

*duration*²⁷ molto limitata in rapporto alla natura degli impegni (nel 2010 pari a 3,5 anni sia per i fondi pensione negoziali sia per i fondi pensione aperti). Anche se si tiene conto della componente azionaria in portafoglio, pari in media al 30 per cento del capitale complessivo, per la quale non è prevista alcuna scadenza, il giudizio espresso con riferimento alle obbligazioni non muta sostanzialmente.

Tav. 3.1

Fondi pensione di nuova istituzione. *Duration* dei titoli di debito in portafoglio.

(valori in anni e frazioni di anno)

	2006	2007	2008	2009	2010
Fondi pensione negoziali	3,8	3,5	3,3	3,4	3,5
Fondi pensione aperti	4,1	4,2	4,0	3,9	3,5

In base all'età media degli aderenti ai fondi, circa 44 anni, le erogazioni per le prestazioni pensionistiche dovrebbero assumere valori di rilievo tra circa 20 anni²⁸; l'erogazione di prestazioni diverse da quelle pensionistiche (anticipazioni, riscatti) e la possibilità di trasferimenti non possono giustificare l'elevato divario oggi esistente tra la durata media degli investimenti finanziari e il periodo che intercorre tra l'adesione ai fondi e il collocamento a riposo²⁹. Sembrerebbe quindi necessario estendere in misura significativa l'orizzonte temporale degli investimenti dei fondi. Gli investimenti obbligazionari con scadenze lunghe sono di norma caratterizzati da rendimenti più elevati e la variabilità, e quindi il rischio di questi strumenti, tende progressivamente a ridursi con l'allungarsi del periodo di detenzione: la tendenza all'allungamento delle scadenze trova in sostanza giustificazione anche in una migliore combinazione rischio-rendimento degli investimenti³⁰. Anche per le azioni l'allungamento del periodo di detenzione riduce il rischio.

La contenuta *duration* degli investimenti obbligazionari sopra rilevata ovviamente accresce l'ammontare dei titoli in scadenza in ciascun anno e quindi quello degli acquisti, ovvero la cosiddetta velocità di rotazione del patrimonio (cosiddetto *turnover* di portafoglio)³¹. Una vita media residua di 4 anni del portafoglio obbligazionario implica che in media ogni anno venga a scadenza il 25 per cento dei titoli in essere alla fine dell'esercizio precedente. Qualora, in una fase iniziale di attività, l'orizzonte

²⁷ La *duration* misura la vita media residua di un portafoglio obbligazionario tenendo in considerazione anche i periodi in cui verranno corrisposte le cedole.

²⁸ E' presumibile che l'effettivo avvio delle erogazioni potrà aver luogo ancora più tardi: l'età di pensionamento di vecchiaia per il sistema pubblico (cui è legata l'erogazione delle pensioni complementari) è stata recentemente correlata con l'allungamento delle speranze di vita.

²⁹ In caso di erogazione diretta delle rendite, al raggiungimento del collocamento a riposo il fondo non dovrà liquidare l'intero montante accumulato ma solo la prima rata del trattamento.

³⁰ Qualora il titolo a cedola fissa venga detenuto sino alla scadenza non vi è alcun rischio di perdita in conto capitale dovuto a un eventuale rialzo dei tassi (il rendimento potrà semplicemente risultare inferiore a quello di mercato per il periodo in cui si manifestasse l'aumento dei tassi).

³¹ Il *turnover* di portafoglio è generalmente calcolato come rapporto tra il valore minimo degli acquisti e delle vendite effettuate in un anno e il patrimonio medio gestito.

temporale degli investimenti si estendesse a 20 anni, le scadenze annue a regime sarebbero pari solamente al 5 per cento del patrimonio; nell'immediato, a un sostanziale innalzamento della durata degli investimenti corrisponderebbe, per un periodo piuttosto lungo, l'assenza di rimborsi e, quindi, il venire meno della necessità di provvedere al reinvestimento dei fondi; in tale contesto le operazioni di acquisto di nuovi titoli dovrebbero riguardare unicamente l'investimento dei nuovi introiti contributivi.

In base ai dati disponibili, la velocità di rotazione del capitale obbligazionario amministrato risulta ben superiore a quella che sarebbe spiegata dalla limitata *duration*. Ipotizzando una *duration* pari a 3,5 anni le scadenze e quindi le operazioni di reinvestimento ogni anno dovrebbero risultare pari a circa il 30 per cento dei mezzi amministrati. L'indice di rotazione delle obbligazioni si attesta invece su valori superiori al 100 per cento annuo sia per i fondi pensione aperti che per i fondi pensione negoziali (valore del tutto analogo a quello che si rileva per i fondi comuni italiani). Ciò significa che nel giro di un anno tutto il capitale gestito viene "ruotato" attraverso operazioni di acquisto e vendita. Si tratta di una modalità gestionale più simile a quella che ci si attenderebbe da investitori caratterizzati da un'ottica di breve periodo, piuttosto che da istituzioni che, per la natura degli obiettivi perseguiti, dovrebbero operare guardando al lungo periodo.

