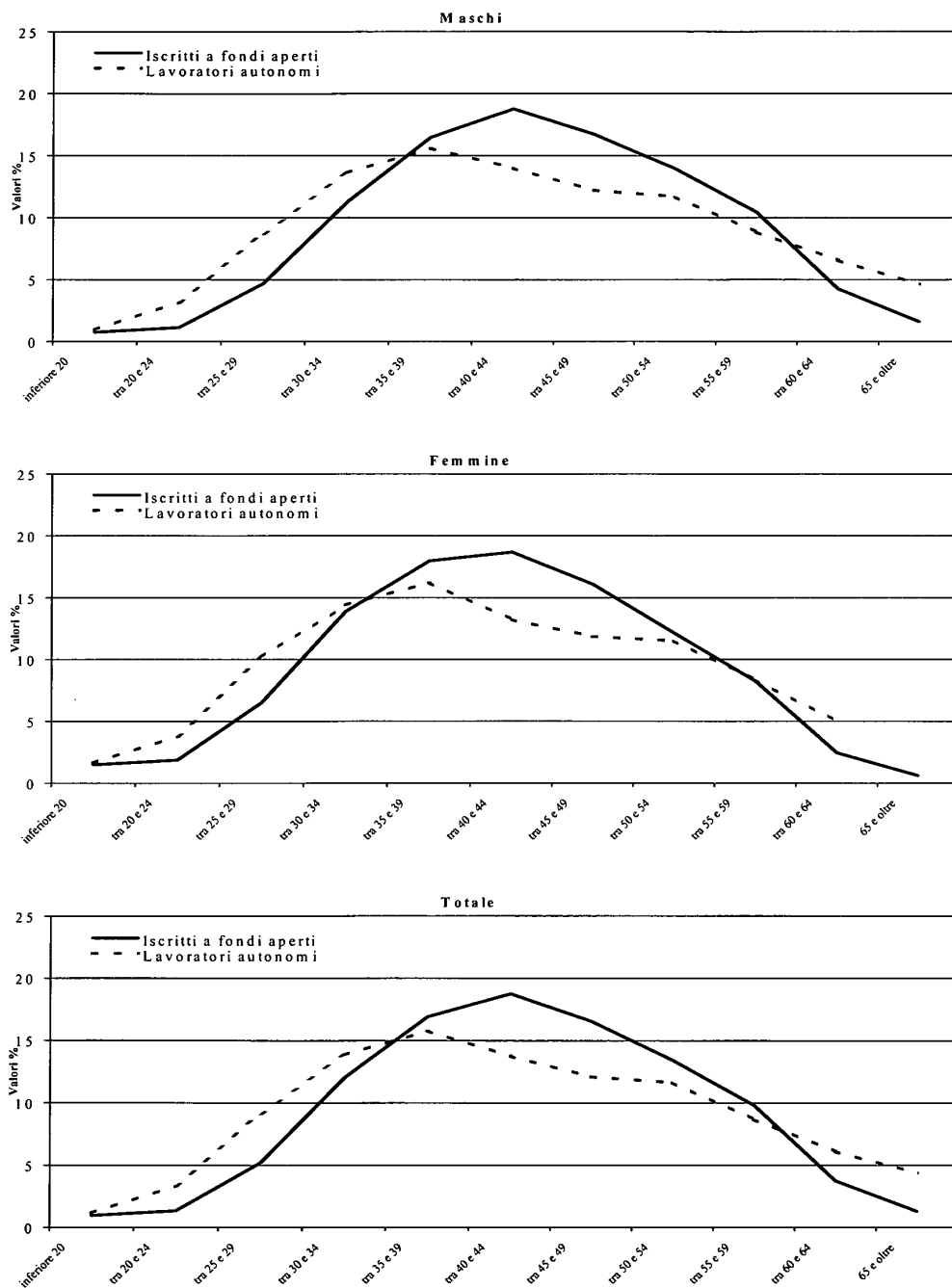


Tav. 4.6

Fondi pensione aperti. Distribuzione degli iscritti per età e sesso e confronto con i lavoratori autonomi.⁽¹⁾*(anno 2005; dati di fine periodo)*

(1) Elaborazioni COVIP su dati ISTAT.

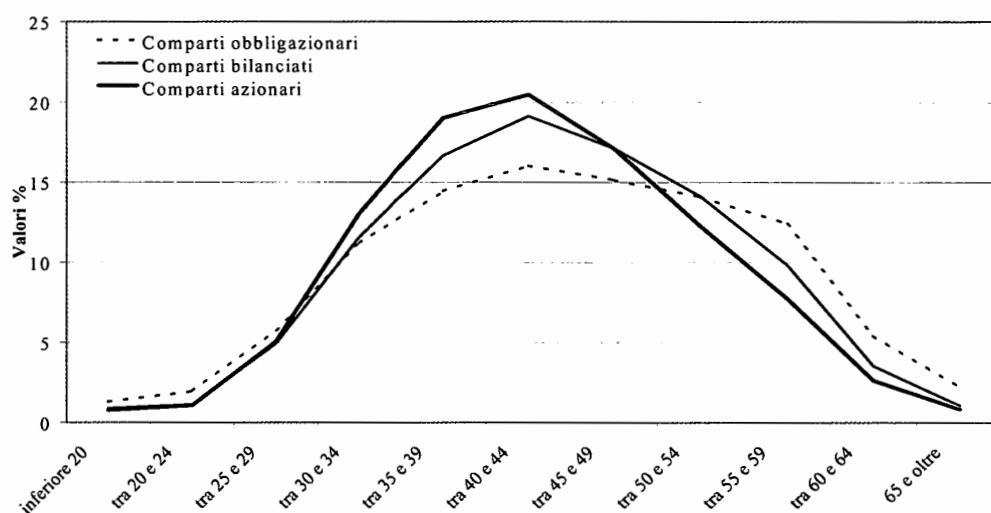
Per quanto riguarda le scelte di adesione alle diverse linee di investimento offerte dai fondi pensione aperti, alla fine del 2005 circa il 37 per cento degli iscritti aderisce a comparti azionari, il 35 per cento a comparti bilanciati ed il restante 28 per cento a comparti obbligazionari. Sebbene dal confronto delle distribuzioni per specializzazione dei comparti e classi di età emerga che l'età anagrafica continua a costituire un elemento che caratterizza tali scelte, prosegue la tendenza, già evidenziata negli anni passati, a modificare le preferenze a favore dei comparti obbligazionari. Tale tendenza diventa più chiara se si prendono in considerazione gli aderenti con meno di 30 anni di età: il 53 per cento di tali iscritti si era difatti orientato, alla fine del 2001, verso linee azionarie, rispetto al 34 per cento di fine 2005.

