

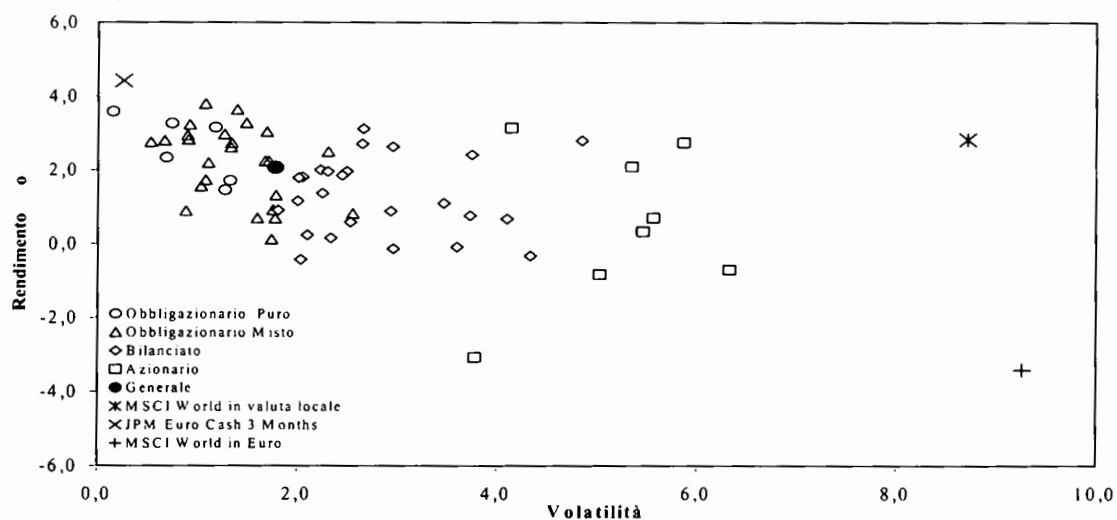
Il grafico della Tav. 3.19 mette in relazione per i 64 comparti (riguardanti fondi sia monocomparto che multicomparto) che sono risultati attivi nel corso di tutto il 2007, il rendimento netto realizzato con la rischiosità sostenuta misurata dallo scarto quadratico medio annualizzato dei rendimenti mensili netti.

In particolare, per i 6 comparti classificati come obbligazionari puri i rendimenti netti sono compresi tra l'1,5 e il 3,6 per cento. I 25 comparti obbligazionari misti registrano rendimenti compresi tra lo 0,1 e il 3,8 per cento. Per i 25 comparti bilanciati i rendimenti, variano tra il meno 0,4 e il 3,1 per cento. Per gli 8 comparti azionari i rendimenti oscillano da un minimo del meno 3,1 per cento ad un massimo del 3,1 per cento.

La volatilità cresce all'aumentare del contenuto azionario delle gestioni: in particolare, per i 6 comparti obbligazionari puri i livelli di volatilità annua sono compresi tra lo 0,2 e l'1,3 per cento; i 25 comparti obbligazionari misti registrano valori annualizzati di volatilità oscillanti tra lo 0,5 e il 2,6 per cento; i 25 comparti bilanciati sono associati a valori di volatilità annua compresi tra l'1,8 e il 4,8 per cento; agli 8 comparti azionari corrispondono livelli di volatilità annua che variano dal 3,8 per cento al 6,3 per cento.

Tav. 3.19

**Fondi pensione negoziali. Rendimenti netti e volatilità.<sup>(1)</sup>**  
(anno 2007)



(1) Rendimenti calcolati come variazione percentuale del valore della quota dei singoli comparti; volatilità calcolata come scarto quadratico medio annualizzato dei rendimenti mensili. Si sono presi in considerazione i comparti attivi nel corso dell'intero 2007.

Della crisi di liquidità che ha caratterizzato i mercati finanziari nella seconda metà del 2007 ha sofferto in particolare la categoria degli obbligazionari puri che, a fronte di un innalzamento dei livelli di volatilità (il *range* di oscillazione passa da 0,2 – 0,6 per cento del 2006 a 0,2 – 1,3 per cento del 2007), ha registrato rendimenti al di sotto dei relativi *benchmark*. Ciò è dipeso essenzialmente dai comparti di tre fondi caratterizzati

dalla presenza di una consistente quota di titoli *corporate* del settore finanziario. Tali titoli, pur in presenza di elevato *rating* degli emittenti, hanno subito una marcata flessione nei relativi valori di scambio in corrispondenza della crisi di fiducia che si è determinata sul mercato in relazione alla valutazione dei principali operatori creditizi. Al riguardo la COVIP, al fine di acquisire più dettagliati elementi di conoscenza ha richiesto informazioni e chiarimenti in relazione ai titoli detenuti dai fondi in parola nonché di conoscere le relative valutazioni degli organi di amministrazione e, in particolare, le eventuali iniziative intraprese, o che si intendesse intraprendere, per apprestare adeguata tutela agli iscritti dei comparti in esame.

In tutti e tre i casi i fondi, pur riconducendo la deludente *performance* all'eccezionalità della situazione di incertezza che ha caratterizzato i mercati a partire dall'agosto del 2007, hanno avviato una riflessione sulla natura e finalità dei suddetti comparti manifestando l'intenzione di effettuare opportune valutazioni in ordine agli eventuali correttivi che, in alcuni casi, anche alla luce dell'istituzione del comparto garantito, potrebbero meglio caratterizzare la complessiva offerta di comparti di investimento nei confronti degli aderenti.