I fondi pensione anglosassoni investono in azioni una quota doppia rispetto a quelli italiani (circa il 50 per cento) e ciò aumenta la durata media degli investimenti; è inoltre da considerare che la velocità di rotazione del capitale azionario è pari a meno della metà rispetto al valore rilevato in Italia. In base ai limitati dati disponibili anche la *duration* degli investimenti obbligazionari è molto maggiore di quella dei fondi italiani. Nei paesi anglosassoni si osserva una stretta correlazione tra la *duration* delle attività e quella delle passività; quest'ultima, in base ad alcuni campioni di fondi analizzati da una primaria società di consulenza internazionale, nella fase di avvio (situazione analoga a quella dei fondi pensione italiani di nuova istituzione) è compresa tra 17 e 20 anni.

Tav. 3.2

Fondi pensione di nuova istituzione. Tasso di rotazione del capitale investito (*turnover*).
(valori percentuali)

	2006	2007	2008	2009	2010
Fondi pensione negoziali					
Titoli di debito	103,6	113,6	144,7	99,2	129,0
Titoli di capitale	128,2	182,4	152,2	115,8	143,9
OICR ⁽¹⁾	42,6	56,1	67,1	74,1	79,2
Totale	101,3	119,1	133,8	95,5	122,2
Fondi pensione aperti					
Titoli di debito	125,6	123,7	143,1	105,7	101,2
Titoli di capitale	107,0	186,1	195,5	154,9	187,2
OICR ⁽¹⁾	77,7	57,1	74,1	55,2	58,1
Totale	101,7	114,2	128,6	98,3	105,7

(1) I dati sono riferiti alle operazioni di acquisto e di vendita di quote di OICR; essi non tengono pertanto conto della movimentazione di mezzi finanziari effettuata dagli OICR.

Se si esamina la tipologia delle attività finanziarie, si può notare come la velocità di rotazione sia più ampia per i titoli azionari rispetto a quelli obbligazionari; i mercati azionari offrono infatti maggiori possibilità di realizzare guadagni in conto capitale attraverso operazioni di acquisto e vendita basate sulle analisi delle prospettive di espansione delle aziende emittenti.

A livello internazionale la velocità di rotazione dei capitali amministrati risulta inferiore rispetto a quella rilevata nel nostro Paese; negli Stati Uniti, per i fondi pensione e per i fondi comuni di investimento essa è pari a meno della metà del valore indicato per i fondi italiani; per i titoli azionari è pari al 60 per cento, oltre che per i fondi pensione, anche per i fondi comuni; la velocità di rotazione del capitale per i titoli obbligazionari è pari al 30 per cento. Negli Stati Uniti gran parte dei fondi pensione investono i mezzi disponibili nell'acquisto di quote dei fondi comuni. In base alle informazioni disponibili, i fondi pensione statunitensi migliori concentrano gli investimenti nell'acquisto di quote di fondi comuni caratterizzati da una velocità di rotazione inferiore alla media.

Dall'insieme delle osservazioni avanzate deriva che la *duration* e quindi la velocità di rotazione del capitale debbono essere il frutto di una scelta "consapevole" del consiglio di amministrazione dei fondi che deve essere strettamente legata alla lunghezza del periodo di maturazione degli impegni; tali parametri dovrebbero essere oggetto di idonee valutazioni *ex ante* e di precise misurazioni *ex post*. A tal fine la COVIP proporrà che nel documento sulla politica di investimento del fondo debbano essere indicate anche la *duration* del capitale investito e una misura attesa di *turnover* (o un limite massimo), da riportare nelle convenzioni di gestione³².

Un'elevata velocità di rotazione del capitale genera rilevanti costi di negoziazione che si riflettono sul rendimento netto degli investimenti. Nei bilanci dei fondi la contabilizzazione di questi oneri riguarda quasi esclusivamente le commissioni relative all'acquisto e alla vendita dei titoli di capitale. In gran parte dei casi non vengono esplicitati i costi di negoziazione delle obbligazioni che sono usualmente inglobati nel divario tra i prezzi dei titoli addebitati/accreditati ai fondi e quelli spuntati sul mercato dall'intermediario. La contabilizzazione solamente parziale di questi oneri non ne rende agevole una esatta quantificazione. Il problema interessa anche i mercati più evoluti: il *TER* (*Total expense ratio*), il principale indicatore dell'onerosità dei fondi a livello mondiale, non tiene conto degli oneri di negoziazione.