Anche nel 2005 è proseguita la crescita della adesioni ai comparti garantiti, crescita che raggiunge quasi il 20 per cento; alla fine del 2005 gli iscritti a comparti garantiti ammontano complessivamente a 30.000 unità e rappresentano circa il 7 per cento del totale degli aderenti ai fondi pensione aperti.

Analizzando la scelta delle linee in funzione del sesso degli iscritti, emerge che quasi il 34 per cento delle donne, rispetto al 26 per cento degli uomini, ha optato per un comparto obbligazionario. Tale comportamento di maggior prudenza del sesso femminile si mantiene anche con riferimento alle diverse fasce di età; è tuttavia da considerare che il fenomeno potrebbe dipendere da altre variabili, come, ad esempio, il livello del reddito, la ricchezza, l'attività lavorativa, ecc.

Tav. 4.7

Fondi pensione aperti. Specializzazione dei comparti e distribuzione degli iscritti per età.
(anno 2005; dati di fine periodo)



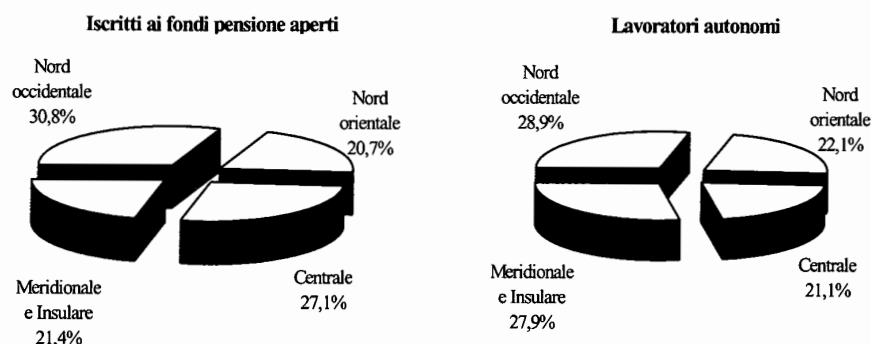
La sottoscrizione di prestazioni assicurative accessorie, tipicamente a copertura di eventi quali morte o invalidità permanente verificatesi prima dell'accesso alla prestazione pensionistica, rimane un fenomeno estremamente contenuto, interessando meno dell'1 per cento degli stessi. Peraltro, solo poco più di un terzo dei fondi aperti operativi ha previsto la possibilità per l'iscritto di sottoscrivere tali polizze assicurative accessorie.

Con riferimento alla composizione degli iscritti per area geografica, dal confronto con la composizione analoga riferita all'intera popolazione dei lavoratori indipendenti emerge una maggiore diffusione, in termini relativi, della previdenza complementare nelle regioni del centro Italia, dove risiede il 21,1 per cento del totale dei lavoratori indipendenti, rispetto al 27,1 per cento del totale degli iscritti ai fondi pensione aperti. La situazione opposta caratterizza l'Italia Meridionale e Insulare, dove si situa il 21,4 per cento degli iscritti ai fondi, rispetto al 28 per cento dei lavoratori indipendenti. Più allineate risultano le percentuali relative al Nord Italia (circa il 51 per cento in entrambi i casi).

Tav. 4.8

Fondi pensione aperti. Distribuzione degli iscritti per area geografica e confronto con i lavoratori autonomi.⁽¹⁾

(anno 2005; dati di fine periodo)



(1) Elaborazioni COVIP su dati ISTAT.

4.3 La raccolta dei contributi

Nel corso del 2005, il flusso dei contributi raccolti dai fondi pensione aperti si è attestato a 500 milioni di euro, registrando una crescita di circa l'11 per cento rispetto

all'anno precedente. I versamenti dei lavoratori autonomi, pari a 310 milioni di euro, costituiscono il 62 per cento dei contributi totali, mentre i contributi affluiti dai lavoratori dipendenti, pari a 190 milioni di euro, costituiscono il restante 38 per cento.

La contribuzione media per iscritto è rimasta invariata rispetto al 2004; l'importo, pari a circa 1.200 euro, risulta nel complesso ben al di sotto del limite assoluto di deducibilità fiscale stabilito dal Decreto lgs. 47/2000. Se si guarda alle diverse tipologie di iscritti, il contributo *pro capite* dei lavoratori autonomi non raggiunge i 1.000 euro, mentre quello dei lavoratori dipendenti, che comprende, oltre alla quota versata dal singolo lavoratore (30 per cento del versamento totale), anche la quota del datore di lavoro (31 per cento) e la quota annuale di trattamento di fine rapporto (39 per cento), è pari a circa 2.800 euro.