## **4. I fondi pensione aperti**

### **4.1 L'assetto del settore**

Con l'anticipo della riforma al 1° gennaio 2007, il settore ha registrato un particolare dinamismo nell'attività di adeguamento necessaria a dare piena attuazione alle novità normative introdotte, con un parallelo aumento delle nuove iniziative, anch'esse certamente stimolate dalle attese di crescita conseguenti alla riforma. Nel corso del 2007 sono stati infatti autorizzati 6 nuovi fondi pensione aperti. D'altro canto, sempre come fenomeno indotto dall'entrata in vigore della nuova disciplina e dalla conseguente attività necessaria al riallineamento dell'assetto regolamentare, si registra la rinuncia alla prosecuzione dell'iniziativa a suo tempo avviata, da parte di 4 fondi pensione con la conseguente cancellazione dall'Albo. Nello stesso periodo si rileva una sola operazione di fusione per incorporazione fra due fondi pensione aperti.

All'inizio del 2008, un fondo autorizzato alla costituzione e quindi non ancora operativo, ha comunicato di non volere proseguire nell'iniziativa.

I fondi pensione aperti operativi sono in tutto 81 con un incremento, rispetto ai fondi pensione operativi nell'anno precedente (74), di 7 unità. Si osserva pertanto che, a fine 2007, tutti i fondi pensione aperti autorizzati all'esercizio dell'attività hanno avviato la raccolta delle adesioni, facendo così registrare per la prima volta nel settore una piena coincidenza tra i soggetti formalmente autorizzati e quelli realmente operativi sul mercato della previdenza complementare.

Tav. 4.1

**Fondi pensione aperti autorizzati e operativi.<sup>(1)</sup>**  
(dati di fine periodo)

|   | 2005      | 2006      | 2007      |
|---|-----------|-----------|-----------|
| Autorizzati all'esercizio dell'attività | 88        | 84        | 81        |
| <i>di cui operativi</i>                 | 80        | 74        | 81        |
| Autorizzati alla costituzione           | 1         | -         | 4         |
| <b>Totale</b>                           | <b>89</b> | <b>84</b> | <b>85</b> |

(1) Per fondi aperti operativi si intendono quelli con almeno un iscritto.

Alla fine del 2007, gli iscritti ai fondi pensione aperti hanno complessivamente superato le 745.000 unità, con un incremento di quasi il 70 per cento rispetto all'anno precedente. L'elevata crescita realizzata è in parte ascrivibile all'impegno profuso dagli operatori del settore nell'attuare con sollecitudine gli adeguamenti resi necessari dalla riforma stessa.

Grazie ai risultati ottenuti nella raccolta delle adesioni dei fondi pensione di medio-piccola dimensione si è ulteriormente ridotto, di oltre dieci punti percentuali rispetto all'anno precedente, il tasso di concentrazione del settore, misurato attraverso la percentuale degli iscritti ai fondi gestiti dalle prime cinque società; esso infatti passa dal 63 per cento di fine 2006 al 50 per cento di fine 2007.

La ripartizione degli iscritti per tipologia di gestore registra una sensibile variazione rispetto al 2006, in gran parte spiegata dalla sostituzione del soggetto gestore, a seguito della riorganizzazione dei gruppi societari, che ha riguardato i fondi di maggiore dimensione. Si tratta in particolare del trasferimento ad una compagnia di assicurazione di due fondi pensione aperti in precedenza gestiti da una banca.

La quota degli iscritti ai fondi gestiti dalle compagnie di assicurazione aumenta da quasi il 26 a oltre il 47 per cento, mentre si riduce sensibilmente la percentuale degli iscritti ai fondi gestiti dalle banche, che da oltre il 18 per cento passa a poco meno del 5 per cento. Rilevante è anche la riduzione, dal 24 per cento a poco più del 15 per cento, degli iscritti ai fondi gestiti da SIM, mentre è sostanzialmente stabile, da quasi il 32 per cento a poco meno del 33 per cento, la quota degli iscritti ai fondi gestiti dalle SGR.

L'attivo netto destinato alle prestazioni è pari a circa 4,3 miliardi di euro, in aumento di quasi il 22 per cento rispetto al 2006; meno del 30 per cento del totale risulta allocato nei comparti obbligazionari, mentre il restante 70 per cento è equamente ripartito nei comparti bilanciati e in quelli azionari.

L'incremento dell'attivo netto destinato alle prestazioni porta a oltre il 41 per cento il numero dei comparti con un patrimonio superiore ai 5 milioni di euro, corrispondente a 148 comparti; 131 sono i comparti che dispongono di un attivo netto

destinato alle prestazioni compreso tra 500 mila e 5 milioni di euro e 81 quelli che presentano un attivo inferiore ai 500 mila euro.

Tav. 4.2

**Fondi pensione aperti. Struttura del mercato.**<sup>(1)</sup>  
(anno 2007; dati di fine periodo; importi in milioni di euro)