In base alle rilevazioni effettuate a livello internazionale e alle stime che è possibile effettuare sulla base delle limitate indicazioni disponibili per l'Italia (tra i quali l'attuale *turnover*) l'insieme dei costi di transazione (inclusi quelli impliciti nei prezzi di acquisto e vendita) si può stimare in media pari allo 0,2-0,3 per cento del patrimonio amministrato. Per una valutazione complessiva dei costi di natura finanziaria per i fondi

³² In tale ambito andrebbe valutata l'opportunità di gestire le risorse attraverso strumenti finanziari (vedi OICR) il cui *turnover* potrebbe essere incompatibile con quello atteso.

pensione negoziali, agli oneri di negoziazione si devono aggiungere quelli relativi al compenso dovuto ai gestori finanziari e alla banca depositaria, valutabili nel complesso in ulteriori 0,2 punti percentuali del patrimonio.

In linea teorica l'obiettivo di un'elevata velocità di rotazione del capitale dovrebbe essere quello di innalzare il tasso di rendimento, per effetto dei guadagni in conto capitale che dovrebbero scaturire dalle operazioni di acquisto e di vendita; i costi di transazione dovrebbero essere più che compensati dagli *extra*-rendimenti realizzati. Questa ipotesi non sembra però essere suffragata dai dati disponibili.

Ex ante sembrerebbe inoltre logico che a un'elevata velocità di rotazione del capitale debba associarsi un alto valore della rischiosità relativa del portafoglio (nelle gestioni a *benchmark* misurata dalla *TEV*³³). Tale risultato potrebbe non realizzarsi solamente nel caso in cui il valore del rischio assunto con le singole operazioni fosse molto modesto. In base ai dati disponibili sembrerebbe che il rischio unitario in effetti sia limitato: nonostante l'alta velocità di rotazione del capitale, la *TEV* osservata nelle gestioni dei fondi pensione negoziali e in quelli aperti è infatti contenuta. Nel periodo 2006-2010 essa è risultata pari allo 0,5 per cento annuo per i fondi pensione negoziali (per questi l'indicatore risulta spesso inferiore al limite consentito dalle convenzioni). Per i fondi aperti la *TEV* risulta pari all'1,3 per cento.

L'elevato *turnover* e la bassa *TEV* sono sintomi di una limitata efficienza della gestione finanziaria: tali indicatori sembrano configurare uno stile di gestione volto a replicare l'andamento dei mercati di riferimento (quindi simile a quello delle gestioni passive) con oneri di transazione elevati (caratteristici delle gestioni attive).

Il confronto dei rendimenti conseguiti nel medio periodo dai fondi pensione con il *benchmark* conferma tale situazione. Negli ultimi 5 anni, sia per i fondi pensione negoziali sia per i fondi aperti, il rendimento medio annuo composto al lordo della fiscalità e degli oneri di gestione³⁴ e al netto di quelli di transazione è risultato di poco inferiore (0,3 per cento per i fondi pensione negoziali e 0,1 per i fondi aperti) al valore del *benchmark* inclusivo dei dividendi sulle azioni e delle cedole sulle obbligazioni, ovvero al rendimento dei mercati di riferimento. I rendimenti, al netto di tutti i costi finanziari (sia di quelli contabilizzati con esattezza sia di quelli inglobati nei differenziali di prezzo dei titoli) e amministrativi, risultano in media inferiori a quelli dei rispettivi mercati (0,4 per cento per i fondi pensione negoziali e 1,1 per cento per i fondi pensione aperti). La situazione per i fondi pensione aperti è meno favorevole unicamente in relazione alla maggiore rilevanza dei costi, da ricondurre soprattutto al servizio di collocamento di tipo personalizzato offerto all'aderente.

³³ La *TEV*, *Tracking error volatility*, è l'indice che misura il grado di fedeltà della gestione rispetto al *benchmark*; è calcolata come scarto quadratico medio annualizzato delle differenze dei rendimenti lordi mensili tra portafoglio gestito e *benchmark*.

³⁴ Per i fondi pensione negoziali si tratta delle commissioni corrisposte ai gestori finanziari e alla banca depositaria; per i fondi pensione aperti della commissione di gestione annua in percentuale sul patrimonio.

In sostanza, nel periodo esaminato, con la rapida rotazione del capitale il sistema non è riuscito ad ottenere *extra*-rendimenti in grado di compensarne i costi.

Se oltre ai risultati in termini di tasso si esaminano anche quelli in termini di *TEV*, emerge una scarsa capacità del sistema a generare combinazioni rischio-rendimento efficienti. Rapportando gli *extra*-rendimenti (peraltro anche se di poco negativi) al grado di rischio assunto (misurato dalla *TEV*), come rilevato molto contenuta per i fondi pensione negoziali ma limitata anche per i fondi aperti, si può calcolare il cosiddetto *information ratio*³⁵: un valore positivo elevato indica un'alta efficienza; al contrario, un valore negativo elevato è sintomo di scarsa efficienza.

Tav. 3.3

Fondi pensione di nuova istituzione. Rendimenti e rischi nel periodo 2006-2010.

