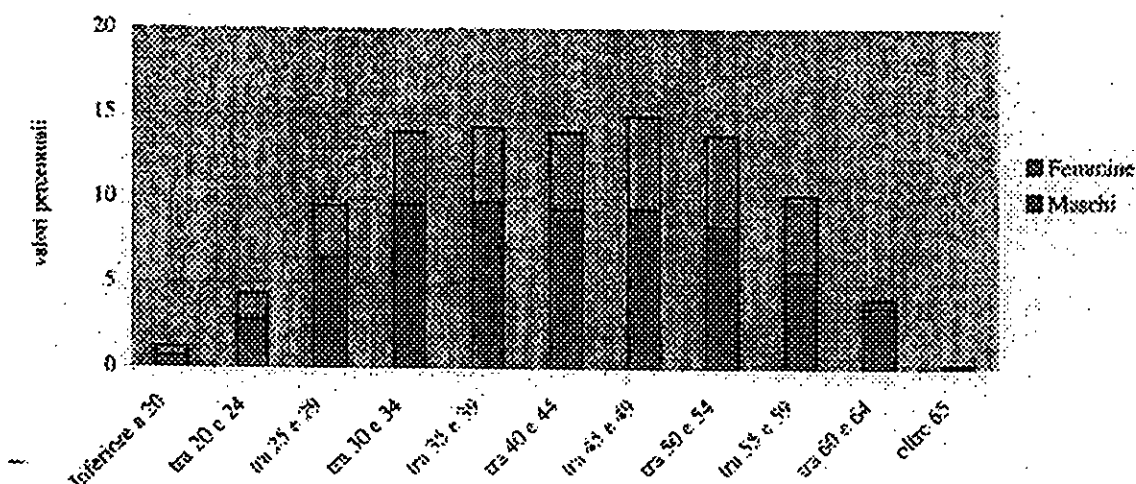
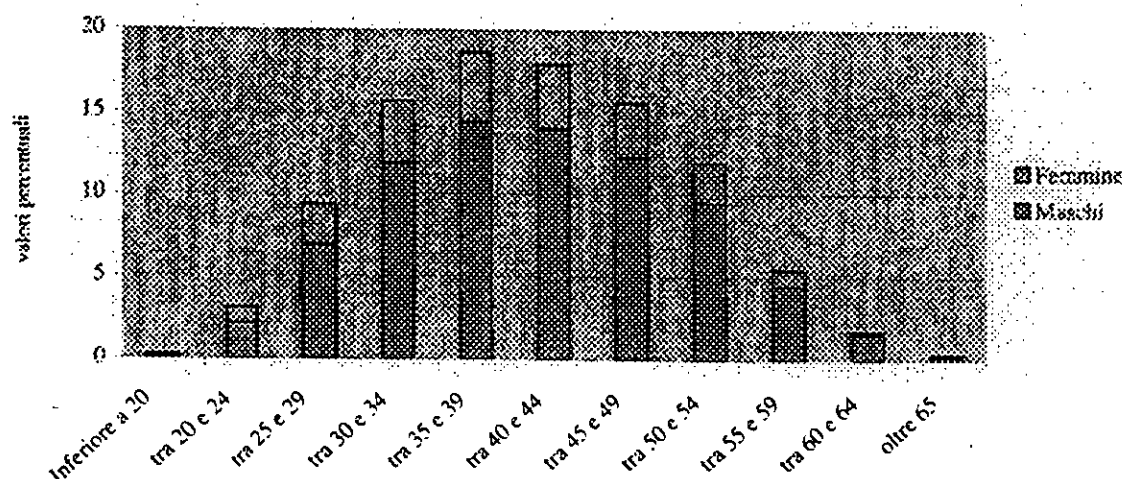
In ulteriori casi le adesioni collettive si riferiscono a dipendenti di imprese che dispongono di forme previdenziali di natura negoziale, cui tuttavia essi non possono aderire a causa di disposizioni di legge (lavoratori assunti successivamente al 28 aprile 1993 per i fondi a prestazione definita) o di scelte statutarie.

