

ipotecari di qualità non primaria (*subprime mortgages*), effetti inizialmente rimasti circoscritti agli Stati Uniti. La crisi è insorta al culmine del periodo di consistente apprezzamento dei principali indici di rendimento dei mercati azionari, fase che oramai si protraeva dal 2003 e si è prolungata fino a tutta la metà del 2007. In effetti, alla fine del 2007, i risultati sono comunque rimasti in zona positiva nella maggior parte dei mercati: in media il rendimento degli indici azionari⁴ nel 2007 è stato positivo e pari al 5,3 per cento nell'area dell'euro e al 4,1 per cento negli Stati Uniti.

Le tensioni si sono acuite in modo particolare nel corso del primo trimestre del 2008 con un ulteriore deterioramento del clima di fiducia, determinando al tempo stesso la necessità di interventi dei governi e delle autorità di supervisione, anche con uno stretto coordinamento a livello internazionale.

Sebbene la categoria dei mutui *subprime* costituisse solamente una quota limitata dei prestiti erogati dal sistema bancario americano, la redistribuzione dei connessi rischi di credito tramite strumenti di finanza strutturata e ad elevata leva finanziaria ha amplificato l'intensità e la diffusione degli effetti su scala mondiale. Si sono verificati incrementi nei tassi di mercato monetario e una riduzione generalizzata della liquidità disponibile; i differenziali di rendimento fra i titoli di emittenti privati e quelli governativi si sono ampliati anche a prescindere dal merito di credito degli emittenti a seguito dell'accentuarsi del fenomeno di *flight to quality*.

Ripercussioni rilevanti si sono avute sui mercati azionari. Dopo un primo semestre soddisfacente, nel secondo semestre gli indici delle azioni sono scesi, nell'area dell'euro e negli Stati Uniti, rispettivamente del 4,1 e del 2,1 per cento, con un sensibile incremento della volatilità.

Nel 2007 i corsi dei titoli di emittenti governativi hanno, invece, beneficiato della tendenza a preferire strumenti liquidi e poco rischiosi. Nell'area dell'euro, gli indici di rendimento dei titoli governativi, che tengono conto sia della componente interessi che delle plusvalenze, hanno fatto registrare un incremento dell'1,8 per cento, recuperando terreno rispetto alle perdite del primo semestre nel quale anche la politica monetaria aveva continuato a mantenersi restrittiva. Negli Stati Uniti l'incremento è stato addirittura più elevato, pari al 9 per cento, traendo beneficio dall'inversione dell'orientamento della politica monetaria della *Federal Reserve* che, con successivi interventi a partire da settembre, ha abbassato dal 5,25 al 4,25 per cento il tasso obiettivo sui *Federal Funds*.

Sui mercati valutari, nel corso del 2007, il dollaro si è deprezzato di circa il 12 per cento rispetto all'euro, riflettendo le attese per un marcato rallentamento dell'economia americana e l'abbassamento dei tassi di interesse ufficiali deciso dalla *Federal Reserve*.

⁴ Ove non diversamente specificato, si fa riferimento agli indici in valuta locale calcolati da *Citigroup* per i rendimenti dei titoli obbligazionari governativi e agli indici calcolati da *Morgan Stanley Capital International (MSCI)* per i rendimenti dei titoli azionari.

Nel primo trimestre del 2008, per il perdurare dell'incertezza circa le dimensioni e l'allocazione delle perdite sul sistema, le condizioni dei mercati finanziari sono peggiorate. Pesanti sono state le perdite subite dai corsi azionari che nell'area dell'euro e negli Stati Uniti si sono attestate, rispettivamente, al 16,4 e al 9,8 per cento. Sui comparti obbligazionari si è osservato un allargamento dello *spread* fra i rendimenti dei titoli *corporate* rispetto a quelli governativi, che hanno continuato a beneficiare del fenomeno del *flight to quality* e del drastico abbassamento del tasso obiettivo sui *Federal Funds* dal 4,25 al 2,25 per cento deciso dalla Banca centrale nel corso del primo trimestre dell'anno.

L'ampiezza e la diffusione degli effetti della crisi hanno innescato un processo di attenta disamina dei meccanismi ad essa sottostanti, del quale sono attivamente parte in causa i governi e le autorità di supervisione sui mercati e sugli intermediari finanziari.

Lo scorso mese di aprile, il *Financial Stability Forum*, l'organismo costituito dai Ministri delle Finanze e dai Governatori dei Paesi del G7 che riunisce governi, banche centrali e autorità di supervisione competenti in materia di stabilità finanziaria, ha presentato il rapporto *Enhancing market and institutional resilience* contenente una serie di raccomandazioni finalizzate al rafforzamento della stabilità del sistema finanziario. Le proposte sono riferite in modo particolare agli intermediari bancari individuando quali aree principali di intervento il rafforzamento della normativa prudenziale, l'accrescimento della trasparenza, il ruolo delle agenzie di *rating*, il più intenso e tempestivo coordinamento e scambio di informazioni tra le autorità di vigilanza dei diversi paesi, l'affinamento della capacità di risposta alle crisi da parte delle autorità di vigilanza.

In Europa, proprio nella prospettiva di migliorare il coordinamento fra le competenti autorità di vigilanza in caso di crisi finanziarie che coinvolgano più di uno Stato membro, è stato esteso anche alle autorità competenti per i settori delle assicurazioni e delle forme pensionistiche collettive il *Memorandum of understanding on co-operation in financial crisis situations*, già sottoscritto nel 2005 tra le Autorità europee di vigilanza sulle banche, le Banche centrali e i Ministri delle Finanze. Il Protocollo di collaborazione regola la distribuzione dei compiti, lo scambio di informazioni e le procedure di cooperazione da seguire per la gestione, sia *ex ante* che *ex post*, di una crisi finanziaria che sia potenzialmente in grado di produrre effetti sistemici *cross-border*.

Il Protocollo, dopo essere stato sottoscritto da tutte le parti coinvolte (inclusa la COVIP), è entrato in vigore il primo di giugno del 2008. Esso rappresenta un accordo non vincolante che trova applicazione sia in periodi di normale funzionamento dei mercati e degli intermediari sia allorquando emerga una situazione di crisi che danneggia la stabilità del sistema finanziario in almeno uno stato membro, con potenziali effetti sistemici in altri stati membri.

