

In altri fondi, invece, si è verificata una diversificazione dei livelli contributivi tra gruppi di aderenti per effetto dell'ingresso di nuovi settori nel bacino di riferimento; si tratta di FONDAPI, PREVIAMBIENTE, PREVAER, BYBLOS, PRIAMO, EUROFER.

Per PREVIAMBIENTE sono stati previsti incrementi delle aliquote contributive a carico dei datori di lavoro per alcune categorie di destinatari. Con riguardo a PREVAER, rivolto ai dipendenti dalle aziende aderenti ad Assaeroporti, l'adesione di settori affini (ENAV, Meridiana, Assocaer – Assocatering, Aviapartner, Iberia, Air One, Lufthansa – Lufthansa Cargo), nonché l'accoglimento nel proprio bacino dei lavoratori già facenti riferimento a MERCURIO, ha determinato livelli contributivi che si differenziano, per il datore di lavoro, entro un intervallo che va dall'1 per cento all'1,5 per cento, mentre, per la quota derivante dal TFR, entro un intervallo che va dall'1 per cento al 6,91 per cento. Per BYBLOS, l'accordo di adesione dei lavoratori dipendenti della SIAE prevede un prelievo dal TFR superiore a quello previsto per gli altri aderenti, e pari al 3,45 per cento, mentre per EUROFER, l'ingresso dei lavoratori dipendenti dell'ANAS ha comportato un prelievo dal TFR inferiore a quello previsto per gli altri aderenti e pari al 2 per cento. Per PRIAMO l'ingresso del settore degli addetti agli impianti di trasporto a fune ha portato aliquote contributive a carico del lavoratore e del datore di lavoro inferiori a quelle stabilite per gli altri destinatari e pari all'1 per cento. Infine, a gennaio 2006 il Contratto nazionale per la disciplina dell'apprendistato nell'industria metalmeccanica e nella installazione di impianti ha previsto che, per gli apprendisti che si iscrivono a COMETA a partire dal 1° marzo 2006, il contributo del datore di lavoro sia elevato all'1,5 per cento.

Nei fondi rivolti ai lavoratori subordinati, l'ammontare dei contributi medi per iscritto è pari a circa 1.456 euro (dei quali 746 derivanti dal TFR).

Rispetto ai singoli fondi, l'ammontare medio della contribuzione nel 2005 varia, per la maggior parte dei casi, da un minimo di circa 578 a un massimo di circa 2.456 euro per iscritto. Al di sopra di questo intervallo si collocano PREVIVOLO e FONDAV (rivolti rispettivamente ai piloti e tecnici di volo e agli assistenti di volo delle aziende del gruppo Alitalia), con un contributo medio per iscritto pari rispettivamente a circa 14.650 e 4.816 euro, in quanto entrambi prevedono la destinazione integrale del TFR anche per i vecchi occupati; inoltre, nel 2005 gli stessi fondi hanno usufruito dei versamenti derivanti dalla c.d. “decontribuzione”, di cui al Decreto lgs. 314/1997 che ha ridotto le aliquote di contribuzione al Fondo Volo, sia per i lavoratori che per le aziende, a condizione che le somme derivanti dalla predetta riduzione siano destinate al finanziamento della previdenza complementare.

Tav. 3.7

Fondi pensione negoziali rivolti a lavoratori dipendenti. Contributi medi per iscritto.⁽¹⁾
(anni vari; dati di flusso; importi in euro)

	2003	2004	2005
Contributo medio per iscritto	1.328	1.384	1.456
a carico del lavoratore	383	396	418
a carico del datore di lavoro	276	265	292
TFR	669	723	746

(1) Si fa riferimento ai fondi che avevano effettivamente avviato la raccolta dei contributi nei periodi di riferimento. Nella comparazione tra i diversi anni va tenuto presente che i contributi segnalati sono quelli effettivamente incassati dal fondo nell'anno, e che possono essere diversi da quelli di competenza.

Per quanto riguarda i fondi rivolti ai lavoratori autonomi ed ai liberi professionisti, FONDODENTISTI e FUNDUM rappresentano le esperienze operative al 31 dicembre 2005; per essi la misura del contributo medio per iscritto è pari rispettivamente a 2.163 euro e a 193 euro.

La determinazione del saldo della gestione previdenziale nella fase di accumulo, richiede di considerare oltre ai contributi, le altre voci di entrata o di uscita della gestione previdenziale stessa, quali i trasferimenti di posizioni da e verso altre forme previdenziali, i riscatti, le anticipazioni, le trasformazioni in rendita, le erogazioni in conto capitale, ecc. Nel 2005, il flusso complessivo di risorse della gestione previdenziale ammonta a 1.277 milioni di euro, con una crescita del 10 per cento rispetto al 2004.

Gli importi relativi alle posizioni individuali trasferite da e verso altre forme previdenziali complementari risultano in diminuzione rispetto al 2004, con un saldo derivante dai trasferimenti in entrata e in uscita che rimane negativo ed è pari a circa 16 milioni di euro. Il fenomeno è tuttavia di dimensioni contenute, interessando meno di 3.000 lavoratori in entrata (2.722) e circa 3.500 in uscita.

Con riguardo ai riscatti, il fenomeno rimane significativo, anche se nel 2005 si è registrata una flessione rispetto al 2004, con poco più di 47.000 lavoratori interessati, pari al 4,3 per cento del totale degli iscritti, per un ammontare complessivo di 286 milioni di euro. Malgrado, quindi, la minor convenienza fiscale, si evidenzia la preferenza dei lavoratori che perdono i requisiti di partecipazione alla forma pensionistica complementare alla quale aderiscono per il riscatto della posizione piuttosto che per il trasferimento della stessa.