|   | Fondi/Comparti |                | Iscritti     |   | ANDP         |              |
|---|----------------|----------------|--------------|---|--------------|--------------|
|   | Numero         |                | Numero       | % | Importo      | %            |
| <b>Fondi aperti operativi gestiti da:</b>                                     |                |                |              |   |              |              |
| Assicurazioni   | 57             | 351.783        | 47,0         |   | 1.849        | 43,0         |
| Banche  | 1              | 34.795         | 4,7          |   | 90           | 2,1          |
| SGR   | 17             | 245.631        | 32,9         |   | 1.485        | 34,6         |
| SIM   | 6              | 115.055        | 15,4         |   | 874          | 20,3         |
| <b>Totale fondi aperti operativi</b>  | <b>81</b>      | <b>747.264</b> | <b>100,0</b> |   | <b>4.298</b> | <b>100,0</b> |
| <i>Per memoria:</i>   |                |                |              |   |              |              |
| Fondi delle maggiori 5 società per numero di iscritti                         | 14             | 377.568        | 50,5         |   | 2.287        | 53,2         |
| <b>Comparti per tipologia</b> <sup>(2)</sup>                                  |                |                |              |   |              |              |
| Obbligazionari  | 164            | 270.808        | 34,6         |   | 1.252        | 29,2         |
| Bilanciati  | 117            | 275.090        | 35,2         |   | 1.523        | 35,4         |
| Azionari  | 79             | 236.066        | 30,2         |   | 1.523        | 35,4         |
| <b>Totale comparti relativi a fondi operativi</b>                             | <b>360</b>     | <b>781.964</b> | <b>100,0</b> |   | <b>4.298</b> | <b>100,0</b> |
| <b>Comparti garantiti</b> <sup>(2)</sup>                                      |                |                |              |   |              |              |
| Destinatari dei flussi di TFR conferiti tacitamente                           | 67             | 104.854        | 66,9         |   | 269          | 55,3         |
| Altri comparti garantiti  | 33             | 51.945         | 33,1         |   | 217          | 44,7         |
| <b>Totale comparti garantiti</b>  | <b>100</b>     | <b>156.799</b> | <b>100,0</b> |   | <b>486</b>   | <b>100,0</b> |
| <b>Comparti per classi dimensionali del patrimonio gestito</b> <sup>(2)</sup> |                |                |              |   |              |              |
| Comparti con ANDP superiore a 5 mln di euro                                   | 148            | 681.112        | 87,1         |   | 4.015        | 93,4         |
| Comparti con ANDP compreso tra 500 mila e 5 mln di euro                       | 131            | 90.894         | 11,6         |   | 272          | 6,3          |
| Altri comparti  | 81             | 9.958          | 1,3          |   | 11           | 0,3          |

(1) Per fondi aperti operativi si intendono quelli con almeno un iscritto.

(2) Il dato sugli iscritti riportato con riferimento ai comparti risente delle duplicazioni dovute a coloro che hanno suddiviso la propria posizione individuale su più comparti dello stesso fondo.

Il primo semestre del 2007 è stato impegnato dall'attività istruttoria conseguente all'adeguamento dei fondi pensione aperti operativi che, a fine 2006, hanno scelto di adeguarsi alle nuove disposizioni normative introdotte dal Decreto lgs. 252/2005 (di seguito Decreto) utilizzando a tal fine lo Schema di regolamento elaborato dalla COVIP e deliberato il 31 ottobre 2006 (cfr. Relazione COVIP 2006, paragrafo 1.4).

Tutta l'attività finalizzata al rilascio dei provvedimenti di approvazione si è conclusa nei termini previsti dal Regolamento del 30 novembre 2006 relativo alle

procedure di adeguamento dei regolamenti alla nuova normativa. Al 30 giugno 2007 e fatta eccezione per un solo fondo non operativo, la COVIP ha concluso l'attività di rilascio dei provvedimenti di approvazione delle modifiche regolamentari, consentendo così a tutti i fondi pensione aperti che ne avevano fatto istanza di presentarsi pronti per la raccolta delle nuove contribuzioni affluenti dal 1° luglio.

L'adeguamento alle novità della riforma ha rappresentato per la maggior parte dei fondi pensione (oltre i due terzi) anche l'occasione per introdurre ulteriori modifiche al testo regolamentare che hanno consentito di meglio caratterizzare il fondo in ragione delle specifiche finalità previdenziali, con particolare riguardo alle caratteristiche della politica di gestione ed alla struttura dei costi.

Tav. 4.3

**Fondi pensione aperti. Procedimenti di approvazione.***(anno 2007)*

|   | Numero    |
|---|-----------|
| <b>Procedimenti relativi all'adeguamento dei regolamenti alla riforma</b>             | <b>79</b> |
| Tipologia di modifiche ulteriori rispetto all'adeguamento alla riforma                |           |
| <i>Denominazione</i>  | 3         |
| <i>Destinatari</i>  | 2         |
| <i>Scelte di investimento</i>   | 35        |
| <i>Spese</i>  | 37        |
| <i>Prestazioni accessorie</i>   | 1         |
| <i>Banca depositaria</i>  | 1         |
| <b>Procedimenti relativi all'approvazione di modifiche successive all'adeguamento</b> | <b>15</b> |
| Tipologia di modifiche  |           |
| <i>Variazione soggetto gestore</i>  | 10        |
| <i>Destinatari</i>  | 1         |
| <i>Scelte di investimento</i>   | 6         |
| <i>Spese</i>  | 3         |
| <i>Prestazioni accessorie</i>   | 1         |
| <i>Banca depositaria</i>  | 1         |
| <b>Totale procedimenti</b>  | <b>94</b> |

Numerose sono le modifiche che hanno riguardato l'articolazione dei comparti e la riorganizzazione delle politiche di investimento di comparti già esistenti che, in alcuni casi, sono state variate in maniera significativa. Nei casi in cui, a seguito dei cambiamenti introdotti, si è verificata una riduzione delle offerte di investimento, è stata riconosciuta ai lavoratori, già aderenti al 31 dicembre 2006, la facoltà di trasferimento ad altra forma pensionistica complementare, sulla base delle previsioni regolamentari che riproducono l'art. 26 dello Schema.

Con riguardo alle modifiche necessarie a consentire il conferimento tacito del TFR, la maggioranza dei fondi (67) ha previsto comparti che presentano le caratteristiche richieste dalle vigenti disposizioni normative, in molti casi operando adattamenti ai comparti preesistenti alla riforma, sia relativi alla politica di investimento sia agli eventi al verificarsi dei quali opera la garanzia, in altri istituendo appositamente dei nuovi comparti.

In più di due terzi dei fondi la garanzia offerta prevede oltre alla restituzione del capitale versato anche un rendimento minimo che varia fra lo 0,34 e il 2,5 per cento, attestandosi prevalentemente sul 2 per cento. In un solo caso il parametro di riferimento assunto per il calcolo della garanzia è stato legato al tasso annuo di inflazione.