(valori percentuali)

	Fondi pensione negoziali	Fondi pensione aperti
Rendimento ⁽¹⁾		
- rendimento lordo dei fondi ⁽²⁾	2,5	1,5
- rendimento lordo <i>benchmark</i> con dividendi e cedole ⁽³⁾	2,8	1,6
- rendimento netto dei fondi	2,1	0,3
- rendimento netto <i>benchmark</i> con dividendi e cedole ⁽⁴⁾	2,5	1,4
<i>Tracking error volatility</i> ⁽⁵⁾	0,5	1,3

(1) Rendimento medio annuo composto.

(2) Rendimento calcolato a partire dal rendimento netto, misurato dall'incremento del valore della quota nel corso di un determinato periodo, incrementato della fiscalità (11 per cento) e: a) per i fondi pensione negoziali, delle commissioni corrisposte ai gestori finanziari e alla banca depositaria (0,2 per cento annuo); b) per i fondi pensione aperti, del valore dell'ISC a 35 anni, considerato quale *proxy* della commissione di gestione in percentuale del patrimonio, neutralizzato dell'effetto fiscale.

Tale rendimento è al netto degli oneri di negoziazione (commissioni di intermediazione e differenziale denaro/lettera).

(3) Rendimento calcolato: a) per i fondi pensione negoziali, a partire dal rendimento medio annuo composto del *benchmark* comunicato dai fondi incrementato dello 0,2 per cento annuo (che tiene conto del fatto che il 40 per cento degli indicatori azionari attualmente utilizzati è senza dividendi); b) per i fondi pensione aperti, sostituendo la versione *price* degli indicatori azionari, basata sulle variazioni di prezzo e che risulta quella attualmente più utilizzata dai fondi, con la versione *total return*, che include i dividendi.

Sulla base dell'andamento degli indici azionari maggiormente rappresentativi, si stima che nel periodo considerato l'impatto dei dividendi sul rendimento di un indice azionario di tipo *price* sia stato dell'ordine del 2 per cento annuo.

(4) Rendimento calcolato al netto dell'imposta sostitutiva.

(5) Deviazione standard annualizzata delle differenze mensili tra il rendimento lordo dei fondi e quello del *benchmark*.

Sui mercati dei paesi avanzati la situazione sembrerebbe migliore. Negli Stati Uniti i fondi pensione sembrano in grado di realizzare rendimenti lordi superiori a quelli dei mercati di riferimento. I rendimenti netti risultano inferiori a quelli di mercato: anche in questo paese i costi dell'attività di investimento superano cioè l'*extra*-rendimento realizzato per effetto delle operazioni di acquisto e vendita. La situazione

³⁵ L'*information ratio* è il rapporto tra l'*extra*-rendimento realizzato nel periodo considerato (differenza tra il rendimento medio annuo composto della gestione e il rendimento medio annuo composto del *benchmark*) e la *tracking error volatility* (la volatilità annua delle differenze di rendimento tra portafoglio gestito e *benchmark*). Tale indicatore è una variante del più noto indice di Sharpe (l'*information ratio* considera il *benchmark* al posto dell'attività *risk-free* che viene utilizzata nell'indice di Sharpe)

risulta più negativa per i fondi comuni per i quali sia i rendimenti lordi sia quelli netti risultano inferiori a quelli dei mercati di riferimento. Il più favorevole risultato conseguito negli Stati Uniti dai fondi pensione sembra trovare giustificazione nella loro capacità di scegliere i fondi comuni migliori in cui investire le risorse disponibili (essi investono cifre importanti in questi organismi) e/o di far pesare la rilevanza dei fondi amministrati rispetto ai normali acquirenti di quote.

In conclusione, dal punto di vista dei rischi assunti, il tipo di gestione utilizzata dai fondi italiani sembrerebbe simile a quello che caratterizza una gestione prevalentemente passiva; si rileva però un'elevata velocità di rotazione del capitale cui corrispondono costi di negoziazione rilevanti assimilabili a quelli delle gestioni attive. La metodologia di gestione utilizzata sembra analoga a quella che caratterizza l'operato dei fondi comuni che sono destinati a essere immessi sul mercato al dettaglio, caratterizzati da ottiche di investimento di breve periodo.

È necessario che gli organi interessati dal processo di investimento esplichino con efficacia i rispettivi ruoli ispirandosi ai seguenti principi: i consigli di amministrazione, con l'eventuale ausilio degli *advisor*, dovrebbero compiere scelte oculate sullo stile di gestione (attiva, passiva o appropriato *mix* delle due) da seguire nell'attività di investimento. Andrebbero specificate tutte le caratteristiche che rilevano per garantire la stabilità dei fondi e la redditività degli investimenti (*duration*, *turnover*, *VaR*, *TEV*, *benchmark* inclusivo di dividendi e cedole, ecc.). I fondi si dovrebbero inoltre attrezzare per seguire e verificare con attenzione i risultati conseguiti dai gestori. Questi ultimi, nell'ambito della loro autonomia, occorre che diano scrupolosa attuazione alle direttive contenute nelle convenzioni e che limitino le operazioni di acquisto e vendita ai casi in cui è ragionevole attendersi un *extra*-rendimento.