Rispetto all'anno precedente si nota un incremento del ricorso all'anticipazione, che ha interessato poco meno di 600 lavoratori per circa 8 milioni di euro, da attribuire al fatto che un crescente numero di lavoratori matura l'anzianità di iscrizione fissata in otto anni.

Anche le erogazioni in conto capitale risultano in crescita, pur se di ammontare comunque contenuto; nel 2005 sono state liquidate 701 posizioni, per la quasi totalità da parte di un unico fondo, per un ammontare complessivamente pari a circa 3 milioni di euro.

Tav. 3.8

Fondi pensione negoziali. Raccolta netta della fase di accumulo.
(anni vari; dati di flusso; importi in milioni di euro)

	2003	2004	2005
Contributi per le prestazioni	1.254	1.445	1.592
Trasferimenti in entrata da altri fondi pensione	13	31	17
Entrate della gestione previdenziale	1.267	1.476	1.609
Trasferimenti in uscita verso altri fondi pensione	23	39	33
Anticipazioni	..	..	8
Riscatti	206	290	286
Premi per prestazioni accessorie	1	2	2
Erogazioni in forma di capitale	..	1	3
Trasformazioni in rendita	..	..	..
Uscite della gestione previdenziale	230	332	332
Raccolta netta	1.037	1.144	1.277

3.4 Gli oneri di gestione

Come è noto, i fondi pensione negoziali sostengono per il loro funzionamento spese di natura amministrativa e finanziaria. Le prime sono usualmente riferite al costo della sede e del personale, ai compensi per gli organi statutari, ai servizi amministrativi acquistati da terzi; quelle di natura finanziaria riguardano i compensi per i gestori delle risorse e per la banca depositaria. Il finanziamento di tutte queste spese avviene attraverso l'imputazione a carico degli aderenti (lavoratori e datori di lavoro tenuti alla contribuzione) di varie tipologie di oneri addebitati con modalità e criteri differenti.

Esaminando l'insieme dei fondi pensione negoziali in operatività finanziaria alla fine di ciascun esercizio nel triennio 2003-2005, la tematica dei costi viene trattata dapprima dal punto di vista dell'economicità del fondo pensione, vale a dire che, sulla base dei dati riportati nel conto economico, si analizza l'impatto delle diverse voci di costo sul patrimonio. Successivamente, vengono descritte le modalità di finanziamento di tali oneri stabilite dai fondi.

Con riferimento all'impatto delle diverse voci di costo sul patrimonio, la Tav. 3.9 riporta, per i fondi presi in esame, l'incidenza degli oneri di gestione sostenuti in ciascun esercizio sull'attivo netto destinato alle prestazioni di fine anno.

Nel 2005, le spese complessivamente sostenute ammontano a circa 35 milioni di euro, di cui 20 relativi alla gestione amministrativa e 15 alla gestione finanziaria.

Nel triennio si evidenzia una sostanziale stabilità nella dinamica degli oneri, con un'incidenza dello 0,48 per cento nel 2003, dello 0,46 nel 2004 e dello 0,47 nel 2005. Osservando le due componenti in cui si articolano le spese complessive di gestione, si conferma la diminuzione dell'incidenza di quelle di natura amministrativa sul patrimonio del fondo (dallo 0,34 per cento nel 2003, allo 0,27 per cento nel 2005), mentre si registra un incremento di quelle di natura finanziaria (dallo 0,14 per cento nel 2003, allo 0,20 per cento nel 2005).

Tav. 3.9

Fondi pensione negoziali. Oneri di gestione.⁽¹⁾

(anni vari; dati di flusso; valori percentuali salvo spese amministrative pro capite in euro e spese complessive in migliaia di euro)

	2003	2004	2005	2005 Spese complessive
Spese/ Patrimonio fine esercizio	0,48	0,46	0,47	35.390
gestione amministrativa	0,34	0,30	0,27	20.553
oneri per servizi amministrativi acquistati da	0,16	0,14	0,11	8.279
spese generali	0,12	0,11	0,11	8.326
spese per il personale	0,05	0,05	0,05	3.897
oneri diversi ⁽²⁾	0,01	0,00	0,00	51
gestione finanziaria	0,14	0,16	0,20	14.836
commissioni di gestione	0,11	0,13	0,15	11.459
commissioni per banca depositaria	0,03	0,03	0,05	3.377
<i>Per memoria</i>				
Spese amministrative/Contribuzione (%)	1,38	1,30	1,40	
Spese amministrative pro capite (euro)	18	18	20	

(1) Le elaborazioni riguardano i fondi negoziali che alla fine dei periodi considerati avevano conferito in gestione le risorse finanziarie. Le commissioni di gestione dei fondi che, in ciascun anno, erano relative a periodi inferiori a 12 mesi di operatività finanziaria sono state riportate su base annua.

(2) La voce *oneri diversi* include gli ammortamenti ed è riportata al netto dei proventi che confluiscono nella gestione amministrativa.

La riduzione dell'incidenza delle spese amministrative sul patrimonio è dovuta al fatto che generalmente dette spese tendono a crescere in misura meno che proporzionale rispetto al patrimonio. Una delle spese più consistenti di tale aggregato, che è rappresentata dagli oneri corrisposti al gestore amministrativo per la gestione delle posizioni individuali e la tenuta della contabilità (rientranti nella voce *oneri per servizi*

amministrativi acquistati da terzi) infatti, viene sostenuta dai fondi in relazione al numero di iscritti (il fondo di norma remunera il *service* amministrativo sulla base di un criterio definito “per teste”): essa pertanto tenderà ad incidere sul patrimonio in misura rilevante nei primi anni per poi diminuire all’aumentare dello stesso. Più in generale, possiamo notare come un fenomeno di economie di scala si generi in relazione a gran parte delle spese amministrative.