A livello di ciascun paese, la cooperazione è attuata dal *Domestic Standing Group* e cioè dal gruppo composto dalle Autorità di vigilanza, dalla Banca centrale e dal

Ministero delle Finanze. Il gruppo, coordinato dal cosiddetto *National Coordinator*, ha il compito di approntare strumenti idonei per la gestione delle crisi finanziarie, organizzare simulazioni e definire i punti di contatto. Al *National Coordinator* spetta inoltre il compito di fornire una pronta informativa agli altri sottoscrittori del Protocollo in caso di rischi di propagazione della crisi oltre i confini nazionali.

* * *

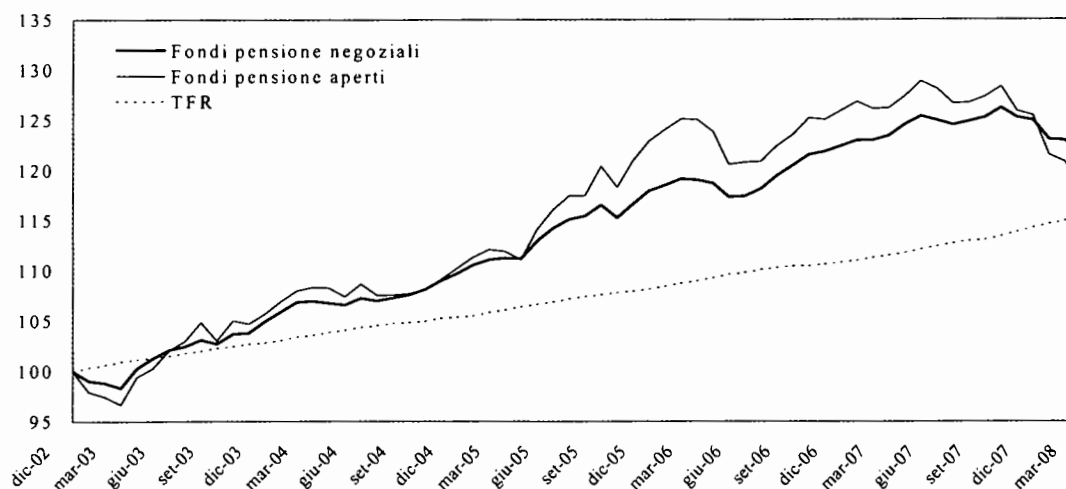
All'insorgere della crisi, nello scorso mese di agosto, la COVIP ha chiesto a tutte le forme pensionistiche complementari di fornire dati e informazioni sull'eventuale esposizione, diretta e indiretta, al mercato dei mutui *subprime*. Dai riscontri è emerso che tali esposizioni risultavano del tutto assenti per la quasi totalità delle forme pensionistiche, e di ammontare molto limitato in una quindicina di casi. L'incidenza di tali investimenti sui rendimenti realizzati nei singoli casi è comunque generalmente stata di limitatissima entità.

I fondi pensione hanno, tuttavia, risentito degli effetti recati dalla crisi sull'andamento dei principali mercati finanziari, soprattutto nel primo trimestre dell'anno in corso. A partire dal secondo semestre del 2007, le forti tensioni sui mercati finanziari hanno infatti avuto ripercussioni anche sui rendimenti dei fondi pensione, riducendo i risultati positivi accumulati nella prima parte dell'anno. Nel periodo considerato l'indice è rimasto sostanzialmente invariato per quanto riguarda i fondi pensione negoziali ed è invece diminuito del 2,1 per cento con riferimento ai fondi pensione aperti. Tuttavia, nell'intero 2007 l'indice del rendimento medio aggregato dei fondi pensione negoziali si è incrementato del 2,1 per cento mentre si è ridotto dello 0,4 per cento quello dei fondi pensione aperti.

Tav. 1.10

Fondi pensione. Indici di capitalizzazione.

(base 100 al 31 dicembre 2002; dati al netto dell'imposta sostitutiva)



Sui rendimenti conseguiti dalle due categorie di forme pensionistiche influisce, oltre al livello medio dei costi praticati, anche la composizione dei rispettivi portafogli: alla fine del 2007, l'esposizione media aggregata verso i mercati azionari, i più penalizzati dagli effetti della crisi finanziaria, è del 26 per cento nei fondi pensione negoziali e del 46 per cento nei fondi pensione aperti.

Il confronto con il tasso di rivalutazione offerto dal TFR nel 2007 è stato penalizzante per i fondi pensione; considerato l'acuirsi delle pressioni inflazionistiche lo stesso si è attestato, al netto dell'imposta sostitutiva, al 3,1 per cento, il livello più alto raggiunto dal 2002.

Peraltro, su un orizzonte temporale più ampio si evidenzia che i fondi pensione continuano a segnare rendimenti positivi: se consideriamo ad esempio il rendimento medio aggregato nel periodo 2003-2007 si rileva che lo stesso è del 25 per cento per i fondi pensione negoziali e del 25,5 per cento per i fondi pensione aperti. Nello stesso periodo, la rivalutazione netta del TFR è stata del 14,3 per cento.

* * *

Le recenti turbolenze finanziarie sono state concomitanti al periodo immediatamente successivo alla fase di avvio della riforma della previdenza complementare, che ha visto il notevole ampliamento della partecipazione al sistema; la difficile congiuntura attraversata dai mercati finanziari ha certamente avuto un ruolo anche sullo stesso rallentamento nella crescita delle adesioni osservato fra la fine del 2007 e i primi mesi del 2008.

In tale quadro di riferimento, assume rilievo valutare l'impatto dei recenti andamenti negativi dei mercati finanziari sulle scelte operate dai fondi pensione sia in termini di reazioni contingenti sia, in un'ottica di maggiore respiro, in termini di possibili mutamenti nell'impostazione delle politiche di investimento ovvero delle modalità gestionali concretamente sperimentate.