Sale a 7.300 euro l'attivo netto destinato alle prestazioni (ANDP) medio per iscritto di fine 2005, rispetto ai 5.800 euro registrati alla fine del 2004.

Tav. 4.9

Fondi pensione aperti. Contributi e ANDP medi per iscritto.

(anni vari; dati di flusso)

	Contributi raccolti (mln di euro)			Contributo medio per iscritto (mgl di euro)	ANDP medio per iscritto (mgl di euro)
	2003	2004	2005	2005	2005
Lavoratori autonomi	301	297	310	0,9	
Lavoratori dipendenti	145	155	190	2,8	
Totale	446	452	500	1,2	7,3

Oltre ai contributi, la gestione previdenziale nella fase di accumulo si caratterizza per altre voci di entrata, quali il trasferimento di posizioni da altre forme previdenziali, e voci di uscita, quali il trasferimento di posizioni verso altre forme previdenziali, i riscatti, le anticipazioni, le trasformazioni in rendita, le erogazioni in conto capitale, ecc. Nel 2005 il flusso di risorse complessivamente generato dalla gestione previdenziale ammonta a 455 milioni di euro, in crescita rispetto ai 429 milioni del 2004.

Aumentano, rispetto agli anni precedenti, gli importi relativi alle posizioni individuali trasferite da e verso altre forme previdenziali complementari.

Gli importi riportati non considerano i movimenti monetari derivanti da una operazione di incorporazione di un fondo pensione aperto in un altro fondo aperto appartenente alla medesima società, che ha interessato quasi 18.000 posizioni, per un ammontare complessivo di circa 117 milioni di euro.

Viceversa, il saldo derivante dai trasferimenti in entrata e in uscita rimane stabile ed è pari a circa 29 milioni di euro. Gli afflussi si sono indirizzati in prevalenza verso comparti obbligazionari (62 per cento del totale dei trasferimenti in entrata), seguiti dai comparti bilanciati (20 per cento) e dai comparti azionari (18 per cento); i deflussi hanno invece riguardato in modo più consistente i comparti azionari (45 per cento dei trasferimenti in uscita) e in misura più ridotta i comparti bilanciati (37 per cento) e obbligazionari (18 per cento).

Tav. 4.10

Fondi pensione aperti. Raccolta netta della fase di accumulo.

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

	2003	2004	2005
Contributi per le prestazioni	446	452	500
Trasferimenti in entrata da altri fondi pensione	32	50	73
Entrate della gestione previdenziale	478	502	573
Trasferimenti in uscita verso altri fondi pensione	11	22	44
Anticipazioni	6	8	11
Riscatti	29	37	49
Premi per prestazioni accessorie	..	..	..
Erogazioni in forma di capitale	4	5	13
Trasformazioni in rendita	-	..	..
Uscite della gestione previdenziale	51	73	117
Raccolta netta	427	429	455
<i>Per memoria:</i>			
Trasferimenti tra comparti dello stesso fondo	17	16	41

Anche nel 2005 è proseguita la crescita dei riscatti, che tuttavia rimangono un fenomeno abbastanza contenuto; le posizioni interessate sono state circa 6.000, pari all'1,5 per cento del totale degli iscritti, per un ammontare complessivo di 49 milioni di euro, rispetto ai 37 milioni registrati nel 2004.

Rimane invece residuale e senza variazioni sostanziali rispetto all'anno precedente il ricorso all'anticipazione, che ha interessato circa 300 posizioni per complessivi 11 milioni di euro. Al riguardo, va però ricordato che attualmente il conseguimento dell'anticipazione è subordinato alla maturazione di un periodo di partecipazione al sistema di previdenza complementare di almeno otto anni.

In crescita, anche se di ammontare comunque contenuto, risultano le erogazioni in conto capitale: circa 500 posizioni per un ammontare complessivo di 13 milioni di euro rispetto ai 5 milioni del 2004. Estremamente limitato rimane invece il numero di rendite in erogazione, pari a 75.

In aumento il fenomeno dei cosiddetti *switch* (trasferimenti nell'ambito di linee di investimento appartenenti ad uno stesso fondo pensione), che ha interessato quasi 3.000 posizioni, pari a poco meno dell'1 per cento degli iscritti, per un importo complessivo di circa 41 milioni di euro.

Tav. 4.11

Fondi pensione aperti. Trasferimenti di posizioni tra comparti dello stesso fondo (*switch*).
(anno 2005; dati di flusso in milioni di euro)

	Obbligaz.	Bilanciati	Azionari	Totale
Trasferimenti in entrata da altri comparti	1.966	603	351	2.920
Trasferimenti in uscita verso altri comparti	732	956	1.232	2.920
Saldo netto	1.234	-353	-881	-

La scomposizione dei trasferimenti per tipologia di comparto mostra una prevalenza di spostamenti verso i comparti obbligazionari, con un incremento netto di più di 1.200 posizioni (per un ammontare di circa 21 milioni di euro), di cui quasi 900 provenienti da comparti azionari e oltre 300 da comparti bilanciati.