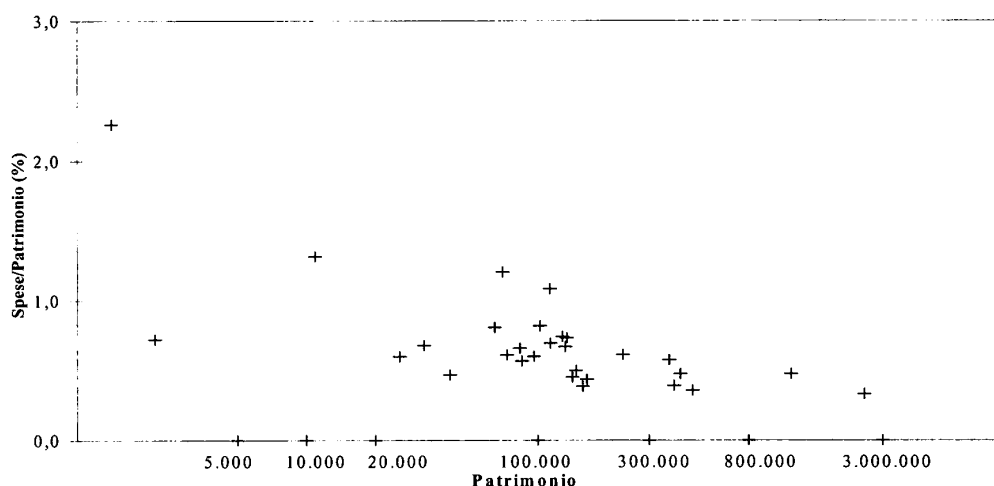
L’incremento delle spese di gestione finanziaria registrato nell’anno 2005, pari allo 0,04 per cento rispetto al 2004, è imputabile in uguale misura agli oneri corrisposti ai gestori finanziari, in aumento dello 0,02 per cento rispetto al 2004, e a quelli corrisposti per servizi resi dalla banca depositaria, anch’essi in aumento dello 0,02 per cento rispetto al 2004. Con riferimento agli oneri corrisposti ai gestori finanziari, l’incremento è dovuto, da un lato, alle diverse condizioni contrattuali pattuite da alcuni fondi con i nuovi gestori finanziari e caratterizzate da un più elevato livello commissionale (*cf.* Tav. 3.11 e Tav. 3.12), che portano l’aliquota media ponderata di settore allo 0,13 per cento di fine 2005, 0,01 per cento in più rispetto al 2004; dall’altro, ad un più consistente impatto nel 2005 delle commissioni di incentivo rispetto all’anno precedente. L’incremento dell’incidenza delle commissioni di banca depositaria è imputabile essenzialmente alle attività di riassetto del portafoglio da parte di un fondo di grandi dimensioni (COMETA) che, in occasione della transizione verso un assetto multicomparto, ha modificato le politiche di investimento dando una maggiore rilevanza alla componente in titoli esteri, con conseguente aumento delle spese legate al regolamento dei suddetti titoli.

La dinamica delle spese finanziarie è diversa da quella delle spese amministrative. La remunerazione dei gestori finanziari e della banca depositaria, nella gran parte dei casi, prevede una componente fissa ed una variabile. Con riferimento ai gestori finanziari, la componente fissa è commisurata al patrimonio gestito e varia al variare della tipologia di mandato/comparto (i mandati/comparti a più elevato contenuto azionario prevedono livelli commissionali più elevati), mentre la componente variabile è legata alle provvigioni di incentivo che, laddove previste, vengono corrisposte nei casi di *overperformance* rispetto al *benchmark*. Per ciò che concerne la remunerazione della banca depositaria, si osserva che, accanto alla componente fissa stabilita contrattualmente in percentuale sul patrimonio in custodia, sono previste delle commissioni variabili legate al numero di operazioni regolate.

Il grafico seguente mostra come, osservando l’impatto degli oneri di gestione sul patrimonio dei singoli fondi per l’anno 2005, all’aumentare del patrimonio, si riduca l’incidenza dei costi complessivamente gravanti sul fondo, in ragione principalmente delle economie di scala che si generano sul versante amministrativo.

Tav. 3.10

Fondi pensione negoziali. Spese complessive in percentuale dell'ANDP.⁽¹⁾
(anno 2005; scala logaritmica per l'ascissa; patrimonio in migliaia di euro)



(1) L'insieme non comprende il FONDO FAMIGLIA in quanto non significativo.

La diversa incidenza delle spese complessive sul patrimonio, osservata in relazione a quei fondi che si presentano con patrimonio di dimensioni simili, può essere imputabile a diversi fattori. In primo luogo, essa può discendere dal diverso grado di coinvolgimento dei datori di lavoro nell'assistenza al fondo per ciò che concerne, ad esempio, la messa a disposizione a titolo gratuito di personale o di servizi e beni strumentali; in secondo luogo, essa può derivare dal numero degli aderenti, aspetto che si riflette direttamente sul volume delle spese amministrative sostenute; un ulteriore fattore, infine, può essere individuato nel regime commissionale contenuto nelle convenzioni per la gestione delle risorse finanziarie.