Guardando ai dati sull'esposizione del portafoglio, la reazione alla crisi ha condotto nell'immediato ad una graduale riduzione dell'esposizione di tali fondi agli investimenti azionari, che nella prima parte dell'anno aveva continuato a mantenersi leggermente superiore rispetto al *benchmark*. Alla fine del 2007, i portafogli registrano un'esposizione al mercato azionario inferiore di circa un punto percentuale rispetto a quella del portafoglio teorico, invertendo la tendenza osservata negli ultimi due anni di sovrappesare nei portafogli dei fondi pensione la componente azionaria rispetto al *benchmark* di riferimento.

Tav. 1.11

Fondi pensione negoziali. Esposizione effettiva in titoli di capitale delle gestioni e confronto con il *benchmark*.*(valori percentuali, dati di fine periodo)*

Esposizione in titoli di capitale	2005	2006	2007			
			I trim.	II trim.	III trim.	IV trim.
Esposizione effettiva del portafoglio	28,3	28,8	28,6	28,2	27,7	26,0
Esposizione del <i>benchmark</i>	26,5	27,7	27,3	27,4	27,5	26,7
Sovrappeso (+)/sottopeso (-) rispetto al <i>benchmark</i>	+1,8	+1,1	+1,3	+0,8	+0,2	-0,7

La COVIP ha ritenuto opportuno approfondire l'impatto della recente crisi dei mercati finanziari anche mediante incontri e colloqui con alcuni dei principali fondi pensione negoziali. Si è infatti concentrata l'attenzione su tale tipologia di fondi considerando la peculiare articolazione del processo di investimento che vede il coinvolgimento nell'assunzione di decisioni finanziarie di due distinti soggetti, quali l'organo di amministrazione, cui compete l'individuazione della ripartizione strategica delle attività e il gestore finanziario, che ha il compito di gestire le attività finanziarie sulla base di una convenzione stipulata con il fondo in materia, tra l'altro, di linee di indirizzo della gestione, di obblighi di rendicontazione, di modalità di recesso.

In seguito alle turbolenze dei mercati finanziari si è avviata in seno agli stessi fondi una riflessione in merito alle scelte di investimento riferite soprattutto a quei comparti maggiormente penalizzati dalla crisi, che ha portato all'intensificazione del dialogo fra gestori e consigli di amministrazione dei fondi pensione.

Al riguardo, sembra stia maturando una maggiore consapevolezza circa la necessità di esaminare con più attenzione le scelte strategiche di investimento, con particolare riferimento alla valutazione dell'adeguatezza all'obiettivo del fondo/comparto, in relazione alle mutate condizioni strutturali dei mercati (volatilità, rendimenti attesi, correlazioni delle diverse tipologie di attività finanziarie), fattori fondamentali nella definizione di tali scelte.

Si è quindi avviata anche una riflessione più generale in merito alle modalità con le quali possono essere definiti i mandati di gestione.

Ad oggi, il modello adottato dalla quasi totalità dei fondi pensione negoziali è quello della gestione cosiddetta "a *benchmark*". Sul punto il DM 703/1996 ancora vigente prevede che il fondo pensione verifichi i risultati della gestione anche mediante l'adozione di parametri oggettivi e confrontabili, inseriti nella convenzione gestoria e stabiliti dalla COVIP. Le disposizioni COVIP stabiliscono poi che nelle convenzioni di gestione siano inseriti parametri oggettivi e confrontabili (*benchmark*) individuati facendo riferimento a indicatori finanziari di comune utilizzo.

I mandati di gestione finora conferiti presentano gradi di libertà rispetto al *benchmark* piuttosto contenuti e stabiliti in termini di volatilità dei differenziali di rendimento dei fondi rispetto al *benchmark* (*tracking error volatility – TEV*). Le convenzioni stipulate sono prevalentemente di tipo generalista e, quindi, il gestore opera contemporaneamente su diverse classi di attività finanziarie.

In linea di principio, la gestione a *benchmark* può offrire diversi vantaggi in termini di ripartizione delle responsabilità fra fondo e gestore, di relativa semplicità nella replica di un indice finanziario con costi di selezione dei titoli e di transazione tendenzialmente ridotti, nel controllo dell'operato dei gestori e nella comunicazione con gli aderenti.

Inoltre il modello gestionale a *benchmark* è compatibile con diversi gradi di autonomia del gestore rispetto alla possibilità di discostarsi dal *benchmark* stesso, secondo quanto previsto nella convenzione stipulata con il fondo. Tale modello, infatti, in linea di principio ricomprende sia gestioni di tipo strettamente passivo, finalizzate alla rigida replica di un *benchmark*, sia gestioni più o meno attive, modulabili sulla base di diversi margini di discrezionalità riconosciuti al gestore.

Si deve osservare che proprio in occasione della crisi, in alcuni casi in cui si è realizzato uno scostamento dal *benchmark*, i risultati conseguiti non sono stati soddisfacenti, e ciò ha posto in luce la criticità delle gestioni caratterizzate da un certo grado di attivismo.

Tuttavia, nella recente esperienza le gestioni a *benchmark* sono in gran parte di tipo passivo con rendimenti allineati a quelli dei corrispondenti portafogli teorici. Guardando, ad esempio, ai risultati dei fondi pensione negoziali nel periodo 2003-2007 si evidenzia una stretta correlazione tra il rendimento ottenuto dai gestori e il rendimento del *benchmark*. Marginale è inoltre il contributo delle scelte, cosiddette tattiche, dei gestori al risultato finale: nello stesso periodo, i portafogli in convenzione hanno mediamente sottoperformato il *benchmark* di circa lo 0,3 per cento annuo, non utilizzando nella maggior parte dei casi i pur ridotti margini di discrezionalità previsti nelle convenzioni. Nei singoli anni solari, la quota di gestori che consegue risultati superiori al *benchmark* è inferiore al 50 per cento.

Sul punto, le riflessioni maturate a seguito della crisi dei mercati nell'ambito degli organi decisionali dei fondi evidenziano reazioni diverse. In alcuni casi i fondi, nel rilevare che un relativo attivismo dei gestori aveva portato a risultati non soddisfacenti, si sono orientati ancor di più per la scelta strategica di vincolare la gestione a un basso grado di attivismo. In altri casi, i fondi hanno espresso la loro insoddisfazione proprio per un comportamento dei gestori eccessivamente passivo, non rispondente alle loro attese, talvolta non chiaramente esplicitate, per una gestione attiva che conferisse un valore aggiunto al processo di investimento.