4.4 Gli oneri di gestione

La riforma recentemente approvata ha evidenziato uno specifico interesse alla tematica dei costi di partecipazione alle forme di previdenza complementare, con particolare riferimento al profilo della comparabilità degli stessi e della portabilità della posizione individuale. Si tratta di aspetti ai quali già da alcuni anni la COVIP dedica particolare attenzione.

Con riferimento ai fondi pensione aperti va evidenziato che tutti i costi che l'iscritto è chiamato a sostenere durante la fase di accumulo sono esplicitati nei regolamenti, ricorrendo a formulazioni standardizzate. L'impiego, da parte dei fondi pensione aperti, di uno schema di regolamento di generale utilizzo ha consentito di fornire una rappresentazione dei costi sostanzialmente omogenea e caratterizzata da un elevato grado di semplicità e chiarezza.

In particolare, i regolamenti forniscono evidenza delle commissioni di gestione, che costituiscono la componente dei costi più rilevante, secondo una delle seguenti modalità:

- in percentuale sul patrimonio;
- in percentuale sui versamenti e sul patrimonio;
- in cifra fissa sulla posizione individuale e in percentuale sul patrimonio.

La maggioranza dei fondi operativi (circa il 61 per cento) è ricorsa al terzo modello, il 27 per cento ha preferito il primo ed il restante 12 per cento il secondo.

Oltre alle commissioni di gestione, il regolamento può prevedere anche costi che devono essere individuati in cifra fissa e che l'aderente sostiene *una tantum*, all'atto dell'iscrizione ovvero dell'esercizio di prerogative individuali, quali il trasferimento della posizione a un'altra forma previdenziale complementare (ovvero anche a un'altra linea di investimento, nel caso di fondi multicomparto) e il riscatto della stessa. Questi costi, analogamente alle commissioni di gestione in percentuale sui versamenti e in cifra fissa, gravano direttamente sull'aderente e non interessano il patrimonio del fondo.

Viceversa, oltre alla commissione di gestione in percentuale, altri costi possono incidere sul patrimonio, anche se la loro quantificazione avviene solo a consuntivo. Si tratta degli oneri di intermediazione, delle imposte e tasse e delle spese legali e giudiziarie relative a vicende di esclusivo interesse del fondo.

Per contro, ogni spesa od onere non individuato espressamente nel regolamento è posto a carico della società istitutrice.

Viene infine escluso che l'investimento in OICR (a prescindere dal fatto che siano o meno promossi o gestiti da società del gruppo del quale fa parte la società istitutrice del fondo aperto) possa comportare una duplicazione di oneri; nei regolamenti viene infatti previsto che non vengano fatti gravare sull'iscritto spese e diritti di qualsiasi natura relativi alla sottoscrizione e al rimborso delle parti di OICR acquisiti, né le commissioni di gestione applicate dall'OICR stesso.

Le commissioni di gestione possono essere inoltre incrementate dalle cc.dd. commissioni di incentivo, consistenti in una quota parte del maggior rendimento del fondo rispetto al *benchmark* di riferimento. A tali commissioni hanno fatto ricorso solo pochi fondi: alla fine del 2005 risultano sei fondi operativi promossi da tre differenti società. Per tutti i fondi è prevista l'applicazione di tali commissioni solo in caso di risultati positivi.

Nell'esaminare i costi va considerato che anche quelli che incidono sul patrimonio del fondo gravano comunque sull'aderente, seppur in via indiretta, in quanto riducono il valore delle quote, e quindi della posizione individuale dell'iscritto. L'onerosità della forma va quindi valutata considerando i costi complessivamente. La distinzione tra commissioni direttamente e indirettamente a carico dell'aderente assume invece rilevanza nell'interpretare i rendimenti. Il rendimento del fondo difatti, essendo calcolato come variazione del valore della quota, è già al netto dei costi che gravano sul patrimonio, ma non dei costi che gravano direttamente sull'aderente. La prima

componente tende a essere la più rilevante nel lungo periodo, mentre la seconda può assumere una importanza più significativa nei primi periodi di partecipazione alla previdenza complementare.

Al fine di consentire una valutazione aggregata dei costi di partecipazione ai fondi pensione aperti e delle determinanti che maggiormente ne influenzano il livello, viene presentata, come ormai consueto, un'analisi basata su un'unica misura di sintesi, definita "commissione onnicomprensiva".

La metodologia adottata richiede di calcolare la misura di costo per ogni singolo comparto ricorrendo a una simulazione sullo sviluppo della posizione individuale e dei relativi costi sostenuti che faccia riferimento a una figura-tipo.

La misura presentata considera la commissione di gestione, la commissione di iscrizione e la commissione di trasferimento ad altro fondo o forma previdenziale individuale. Tale ultimo costo non viene tuttavia incluso nel calcolo della commissione relativa al 35-esimo anno di partecipazione, assunto quale anno di pensionamento.

Viceversa, la misura non tiene conto degli effetti che possono derivare dalla previsione delle commissioni di incentivo né di quelli relativi agli altri oneri la cui incidenza viene determinata a consuntivo (considerando che i costi a consuntivo applicabili sono limitati alle fattispecie esplicitate nei regolamenti e sopra richiamate, si può peraltro ragionevolmente ritenere che l'effetto "distorsivo" di questa esclusione sia piuttosto contenuto).

Nella simulazione viene considerato, per convenzione, un aderente che effettua un versamento contributivo all'inizio di ciascun anno di 2.500 euro. Il tasso di rendimento reale, uguale per tutti i comparti, è posto pari al 2,5 per cento.