Tavola 3.5 - Iscritti ai fondi aperti autorizzati alla costituzione per professione e sesso (31/12/1999)

	Maschi	%	Femmine	%	Totale	%
Lavoratori dipendenti	6.632	6,3	3.577	11,7	10.209	7,5
Lavoratori autonomi (a)	40.088	37,9	11.442	37,4	51.530	37,8
Liberi professionisti	58.408	55,2	15.342	50,2	73.750	54,1
Collaboratori coordinati e continuativi e soci di cooperative di produzione	593	0,6	222	0,7	815	0,6
TOTALE	105.722	100,0	30.583	100,0	136.305	100,0

(a) Comprende i coltivatori diretti, mezzadri e coloni, gli artigiani, i commercianti e gli altri lavoratori

La maggior parte degli iscritti ai fondi aperti appartiene alla categoria dei lavoratori autonomi e dei liberi professionisti, che rappresentano rispettivamente il 37,8 e il 54,1 per cento del totale delle adesioni. Gli altri iscritti sono per il 7,5 per cento lavoratori dipendenti, mentre solo lo 0,6 per cento svolge attività di collaborazione coordinata e continuativa o è socio di cooperative.

Grafico 3.2 - Età e sesso dei lavoratori autonomi iscritti alle gestioni Inps**Grafico 3.3 - Età e sesso degli iscritti ai fondi aperti**

La distribuzione degli iscritti per classi di età, in analogia a quanto si verifica per i fondi negoziali, evidenzia una prevalenza di adesioni nelle classi centrali: infatti quasi l'80 per cento ha età compresa fra i 30 e i 54 anni. I giovani, che non superano i 30 anni, rappresentano il 12,7 per cento; una quota pari al 7,6 per cento riguarda i lavoratori che hanno più di 54 anni. Rispetto alla classificazione per età degli iscritti ai fondi negoziali, si evidenzia una redistribuzione a favore dei più anziani. Le donne rappresentano il 22,4 per cento dei lavoratori aderenti e sono più presenti rispetto agli uomini nelle classi di età più basse (Cfr. tavola B.9).

Il confronto con i dati relativi all'insieme dei lavoratori autonomi iscritti alle gestioni Inps evidenzia una maggior adesione nelle classi centrali di età, con una netta prevalenza dei lavoratori uomini.

I fondi aperti raccolgono oltre il 50 per cento delle adesioni nelle regioni settentrionali, con una netta prevalenza dell'area nord-occidentale (36,0 per cento); i lavoratori dell'Italia centrale rappresentano il 25,5 per cento, mentre quelli delle regioni meridionali costituiscono il 22,1 per cento del totale degli iscritti (Cfr. Tavola B.10).

3.3 La raccolta dei contributi e il patrimonio

I fondi pensione aperti raccolgono, nel corso del 1999, contributi previdenziali per 288 miliardi, a fronte dei 32 miliardi del 1998.

Tavola 3.6 - Entrate per contributi dei fondi aperti

(valori in milioni di lire)

	1998	1999
Contributi lavoratori autonomi	31.488	265.325
Contributi lavoratori dipendenti	631	22.497
<i>a carico del lavoratore</i>	<i>185</i>	<i>8.085</i>
<i>a carico del datore di lavoro</i>	<i>180</i>	<i>6.542</i>
TFR	266	7.870
TOTALE	32.119	287.822

L'ammontare dei contributi dei lavoratori autonomi risulta pari a 265 miliardi. Il contributo *pro-capite*, pari a poco più di 2,1 milioni, risulta relativamente basso rispetto al tetto di deducibilità fiscale, attualmente pari a 5 milioni in cifra fissa, ed è congruente con un reddito medio di 35 milioni annui se rapportato al limite in percentuale.

I contributi dei lavoratori dipendenti, pari a 22,5 miliardi, sono a carico del datore di lavoro per il 29 per cento e del lavoratore per il 36 per cento; la quota derivante dall'accantonamento annuale al TFR è pari al 35 per cento. Il contributo *pro-capite* è pari a 2,2 milioni.