La recente crisi finanziaria ha costituito l'occasione anche per la valutazione di modalità diverse dalla gestione a *benchmark*, che possono attribuire un maggior grado

di flessibilità alle scelte dei gestori, consentendo in linea di principio reazioni più tempestive rispetto alla manifestazione di eventi estremi sui mercati finanziari. Si tratta di ipotesi che peraltro sono per lo più solo in fase di esplorazione presso alcuni fondi pensione negoziali.

Una prima modalità è costituita dalle gestioni “a obiettivo di rendimento”, dette anche *total* o *absolute return*, che tendono alla realizzazione di un rendimento definito in termini assoluti e non collegato a indici finanziari “replicabili”. Tali gestioni consentono in linea di principio di superare alcuni vincoli che caratterizzano la gestione a *benchmark*, aumentando la discrezionalità del gestore nel cogliere le opportunità che di volta in volta si manifestano sul mercato.

Le gestioni garantite e quelle protette costituiscono ulteriori modalità rispetto al modello a *benchmark*. Le prime offrono la garanzia contrattuale di restituzione, alla scadenza della convenzione e/o al verificarsi di determinati eventi, di un ammontare almeno pari ai versamenti effettuati dall’iscritto, eventualmente maggiorati sulla base di un tasso di rendimento minimo. Le gestioni protette costituiscono invece un’obbligazione di mezzi e non di risultato e mirano a una limitazione del rischio di conseguire perdite finanziarie attraverso l’utilizzo di particolari tecniche gestionali per il monitoraggio dell’esposizione al rischio.

Le gestioni garantite sono tipicamente a prevalente contenuto obbligazionario. Le stesse presentano il vantaggio della condivisione del rischio di investimento con il gestore e, quindi, possono conferire una maggiore discrezionalità al gestore stesso nelle scelte di allocazione delle risorse finanziarie; la presenza della garanzia consente anche di smorzare l’eccessiva enfasi posta dall’organo di amministrazione del fondo sui risultati conseguiti nel breve periodo. Peraltro, la coincidenza fra gestore e prestatore della garanzia determina incentivi al conseguimento di risultati appiattiti sul livello minimo garantito riducendo l’opportunità di realizzare rendimenti addizionali.

Un’ulteriore modalità è costituita dalle cosiddette gestioni fiduciarie. Queste ultime stanno diffondendosi a livello internazionale, ad esempio nel contesto dei fondi pensione olandesi, e sono contraddistinte dall’attribuzione di un elevato grado di autonomia al gestore. Tra i vantaggi delle gestioni fiduciarie figura certamente la maggiore flessibilità delle scelte gestionali, potendo cogliere tempestivamente le diverse opportunità di investimento presenti sul mercato. Tuttavia, l’ampiezza della delega attribuita al gestore fiduciario pone in particolare evidenza il problema del controllo sul suo operato.

Rispetto a tali modelli alternativi, risulta opportuno ricordare nuovamente che lo stesso modello a *benchmark* può essere implementato secondo una gamma di modalità gestionali che possono attribuire anche elevati margini di discrezionalità ai gestori. Il punto centrale è in effetti costituito dallo spazio di manovra che l’organo di amministrazione del fondo intende riconoscere al gestore, tra i due estremi costituiti dalla sostanziale assenza di discrezionalità, che si registra nelle gestioni passive, e dalla più completa flessibilità.

Nella scelta tra questo possibile ventaglio di alternative, l'organo di amministrazione del fondo deve considerare diversi fattori, tra i quali, oltre all'onerosità delle gestioni e al proprio giudizio sul grado di efficienza dei mercati di riferimento, assume particolare rilevanza l'organizzazione interna del fondo e la sua adeguatezza ad assicurare un efficace controllo dell'attività dei gestori.

In altre parole, gli organi decisionali del fondo sono chiamati a definire un processo di investimento complessivamente coerente, e pertanto la scelta dei modelli gestionali da adottare, e in particolare del maggiore o minore grado di attivismo da consentire ai gestori, deve essere considerata contestualmente alle esigenze organizzative che le diverse soluzioni implicano in termini di esercizio del controllo e di valutazione dei gestori. In tale prospettiva, assume rilevanza anche la scelta di un orizzonte temporale di valutazione del gestore che sia coerente con il margine di discrezionalità attribuito allo stesso.

Un profilo di grande rilievo che si pone per molti dei modelli discussi è costituito dal definire correttamente, nei mandati di gestione, il sistema di incentivi da attribuire al gestore, al fine di favorirne comportamenti pienamente coerenti con gli interessi del fondo.

Tale tematica trova una naturale applicazione nella definizione dei regimi commissionali. Essi attualmente sono prevalentemente costituiti solo da una commissione fissa, espressa in percentuale delle risorse in gestione. In un numero limitato di casi, alla parte fissa si accompagna una parte variabile, sotto forma di commissione di incentivo, che prevede una remunerazione in caso di rendimento superiore rispetto al *benchmark* attribuito; le commissioni di incentivo sono tendenzialmente asimmetriche, ovvero non prevedono penalizzazioni a carico dei gestori in caso di rendimenti delle gestioni inferiori rispetto al *benchmark*.

L'attribuzione di un peso maggiore alle commissioni di incentivo e, nell'ambito delle stesse, a una struttura di tipo simmetrico potrebbe favorire un'evoluzione del rapporto fondo-gestore caratterizzato da un più stretto raccordo fra gli obiettivi del fondo pensione e i comportamenti attuati dal gestore.

In questa direzione vanno anche le recenti esperienze di alcuni fondi pensione negoziali nelle quali l'incentivo è costituito dall'assegnazione di maggiori flussi di versamenti a quei gestori che hanno ottenuto le *performance* migliori, al contempo penalizzando i gestori con i risultati peggiori. Si tratta di una modalità che può essere annoverata nel contesto degli schemi di remunerazione legate alla *performance*, creando una sorta di competizione fra i gestori per l'assegnazione di maggiori flussi di versamenti.