Tra le altre modifiche relative alla politica di investimento se ne segnalano tre relative all'introduzione di comparti con gestioni di tipo *total return*, ai quali va aggiunto un comparto precedentemente autorizzato caratterizzato dalla medesima tipologia di gestione.

Sono 37 i fondi pensione che hanno variato il regime delle spese, prevedendo in particolare una riduzione generale delle condizioni economiche praticate.

In ogni caso, tutti i fondi pensione che hanno scelto di adeguarsi al nuovo assetto normativo, anche proponendo modifiche ulteriori, hanno al contempo colto con interesse quegli altri elementi innovativi standardizzati nello Schema di regolamento per tener conto di diverse esigenze manifestate dal settore.

Una novità importante conseguente alle innovazioni introdotte nello Schema di regolamento è rappresentata dalla possibilità per i fondi di specializzarsi dedicandosi esclusivamente ad un tipo di adesione (individuale o collettiva), opzione che peraltro è stata utilizzata in pochi casi, precisamente da sei fondi pensione, gestiti da tre società, dei quali tre specializzati in adesioni collettive e altrettanti in adesioni individuali. Nella seconda metà dell'anno uno dei fondi dedicato alle adesioni individuali ha scelto di allargare il proprio ambito di riferimento anche alle adesioni collettive. A questi si aggiunge, nei primi mesi del 2008, un nuovo fondo dedicato alle adesioni collettive promosso da una società già presente sul mercato con fondi pensione rivolti ad entrambe le tipologie di adesioni.

Allargando il campo di osservazione anche a quei fondi che non risultano espressamente dedicati ad una sola tipologia di adesioni si rileva che sette fondi raccolgono prevalentemente adesioni su base collettiva (oltre l'80 per cento del totale delle adesioni).

Un'altra conseguenza delle aperture introdotte nello Schema di regolamento citato è rappresentata dalla previsione della facoltà dell'aderente di scegliere anche più comparti in cui far confluire i propri versamenti contributivi e di modificare nel tempo tale destinazione. Hanno introdotto questa facoltà 50 fondi pensione. Due fondi pensione includono la possibilità di optare per un profilo di investimento caratterizzato

da combinazioni di comparti predefinite e in altrettanti fondi è previsto il passaggio automatico tra comparti, o combinazioni di comparti, in funzione dell'età (*life-cycle*).

La maggior parte dei fondi pensione (56) ha previsto la possibilità di applicare regimi commissionali agevolati con riguardo alle spese di adesione, ai costi di gestione direttamente a carico dell'aderente nonché a quelle applicate per l'esercizio di prerogative individuali. Di questi fondi pensione, quasi la metà (25) ha introdotto anche la possibilità di offrire agevolazioni commissionali con riguardo alle spese di gestione espresse in misura percentuale sul patrimonio attraverso l'introduzione di classi di quote, che si è concretamente realizzata per 14 fondi pensione a fine 2007 diventati 17 ad inizio 2008.

Quanto alle ipotesi di riscatto per "cause diverse" da quelle espressamente contemplate dal Decreto, e sottoposte a un regime fiscale meno favorevole, lo Schema di regolamento prevede, per le adesioni su base collettiva, la possibilità di riscatto per perdita dei requisiti di partecipazione al fondo stabiliti dalle fonti che dispongono l'adesione medesima. Tale fattispecie è stata prevista da 71 fondi pensione.

Sebbene, come sopra accennato, molti fondi abbiano colto l'occasione dell'adeguamento alle disposizioni del Decreto per apportare ulteriori modifiche al testo regolamentare, un numero non esiguo di fondi ha scelto di effettuare interventi sul proprio assetto regolamentare solo a seguito del completamento dell'operazione di adeguamento alla normativa.

In tale ambito, considerando anche le modifiche dei regolamenti connesse alla variazione del soggetto gestore, nella seconda metà dell'anno sono state esaminate 15 istanze di approvazione di modifiche regolamentari.

Le modifiche approvate nel secondo semestre sono state complessivamente 22. Di queste, quasi la metà (10) hanno riguardato la variazione del soggetto gestore a seguito di riorganizzazione di gruppi societari. In questi casi, quando la variazione avviene tra soggetti appartenenti al medesimo gruppo societario (9), la modifica non ha comportato l'obbligo di riconoscere il diritto di trasferimento in capo agli aderenti del fondo pensione, altrimenti richiesto in caso di variazioni tra soggetti non appartenenti al medesimo gruppo societario (1).

Sotto la voce "destinatari" sono raggruppate le modifiche apportate al regolamento di un fondo dedicato alle adesioni individuali, tutte dirette a consentire l'adesione al fondo anche su base collettiva.

Sono in tutto 9 le modifiche che hanno interessato le caratteristiche dei fondi. Tra queste si segnalano quelle attuate in due fondi volte all'introduzione di comparti che, nell'offrire una garanzia di rendimento minimo dell'1,25 per cento, si caratterizzano per una politica di gestione cosiddetta flessibile (ancorché sia previsto un limite massimo del 50 per cento alla detenzione di titoli di capitale) e per bassi costi di gestione. L'aspetto peculiare di entrambi i comparti consiste nella previsione di una bassa



commissione di gestione, pari allo 0,10 per cento su base annua, affiancata da una commissione di incentivo che si attiva al superamento dell'obiettivo della gestione, dato dalla variazione annua del TFR. Le altre modifiche hanno riguardato le caratteristiche di investimento dei comparti (3), il regime delle spese (3), e l'istituzione di un nuovo comparto destinato al TFR tacito.

Infine, una modifica ha riguardato l'eliminazione dal regolamento della previsione inerente le prestazioni assicurative accessorie per le ipotesi di premorienza e invalidità, mentre, relativamente ai profili organizzativi, si è avuta una sola variazione di banca depositaria.