Con riferimento a tale ultimo aspetto, considerando i 151 mandati di gestione attivi a fine 2005 si può osservare come, generalmente, la remunerazione del gestore avvenga sulla base di una commissione fissa rapportata al patrimonio medio gestito (commissione di base). A livello generale, l'aliquota media per la remunerazione fissa dei gestori, ponderata per le rispettive risorse, si aggira intorno allo 0,13 per cento annuo del patrimonio medio gestito e cresce all'aumentare del contenuto azionario delle gestioni, con livelli medi annui che vanno dallo 0,11 per cento per i mandati obbligazionari puri a valori che si attestano intorno allo 0,22 per cento per i mandati azionari. Si nota, inoltre, come i 6 mandati che prevedono forme di garanzia (*cfr. infra paragrafo 3.5.2*), tutti di tipo obbligazionario misto, siano caratterizzati da una aliquota media (0,16 per cento) superiore rispetto alla media della categoria di appartenenza (0,12 per cento).

In un mandato su 4 la commissione di base viene accompagnata da una commissione legata alle *extra performance* ottenute rispetto al *benchmark* (commissione di incentivo).

Tav. 3.11

Fondi pensione negoziali. Regime delle commissioni per tipologia di mandato.
(anno 2005; dati di fine periodo)

Tipologia di mandato	Convenzioni	Commissioni di gestione di base ⁽¹⁾	Commissioni di incentivo
	Numero	%	Numero
Obbligazionario puro	38	0,11	7
Obbligazionario misto	41	0,12	12
Bilanciato	27	0,15	8
Azionario	45	0,22	11
Totale	151	0,13	38
<i>Per memoria:</i>			
Mandati con garanzia	6	0,16	2

(1) Si tratta della media delle commissioni di base stabilite nelle singole convenzioni di gestione ponderata per le rispettive risorse di fine anno. La commissione di base, espressa su base annua, viene applicata al patrimonio medio gestito.

Tav. 3.12

Fondi pensione negoziali. Regime delle commissioni per tipologia di fondo/comparto.
(anno 2005; dati di fine periodo)

Tipologia di comparto	Comparti	Commissioni di gestione di base ⁽¹⁾	Commissioni di incentivo
	Numero	%	Numero
Fondi monocomparto	20	0,17	5
Linee fondi multicomparto	34	0,12	16
Obbligazionario puro	6	0,11	2
Obbligazionario misto	12	0,12	6
Bilanciato	10	0,12	5
Azionario	6	0,15	3
Totale	54	0,13	21

(1) Si tratta della media delle commissioni di base stabilite nelle singole convenzioni di gestione ponderata per le rispettive risorse di fine anno. La commissione di base, espressa su base annua, viene applicata al patrimonio medio gestito.

Analizzando il regime commissionale in relazione ai 54 comparti afferenti ai 30 fondi in gestione finanziaria al 31 dicembre 2005, si osserva come i 20 fondi monocomparto siano mediamente più onerosi (0,17 per cento l'aliquota media ponderata) dei fondi multicomparto (0,12 per cento); ciò in considerazione del fatto che in quest'ultima categoria si collocano i fondi di maggiori dimensioni, caratterizzati da

livelli commissionali più bassi. Nell'ambito dei singoli comparti dei fondi multicomparto si nota il medesimo *trend* riscontrato in relazione ai singoli mandati: al crescere del contenuto azionario dei comparti aumenta la remunerazione media riconosciuta ai gestori.

Modificando il profilo di analisi ed esaminando le modalità di finanziamento degli oneri di gestione, è opportuno sottolineare preliminarmente che nei fondi pensione negoziali gravano sugli aderenti unicamente le spese effettivamente sostenute dal fondo secondo le modalità di ripartizione stabilite dallo stesso in ragione delle varie tipologie di spese da finanziare.

In particolare, gli oneri di natura finanziaria vengono coperti attraverso prelievi dal patrimonio del fondo e gravano sui lavoratori in proporzione alla posizione individuale detenuta.

Gli oneri di natura amministrativa sono finanziati *in primis* mediante prelievo dalle contribuzioni periodiche dei lavoratori della cosiddetta "quota associativa". La quota associativa grava sui lavoratori in maniera diversa a seconda del criterio stabilito dal fondo. Nella maggior parte dei fondi, la stessa è determinata in cifra fissa; nella restante parte, la quota associativa è calcolata come percentuale della retribuzione annua utile ai fini del calcolo del TFR ovvero come percentuale della contribuzione. Solo in un caso è previsto che gli oneri amministrativi siano finanziati con un criterio misto: accanto alla cifra fissa viene prevista una quota in percentuale sul patrimonio per il finanziamento di quelle spese amministrative che più direttamente attengono all'attività di gestione finanziaria.

Altra fonte di finanziamento delle spese amministrative è rappresentata dalle quote poste a carico dei lavoratori all'atto dell'adesione ("quote di iscrizione"); si tratta della cosiddetta quota *una tantum* che viene prelevata dal primo versamento contributivo effettuato dall'aderente ed è prevista dalla quasi totalità dei fondi. La quota *una tantum*, stabilita sempre in cifra fissa, è, nella maggior parte dei casi, accompagnata da una quota a carico dei datori di lavoro, in generale di pari importo.

Inoltre, in alcuni casi i fondi pongono, per il finanziamento delle spese sostenute, delle quote a carico dei lavoratori per l'esercizio di prerogative individuali (trasferimento, *switch*, riscatto, anticipazione).

Contribuiscono al finanziamento delle spese amministrative anche gli importi a titolo di avviamento che le fonti istitutive di alcuni fondi hanno previsto debbano essere versate dai datori di lavoro tenuti alla contribuzione all'inizio o nei primi anni di operatività. Il relativo ammontare viene, di norma, determinato in sede di accordo istitutivo sulla base di criteri che fanno riferimento prevalentemente al numero degli addetti del settore.