1.4 I costi e le dinamiche competitive

Al fine di assicurare condizioni di effettiva confrontabilità fra i costi praticati dalle diverse forme pensionistiche complementari, la COVIP ha individuato nell'indicatore sintetico dei costi (ISC) lo strumento idoneo a fornire una rappresentazione immediata e comprensibile dell'incidenza, sulla posizione individuale maturata, dei costi sostenuti durante la fase di accumulo.

La COVIP ha richiesto che l'ISC sia riportato nella nota informativa di ciascuna forma di previdenza complementare ed, inoltre, pubblica un elenco con i relativi valori sul proprio sito istituzionale, aggiornandolo di norma con cadenza mensile.

La tavola che segue riporta i valori medi, minimi e massimi dell'ISC relativi a ciascuna tipologia di forma pensionistica complementare.

Tav. 1.12

Forme pensionistiche complementari. Indicatore sintetico dei costi.⁽¹⁾ (dicembre 2007; valori percentuali)

	Numero	2 anni	5 anni	10 anni	35 anni
Fondi pensione negoziali ⁽²⁾ (media)	36	1,1	0,6	0,4	0,3
<i>Minimo</i>		0,4	0,3	0,2	0,1
<i>Massimo</i>		4,2	2,2	1,2	1,1
Fondi pensione aperti ⁽³⁾ (media)	79	2,0	1,3	1,2	1,0
<i>Minimo</i>		0,6	0,6	0,6	0,5
<i>Massimo</i>		4,5	2,8	2,1	1,8
PIP (media)	72	3,6	2,4	1,9	1,5
<i>Minimo</i>		2,2	1,5	1,3	0,7
<i>Massimo</i>		5,4	3,8	3,0	2,5

(1) I valori minimi e massimi fanno riferimento all'ISC calcolato a livello di singola forma ottenuto aggregando, con media semplice, gli indicatori dei relativi comparti di pertinenza. Tali valori possono pertanto risultare diversi dai valori minimi e massimi dell'ISC considerato separatamente per comparto.

(2) Per i fondi pensione negoziali sono stati considerati esclusivamente quelli con risorse in gestione.

(3) Per i fondi pensione aperti sono stati considerati i fondi che hanno provveduto agli adeguamenti di cui al Decreto lgs. 252/2005. Viene escluso dall'analisi il fondo destinato ai lavoratori dipendenti del Trentino Alto Adige, in quanto i relativi costi sono interamente coperti dalla regione.

In primo luogo, emerge che i fondi pensione negoziali presentano costi di partecipazione in media più contenuti rispetto, nell'ordine, ai fondi pensione aperti e ai PIP. Su un orizzonte di partecipazione di 35 anni, compatibile con il periodo che oggi separa un lavoratore neo-assunto dalla maturazione dei requisiti pensionistici, l'onerosità media dei fondi pensione negoziali si attesta allo 0,3 per cento contro l'1 per cento dei fondi pensione aperti e l'1,5 per cento dei PIP.

Le differenze di costo fra le diverse forme sono più ampie per periodi di partecipazione più brevi (2 anni): rispetto ai fondi pensione negoziali, i fondi pensione aperti costano in media lo 0,8 per cento in più mentre i costi medi dei PIP sono più elevati del 2,5 per cento.

All'allungarsi dell'orizzonte di partecipazione tali differenze tendono ad attenuarsi. Va tuttavia evidenziato che su orizzonti temporali lunghi differenze anche piccole determinano significativi riflessi sull'ammontare della posizione individuale a scadenza e, quindi, sull'entità della rendita pensionistica futura. Ad esempio, su un periodo di partecipazione di 35 anni, ad un indicatore dello 0,5 per cento corrisponde un minor importo della prestazione finale rispetto ad un ipotetico piano senza costi di quasi il 10 per cento, ad un indicatore dell'1 per cento corrisponde un abbattimento di quasi il 20 per cento e, ad un indicatore del 2,5 per cento, di oltre un terzo.

L'ISC viene calcolato secondo una metodologia analoga per tutte le forme pensionistiche complementari; in particolare, lo stesso è dato dalla differenza tra il tasso di rendimento relativo a un ipotetico piano di investimento che non prevede oneri e il tasso interno di rendimento di un piano che considera i costi effettivamente posti a carico dell'aderente, valutati rispetto ad una figura di aderente-tipo che effettua un versamento contributivo fissato, per ipotesi, in 2.500 euro annui.

Il tasso di rendimento nominale lordo in base al quale vengono effettuati i calcoli è posto pari al 4 per cento; viene altresì richiesto di tenere conto della fiscalità sui rendimenti per il calcolo di entrambi i tassi (quello relativo al piano senza costi e quello del piano con i costi).

I costi presi in considerazione sono quelli già previsti al momento dell'adesione (costo di iscrizione; spese annua, in cifra fissa o in percentuale sui versamenti; spese in percentuale sul patrimonio) e gli eventuali altri oneri gravanti sul patrimonio della forma pensionistica, quantificabili soltanto a consuntivo e per i quali viene pertanto richiesta una stima. Anche il costo per il trasferimento della posizione individuale viene considerato, tranne che nel calcolo dell'indicatore a 35 anni, dove vale l'ipotesi di pensionamento.

Rimangono invece esclusi tutti i costi che presentano carattere di eccezionalità o che sono collegati a eventi o situazioni non prevedibili a priori (ad esempio, i costi legati all'esercizio di prerogative individuali o quelli derivanti dalle commissioni di incentivo eventualmente previste per la gestione finanziaria).

L'ISC viene calcolato per differenti periodi di permanenza nella forma previdenziale (2, 5, 10 e 35 anni). L'evidenza descritta, in base alla quale, per periodi di partecipazione più brevi, si registrano valori dell'ISC più elevati, e che interessa tutte le tipologie di forme, deriva dal fatto che nei primi anni di partecipazione l'incidenza sulla posizione individuale delle spese in cifra fissa e di quelle in percentuale sui versamenti è più rilevante, essendo l'ammontare accumulato ancora esiguo. Tale effetto è quindi una conseguenza della struttura dei costi che la forma ha adottato.