Sembra dunque auspicabile che una quota rilevante del patrimonio sia gestita secondo uno stile passivo ma riducendo la velocità di rotazione del capitale (attraverso un allungamento della *duration* degli investimenti obbligazionari e una contrazione dell'ammontare delle operazioni di acquisto e vendita volte a trarre profitto dalle fluttuazioni dei prezzi); in tal modo si ridurrebbero conseguentemente i costi di negoziazione. La parte rimanente del patrimonio potrebbe essere gestita in modo attivo, continuando però a seguire un'ottica di investimento di lungo periodo: i rischi unitari potrebbero essere apprezzati sulla base di analisi approfondite delle aziende interessate (ai minori oneri di negoziazione potrebbe contrapporsi un aumento della remunerazione della gestione da destinare agli studi da compiere).

3.1.4 La valutazione della solidità patrimoniale dei fondi pensione preesistenti

La COVIP segue da tempo con attenzione la situazione patrimoniale dei fondi pensione preesistenti che coprono direttamente rischi demografici, vale a dire i fondi a prestazione definita o a contribuzione definita e con erogazione diretta delle rendite. Tra questi, particolare rilevanza è data, nello svolgimento dell'attività di vigilanza, ai fondi autonomi, cioè a quelli costituiti come soggetti distinti dalle aziende istitutrici; ciò in ragione del livello di rischiosità che può essere loro associato.

Nel complesso, i fondi autonomi che coprono rischi attuariali costituiscono, alla fine del 2010, circa il 15 per cento del totale dei fondi pensione preesistenti, pari a quasi il 36 per cento in termini di iscritti e il 29 per cento in termini di risorse destinate alle prestazioni.

In base ai dati trasmessi, la situazione patrimoniale di una parte dei fondi preesistenti presenta aspetti problematici. Il patrimonio di questi fondi appare inadeguato a coprire le riserve tecniche da detenere a copertura degli impegni assunti, in relazione anche agli effetti della crisi finanziaria. La situazione richiede particolare attenzione soprattutto nei fondi in cui non esiste una garanzia dell'azienda di appartenenza degli aderenti.

In alcuni casi si rilevano squilibri considerevoli tra l'entità del patrimonio e le riserve tecniche; ciò, nonostante i tassi di attualizzazione utilizzati nel calcolo delle riserve matematiche risultino superiori ai rendimenti dei fondi amministrati realizzati nell'ultimo quinquennio. Si tratta di casi limitati in termini di numero dei fondi interessati ma di dimensioni rilevanti in termini di iscritti e di risorse gestite.

Alle incertezze connesse con i tassi di attualizzazione utilizzati, in alcuni casi si aggiungono quelle che scaturiscono dall'utilizzo da parte degli attuari delle tavole di mortalità dell'ISTAT che sottostimano l'effettiva sopravvivenza dei pensionati, in quanto riferite a individui contemporanei – e non a generazioni di individui – e relative ad anni antecedenti a quelli in cui il calcolo viene effettuato.

Qualora i calcoli venissero effettuati utilizzando rendimenti pari a quelli realizzati nel passato e le speranze di vita fossero corrette per tenere conto degli andamenti in atto, il patrimonio diverrebbe ancora più inadeguato a far fronte agli impegni presi.

In queste situazioni la COVIP sollecita i fondi che presentano gli squilibri più rilevanti ad avviare programmi di risanamento dei piani previdenziali utilizzando tutti gli interventi che possono portare a questo risultato: aumenti dei contributi; riduzione delle prestazioni; innalzamento del rendimento realizzato attraverso l'investimento dei mezzi amministrati.

Nei casi in cui le prestazioni sono garantite dai datori di lavoro, è necessario che essi prendano atto della necessità di provvedere all'integrazione dei mezzi finanziari del fondo con opportuni stanziamenti di bilancio. Nei casi in cui non sussiste alcuna garanzia l'esigenza di una correzione risulta pressante.

Nell'ambito dell'azione correttiva va anzitutto verificata la possibilità di innalzare il rendimento dai livelli sperimentati nel passato a quelli osservati sui mercati di riferimento. Per conseguire risultati apprezzabili in questa direzione sono necessari un attento ripensamento delle strategie di investimento e una ristrutturazione del patrimonio amministrato.

La COVIP si riserva di esaminare l'attendibilità dei mutamenti proposti e di verificarne la realizzazione; nel caso l'azione programmata non risultasse idonea allo scopo, ovvero la sua attuazione non raggiungesse i risultati stabiliti, sarà necessario accentuare la correzione sugli altri versanti (aumenti dei contributi e/o riduzione delle prestazioni).