3.5 La gestione finanziaria

3.5.1 La struttura dell'offerta e le scelte degli iscritti

Alla fine del 2005 sono 30 i fondi pensione negoziali che hanno conferito in gestione le risorse agli intermediari professionali, entrando così nella fase della completa operatività finanziaria. Ai 25 fondi di fine 2004 si sono aggiunti nel corso dell'anno FONDAPI, PRIAMO, PREVAER, BYBLOS e FOPADIVA. Complessivamente i comparti di investimento operativi afferenti ai suddetti 30 fondi sono 54 (10 in più rispetto a fine 2004) di cui 34 relativi ai 10 fondi multicomparto e i restanti ai 20 fondi monocomparto. Nei primi mesi del 2006 hanno conferito le risorse ai gestori anche FILCOOP e FONDAV.

L'insieme dei fondi pensione negoziali di nuova istituzione che ha raggiunto, alla fine del 2005, la fase della piena operatività finanziaria ha registrato nel corso degli ultimi anni una sostanziale trasformazione sia dal punto di vista dimensionale che strutturale. Negli ultimi tre anni, infatti, è pressoché raddoppiato il numero di fondi avviati alla gestione finanziaria (da 14 del 2002 a 30 del 2005) ma è anche cresciuto notevolmente, nell'ambito del medesimo insieme, il peso dei fondi multicomparto sul totale. Ciò sia in termini numerici (2 su 14 nel 2002, 10 su 30 nel 2005) ma soprattutto in termini di iscritti e di masse gestite: nel 2002 gli aderenti ai fondi multicomparto erano poco più del 2 per cento del totale (con una pari incidenza del relativo patrimonio) mentre a fine 2005 essi rappresentano la maggioranza, ovvero il 59 per cento del totale (con un'incidenza del relativo patrimonio sul totale del 73 per cento).

A tale risultato ha contribuito il progressivo passaggio al multicomparto da parte dei fondi pensione di più consolidata esperienza nonché di maggiori dimensioni (FONCHIM, FONDENERGIA, FOPEN, QUADRI E CAPI FIAT, SOLIDARIETA' VENETO, TELEMACO) seguiti nello scorso anno da COMETA (il più grande fondo pensione negoziale italiano) e da COOPERLAVORO. Completano il quadro dei fondi multicomparto FONDODENTISTI e PREVIVOLO, che hanno adottato un assetto con più linee di investimento sin dall'avvio dell'operatività finanziaria. La prima metà del 2006 vede impegnati nell'avvio di gestioni multicomparto anche GOMMAPLASTICA, PEGASO e FONDAV. Il 3 aprile 2006 è stata avviata la gestione finanziaria del quinto comparto di FOPEN.

Tav. 3.13

Fondi pensione negoziali. Fondi monocomparto e multicomparto in gestione finanziaria.
(anni vari; dati di fine periodo)

		2002	2003	2004	2005
Fondi monocomparto	N. fondi	12	13	17	20
	Iscritti (%)	97,6	72,4	69,9	40,8
	ANDP (%)	98,0	62,8	57,7	26,8
Fondi multicomparto	N. fondi	2	5	8	10
	N. comparti	6	16	27	34
	Iscritti (%)	2,4	27,6	30,1	59,2
	ANDP (%)	2,0	37,2	42,3	73,2
Totale	N. fondi	14	18	25	30
	N. comparti	18	29	44	54

Focalizzando l'attenzione sui 10 fondi multicomparto in gestione finanziaria al 31 dicembre 2005, si osserva che tutti hanno attivato dai 3 ai 4 comparti: complessivamente i comparti operativi sono 34.

La maggior parte degli iscritti ai fondi pensione multicomparto si colloca nei 18 comparti obbligazionari (73 per cento) e la restante parte nei 10 comparti bilanciati (25,5 per cento), mentre risulta circoscritta all'1,5 per cento la partecipazione ai 6 comparti azionari.

Tav. 3.14

Fondi pensione negoziali multicomparto in gestione finanziaria. Iscritti e ANDP per tipologia di comparto.

(anno 2005; dati di fine periodo; importi in milioni di euro)

Tipologia di comparto	Comparti	Iscritti		ANDP	
	Numero	Numero	%	Importi	%
Obbligazionario	18	450.406	73,0	3.592	65,5
Bilanciato	10	157.160	25,5	1.755	32,0
Azionario	6	9.008	1,5	135	2,5
Totale	34	616.574	100,0	5.482	100,0

La distribuzione degli iscritti tra le diverse linee dei fondi multicomparto che emerge dall'analisi dei dati a fine 2005, con particolare riguardo all'elevata concentrazione degli stessi nei comparti obbligazionari, può essere influenzata, oltre che da motivazioni legate alla sfera soggettiva degli stessi (condizioni socio-economiche, avversione al rischio, ecc.) anche da fattori strutturali e contingenti. Tra i fattori strutturali, si osserva che le opzioni di investimento offerte dai fondi negoziali di

maggiori dimensioni (COMETA, FOPEN e TELEMACO) sono caratterizzate da una prevalenza di comparti di natura obbligazionaria rispetto alle altre tipologie.

Con riguardo ai fattori contingenti, si nota che la transizione da un assetto monocomparto ad uno multicomparto, che ha interessato negli anni passati i fondi negoziali di maggiori dimensioni, potrebbe aver contribuito a determinare l'attuale distribuzione degli aderenti tra le diverse linee di investimento. Al momento della trasformazione in multicomparto, infatti, la maggior parte degli aderenti chiamati ad effettuare la scelta ha optato per la conservazione della propria posizione individuale nella linea caratterizzata dal medesimo profilo di rischio-rendimento della vecchia gestione monocomparto (prevalentemente di tipo obbligazionario misto). Ciò è avvenuto sia con modalità esplicite che in maniera tacita. Con riferimento a queste ultime si segnala, infatti, che tutti i fondi interessati dal cambiamento hanno previsto per i cosiddetti "silenti" la collocazione della relativa posizione individuale in un comparto (definito di *default*) simile per caratteristiche di rischio-rendimento alla vecchia gestione monocomparto, con la sola eccezione di SOLIDARIETA' VENETO che ha scelto come linea di *default* il comparto maggiormente conservativo (*cfr.* Tav. a.10).