Le modifiche soggette a comunicazione nel secondo semestre sono state complessivamente 17; di queste 12 hanno riguardato i regolamenti (6 per la denominazione della banca depositaria, 4 per la denominazione del fondo e del soggetto gestore e 2 inerenti l'introduzione di agevolazioni a favore dei propri dipendenti); le rimanenti 5 modifiche hanno interessato gli allegati assicurativi con riguardo, principalmente, alle variazioni delle basi demografiche.

I procedimenti di variazione dell'Albo dei fondi pensione sono stati complessivamente 26, di cui 17 conseguenti a modifiche regolamentari (soggette ad approvazione ovvero a comunicazione) che hanno interessato gli elementi identificativi dell'Albo, 7 relativi alle cancellazioni e due alle nuove iscrizioni di fondi pensione aperti.

\* \* \*

L'entrata in vigore delle disposizioni normative introdotte dal Decreto ha imposto un profondo processo di revisione della *governance* interna ai fondi pensione aperti. L'attuale normativa prevede infatti che l'incarico di responsabile dei fondi pensione aperti sia incompatibile con lo svolgimento delle funzioni di amministratore della società o di dipendente della forma stessa nonché con lo svolgimento di attività di lavoro subordinato e di prestazione d'opera continuativa presso i soggetti istitutori delle forme stesse, presso le società da queste controllate o che le controllano. Diversamente la precedente impostazione, che poggiava su poche e scarse previsioni normative ed era stata rimessa in larga parte ad una *self regulation* introdotta dalle associazioni di categoria nell'ambito dello Schema di regolamento, consentiva l'assunzione della funzione di responsabile da parte di figure professionali che si collocavano nell'ambito dell'organizzazione aziendale. Le funzioni agli stessi rimesse si limitavano peraltro, nella maggior parte dei casi, allo svolgimento di compiti di supervisione e controllo e, solo in alcune situazioni, arrivavano ad un coinvolgimento più attivo nella gestione operativa del fondo.

In questo contesto, il Decreto ha operato un cambiamento di prospettiva ponendo la figura del responsabile fuori dall'organizzazione del fondo al fine di salvaguardare, con maggior forza, l'autonomia del ruolo che questi è chiamato a svolgere e che lo porta ad operare, nell'esclusivo interesse degli aderenti, funzioni di verifica sulla complessiva

gestione della forma pensionistica (rispetto delle previsioni normative e regolamentari vigenti, rispetto dei limiti di investimento posti complessivamente e per ciascuna linea, operazioni svolte in conflitto di interesse).

Accanto a questa figura è inoltre previsto, per i fondi pensione aperti che raccolgono adesioni su base collettiva, l'istituzione di un organismo di sorveglianza formato, per il primo biennio di attività, da almeno due componenti nominati dai soggetti istitutori dei fondi stessi. Anche in questo caso e sempre a salvaguardia dell'autonomia e indipendenza del suddetto organismo, sono state previste forme di incompatibilità analoghe a quelle operanti per il responsabile.

L'avvio del nuovo assetto organizzativo dei fondi pensione aperti è stato collegato dal Decreto alla data del 1° luglio 2007, vale a dire all'effettiva operatività della riforma. Sebbene quindi gli adeguamenti regolamentari operati nel corso del primo semestre dell'anno, sulla base dello Schema di regolamento deliberato dalla COVIP, già riportassero un assetto di *governance* allineato alla nuova impostazione prevista, concretamente le nuove nomine dei responsabili dei fondi e dei componenti degli organismi di sorveglianza sono pervenute alla COVIP, nella maggior parte dei casi, a decorrere da giugno 2007.

Questa circostanza ha peraltro consentito, pressoché alla totalità dei fondi, di effettuare le verifiche relative al possesso dei requisiti di professionalità, onorabilità nonché all'assenza di cause di ineleggibilità e decadenza in capo ai neo responsabili ed ai componenti gli organismi di sorveglianza alla luce della nuova normativa adottata dal Ministero del lavoro nel maggio dello stesso anno.

Con riguardo all'attribuzione dell'incarico di responsabile si osserva che gli 81 fondi pensione operativi hanno assegnato la funzione a 35 soggetti in possesso dei requisiti richiesti; di questi, oltre la metà (19) risulta aver assunto l'incarico per un solo fondo, mentre i restanti (16) sono contemporaneamente responsabili di due o più fondi.

Un primo esito del nuovo assetto organizzativo si è avuto con la trasmissione alla COVIP delle relazioni annuali relative all'attività svolta nell'anno 2007. Entro il 31 marzo del 2008, infatti, tutti i responsabili dei fondi pensione aperti, ad eccezione di un fondo che non aveva ancora avviato l'operatività nel corso dell'anno, hanno fatto pervenire all'Autorità le proprie considerazioni relative all'attività svolta che in circa il 60 per cento dei casi hanno riguardato l'intero anno 2007.

Gli ambiti di analisi curati dai responsabili e riportati nelle suddette relazioni hanno, nella maggior parte dei casi, ricalcato la griglia dei doveri del responsabile descritta nell'allegato al regolamento del fondo pensione aperto riconducibili alle seguenti macrocategorie: descrizione del modello organizzativo adottato per l'adempimento dei propri compiti, vigilanza sulla gestione finanziaria, vigilanza sulla gestione amministrativa, vigilanza sulle misure di trasparenza adottate nei confronti degli aderenti.

Da una prima analisi della documentazione trasmessa risulta che gran parte delle relazioni ha affrontato i diversi ambiti sopra individuati descrivendo le specifiche attività poste in essere dal responsabile, prevalentemente privilegiando un approccio sintetico alla descrizione dell'attività svolta.