Al riguardo, appare comunque utile ricordare la differente natura dei fondi pensione negoziali rispetto ai fondi pensione aperti e ai PIP. I fondi pensione negoziali si configurano come organizzazioni senza scopo di lucro e, pertanto, i costi effettivamente sostenuti dal fondo (sia per la gestione amministrativa che per quella finanziaria) si riflettono totalmente sulla posizione individuale dei singoli iscritti. Le spese poste direttamente a carico dell'iscritto, se previste, sono volte a consentire una più efficiente ripartizione, sui singoli individui, dell'incidenza degli oneri che il fondo dovrà sostenere (ad esempio, la previsione di una spesa annua per l'iscritto in cifra fissa è tendenzialmente destinata a coprire il corrispondente onere per la gestione della posizione amministrativa). Tuttavia, se le entrate derivanti da tali spese non vengono interamente utilizzate per la copertura degli oneri sostenuti dal fondo, la parte che residua viene accantonata per essere utilizzata negli anni successivi, ovvero viene restituita agli iscritti. Viceversa, qualora tali entrate siano insufficienti, la parte degli oneri in eccesso viene coperta con il patrimonio del fondo, e si riflette in una diminuzione del valore delle posizioni individuali degli iscritti.

Nei fondi pensione aperti e nei PIP, invece, gran parte delle spese che l'iscritto dovrà sostenere sono determinate a priori e sono destinate, oltre a coprire i costi effettivamente sostenuti, anche a remunerare la società; tuttavia, se le entrate relative a tali spese non sono sufficienti a coprire i costi effettivamente sostenuti è la società a dover intervenire per la parte residua.

Come evidenziato nella tavola riportata sopra, ai risultati medi dell'ISC fa fronte un'ampia dispersione a livello di singola tipologia di forma pensionistica complementare. In particolare, sussistono ancora forme caratterizzate da costi elevati. Ciò rende particolarmente importante un'analisi più articolata che tenga conto, da un lato, delle modalità con le quali può concretizzarsi l'adesione alla previdenza complementare (adesioni collettive ovvero individuali) e, dall'altro, della distribuzione dei costi all'interno delle menzionate tipologie di forma.

Pertanto, in una prospettiva di continuità con l'analisi svolta lo scorso anno si ritiene utile effettuare un approfondimento che tenga conto della particolare struttura assunta dal mercato della previdenza complementare ad esito della riforma, effettuando valutazioni separate per il segmento delle adesioni collettive rispetto a quello delle adesioni individuali (*cfr. amplius*, Relazione COVIP 2006).

In particolare, viene confrontata la distribuzione dei costi dei fondi pensione negoziali con quella dei fondi pensione aperti, i quali possono ora essere destinatari su base collettiva, tramite accordi aziendali ovvero tramite accordi stipulati direttamente dal datore di lavoro con singoli lavoratori, anche di soggetti per i quali già esiste un fondo negoziale di riferimento.

Se si considerano complessivamente le adesioni del 2007 che fanno riferimento ad accordi su base collettiva, siano essi relativi a fondi pensione di natura negoziale o a fondi pensione aperti, emerge che, sebbene la gran parte di tali adesioni (circa l'86 per

cento) abbia riguardato fondi negoziali, anche la raccolta dei fondi aperti, pari al 14 per cento, è stata sicuramente significativa.

Tav. 1.13

Adesioni collettive. Quote di mercato.*(anni vari; dati di fine periodo)*

	2006		2007		Variazione 2007/2006	
	Numero	%	Numero	%	Numero	%
Fondi pensione negoziali	1.219.372	95,1	1.991.862	91,3	772.490	85,9
Fondi pensione aperti	62.787	4,9	189.964	8,7	127.177	14,1
Totale	1.282.159	100,0	2.181.826	100,0	899.667	100,0
<i>Per memoria:</i>						
Fondi pensione preesistenti	643.986		680.673		36.687	

Le prime evidenze disponibili mostrano, quindi, un incremento, seppur contenuto, della quota di mercato dei fondi pensione aperti nelle adesioni collettive. Alla fine del 2007, le adesioni collettive dei lavoratori dipendenti (escludendo gli iscritti ai fondi pensione preesistenti) contano all'incirca 2,2 milioni di iscritti; la crescita rispetto al 2006 è di circa 900 mila unità. La quota dei fondi pensione aperti sul totale è aumentata dal 5 per cento del 2006 al 9 per cento del 2007.

Coerentemente con la metodologia sviluppata lo scorso anno, nel confronto delle distribuzioni dei costi, per quanto riguarda i fondi pensione negoziali sono stati utilizzati i costi rilevati a consuntivo effettivamente sostenuti nel 2007. Interessa qui infatti effettuare una valutazione che consideri l'onerosità complessiva della forma, includendo quindi anche i costi amministrativi coperti dai versamenti ricorrenti, temporanei o *una tantum* del datore di lavoro. E' peraltro appena il caso di ricordare che dai menzionati costi rimane ancora esclusa una parte di oneri che non emergono dal bilancio in quanto non vengono sostenuti dal fondo, poiché il relativo servizio viene messo a disposizione, gratuitamente, dalle aziende datoriali (come, ad esempio, la sede o il personale necessario per lo svolgimento delle pratiche amministrative), e che invece bisognerebbe, più correttamente, considerare.