Più in generale, il tema della scelta da parte dei fondi del comparto destinato ad accogliere gli aderenti che non manifestano alcun tipo di volontà al riguardo, nonché quello della individuazione di percorsi predefiniti di allocazione della posizione individuale nella fase di accumulo, da offrire, previo consenso, agli aderenti più inerti (meno intraprendenti), è un argomento di particolare rilievo su cui si è già avuto modo di soffermarsi nelle Relazioni annuali degli anni passati.

Come è noto, in presenza di un assetto multicomparto, in un contesto di piani pensionistici a contribuzione definita, può risultare difficoltoso per gli aderenti operare delle scelte dinamiche di allocazione delle risorse accumulate con finalità previdenziali muovendosi tra le diverse linee offerte dai singoli fondi. Ciò richiede, da un lato, una attenta considerazione di tutti gli elementi che contribuiscono tempo per tempo a definire la migliore allocazione delle risorse accumulate nel piano pensionistico (condizioni economico-finanziarie, capacità contributiva attuale e prospettica, bisogno di copertura previdenziale integrativa, orizzonte temporale, avversione al rischio, ecc.) e, dall'altro, un oculato utilizzo delle diverse linee di investimento offerte dai fondi pensione per raggiungere gli obiettivi desiderati.

Ferma restando l'autonomia che il Legislatore ha inteso conferire ai singoli individui nella gestione delle proprie risorse previdenziali, appare utile richiamare ancora una volta l'attenzione dell'intero settore sulla necessità che siano poste in essere tutte le iniziative volte a garantire agli aderenti un supporto nell'effettuazione delle scelte di impiego dei propri risparmi previdenziali sia nella fase iniziale che durante tutto l'orizzonte temporale di partecipazione al piano previdenziale. Con riferimento a tale ultimo aspetto particolare rilievo assume la previsione del Decreto lgs. 252/2005 (art. 8 comma 13) che, rimuovendo il vincolo dell'unicità della posizione individuale sancito dall'art. 3 comma 4 del DM Tesoro 703/1996, consente ai fondi di ammettere la ripartizione della posizione individuale degli aderenti su più linee contemporaneamente.

In tale ambito, la predisposizione da parte dei fondi pensione di percorsi “guidati” di allocazione della posizione individuale destinati agli aderenti meno intraprendenti, da realizzare anche sfruttando le opportunità offerte dalla richiamata rimozione del vincolo alla unicità della posizione individuale, è una delle attività su cui maggiormente dovranno impegnarsi gli organi di amministrazione dei fondi nei prossimi anni.

3.5.2 Le linee di indirizzo della gestione

L’analisi delle caratteristiche dei *benchmark* adottati dai fondi pensione negoziali in operatività finanziaria consente di fornire informazioni sul profilo di rischio-rendimento teorico delle diverse opzioni presenti nel settore.

L’analisi è condotta sia a livello aggregato che in relazione alle due diverse tipologie di fondi (monocomparto e multicomparto). L’accresciuta numerosità dei fondi multicomparto consente, inoltre, di fornire un quadro di sintesi del profilo di rischio-rendimento dei comparti aggregati sulla base delle seguenti categorie:

- obbligazionario puro (solo obbligazioni con esclusione dell’investimento in azioni);
- obbligazionario misto (è consentito l’investimento in azioni, che assume carattere residuale e comunque non superiore al 30 per cento);
- azionario (almeno il 50 per cento del patrimonio del comparto è investito in azioni);
- bilanciato (in tutti gli altri casi).

A livello generale, considerando complessivamente fondi monocomparto e multicomparto, si osserva come la percentuale di titoli di capitale nel portafoglio neutrale si attesti intorno al 26,5 per cento, livello leggermente superiore rispetto all’anno precedente (25,7 per cento).

L’incidenza delle azioni nei *benchmark* dei fondi afferenti alle due diverse tipologie (monocomparto e multicomparto) risulta, alla fine del 2005, invertita rispetto alla fine dell’anno precedente: aumenta il peso medio delle azioni nel *benchmark* dei monocomparto (da 23,0 per cento del 2004 al 30,1 per cento di fine 2005) e diminuisce quello relativo ai fondi multicomparto (dal 29,6 per cento del 2004 al 25,2 per cento di fine 2005). Ciò in seguito al passaggio nel mese di maggio 2005 dal gruppo dei fondi monocomparto a quello dei fondi multicomparto da parte di COMETA, il fondo pensione negoziale di maggiori dimensioni i cui aderenti sono concentrati prevalentemente in una linea obbligazionaria mista, prosecuzione della vecchia gestione monocomparto.

Tav. 3.15

Fondi pensione negoziali. Composizione del *benchmark* delle diverse tipologie di fondi/comparti.⁽¹⁾*(anno 2005; dati di fine periodo; valori percentuali)*

Tipologia Fondo/Comparto	Indicatori obbligazionari	Indicatori azionari
Fondi monocomparto	69,9	30,1
Fondi multicomparto	74,8	25,2
Obbligazionario puro	100,0	-
Obbligazionario misto	79,1	20,9
Bilanciato	66,9	33,1
Azionario	31,7	68,3
Totale	73,5	26,5

(1) Percentuali calcolate come media degli indicatori previsti dai singoli mandati ponderata per le rispettive risorse finanziarie di fine anno.