Il 43 per cento dei contributi, per un ammontare di 124 miliardi, è destinato a comparti azionari, il 38 per cento (110 miliardi) a comparti bilanciati e circa il 19 per cento (53 miliardi) a comparti obbligazionari (Cfr. Tavola B.11).

Poco numerosi sono i casi di sottoscrizione delle prestazioni assicurative accessorie (pari allo 0,8 per cento rispetto al totale degli iscritti e all'1,8 per cento rispetto agli iscritti in fondi che prevedono tali prestazioni), con un premio medio di poco inferiore alle 160 mila lire.

Altra componente di rilievo nel determinare le risorse complessivamente affluite al sistema dei fondi aperti è costituita dalle posizioni trasferite da altre forme previdenziali. Tali posizioni sono circa 4000, per un valore pari nel complesso a 102 miliardi e per un ammontare *pro-capite* medio di poco superiore ai 25 milioni. Il 37 per cento dei trasferimenti è destinato a comparti azionari, il 33 per cento a quelli bilanciati ed il 30 per cento a comparti obbligazionari. E' interessante notare che l'ammontare medio risulta particolarmente elevato con riferimento alle linee obbligazionarie (quasi 70 milioni) e decisamente più ridotto con riferimento a quelle bilanciate (26 milioni) ed azionarie (16 milioni). Questo comportamento potrebbe trovare spiegazione nel fatto che soggetti più prossimi all'età del pensionamento (e per i quali l'ammontare da trasferire è tendenzialmente più elevato) hanno una minore propensione ad assumere i rischi connessi alla volatilità degli investimenti.

Molto ridotto è il numero di casi di trasferimento di posizioni tra comparti: 61 casi per un ammontare pari a 455 milioni, in prevalenza determinati da spostamenti da comparti bilanciati a comparti azionari.

Ancora molto rari sono i casi di trasformazione in rendita di posizioni attive. Il fenomeno, che ha interessato 76 iscritti ad un unico fondo per un importo *pro-capite* di circa 111 milioni, è riconducibile a lavoratori trasferiti da forme pensionistiche preesistenti. Non si sono invece registrate erogazioni in forma di capitale, né anticipazioni e non sono significativi i dati relativi ai trasferimenti ad altri fondi. Estremamente rari sono anche i casi di riscatto. Ne deriva che il saldo netto della gestione previdenziale della fase di accumulo è sostanzialmente dipeso, per l'anno appena trascorso, come era ragionevole attendersi, dai contributi e dai trasferimenti affluiti al sistema.

Alla fine del 1999 i fondi pensione aperti dispongono di un attivo netto destinato alle prestazioni pari a circa 453 miliardi.

Favola 3.7 - Situazione economico-patrimoniale dei fondi aperti per tipologia di comparto
(valori in milioni di lire)

Tipologia comparti	ANDP (a) (1998)	Saldo della gestione previdenziale	Guadagno in conto capitale	ANDP (a) (1999)
	A	B	C	A+B+C
Obbligazionario	10.217	74.490	1.085	85.792
Bilanciato	17.509	143.830	11.737	173.076
Azionario	4.670	162.450	26.829	193.948
TOTALE	32.396	380.769	39.651	452.816

(a) Attivo Netto Destinato alle Prestazioni:

Mettendo a confronto la variazione del patrimonio nell'anno ed il saldo della gestione previdenziale, si ottiene l'apporto complessivo della gestione finanziaria, al netto di tutti gli oneri, al patrimonio di fine anno. Tale apporto è pari a un miliardo per i comparti obbligazionari, a quasi 12 miliardi per i comparti bilanciati e a circa 27 miliardi per i comparti azionari.

3.4 La gestione finanziaria

3.4.1 La definizione della politica di gestione e i benchmark

Nell'ambito dei regolamenti dei fondi pensione aperti, la politica di investimento viene definita tramite l'indicazione, per ciascun comparto, delle attività oggetto di investimento delle risorse, con indicazione dei rispettivi limiti minimi e massimi di impiego. Ciò dà poi luogo alla classificazione dei comparti in obbligazionari, bilanciati ed azionari (Cfr. paragrafo 3.1).