Inoltre, analogamente allo scorso anno, è stata esplicitata la dipendenza dal tasso di inflazione e dal tasso di crescita salariale delle variabili interessate. In particolare, il contributo è rivalutato annualmente sulla base del tasso di crescita salariale reale (posto pari all'1,8 per cento) e del tasso di inflazione (pari al 2 per cento); anche i costi fissi sono rivalutati in base al tasso di inflazione, ipotizzando che la rivalutazione avvenga ogni 5 anni.

A differenza delle Relazioni precedenti, nelle quali la commissione onnicomprensiva veniva calcolata come rapporto, per ogni anno di permanenza nel fondo, tra i costi mediamente sostenuti e il patrimonio mediamente investito fino al periodo considerato, quest'anno la commissione è stata calcolata come differenza tra il tasso di rendimento di un ipotetico piano di investimento che non prevede oneri e il tasso interno di rendimento dello stesso piano che considera i costi effettivamente previsti per il comparto analizzato. Il significato di tale indicatore è analogo a quello utilizzato nelle Relazioni precedenti e le differenze tra le due misure sono di ordine trascurabile.

In particolare tale indicatore, generalmente noto nella letteratura sull'argomento come *reduction in yield*, indica qual'è il livello della commissione in percentuale sul patrimonio che comporta per l'iscritto il sostenimento di un costo complessivo di partecipazione alla forma uguale a quello effettivamente sostenuto, nel caso in cui tale commissione sia stata prevista come unica voce di costo. In altre parole, l'indicatore è la commissione in percentuale sul patrimonio "equivalente" all'intera struttura di spese analizzata.

Rispetto agli anni passati, il livello degli oneri previsti nei regolamenti dei fondi pensione aperti risulta sostanzialmente stabile sia nei valori medi che in quelli estremi.

Tav. 4.12

Fondi pensione aperti. Stima della commissione onnicomprensiva per tipologia di comparto.

(anno 2005; valori percentuali)

Tipologia		N. Comp	3 anni			10 anni			35 anni		
			Media	Min	Max	Media	Min	Max	Media	Min	Max
Senza garanzia	Obbligaz.	85	1,5	0,6	3,8	1,1	0,4	2,5	1,0	0,4	2,0
	Bilanciato	92	1,8	0,6	4,0	1,3	0,6	2,6	1,3	0,6	2,2
	Azionario	74	2,2	0,8	4,1	1,7	0,8	2,7	1,6	0,8	2,3
	Totale	251	1,8	0,6	4,1	1,3	0,4	2,7	1,3	0,4	2,3
Con garanzia	Obbligaz.	69	2,0	0,6	4,0	1,4	0,6	2,4	1,2	0,5	2,3
	Bilanciato	3	2,9	2,5	3,6	1,9	1,7	2,3	1,6	1,6	1,8
	Azionario	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
	Totale	72	2,0	0,6	4,0	1,4	0,6	2,4	1,2	0,5	2,3
Totale	Obbligaz.	154	1,7	0,6	4,0	1,2	0,4	2,5	1,1	0,4	2,3
	Bilanciato	95	1,8	0,6	4,0	1,4	0,6	2,6	1,3	0,6	2,2
	Azionario	74	2,2	0,8	4,1	1,7	0,8	2,7	1,6	0,8	2,3
	Totale	323	1,9	0,6	4,1	1,4	0,4	2,7	1,2	0,4	2,3

N.B.: La media è calcolata come media semplice. Utilizzando la media ponderata con il valore dell'attivo netto destinato alle prestazioni a fine 2005 si otterrebbero valori sostanzialmente analoghi.

La commissione onnicomprensiva media annua, per un aderente-tipo che decida di trasferire la propria posizione ad un altro fondo o forma previdenziale dopo tre anni di partecipazione, risulta pari a circa l'1,9 per cento annuo e va da un minimo dello 0,6 per cento ad un massimo del 4,1 per cento. Le spese che gravano direttamente sull'aderente (spese in cifra fissa e in percentuale sui versamenti) incidono per lo 0,7 per cento, mentre il restante 1,2 per cento deriva dai costi sul patrimonio.

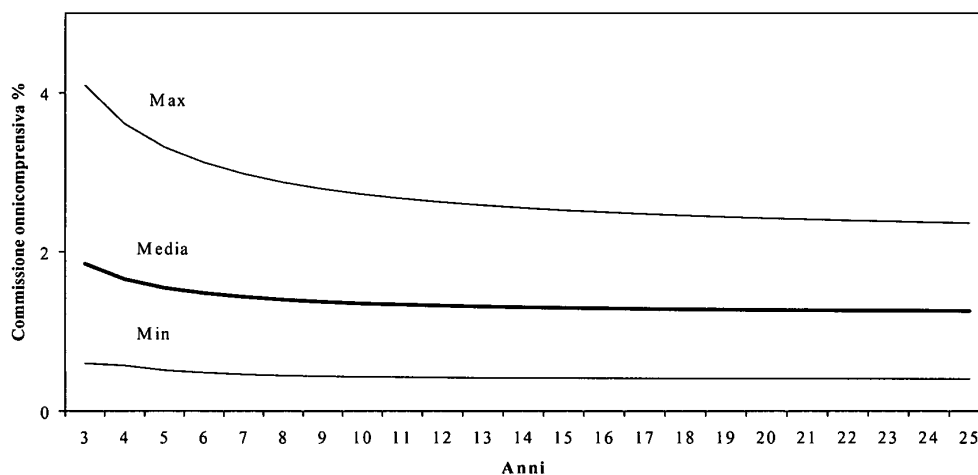
All'aumentare del periodo di permanenza il livello della commissione

onnicomprensiva sul patrimonio tende a ridursi progressivamente. Aumentando il patrimonio gestito, infatti, diminuisce l'incidenza delle spese che gravano direttamente sull'aderente: se l'aderente decidesse di trasferirsi dopo dieci anni pagherebbe, in media, commissioni annue pari all'1,4 per cento del patrimonio; dopo trentacinque anni tale misura scende all'1,2 per cento; con un'incidenza delle spese poste direttamente a carico dell'aderente dell'ordine dello 0,5 per mille.