Nella grande maggioranza delle relazioni i responsabili hanno dato conto anche dell'analisi svolta sugli esposti pervenuti al fondo, in alcuni casi, accompagnando la suddetta analisi con una descrizione delle procedure relative alla trattazione degli esposti implementate dalla società.

Questa prima ricognizione fa emergere che non sempre i responsabili hanno avuto un'uguale attenzione nella rappresentazione dei diversi ambiti dell'attività svolta, circostanza riconducibile al breve lasso di tempo intercorso dall'avvio della riforma e al fatto che la prima fase dell'attività è stata presumibilmente occupata da momenti di ricognizione e dall'organizzazione dei necessari momenti di interlocuzione con le strutture e il personale delle società interessate.

## 4.2 I costi

L'adesione ad un fondo pensione aperto comporta costi che variano in relazione alla diversa fase di partecipazione al programma pensionistico complementare. Si distinguono così, spese applicate nella fase di accumulo della posizione individuale e spese che accompagnano la fase di erogazione delle rendite. Relativamente alla prima categoria di costi, questi possono essere variamente articolati assumendo a riferimento la struttura generale di cui all'art. 8 dello Schema di regolamento dei fondi pensione aperti. Così, accanto alle spese *una tantum*, da sostenere all'atto dell'adesione, si distinguono spese direttamente a carico dell'aderente (in cifra fissa ovvero in misura percentuale), spese indirettamente a carico dell'aderente, che incidono sul patrimonio del comparto, e spese collegate all'esercizio di prerogative individuali (trasferimento, riscatto, *switch*, ecc.). Rientrano nell'ambito delle spese indirettamente a carico dell'aderente, sia la commissione di gestione definita in percentuale del patrimonio sia la commissione di incentivo, che il fondo pensione aperto può scegliere o meno di introdurre nel proprio regime delle spese. Si tratta, in questo secondo caso, di una parte variabile delle commissioni poste indirettamente a carico dell'aderente, che si aggiunge a quella di gestione ed è applicata alla differenza fra il rendimento del comparto ed un parametro di riferimento (cosiddetta *overperformance*).

A fine 2007, sono otto i fondi pensione aperti che hanno introdotto la commissione di incentivo, per un totale di ventitre comparti; diciassette di essi applicano una commissione di incentivo in cui il parametro di riferimento utilizzato per

il calcolo della *overperformance* è il *benchmark*. In questi casi, al fine di consentire agli aderenti l'esatta individuazione degli elementi contrattuali che determinano l'applicazione di tale ulteriore commissione, il *benchmark* viene riportato non solo nella nota informativa, ma anche nel regolamento del fondo all'interno della descrizione della politica di investimento dei singoli comparti.

Nei restanti sei comparti, il parametro assunto a riferimento è il tasso di rivalutazione del TFR<sup>9</sup> e la commissione di incentivo viene applicata, nei casi in cui la stessa è introdotta per più comparti, con aliquote percentuali diverse. Due dei suddetti comparti, relativi a fondi pensione aperti gestiti da società appartenenti al medesimo gruppo societario, hanno introdotto una commissione di gestione molto bassa (pari allo 0,10 per cento), a fronte di una particolare struttura di commissione di incentivo. Tale struttura prevede una commissione pari a zero quando l'*overperformance* è inferiore o uguale a zero; pari al 50 per cento della parte di *overperformance* compresa tra zero e 2 per cento; pari al 10 per cento della parte di *overperformance* eccedente il 2 per cento. In ogni caso, la commissione di gestione non può superare il 2 per cento del valore complessivo medio del comparto.

L'entrata in vigore della riforma operata con il Decreto ha reso centrale la trattazione dei costi applicati dalle diverse forme pensionistiche complementari. La COVIP è stata infatti chiamata a definire le condizioni che devono essere soddisfatte da ciascuna forma per assicurare l'attuazione dei principi di trasparenza e confrontabilità ed anche ai fini di consentire la portabilità della posizione individuale.

Proprio al fine di fornire una rappresentazione immediata e sintetica dell'incidenza sulle posizioni individuali dei costi sostenuti nella fase di accumulo è stato introdotto l'indicatore sintetico dei costi (ISC) (*cf. supra, paragrafo 1.4*).

L'analisi dell'ISC dei fondi pensione aperti adeguati al Decreto, è stata riportata distinguendo oltre che per gli intervalli temporali di permanenza predefiniti (2, 5, 10 e 35 anni) anche per tipologia di politica di investimento dei vari comparti.

---

<sup>9</sup> Ai sensi dell'art. 2120 c.c. il tasso di rivalutazione del TFR è pari al 75 per cento della variazione percentuale annua dell'indice generale dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati accertato dall'ISTAT, maggiorato dell'1,5 per cento.

Tav. 4.4

**Fondi pensione aperti.<sup>(1)</sup> Indicatore sintetico dei costi per tipologia di comparto.**  
(dicembre 2007; valori percentuali)

| Tipologia di comparto | Comparti        |            | 2 anni     | 5 anni     | 10 anni    | 35 anni    |
|-----------------------|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
|                       |                 | Numero     |            |            |            |            |
| Senza garanzia        | Obbligazionario | 80         | 1,7        | 1,1        | 0,9        | 0,8        |
|                       | Bilanciato      | 100        | 2,1        | 1,4        | 1,2        | 1,1        |
|                       | Azionario       | 78         | 2,3        | 1,6        | 1,5        | 1,3        |
|                       | <b>Totale</b>   | <b>258</b> | <b>2,0</b> | <b>1,4</b> | <b>1,2</b> | <b>1,1</b> |
| Con garanzia          | Obbligazionario | 82         | 1,9        | 1,3        | 1,1        | 1,0        |
|                       | Bilanciato      | 16         | 1,7        | 1,1        | 1,0        | 0,9        |
|                       | Azionario       | -          | -          | -          | -          | -          |
|                       | <b>Totale</b>   | <b>98</b>  | <b>1,9</b> | <b>1,2</b> | <b>1,1</b> | <b>1,0</b> |
| <b>Totale</b>         | Obbligazionario | 162        | 1,8        | 1,2        | 1,0        | 0,9        |
|                       | Bilanciato      | 116        | 2,0        | 1,3        | 1,2        | 1,0        |
|                       | Azionario       | 78         | 2,3        | 1,6        | 1,5        | 1,3        |
|                       | <b>Totale</b>   | <b>356</b> | <b>2,0</b> | <b>1,3</b> | <b>1,2</b> | <b>1,0</b> |

(1) Non si tiene conto di un fondo operativo non adeguato al Decreto lgs. 252/2005 e di un fondo rivolto ai lavoratori dipendenti residenti o operanti nella regione Trentino Alto Adige rispetto al quale la regione copre interamente i costi.