Tuttavia, la politica di investimento è spesso individuata in termini troppo ampi per consentire un effettivo apprezzamento del profilo di rischio e rendimento dei comparti ed una valutazione *ex post* delle *performance* conseguite. A tal fine, il decreto del Ministero del tesoro 21 novembre 1996, n. 703 prevede l'adozione, da parte dei fondi pensione, di parametri oggettivi e confrontabili, i cosiddetti *benchmark*, per la verifica dei propri risultati. Tali

parametri contribuiscono inoltre a definire *ex ante* il profilo di rischio e rendimento dei comparti tramite la determinazione di un portafoglio “neutrale” cui l’effettiva attività di gestione dovrebbe tendere, tanto per la composizione in termini di titoli di debito e di capitale quanto per le aree geografiche di riferimento. In secondo luogo, essi consentono di verificare *ex post* la *performance* conseguita dai comparti, caratterizzandola sotto il duplice profilo del rischio e del rendimento.

L’adozione dei *benchmark* è richiesta dalla COVIP, con proprio provvedimento del dicembre 1998. Le società che istituiscono fondi pensione aperti procedono pertanto, per ogni singolo comparto, all’indicazione di *benchmark* aventi le caratteristiche richieste dalla COVIP¹⁴ ed inseriti all’interno dei prospetti informativi dei fondi pensione stessi.

Le società promotrici hanno per lo più optato per *benchmark* composti da pochi indicatori. Per i comparti di tipo obbligazionario ed azionario dei 61 fondi operativi, prevale la tendenza ad avere *benchmark* composti da non più di tre indicatori (Cfr. Tavola B.12). Nello specifico, i *benchmark* dei comparti obbligazionari sono spesso costituiti da un solo indicatore di tipo obbligazionario, mentre i *benchmark* dei comparti azionari tendono a coniugare due indicatori, spesso riferiti uno alla componente azionaria prevalente e l’altro ad una componente obbligazionaria residuale. Nei comparti bilanciati, si osservano invece con maggior frequenza *benchmark* composti anche da più di tre indicatori.

Si osserva una generale coerenza tra la composizione del *benchmark* e la definizione della politica di investimento, basata sulle quote minime e massime di impiego nelle diverse categorie di titoli, definizione che dà luogo alla classificazione dei comparti. Per quanto attiene alla distinzione tra indicatori azionari ed obbligazionari nella composizione del *benchmark*, i comparti obbligazionari ed azionari propendono per una costruzione caratterizzata in misura superiore al 70 per cento da indicatori coerenti con la tipologia del comparto. Nei comparti bilanciati si tende in genere a sovrappesare la componente azionaria (Cfr. Tavola B.13).

Per i comparti operativi, dalla composizione del *benchmark* per area geografica di riferimento, distinguendo tra indicatori obbligazionari ed azionari, emerge che la componente obbligazionaria fa riferimento, in maniera del tutto prevalente, all’Italia ed agli altri Paesi dell’Unione Monetaria Europea, minimizzando il rischio di cambio sulla *performance* del portafoglio *benchmark* (Cfr. Tavola B.14). Con riferimento alla componente azionaria, la preferenza va agli indicatori relativi al complesso dei mercati più sviluppati; gli indicatori specifici del mercato borsistico italiano e degli altri Paesi europei sono comunque rappresentati. Gli indicatori comprendenti, in misura significativa, anche mercati azionari di Paesi non aderenti all’OCSE sono presenti soltanto nei comparti di tipo bilanciato ed azionario e, in linea con le disposizioni vigenti, rappresentano comunque non più del 5 per cento del portafoglio *benchmark*. Si osservi infine che, benché i fondi possano porre in essere operazioni di copertura del rischio di cambio, l’utilizzo, per i mercati di Paesi estranei all’Unione Monetaria Europea, di indicatori coperti o non convertiti in lire o euro è soltanto sporadico.