A livello di singolo fondo monocomparto si nota che il profilo di rischio-rendimento teorico è rimasto sostanzialmente di tipo prudentiale. Infatti, alla fine del 2005, il 55 per cento dei fondi (11 su 20) presenta una percentuale dei titoli di capitale nei *benchmark* compresa tra 25 e 35 per cento, il 30 per cento (6 su 20) contemplan quote azionarie nel portafoglio neutrale inferiori al 25 per cento e comunque superiori al 14 per cento (con l'unica eccezione di FUNDUM che arriva al 5 per cento) mentre solo tre fondi (ALIFOND, PRIAMO e PREVIMODA) superano di poco il 35 per cento (*cfr.* Tav. a.9).

Le scelte particolarmente prudentiali, riscontrabili anche in quei fondi monocomparto che hanno avviato la gestione finanziaria nel corso del 2005, sono prevalentemente dettate da un atteggiamento particolarmente cauto, che tende a salvaguardare le preferenze degli iscritti con una maggiore avversione al rischio. Va inoltre considerato che generalmente, in questa fase, il processo di allocazione delle risorse, scontando la prospettiva del passaggio al multicomparto, fa riferimento ad un orizzonte temporale tipicamente di breve periodo (3-5 anni),.

Con riferimento ai 34 comparti afferenti ai 10 fondi multicomparto operativi finanziariamente al 31 dicembre 2005, la percentuale di titoli azionari presente nel *benchmark* si attesta su livelli diversi a seconda della tipologia di comparti considerata: mediamente i comparti azionari presentano un'esposizione azionaria nel *benchmark* pari al 68,3 per cento, i bilanciati pari al 33,1 per cento e gli obbligazionari misti pari al 20,9 per cento.

L'attività di allocazione strategica delle risorse, sin qui illustrata, prendendo a riferimento soltanto la combinazione azioni e obbligazioni presente nei portafogli neutrali dei fondi in operatività finanziaria, può essere meglio apprezzata scendendo nel dettaglio delle caratteristiche dei singoli indicatori che compongono i *benchmark* dei 30 fondi operativi al 31 dicembre 2005. Il passaggio nel corso del 2005 del fondo pensione

COMETA ad una gestione multicomparto e il cambiamento di strategie che ne è conseguito ha prodotto dei mutamenti di rilievo per ciò che concerne il peso delle diverse aree geografiche, e quindi degli indicatori che le rappresentano, nell'ambito del complessivo *benchmark* del settore.

A tal riguardo, con riferimento alla ripartizione per area geografica degli indicatori prescelti, permane una preferenza per aree geografiche allargate o globali rispetto a quelli riferiti ad uno specifico paese.

Tav. 3.16

Fondi pensione negoziali. Composizione del *benchmark* per area geografica degli indicatori.⁽¹⁾

(anno 2005; valori percentuali)

Area geografica di riferimento	Indicatori obbligazionari	Indicatori azionari	Totale
Italia	0,4	0,5	0,9
Euro	56,3	7,9	64,2
Euro escluso Italia	-	0,6	0,6
Europa	-	4,1	4,1
Usa	-	1,7	1,7
Nord America	-	0,3	0,3
Giappone	-	0,5	0,5
Pacifico	-	0,1	0,1
Globali escluso area euro	9,2	6,8	16,0
Globali escluso Europa	-	0,5	0,5
Globali	7,5	3,6	11,1
Totale	73,5	26,5	100,0

(1) Percentuali calcolate come media degli indicatori previsti dai singoli mandati, ponderata per le rispettive risorse finanziarie di fine anno.

Rispetto a fine 2004, ciò che risulta mutato è il peso, sempre comunque preponderante, assegnato agli indicatori costituiti esclusivamente da titoli di soggetti residenti nell'area dell'euro, che si riduce a fine 2005 al livello del 66 per cento, 14 punti percentuali in meno rispetto alla situazione di un anno prima. Di contro, cresce il peso degli indicatori globali. Tale inversione nelle preferenze dei fondi è principalmente imputabile alla quota obbligazionaria, nell'ambito della quale si assiste ad una maggiore diversificazione geografica degli impieghi accompagnata da un'attenzione alle conseguenti problematiche inerenti la gestione del rischio di cambio. Esemplificativo il caso di COMETA che ha sostituito, nelle nuove gestioni del multicomparto, gli indicatori obbligazionari rappresentativi dell'area euro che caratterizzavano la vecchia gestione monocomparto, con indicatori obbligazionari globali coperti dal rischio cambio (ovvero nella versione comunemente definita *hedged*).

Il peso sulla sola componente azionaria assunto dagli indicatori costituiti esclusivamente da titoli di soggetti residenti nell'area dell'euro, pari al 34 per cento, viceversa cresce di 7 punti percentuali rispetto all'anno precedente.

L'esposizione teorica in valuta diversa dall'euro², che emerge osservando le caratteristiche degli indicatori costituenti i *benchmark*, è mediamente pari al 14,8 per cento, in leggera crescita rispetto a fine 2004 (12 per cento).

Nell'ambito dei *benchmark* azionari, cresce lievemente l'incidenza degli indicatori etici (il cui peso si attesta intorno all'1,2 per cento del complessivo portafoglio ottimale dei fondi pensione negoziali in operatività finanziaria e al 4,7 per cento della sola componente azionaria in confronto ai valori rispettivamente dell'1,0 e del 4,0 per cento di fine 2004) che vengono utilizzati da 5 fondi (rispetto ai 4 del 2004): a PREVIAMBIENTE (il primo fondo ad indirizzare parte delle risorse verso impieghi socialmente responsabili), FONDO FAMIGLIA, EUROFER e FONTE, che hanno scelto indicatori etici per l'intera quota azionaria dei rispettivi *benchmark* strategici, si è aggiunto nel corso del 2005 anche PREVAER.