N.B.: La media è calcolata come media semplice.

Per un aderente-tipo che decidesse di trasferire la propria posizione a un'altra forma previdenziale dopo due anni di partecipazione, l'indicatore sintetico risulterebbe pari a circa il 2 per cento annuo; all'aumentare del periodo di permanenza nella forma stessa, il livello dell'indicatore sintetico dei costi tende a ridursi progressivamente. Aumentando il patrimonio gestito, infatti, diminuisce l'incidenza sullo stesso delle spese che gravano direttamente sull'aderente (spese in cifra fissa e spese in percentuale sui versamenti): l'aderente dopo cinque anni pagherebbe, in media, commissioni annue pari all'1,3 per cento del patrimonio e, dopo dieci anni, all'1,2 per cento, valore quest'ultimo che, nell'orizzonte temporale di trentacinque anni, passerebbe all'1 per cento.

Le politiche di investimento continuano a rappresentare una delle componenti che maggiormente spiegano le differenze nelle commissioni tra comparti: in particolare, a linee di investimento più rischiose tendenzialmente corrispondono commissioni più elevate (sebbene vi siano alcune società che hanno iniziato a proporre fondi in cui i comparti hanno tutti lo stesso livello di commissione di gestione).

Anche la presenza di garanzie di risultato è un elemento che potrebbe influenzare il costo complessivo di partecipazione al comparto. Sebbene, infatti, i costi delle linee che prevedono una garanzia di risultato, appaiono, in media, sostanzialmente analoghi rispetto a quelli delle altre linee, i dati di dettaglio evidenziano che, per caratteristiche di investimento simili, ed in particolare con riferimento agli obbligazionari, i comparti

con garanzia continuano a rimanere leggermente più cari, nonostante si registri una diminuzione media dei costi dei comparti garantiti rispetto agli anni passati.

Un'altra caratteristica che può comportare una differenziazione dei costi deriva dal fatto che il fondo sia o meno dedicato alla raccolta di adesioni su base collettiva. In proposito, è importante ricordare che è stata ritenuta compatibile con la disciplina dettata dal Decreto la possibilità per i fondi pensione aperti di specializzarsi, dedicandosi unicamente a un tipo di adesione (su base collettiva ovvero su base individuale), opzione che è stata pertanto introdotta nello Schema di regolamento.

In questa fase iniziale di adeguamento complessivo, tuttavia, non tutte le società che in passato avevano orientato, sotto il profilo della distribuzione, i fondi prevalentemente alla raccolta di adesioni su base collettiva, hanno ritenuto di chiudere il fondo alle adesioni individuali. In particolare, tre fondi risultano dedicati esclusivamente alle adesioni su base collettiva (un quarto è stato autorizzato ad inizio 2008) mentre due fondi sono dedicati unicamente alle adesioni su base individuale.

E' opportuno infine ricordare che, in occasione della revisione dello Schema di regolamento dei fondi pensione aperti a seguito della riforma, la possibilità di prevedere regimi commissionali differenziati per i casi di adesioni su base collettiva (e di convenzionamenti con associazioni di lavoratori autonomi e liberi professionisti), che in precedenza aveva riguardato tipicamente le spese di adesione *una tantum*, è stata ora estesa a tutte le voci di costo ivi comprese le commissioni di gestione in percentuale sul patrimonio (prevedendo in quest'ultimo caso l'emissione di "classi di quote").

Le analisi fin qui riportate fanno riferimento ai costi indicati nei regolamenti, che rappresentano la misura massima applicabile. Va comunque rilevato che le agevolazioni sulle spese di adesione possono avere qualche effetto significativo principalmente sull'indicatore sintetico dei costi calcolato per periodi di partecipazione brevi. Viceversa, le agevolazioni sulle commissioni di gestione in percentuale sul patrimonio hanno un impatto analogo per tutti gli orizzonti temporali di partecipazione.

L'emissione di classi di quote a favore di determinate collettività, alle quali si applica un diverso regime commissionale, è una scelta che, sebbene ancora adottata da un numero limitato di fondi, appare in tendenziale aumento. Infatti, a inizio 2007, sono 14 i fondi che avevano avviato l'emissione di classi di quote e, già nei primi mesi del 2008, il numero complessivo è passato a 17. E' quindi ragionevole attendersi che, prospettive di maggior concorrenza fra le forme pensionistiche, portino ad un più diffuso utilizzo della suddetta modalità di agevolazione commissionale.

Le classi di quote dei 17 fondi pensione aperti citati riguardano complessivamente 70 comparti, di cui 13 azionari, 26 bilanciati e 31 obbligazionari; le classi di quota introdotte variano da un minimo di una a un massimo di sei per comparto.

Le commissioni di gestione relative alle classi di quote più costose (in assenza di qualunque forma di agevolazione) sono pari in media all'1,2 per cento; quelle relative

alle classi di quota più convenienti sono pari allo 0,6 per cento, con un abbattimento medio dei costi commissionali pari a circa la metà. Tale riduzione rimane sostanzialmente simile indipendentemente dalla tipologia di comparto considerata.