Ritardi nell'attuazione nell'aumento dei contributi e/o nella riduzione delle prestazioni produrrebbero un aumento degli squilibri e quindi renderebbero necessari interventi di entità ancora più ampia su generazioni di beneficiari numericamente sempre più limitate. Dal rinvio delle azioni correttive scaturirebbero sperequazioni di trattamento tra le varie generazioni di lavoratori ancor più ampie e quindi socialmente inaccettabili.

3.1.5 Le sanzioni

L'accrescimento dell'efficacia dell'attività di vigilanza comporta talvolta il ricorso alle sanzioni amministrative. L'esperienza maturata in questi anni, successivi alla messa a punto del relativo apparato normativo, ha portato a utilizzare lo strumento sanzionatorio, per molti aspetti delicato e complesso, soprattutto in funzione rafforzativa degli interventi di vigilanza disposti nei confronti dei fondi e dei responsabili, interventi che sono volti a favorire il superamento delle difficoltà riscontrate. In tale ottica, i procedimenti sanzionatori hanno riguardato situazioni che, per il loro potenziale impatto e/o per la gravità delle conseguenze riscontrate, sono state ritenute rilevanti sotto il profilo dell'affidabilità complessiva del fondo.

Tra le aree di criticità, per le quali si è reso necessario ricorrere allo strumento sanzionatorio, vi è in primo luogo quella operativa. Come accennato, le disfunzioni organizzative riguardano soprattutto i ritardi, significativi e reiterati, con i quali

vengono definite le richieste degli iscritti per il trasferimento e il riscatto delle posizioni individuali.

Le difficoltà che i fondi incontrano nel rispettare le procedure (ad esempio con riferimento alla verifica della sussistenza dei requisiti di legge in capo a consiglieri, sindaci e responsabile) e nel soddisfare con regolarità gli adempimenti informativi richiesti dalla COVIP sono in casi non marginali risultate frutto di un assetto organizzativo inadeguato. Nelle situazioni più gravi, ciò ha dato luogo all'avvio di procedimenti sanzionatori.

Altra area per la quale i rischi hanno assunto rilevanza tale da rendere opportuno l'apertura di procedimenti sanzionatori è quella della gestione della forma pensionistica sia per quanto riguarda le informazioni rese in fase di adesione sia sotto il profilo della capacità di verificare il rispetto delle regole che disciplinano la raccolta delle adesioni.

Attenta riflessione è stata riservata alla quantificazione delle sanzioni, nel rispetto dei criteri e delle misure previste dalla normativa primaria.

La COVIP ha proceduto all'individuazione di regole basate sulla gravità della sanzione, apprezzata di volta in volta in relazione all'intensità del dolo o della colpa, alla potenzialità lesiva dell'interesse protetto e del vantaggio che l'infrazione può recare al soggetto sanzionando o alla persona nel cui interesse egli agisce. Vengono altresì considerati fattori di ponderazione (aggravanti/attenuanti), come, ad esempio, specifiche qualità personali del soggetto sanzionando o l'opera dallo stesso svolta per eliminare o attenuare le conseguenze della violazione. Nel corso dell'anno la Commissione ha ritenuto opportuno pubblicare una Guida esplicativa in tema di procedimenti sanzionatori, destinata agli operatori del settore (*cfr. infra paragrafo 3.4*).

3.1.6 L'approccio *risk-based*

Tenendo conto delle esperienze fin qui maturate, nel corso dell'anno è stato dato concreto avvio all'attuazione del progetto di ridefinizione della strategia di vigilanza della COVIP sulla base dell'approccio *risk-based*, richiamato nel paragrafo 3.1.1.

Si sono identificati i fattori di rischio che possono pregiudicare il mantenimento della promessa previdenziale.

Coerentemente con quanto detto in precedenza circa le problematiche emerse nel corso dell'attività di vigilanza sono state individuate alcune macro categorie di rischio, riconducibili ai principali profili gestionali di una forma pensionistica complementare:

- il rischio di *governance*;
- il rischio operativo;
- il rischio informativo nei confronti degli iscritti;
- il rischio di condotta scorretta;
- il rischio di costi elevati;
- il rischio di investimento;
- il rischio di squilibrio attuariale.

Il rischio di *governance* concerne l'insieme delle attività volte ad indirizzare e gestire la forma pensionistica sotto i profili: della definizione delle linee strategiche; dell'articolazione dei poteri nelle linee decisionali; dell'attività degli organi e della loro capacità di attuare le politiche organizzative; della struttura organizzativa; delle modalità di gestione di situazioni di conflitto di interessi.

Il rischio operativo riguarda l'attività della forma pensionistica, avendo a riferimento i diversi processi amministrativi (vengono considerati i processi intesi nella loro interezza, indipendentemente dalla circostanza che la gestione di talune delle attività sia o meno conferita all'esterno della forma pensionistica).