Al riguardo, si osserva che il Decreto lgs. 252/2005, recependo analoghe previsioni della Legge delega 243/2004, ha previsto che tutte le forme pensionistiche complementari a far tempo dal 1° gennaio 2008 esponcano nel rendiconto annuale e nelle comunicazioni periodiche agli iscritti se ed in quale misura, nella gestione delle risorse e nelle linee seguite nell'esercizio dei diritti derivanti dalla titolarità dei valori in portafoglio, siano stati presi in considerazione aspetti sociali, etici ed ambientali.

Con riferimento alla presenza di garanzie di risultato nell'ambito delle gestioni dei fondi in operatività finanziaria, alla fine del 2005 sono 4 i fondi che hanno stipulato convenzioni caratterizzate da alcune forme di garanzie (di restituzione del capitale e di rendimento minimo) e lo hanno fatto con approcci diversi, sia perché in due casi la garanzia è relativa ad una gestione monocomparto, sia perché diversi sono stati gli eventi oggetto di garanzia. In tutti i casi (si tratta di 6 convenzioni di gestione) gli intermediari che offrono la garanzia sono imprese di assicurazione italiane.

In particolare, alle gestioni monocomparto di FUNDUM e EUROFER sono associate tipologie di garanzie diverse. In entrambi i fondi, le imprese di assicurazione incaricate della gestione delle risorse offrono al fondo, al verificarsi di determinati eventi, la garanzia di restituzione del capitale conferito in gestione e di corresponsione di un rendimento minimo (ovviamente nel caso sia superiore a quello ottenuto mediante l'investimento delle risorse nei mercati finanziari). Diverse sono le modalità con cui sono strutturate le garanzie. Innanzitutto è diverso il tasso di rendimento annuo composto minimo garantito al netto delle commissioni spettanti ai gestori (fissato al 2

² L'esposizione teorica in valuta diversa dall'euro è la porzione di patrimonio esposta al rischio di cambio nell'ipotesi in cui i gestori si limitino a replicare fedelmente il *benchmark* assegnato. Essa non necessariamente coincide con la porzione di *benchmark* rappresentata da titoli emessi da soggetti residenti al di fuori dell'area dell'euro in considerazione dell'adozione da parte dei fondi di indicatori in valuta locale o *hedged*.

per cento per FUNDUM e al 2,5 per cento per EUROFER). In secondo luogo è diversa la percentuale di contributi degli aderenti oggetto di garanzia che per FUNDUM è pari al 100 per cento mentre per EUROFER è circoscritta al 60 per cento. EUROFER, infatti, affianca ai 2 mandati con garanzia (verso cui sono indirizzati il 60 per cento dei flussi contributivi destinati ad investimenti), 2 mandati tradizionali senza garanzia (verso cui confluisce il restante 40 per cento): tale soluzione appare dettata dall'esigenza di proteggere la percentuale di contributi che proviene dalle quote di TFR dei lavoratori (pari appunto per EUROFER a circa il 60 per cento della massa contributiva).

Diverso, infine, è il novero degli eventi garantiti dagli intermediari di cui si avvalgono i fondi: per EUROFER la garanzia opera solo al verificarsi di determinati eventi in capo all'aderente (esercizio del diritto alla prestazione pensionistica, decesso e invalidità), mentre nel caso di FUNDUM la garanzia opera anche alla scadenza della convenzione. In particolare, nel caso di FUNDUM il gestore si impegna a fornire la garanzia, oltre che in corso di durata della convenzione al verificarsi di dette tipologie di eventi (esercizio del diritto alla prestazione pensionistica, decesso e invalidità) anche in relazione alla scadenza del mandato: ciò consente al fondo di coniugare l'esigenza di fornire agli aderenti una garanzia che abbracci l'intero orizzonte temporale di partecipazione al fondo con la circostanza che il soggetto che fornisce la stessa è vincolato contrattualmente per un periodo determinato.

Tra i fondi multicomparto sono due le linee di investimento che presentano forme di garanzia: il comparto Sicurezza di COMETA e il comparto Sicurezza di COOPERLAVORO, entrambi attivati nel corso del 2005.

Nel caso di COOPERLAVORO, come per FUNDUM, l'impresa di assicurazione che gestisce la totalità delle risorse del comparto, fornisce al fondo la garanzia di restituzione del capitale e la corresponsione di un rendimento minimo (fissato ad un tasso annuo composto del 2 per cento, al netto delle commissioni corrisposte al gestore) qualora, sia durante l'arco di durata contrattuale al verificarsi di determinati eventi in capo all'aderente (esercizio del diritto alla prestazione pensionistica, decesso e invalidità), che alla scadenza della convenzione, il rendimento della gestione sia inferiore al minimo stabilito.

Diversa la scelta adottata da COMETA: le due imprese assicuratrici incaricate della gestione delle risorse del comparto forniscono al fondo una garanzia di restituzione del capitale e di rendimento minimo solo se alla scadenza della convenzione, stabilita in cinque anni, i rendimenti prodotti dalla gestione sono inferiori al prefissato tasso del 2,5 per cento annuo composto al netto delle commissioni per il servizio di gestione. A differenza degli altri tre fondi analizzati, la garanzia offerta dai gestori di COMETA non prevede il riconoscimento della restituzione del capitale e del rendimento minimo anche al verificarsi di eventi legati alla vita dell'aderente.