Tav. 4.13

Fondi pensione aperti. Stima della commissione onnicomprensiva e orizzonte temporale di riferimento.

(anno 2005)



Una componente che determina una differenziazione delle commissioni è data dalle politiche di investimento: a linee di investimento più rischiose corrispondono infatti, generalmente, commissioni di gestione più elevate; per i fondi pensione aperti tale differenza è comunque contenuta, nella media, a circa 0,2 punti percentuali tra una tipologia di comparto e quella immediatamente più rischiosa¹⁰.

Un'altra componente che può comportare un aggravamento delle commissioni è la previsione di forme di garanzia finanziaria. In genere, il costo delle garanzie varia in funzione del tipo di garanzia prestata (restituzione del capitale, livello del rendimento minimo garantito) e degli eventi che danno diritto alla garanzia medesima. Nei fondi pensione aperti attualmente offerti sul mercato non si notano tuttavia, in media, differenze significative di costo tra i comparti garantiti e quelli non assistiti da garanzie.

¹⁰ Per la classificazione dei comparti secondo le caratteristiche delle linee di investimento *cfr. infra* paragrafo 4.5.1.

Si osserva infine che le commissioni complessivamente applicate dai fondi che raccolgono le adesioni prevalentemente (per più del 70 per cento) tramite sportelli bancari risultano, in media, più basse rispetto alle commissioni di fondi che utilizzano prevalentemente le reti assicurative, i promotori finanziari o i canali di distribuzione misti.

All'aumentare del periodo di riferimento, si riduce anche la differenza tra i valori minimo e massimo della commissione e, conseguentemente, la dispersione della distribuzione: il campo di variazione, pari a circa 3,5 punti percentuali nel terzo anno, si attesta, per periodi di permanenza lunghi, a meno di 2 punti percentuali.

4.5 La gestione finanziaria

4.5.1 Le linee di gestione e i *benchmark*

Fin dalla fase di avvio, i fondi pensione aperti si sono per lo più strutturati secondo un assetto multicomparto caratterizzato dall'offerta di più linee di investimento, ciascuna connotata da un diverso profilo rischio-rendimento, per meglio rispecchiare le diverse preferenze dei potenziali aderenti.

Le caratteristiche delle politiche di investimento dei comparti sono descritte nei regolamenti; in questi ultimi sono specificate le tipologie di strumenti finanziari utilizzabili, la politica di gestione e gli eventuali ulteriori limiti agli investimenti rispetto a quelli già previsti dalla normativa.

Sulla base dell'esame di tali caratteristiche, i singoli comparti dei fondi pensione aperti sono stati classificati in categorie omogenee per politiche di investimento dichiarate, individuate sulla base dei seguenti criteri:

- azionari (almeno il 50 per cento del patrimonio del comparto è investito in azioni);
- obbligazionari (almeno il 50 per cento del patrimonio è investito in obbligazioni, mentre l'investimento in azioni assume carattere residuale e comunque non superiore al 30 per cento);

— bilanciati¹¹ (in tutti gli altri casi).

Per ciascuna linea di investimento, la società di gestione individua i cosiddetti *benchmark*, ovvero parametri oggettivi di riferimento definiti ricorrendo a indicatori finanziari di comune utilizzo, che costituiscono strumenti per la verifica dei risultati della gestione. Tali parametri devono essere preventivamente comunicati alla COVIP per il riscontro dei requisiti previsti con propria Delibera del 30 dicembre 1998, e sono quindi inseriti nei prospetti informativi dei fondi aperti depositati successivamente presso la CONSOB.

In linea con l'evoluzione del settore del risparmio gestito e pur tenendo conto delle peculiarità che caratterizzano la finalità previdenziale, anche i fondi pensione aperti iniziano ad avvertire l'esigenza di introdurre gestioni con caratteristiche innovative rispetto a quelle, più tradizionali, fino a questo momento maggiormente utilizzate. Si tratta di esperienze che interessano un numero ancora limitato di fondi operativi, ma altre istanze pervenute sono attualmente in fase istruttoria. E' tuttavia da considerare che, con l'avvio della riforma della previdenza complementare e il conseguente arricchimento dell'offerta disponibile, tali gestioni potrebbero trovare maggiore impulso.

Ne costituiscono un esempio le linee di investimento di tipo *data target* che, destinate a iscritti con un orizzonte temporale al pensionamento sostanzialmente identico, si caratterizzano per una politica di investimento che tende alla progressiva riduzione della quota detenuta in attività rischiose all'avvicinarsi dell'anno obiettivo (*data target*).