Per i rischi informativi, di condotta e di costi elevati vengono assunti a riferimento, come relativi ambiti di attività: il comportamento degli operatori nella fase del collocamento (sotto il profilo della capacità della forma pensionistica di monitorare il rispetto delle regole che disciplinano la raccolta delle adesioni); le informazioni rese agli aderenti (sia in fase di adesione, sia nel corso del rapporto di partecipazione); l'onerosità della forma. L'analisi ricomprende in quest'area anche i rischi legati all'inadeguatezza delle prestazioni previdenziali dovuta a insufficienza di versamenti contributivi e/o di montante accumulato.

Il rischio di investimento considera sia la fase di definizione delle politiche da attuare (per i profili di chiarezza nella definizione delle stesse, complessità del processo, adeguatezza della funzione di *risk management*) sia la fase di impiego delle attività finanziarie (rischio di concentrazione, di mercato, di eccessivo *turnover* del portafoglio, ecc.).

Il rischio di squilibrio attuariale, che rileva per i fondi pensione a prestazione definita e a contribuzione definita con erogazione diretta delle rendite, sussiste in quanto le attività a disposizione della forma possono risultare insufficienti rispetto agli impegni assunti.

A partire da tali fattori è stato elaborato un modello di *screening* il cui scopo è quello di esprimere prime valutazioni circa il grado di esposizione di tutte le forme

pensionistiche ai rischi rappresentati, utilizzando indicatori di tipo qualitativo o quantitativo ricavabili automaticamente.

Il modello prevede che, per ciascuno dei suddetti indicatori, a seconda del valore che assumono, venga assegnato un punteggio da 1 a 4; i punteggi vengono poi via via aggregati – secondo un sistema di pesi – per sub-fattore, fattore e macro-categoria, fino ad attribuire alla forma pensionistica un punteggio complessivo.

Le forme pensionistiche che raggiungono livelli di rischiosità ritenuti significativi in base al modello descritto sono quelle sulle quali concentrare l'attenzione dell'attività di vigilanza.

Il modello è in fase di verifica; si sta cercando di misurare la rilevanza dei vari fattori di rischio.

Nel prosieguo dei lavori è prevista la definizione di un percorso per riorganizzare, sempre secondo una logica di tipo *risk-based*, le analisi di vigilanza da svolgere sulle forme pensionistiche identificate come potenzialmente problematiche.

L'impostazione di questo secondo stadio di analisi dovrebbe avvenire in modo da assicurare una sostanziale continuità rispetto al modello di *screening*, andando a verificare o compensare quegli aspetti che il modello automatizzato non è in grado di cogliere, o è in grado di cogliere solo in forma indiziaria.

Particolare importanza riveste in tale ambito la definizione delle metodologie di analisi di vigilanza, sia cartolare sia ispettiva; pur mantenendo i necessari elementi di flessibilità, queste dovranno risultare standardizzate, omogenee e in grado di tener conto delle specificità che accompagnano ciascuna tipologia di forma pensionistica complementare vigilata.

Una volta definito il progetto, la Commissione lo sottoporrà alla valutazione degli operatori.

Contestualmente al progetto di ridefinizione delle strategie di vigilanza, la Commissione ha avviato la revisione dell'assetto delle segnalazioni periodiche i cui schemi, predisposti prima della riforma della previdenza complementare di cui al Decreto lgs. 252/2005, sono ormai obsoleti.

Non si era ritenuto di intervenire su detti schemi immediatamente dopo l'entrata in vigore della riforma per consentire alla disciplina di consolidarsi e per non costringere i soggetti segnalanti – in un momento impegnativo – a modificare le procedure automatiche predisposte per la produzione dei dati. Si era preferito affiancare alle segnalazioni in essere una richiesta di informazioni aggiuntive.

L'attuale assetto delle segnalazioni prevede, per i fondi pensione di nuova istituzione, un flusso di informazioni ordinarie mensile (limitato a poche variabili principali) e uno trimestrale (relativo a un insieme ampio di dati attinenti a vari aspetti dell'attività del fondo). A questi si affianca un flusso di informazioni integrative, rilevate annualmente, che riguarda aspetti introdotti con la riforma. Per i fondi pensione preesistenti è invece prevista un'unica segnalazione annuale, i cui contenuti sono stati progressivamente ampliati e sempre più assimilati a quelli dei fondi pensione di nuova istituzione.

La presenza di flussi informativi eterogenei crea difficoltà di gestione per i profili sia amministrativi (verifica della trasmissione, solleciti, caricamento dei dati, contatti con i soggetti vigilati, ecc.), sia di coerenza dei dati trasmessi (per armonizzare le diverse fonti segnaletiche).