### **4.3 Le scelte di partecipazione**

Nell'anno trascorso, la considerevole crescita delle iscrizioni ai fondi pensione aperti è per lo più ascrivibile all'aumento delle adesioni di lavoratori dipendenti, categoria direttamente coinvolta dalla scelta in merito alla destinazione del TFR. A fine 2007 i lavoratori dipendenti si attestano a 340 mila unità, quadruplicando di numero rispetto alle circa 84 mila unità registrate alla fine del 2006.

Anche nel contesto dei fondi pensione aperti, le scelte di adesione dei lavoratori dipendenti sono pressoché esclusivamente frutto di un'esplicita manifestazione di volontà, operata tramite modalità di adesione individuale oppure collettiva. Nell'ambito di queste ultime e in analogia con quanto emerso nei fondi pensione negoziali, il fenomeno delle adesioni mediante conferimento tacito del TFR assume scarsa rilevanza, interessando a fine anno poco più di 1.000 iscritti.

I lavoratori autonomi e liberi professionisti, comprensivi di circa 40 mila unità per i quali non risulta in essere un'attività di lavoro, registrano un incremento di circa il 14 per cento, passando dai 357 mila iscritti di fine 2006 ai 407 mila di fine 2007. Si tratta di un risultato comunque di tutto rilievo considerando che tali categorie, in quanto non destinatarie del TFR, sono state interessate soltanto indirettamente dalle novità della riforma e, pertanto, la spinta all'adesione è dovuta ad una sorta di effetto di trascinamento indotto dalla campagna informativa istituzionale nonché alla sostenuta attività promozionale operata nel 2007 dalle società di gestione dei fondi pensione aperti.

Per effetto dei differenti tassi di crescita riportati con riferimento alle categorie di lavoratori sopra menzionate, si registra nell'anno trascorso una ricomposizione degli aderenti ai fondi aperti a favore dei lavoratori dipendenti che, in percentuale sul totale, sfiorano il 46 per cento rispetto al 19 per cento del 2006.

Sempre con riferimento ai lavoratori dipendenti, l'incremento rispetto al 2006, pari a circa 260 mila unità, è all'incirca ugualmente ripartito fra adesioni individuali e adesioni collettive, queste ultime nel complesso prevalenti interessando circa il 55 per cento dei lavoratori dipendenti iscritti a fondi pensione aperti.

Tav. 4.5

**Fondi pensione aperti. Iscritti per condizione professionale.**  
(anni vari; dati di fine periodo)

|  | 2006           |              | 2007           |              |
|--|----------------|--------------|----------------|--------------|
|  | Numero         | %            | Numero         | %            |
| Lavoratori autonomi e liberi professionisti <sup>(1)</sup> | 356.901        | 81,0         | 406.758        | 54,4         |
| Lavoratori dipendenti                                      | 83.585         | 19,0         | 340.506        | 45,6         |
| <b>Totale</b>  | <b>440.486</b> | <b>100,0</b> | <b>747.264</b> | <b>100,0</b> |

(1) I lavoratori autonomi e i liberi professionisti comprendono anche iscritti per i quali non risulta che abbiano in essere un'attività di lavoro (ad esempio, familiari a carico, disoccupati, ecc.).

Il numero degli accordi collettivi<sup>10</sup> in essere al 31 dicembre 2007, sulla base di quanto segnalato dai fondi pensione aperti, si attesta a circa 22 mila, registrando un notevole incremento rispetto ai circa 1.600 di fine 2006.

Il considerevole incremento degli accordi collettivi consegue alle novità introdotte dal Decreto che, da un lato, ha rimosso il vincolo che condizionava l'adesione collettiva a un fondo pensione aperto all'assenza di un fondo negoziale di riferimento, dall'altro, ha eliminato la previsione che subordinava la fruizione delle agevolazioni fiscali al versamento del TFR. Tramite accordo aziendale fra il datore di lavoro e le organizzazioni rappresentative dei lavoratori è possibile per i lavoratori appartenenti alla medesima impresa aderire in forma collettiva al fondo aperto individuato dall'accordo, con la conseguente portabilità del contributo datoriale, anche laddove esista un fondo negoziale di riferimento; l'accordo collettivo trova pertanto applicazione con riferimento a tutti i lavoratori dell'impresa e il fondo diventa anche destinatario dei flussi di TFR eventualmente conferiti secondo modalità tacite. Quale ulteriore ambito nel quale può configurarsi una scelta di tipo collettivo vi è la possibilità, per i datori di lavoro, di stipulare a livello aziendale e direttamente con i lavoratori interessati accordi di previdenza complementare con efficacia limitata ai soli soggetti firmatari che prevedano il versamento del contributo datoriale (cosiddetti accordi plurimi o plurisoggettivi); in questo caso, il fondo oggetto dell'accordo non può comunque diventare potenziale destinatario dei flussi di TFR conferiti secondo modalità tacite dagli altri lavoratori appartenenti alla stessa impresa.

Nell'ambito delle adesioni collettive, circa il 79 per cento degli iscritti effettua il versamento sia del TFR sia dei contributi, questi ultimi a carico del lavoratore e del datore di lavoro; il 13 per cento ha deciso di versare il solo TFR mentre vi è un restante 8 per cento che effettua il versamento dei soli contributi; quest'ultimo caso è da intendersi principalmente riferito ad accordi di adesione collettiva a fondi aperti

<sup>10</sup> Il numero di accordi segnalato da ogni fondo non distingue gli accordi che lo interessano specificamente da quelli che lo interessano insieme ad altri fondi (e che lasciano quindi al lavoratore la facoltà di scegliere il fondo al quale aderire). Aggregando i dati si possono pertanto determinare duplicazioni nei conteggi.