Va altresì considerato che alcune delle gestioni innovative possono sollevare problemi circa l'impiego di un *benchmark* quale strumento di valutazione dei risultati ottenuti dai fondi pensione. E' questo il caso delle gestioni di tipo *total return*, che si propongono di generare un rendimento assoluto in ogni condizione di mercato seguendo una politica di investimento "flessibile" rispetto alle classi di strumenti finanziari utilizzabili, e delle gestioni protette, caratterizzate da strategie di investimento che, utilizzando idonei strumenti quantitativi (ad esempio il *value at risk*), tendono al contenimento della massima perdita probabile entro un determinato livello del patrimonio. Considerando le particolarità di tali strategie, alle società di gestione è richiesto di fornire, in sede di redazione del rendiconto, informazioni aggiuntive sulle modalità di attuazione della politica di investimento, con riferimento al conseguimento dell'obiettivo di rendimento o all'implementazione della strategia di protezione concretamente posta in essere; infine, è posto in capo al responsabile l'onere della verifica dell'effettiva implementazione della politica di investimento e delle scelte effettuate in materia di controllo dei rischi.

¹¹ Sono inclusi in tale categoria anche i comparti cosiddetti "flessibili", ovvero quelli per i quali il regolamento prevede la possibilità di investire sia in azioni sia in obbligazioni, senza ulteriori specificazioni. Con riferimento ai fondi operativi al 31 dicembre 2005, i casi di comparti classificati come "flessibili" sono due.

Alla fine del 2005, la maggior parte dei comparti operativi presenta *benchmark* composti da due indicatori; i *benchmark* dei comparti obbligazionari e azionari sono in prevalenza costituiti, rispettivamente, da un solo e da due indicatori, mentre nei comparti bilanciati si riscontra il ricorso a *benchmark* più compositi.

Nell'ambito degli indicatori utilizzati nei *benchmark*, prevalgono quelli riferiti all'area dell'euro, per i comparti obbligazionari e bilanciati; mentre, nei comparti azionari risulta prevalente la più ampia area OCSE.

Gli indicatori utilizzati nei *benchmark* dei fondi aperti sono in prevalenza prodotti da *JP Morgan* per le componenti obbligazionarie e da *Morgan Stanley Capital International* per quelle azionarie. In particolare, il *JP Morgan (JPM) Government Bond Index EMU Traded*, composto da un paniere di titoli a tasso fisso con scadenza almeno pari a un anno emessi da Stati appartenenti all'area dell'euro, nella versione in euro, risulta l'indicatore obbligazionario più utilizzato, mentre il *Morgan Stanley Capital International (MSCI) World Index*, composto dalle azioni negoziate nelle principali borse valori mondiali, nella versione in dollari USA convertito in euro, rappresenta l'indicatore azionario di uso più frequente.

4.5.2 Le scelte di gestione e la composizione del portafoglio

Alla fine del 2005 il patrimonio dei fondi pensione aperti è costituito per circa il 64 per cento da investimenti diretti in titoli di debito e di capitale (rispettivamente pari al 37 e al 27 per cento), per il 30 per cento da quote di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) e per il restante 6 per cento da depositi (comprensivi dei crediti per operazioni pronti contro termine con scadenza non superiore ai 6 mesi).

Dal confronto con il 2004 emerge un significativo incremento del peso degli investimenti diretti (6 per cento), per la maggior parte imputabile ai titoli di debito (4 per cento) e in misura inferiore ai titoli di capitale (2 per cento); risulta, invece, in diminuzione l'investimento in quote di OICR, la cui incidenza sul patrimonio dei fondi aperti è scesa di oltre 4 punti percentuali.

Quasi la totalità dei titoli di debito ha una scadenza superiore ai 6 mesi (95 per cento del totale); la durata media finanziaria è di poco inferiore ai 4 anni, con valori più elevati nei comparti azionari e bilanciati e invece più bassi nei comparti obbligazionari, i quali comprendono anche linee di investimento maggiormente orientate verso strumenti del mercato monetario.

Gli investimenti diretti in titoli di debito sono quasi interamente costituiti da titoli di Stato; i titoli di altri emittenti rappresentano circa il 3 per cento del patrimonio dei fondi aperti e sono per quasi la totalità quotati su mercati regolamentati.

Anche gli investimenti diretti in titoli di capitale sono pressoché interamente costituiti da titoli quotati.

Tav. 4.14

Fondi pensione aperti. Composizione del patrimonio.

(anno 2005; dati di fine periodo; valori percentuali)

	Tipologia comparto			Totale
	Obbligazionari	Bilanciati	Azionari	
Depositi	4,6	6,3	5,9	5,7
Titoli di debito	69,5	40,6	12,3	37,0
Titoli di capitale	4,5	22,6	46,8	27,4
OICR	21,2	31,1	35,6	30,3
Altre attività e passività	0,2	-0,7	-0,6	-0,4
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0

Con riferimento alle quote di OICR in portafoglio, le stesse interessano organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM), quali fondi comuni mobiliari aperti, italiani ed esteri armonizzati, e società di investimento a capitale variabile (SICAV); non sono invece presenti quote di fondi mobiliari chiusi, né quote di fondi immobiliari.

Nel 2005 la tendenza alla riduzione del peso delle quote di OICVM sul patrimonio dei fondi aperti, già riscontrata nell'anno precedente, si è accentuata. Nei comparti bilanciati e nei comparti obbligazionari tale riduzione è di circa 6 punti percentuali per entrambe le categorie; la riduzione è compensata dal pressoché equivalente incremento percentuale dell'incidenza degli investimenti diretti in titoli di debito. Anche i comparti azionari registrano una diminuzione dell'incidenza delle quote di OICVM, di circa il 3 per cento, che va favore di un maggior peso degli investimenti diretti in titoli di capitale.