¹⁴ Ai sensi della delibera Covip del 30 dicembre 1998 i soggetti che istituiscono fondi pensione aperti comunicano preventivamente alla COVIP i *benchmark* che intendono utilizzare per la valutazione dei risultati della gestione. La COVIP accerta che tali *benchmark* possiedano i seguenti requisiti: coerenza rispetto alla politica di investimento stabilita nello statuto o nel regolamento; rappresentatività, con riferimento all’esigenza che il *benchmark* sia costruito in modo da rappresentare adeguatamente le opportunità di investimento disponibili sul mercato; trasparenza, con riferimento alla chiarezza delle regole di calcolo e alla facilità di accesso ai dati relativi all’andamento degli indicatori cui il *benchmark* fa riferimento; oggettività, con riferimento all’esigenza che gli indicatori cui fa riferimento il *benchmark* devono essere di comune utilizzo e calcolati e diffusi da soggetti di indiscussa reputazione e terzi rispetto al gestore.

Le società promotrici si sono prevalentemente affidate, per le componenti obbligazionarie, ad indicatori prodotti da *J.P. Morgan* e, per le componenti azionarie, ad indicatori prodotti da *Morgan Stanley Capital International*. Rispettivamente il 71 per cento e il 54 per cento dei benchmark proposti presentano almeno un indicatore prodotto da queste società. Nello specifico, gli indicatori più utilizzati sono, tra gli obbligazionari, il *J.P. Morgan Global Government Bond Index Traded*, sia in valuta locale sia nelle versioni in dollari U.S.A. ed euro, e, tra gli azionari, il *Morgan Stanley Capital International World Index*, presente sia nelle versioni in dollari U.S.A., in valuta locale e convertito in lire o euro. L'indice *J.P. Morgan Global Government Bond* è relativo ad un paniere di titoli di debito a tasso fisso con scadenza almeno pari ad un anno emessi da Paesi aderenti all'OCSE, mentre l'indice *Morgan Stanley Capital International World* prende a riferimento titoli negoziati nei maggiori mercati borsistici mondiali.

3.4.2 Le scelte di allocazione degli investimenti

Le scelte gestionali dei fondi pensione aperti, che a fine 1999 hanno avviato la gestione dei contributi raccolti, possono essere valutate tramite l'analisi della struttura del patrimonio complessivo, al netto dell'ultimo flusso di contributi valorizzati¹⁵.

Per il complesso dei fondi, si osserva una prevalenza dell'investimento in titoli di Stato, titoli di capitale e parti di OICR, con quote attorno al 30 per cento per ciascuna tipologia di investimento.

La limitata disponibilità di risorse spiega la significativa presenza di quote di OICR, che consente una adeguata diversificazione degli investimenti, qualora essa non sia raggiungibile tramite l'impiego diretto in titoli di debito e di capitale. A tale proposito, si osserva che le percentuali di investimento in OICR risultano elevate in particolare nei comparti aventi un patrimonio inferiore ai 4 miliardi di lire, mentre tendono a ridursi nei comparti di dimensioni superiori.

**Tavola 3.8— Composizione percentuale delle attività dei fondi aperti
(31/12/1999)**

	Obbligazionari	Bilanciati	Azionari	Totale comparti
Depositi	11,3	15,8	13,1	13,8
Titoli di Stato	49,8	28,8	12,5	26,7
Altri titoli di debito	6,0	2,9	0,9	2,7
Titoli di capitale	5,5	23,8	37,9	25,6
OICR	24,9	26,9	32,9	28,8
Opzioni e altri derivati	0,0	0,0	0,2	0,1
Altre attività	2,5	1,8	2,5	2,2
TOTALE	100,0	100,0	100,0	100,0

L'impiego in strumenti derivati risulta pressoché nullo. Ci si può però attendere un incremento di tale voce nel prossimo futuro, con particolare riferimento alle operazioni su indici borsistici e di copertura del rischio di cambio, soprattutto per i comparti caratterizzati

¹⁵ Il flusso di contributi valorizzato con riferimento all'ultimo giorno dell'anno non viene preso in considerazione in quanto questo viene in genere investito successivamente alla valorizzazione stessa. Pertanto, ai fini dell'analisi, vengono considerate esclusivamente le risorse effettivamente investite al 31 dicembre 1999.