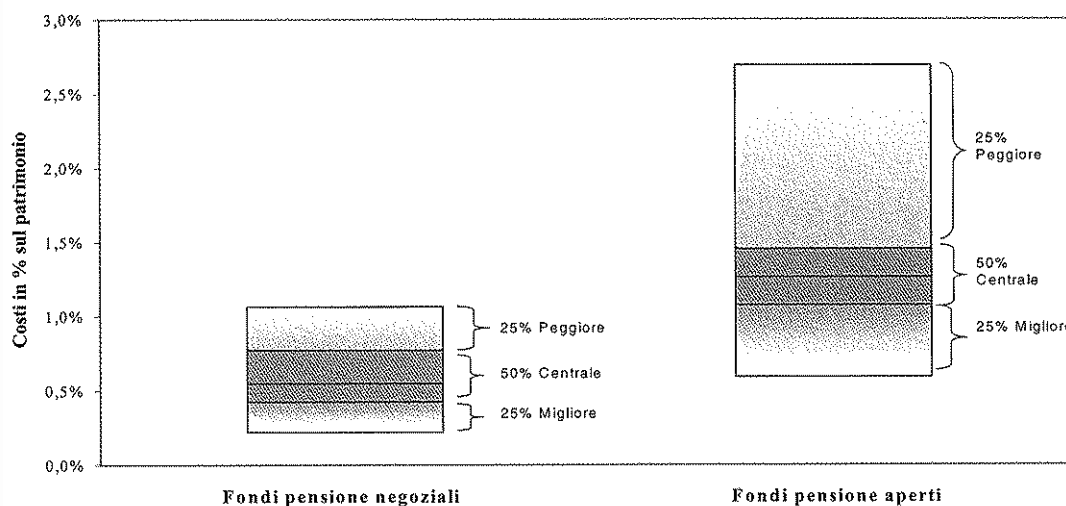
Con riferimento ai fondi pensione aperti si è invece fatto ricorso, come *proxy* del dato riferito ai fondi pensione negoziali, all'ISC calcolato su un orizzonte temporale di 5 anni. Si è infatti considerato tale periodo compatibile con gli anni di partecipazione che gli iscritti ai fondi pensione negoziali hanno finora, in media, maturato. Per rendere il più possibile comparabili dati ottenuti con metodologie diverse si è inoltre provveduto ad aggregare l'ISC, che viene calcolato per singolo comparto, a livello di fondo, ponderandolo con il peso di ciascun comparto, per categoria (azionario, bilanciato, obbligazionario), secondo le percentuali medie rilevate nei fondi pensione negoziali. Difatti, poiché le commissioni di gestione sono quasi sempre differenziate per profilo di

investimento, e per i comparti con politiche maggiormente orientate verso i mercati azionari sono previste commissioni tipicamente più elevate, la media semplice avrebbe introdotto una distorsione rispetto ai fondi pensione negoziali, dove le preferenze degli iscritti sono prevalentemente orientate verso comparti di tipo obbligazionario. L'indicatore sintetico dei costi è stato infine corretto per neutralizzare l'effetto della fiscalità sui rendimenti.

Per quanto riguarda i fondi pensione negoziali l'analisi è relativa ai fondi che avevano conferito le risorse in gestione; non sono stati invece tenuti in considerazione gli altri fondi, per i quali la componente dei costi relativi alla gestione finanziaria risulta difatti poco rappresentativa. Con riferimento ai fondi pensione aperti, invece, sono stati considerati tutti i fondi con almeno un aderente su base collettiva.

Tav. 1.14**Fondi pensione negoziali e aperti. Confronto delle distribuzioni dei costi.**

(fondi pensione negoziali: dati a consuntivo 2007; fondi pensione aperti: indicatore sintetico dei costi a 5 anni)



Dal grafico di confronto delle distribuzioni si evidenzia che il livello dei costi sostenuto dalla maggior parte dei fondi pensione negoziali (circa i tre quinti) si distribuisce entro un intervallo compreso fra lo 0,20 e lo 0,60 per cento. Tali fondi risultano particolarmente convenienti per gli iscritti, dal momento che la loro onerosità media è inferiore ai valori minimi registrati dai fondi pensione aperti; si tratta di esperienze che hanno raggiunto, in larga parte, dimensioni ragguardevoli in termini di patrimonio gestito e di numero di iscritti, dimensioni che consentono di realizzare importanti economie di scala.

Al contrario, per i rimanenti fondi pensione negoziali (circa due quinti) l'onerosità media è compresa in un intervallo nel quale si posizionano i costi proposti, per le adesioni collettive, anche da una parte dei fondi pensione aperti. In questo caso si tratta di fondi negoziali che sperimentano difficoltà di crescita dimensionale, in quanto prevalentemente rivolti a settori che, seppur caratterizzati da ampie platee di riferimento, sono contraddistinti da una elevata frammentazione delle imprese potenzialmente aderenti e dalla presenza di numerose imprese di piccole dimensioni.

Per i fondi pensione aperti, va peraltro considerato che l'analisi viene effettuata in base a costi che rappresentano la misura massima applicabile, potendo essere ridotti per le adesioni collettive. Al momento, tuttavia, la gran parte delle agevolazioni praticate fa riferimento alla riduzione delle commissioni di iscrizione *una tantum*, mentre il ricorso a classi di quote differenziate, che potrebbe avere un maggiore impatto sul confronto dei costi, andando ad ampliare l'area di sovrapposizione con fondi pensione negoziali, rimane limitato a pochi casi.

Sempre con riferimento ai fondi pensione aperti, sebbene il livello dei costi non rappresenti l'unica variabile che incide nella scelta della forma di riferimento per la collettività interessata, è possibile ritenere che lo stesso costituisca comunque un elemento al quale viene prestata particolare attenzione, sia dal lato della domanda che dell'offerta. Va peraltro considerato che, essendo la contrattazione effettuata con collettività, più o meno numerose, è possibile per le società istitutrici dei fondi economizzare quanto meno i costi di collocamento.

Tav. 1.15

Fondi pensione aperti.⁽¹⁾ Indicatore sintetico dei costi rispetto alla quota di mercato nel segmento delle adesioni collettive.⁽²⁾

(dicembre 2007; valori percentuali)

Quote di mercato	Fondi	2 anni	5 anni	10 anni	35 anni
	Numero				
dallo 0% allo 0,1%	55	2,1	1,4	1,2	1,1
dallo 0,1% allo 0,5%	10	1,8	1,2	1,1	1,0
dallo 0,5% al 2%	11	1,4	1,0	0,9	0,8
oltre il 2%	3	1,4	1,0	0,9	0,8
Media generale	79	1,5	1,1	1,0	0,9

(1) Sono stati considerati i fondi che hanno provveduto agli adeguamenti di cui al Decreto lgs. 252/2005, ad eccezione del fondo destinato ai lavoratori dipendenti del Trentino Alto Adige, in quanto i relativi costi sono interamente coperti dalla regione.

(2) I valori medi sono stati ottenuti ponderando l'ISC calcolato a livello di singola forma per la quota di mercato della forma stessa nel segmento delle adesioni collettive.