Il ricorso alle quote di OICVM è tipicamente sperimentato nel contesto delle linee di investimento caratterizzate da masse gestite di dimensioni più ridotte; alla fine del 2005, le quote di OICVM rappresentano il 58 per cento del patrimonio dei fondi aperti con ANDP inferiore a 500 mila euro e il 50 per cento in quelli con ANDP compreso fra 500 mila e 5 milioni di euro; tale percentuale scende al 30 per cento nei comparti con ANDP superiore a 5 milioni di euro. La diminuzione dell'incidenza degli OICVM è comunque generalizzata e prescinde dalla dimensione del patrimonio dei singoli fondi

aperti.

L'investimento in OICVM, da effettuare esclusivamente nell'interesse degli aderenti, ritrova motivazioni e opportunità nel contenimento dei costi per la diversificazione del portafoglio, anche attraverso la ricerca di economie di scala nella gestione finanziaria, in particolare con riguardo a fondi caratterizzati da patrimoni di dimensione più ridotta o dall'investimento in classi di attività finanziarie riferite a particolari aree geografiche o settori.

Suddividendo il portafoglio degli OICVM nelle componenti titoli di debito e titoli di capitale, gli investimenti diretti in titoli di debito prevalgono rispetto agli investimenti indiretti sia nel complesso, sia a livello di singola tipologia di comparto. Con riferimento, invece, ai titoli di capitale, l'investimento diretto è prevalente nei comparti azionari, mentre si registra una sostanziale equiripartizione fra investimenti diretti e indiretti nei comparti bilanciati e obbligazionari.

Nei comparti garantiti, il cui patrimonio è per il 90 per cento costituito da titoli di debito, l'investimento diretto prevale largamente su quello indiretto: a fronte di una percentuale di investimenti in quote di OICVM che si attesta, per i comparti privi di garanzia, al 32 per cento del patrimonio, nei comparti garantiti la stessa percentuale è pari a circa l'8 per cento.

Considerando sia gli investimenti diretti che gli investimenti indiretti, i titoli di debito costituiscono complessivamente il 45 per cento del patrimonio dei fondi aperti, mentre i titoli di capitale rappresentano il 49 per cento.

Tav. 4.15

Fondi pensione aperti. Composizione del patrimonio e OICVM.

(anno 2005; dati di fine periodo; valori percentuali)

	Tipologia comparto			Totale
	Obbligazionari	Bilanciati	Azionari	
Depositi	4,6	6,3	5,9	5,7
Investimenti in titoli di debito	85,2	49,1	15,4	45,3
<i>Investimenti diretti</i>	69,4	40,6	12,3	37,0
<i>Investimenti tramite OICVM</i>	15,8	8,5	3,1	8,3
Investimenti in titoli di capitale	10,0	45,3	79,3	49,4
<i>Investimenti diretti</i>	4,5	22,6	46,8	27,4
<i>Investimenti tramite OICVM</i>	5,5	22,7	32,5	22,0
Altre attività e passività	0,2	-0,7	-0,6	-0,4
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0

Tav. 4.16

Fondi pensione aperti. Composizione del portafoglio titoli per area geografica.⁽¹⁾
(anno 2005; dati di fine periodo; valori percentuali)

	Tipologia comparto			Totale
	Obbligazionari	Bilanciati	Azionari	
Titoli di debito				
Italia	52,5	27,6	10,0	27,2
Altri Paesi Unione europea	33,7	20,4	5,2	17,9
Stati Uniti	2,5	3,2	0,8	2,0
Giappone	0,1	0,2	..	0,1
Altri Paesi aderenti OCSE	0,2	0,2	0,1	0,2
Paesi non aderenti OCSE	0,4	0,4	0,1	0,3
Totale	89,4	52,0	16,2	47,7
Titoli di capitale				
Italia	2,1	6,2	10,3	6,7
Altri Paesi Unione europea	3,6	15,6	23,1	15,4
Stati Uniti	3,1	17,4	32,8	19,8
Giappone	0,7	3,6	8,8	4,9
Altri Paesi aderenti OCSE	0,9	4,1	7,1	4,4
Paesi non aderenti OCSE	0,2	1,1	1,7	1,1
Totale	10,6	48,0	83,8	52,3
Totale portafoglio titoli	100,0	100,0	100,0	100,0

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

Dalla scomposizione del portafoglio titoli per area geografica, che considera anche la componente detenuta per il tramite degli OICVM, emerge una riduzione del peso degli emittenti domestici, che scende dal 37 per cento al 34 per cento, mentre aumenta, dal 30 al 33 per cento, l'incidenza degli emittenti degli altri Paesi dell'UE. Il peso degli emittenti titoli statunitensi diminuisce leggermente, costituendo il 22 per cento del totale, mentre aumenta l'incidenza degli emittenti di altre nazionalità, quali il Giappone e gli altri Paesi dell'area OCSE, che resta tuttavia di dimensioni contenute.

Nell'ambito dei titoli di debito si registra una significativa riduzione della quota dei titoli italiani (3 per cento), che tuttavia restano ancora prevalenti con circa il 27 per cento dell'intero portafoglio, e un contestuale aumento del peso dei titoli degli altri Paesi dell'UE (4 per cento). Viceversa, con riguardo ai titoli di capitale quelli di emittenti statunitensi rappresentano circa il 20 per cento, mentre il peso dei titoli domestici è assai più ridotto e pari a circa il 7 per cento; nell'ambito dei titoli di capitale emerge un significativo incremento dell'incidenza dei titoli di emittenti del Giappone (quasi un punto percentuale) e di altri Paesi dell'area OCSE (mezzo punto percentuale), più accentuato nei comparti azionari.