Lo stadio di sviluppo ancora prematuro del mercato delle adesioni collettive, che tra l'altro si caratterizza per l'elevata concentrazione in un numero ristretto di fondi, consente di effettuare solo alcune valutazioni preliminari. Mettendo in relazione la

quota di mercato delle singole forme con il livello medio dei costi da queste applicato, in questo caso rappresentato dall'ISC, si può notare che i fondi che detengono le quote maggiori applicano costi, in media, più bassi, seppure in maniera non particolarmente rilevante, rispetto ai fondi che hanno quote più ridotte.

Un ulteriore profilo di analisi è quello relativo alla differenziazione dei costi applicati dai fondi pensione aperti per le adesioni su base collettiva rispetto a quelli applicati per le adesioni individuali. Dal confronto dei costi medi, calcolati ponderando l'ISC delle singole forme per la quota di mercato dalle stesse detenute nel segmento, rispettivamente, delle adesioni collettive e delle adesioni individuali, si nota tuttavia che la riduzione dei costi, più accentuata per periodi di partecipazione più brevi (pari allo 0,4 per cento), è estremamente contenuta su un periodo di partecipazione di 35 anni.

Tav. 1.16

Fondi pensione aperti. Indicatore sintetico dei costi ponderato per le quote di mercato nei diversi segmenti.

(dicembre 2007; valori percentuali)

Segmento di mercato	2 anni	5 anni	10 anni	35 anni
Adesioni collettive	1,5	1,1	1,0	0,9
Adesioni individuali	1,9	1,3	1,1	1,0
Generale	1,8	1,2	1,1	1,0

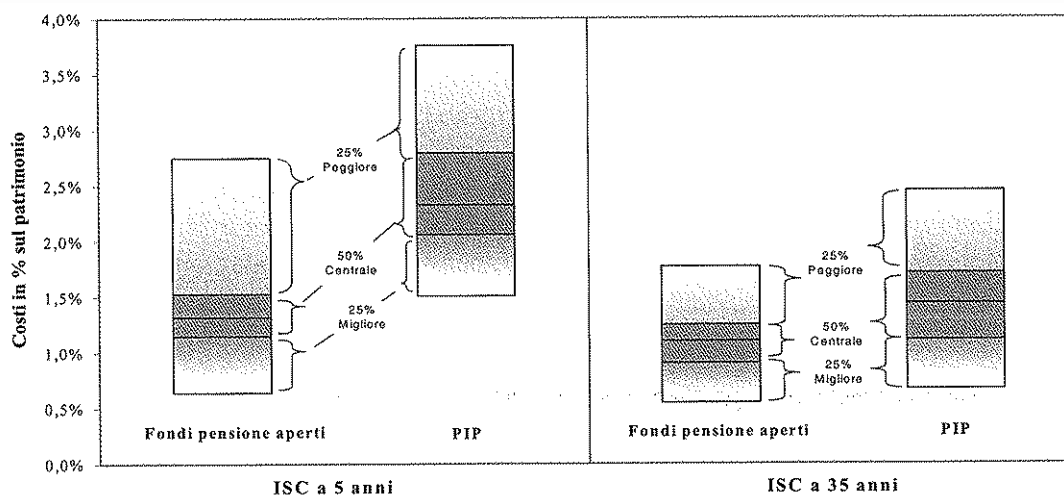
Non mancano difatti esperienze di forme che adottano la stessa struttura dei costi, o strutture similari, sia per le adesioni collettive che per quelle individuali, soluzione che viene adottata prevalentemente per motivi commerciali e che permette tuttavia di trasmettere anche al segmento delle adesioni individuali gli stimoli che derivano dalla concorrenza con i fondi pensione negoziali nel comparto delle adesioni collettive.

Per quanto riguarda le adesioni su base individuale, il confronto tra fondi pensione aperti e PIP conferma sostanzialmente i risultati dello scorso anno.

Sotto il profilo metodologico, nel confronto fra le distribuzioni dei costi dei fondi pensione aperti e dei PIP si è utilizzato, per entrambe le tipologie, l'ISC. I dati calcolati con riferimento alle singole linee o comparti sono stati aggregati a livello di forma ricorrendo ad una media semplice. Con riferimento ai fondi pensione aperti, inoltre, sono stati esclusi dall'analisi quei fondi che risultano prevalentemente orientati alle adesioni su base collettiva (dieci fondi con più dell'80 per cento degli iscritti che hanno aderito su base collettiva).

Il confronto delle distribuzioni per le due tipologie di forme previdenziali viene effettuato su due differenti orizzonti temporali di riferimento: uno di breve/medio periodo (5 anni) e uno di lungo periodo (35 anni).

Tav. 1.17

Fondi pensione aperti e PIP. Confronto della distribuzione dell'indicatore sintetico dei costi.*(dati di fine 2007)*

Nel primo caso le distanze tra le due distribuzioni risultano particolarmente rilevanti: la classe dell'ISC nella quale ricade il 25 per cento dei fondi pensione aperti con commissioni più elevate è all'incirca la stessa nella quale si trova il 75 per cento dei PIP più economici; il restante 25 per cento dei PIP risulta in assoluto il più oneroso.

Le differenze tra le distribuzioni tendono tuttavia a ridursi all'aumentare del periodo di partecipazione. Su un orizzonte di 35 anni, le due distribuzioni si spostano verso il basso, con riduzioni dei costi più marcate nei PIP. Ciò nonostante, i PIP si confermano in media più costosi rispetto ai fondi pensione aperti; una parte dei PIP, pari a quasi un quinto, è costituito da forme in assoluto più care sul mercato della previdenza complementare.

Pertanto, nonostante i costi medi dei PIP, soprattutto quelli calcolati con riferimento ad orizzonti temporali di breve durata, siano andati gradualmente riducendosi a seguito degli interventi normativi e regolamentari a tutela della portabilità, che si sono susseguiti negli anni, le differenze tra i costi dei fondi pensione aperti e dei PIP restano significative.

A ciò si associa, peraltro, una raccolta nel corso del 2007 maggiore per i PIP rispetto ai fondi pensione aperti. Se si analizza il flusso delle nuove adesioni individuali, difatti, la quota di appannaggio dei PIP è di quasi il 60 per cento rispetto al 40 per cento dei fondi pensione aperti, a conferma del fatto che il canale di vendita e l'attività promozionale svolgono un ruolo molto importante nella diffusione del prodotto.