Il processo di revisione delle segnalazioni mira a razionalizzarne la struttura e a privilegiare la trasmissione dei dati in via ordinaria. A tale scopo è stato costituito un tavolo tecnico, coordinato dalla COVIP e composto, oltre che dal personale della Commissione, dalle principali associazioni di rappresentanza degli operatori.

I lavori sono stati avviati all'inizio dell'estate 2010; nella prima fase hanno riguardato prevalentemente le segnalazioni delle caratteristiche socio-demografiche degli iscritti e i profili comportamentali degli stessi.

Il gruppo di lavoro, partendo dagli attuali schemi di segnalazione e dalle nuove esigenze emerse, ha identificato le informazioni di possibile interesse (potenzialmente oggetto di rilevazione); ha anche effettuato una ricognizione di quelle già presenti negli archivi degli operatori e delle altre che possono essere introdotte, valutando le relative difficoltà. E' stata così ottenuta una "mappa" sufficientemente esaustiva della situazione esistente.

I lavori del tavolo tecnico sono continuati con l'analisi delle informazioni di tipo economico, patrimoniale e finanziario. Quelle finanziarie da richiedere terranno conto di quanto verrà previsto, in merito agli investimenti dei fondi pensione, dall'eventuale nuovo decreto del Ministro dell'Economia e delle Finanze.

Il tavolo tecnico si occupa non soltanto dei profili relativi all'architettura e ai contenuti delle segnalazioni, ma anche di quelli inerenti alle modalità tecniche di compilazione e trasmissione. L'aspetto tecnologico costituisce un elemento indispensabile per la corretta funzionalità dell'intero processo di acquisizione-gestione-elaborazione delle segnalazioni. In materia si è deciso di costituire un gruppo ristretto con alcuni operatori e *service* amministrativi, per sperimentare le soluzioni informatiche che la COVIP ha intenzione di adottare.

3.2 Rendimenti e rischio in una prospettiva di lungo periodo

Il tema del rischio di lungo periodo costituisce un argomento rilevante per i fondi pensione, in quanto si riflette su aspetti particolarmente significativi (politiche di investimento, strutturazione del fondo in comparti, definizione di percorsi *life-cycle*, scelte degli individui in relazione alle proprie esigenze, ecc.).

Ci sono alcune elaborazioni concernenti la misurazione e la rappresentazione del rischio nel breve periodo (ad esempio: *VaR*, scenari probabilistici, ecc.), ma difficilmente si riscontrano analisi analoghe riferite al lungo periodo. La Commissione ha ritenuto opportuno approfondire questa tematica partendo dall'esame delle serie storiche relative all'andamento dei mercati finanziari dei principali paesi avanzati³⁶, pur nella consapevolezza che la valenza informativa dei dati storici può essere inficiata dai cambiamenti di rilievo che intervengono nel lungo periodo.

Questi approfondimenti assumono particolare valenza anche con riferimento alla possibilità di intervenire sul "Progetto esemplificativo: Stima della pensione complementare", entrato in vigore nel gennaio 2008. Le disposizioni vigenti richiedono ai fondi di fornire una stima della prestazione che l'iscritto potrà ricevere al momento del pensionamento, da effettuare secondo una metodologia comune e sulla base di alcune ipotesi definite dalla COVIP. Attualmente per i rendimenti dei vari strumenti vengono forniti valori puntuali³⁷: la proiezione che ne deriva è "deterministica"; non consente pertanto una valutazione dei relativi margini di incertezza.

Il grado di incertezza dei risultati esposti risulta più o meno ampio, in relazione al grado di variabilità dei parametri utilizzati; da qui la necessità di incorporare nelle disposizioni una modalità per rappresentare tale incertezza³⁸.

Prima di dare sinteticamente conto delle analisi svolte, è opportuno chiarire che cosa si intende per rischio.

³⁶ La banca dati utilizzata è quella di Dimson, Marsh e Staunton (DMS). Si tratta di una banca dati curata dagli autori del volume "Triumph of the Optimists. 101 Years of Global Investment Returns" (pubblicato nel 2002 dalla Princeton University Press) e in genere utilizzata per studi analoghi. La banca dati contiene le serie storiche annuali dei rendimenti azionari e obbligazionari di tipo *total return* (comprensivi, pertanto, del reinvestimento delle cedole e dei dividendi), dei tassi di inflazione e dei tassi di cambio. Il periodo coperto va dal 1900 al 2009 (110 anni) e le serie riguardano 19 tra i principali Paesi su base mondiale.

³⁷ Il rendimento da utilizzare per rivalutare i versamenti, che va calcolato in base alla composizione del portafoglio prevista dalla politica di investimento del fondo. In particolare, il rendimento reale dei titoli obbligazionari è fissato al 2 per cento, quello dei titoli azionari al 4 per cento; il tasso di inflazione è ipotizzato pari al 2 per cento. Il rendimento da utilizzare è una combinazione lineare di questi, basata sulla percentuale di titoli azionari e obbligazionari indicata nel *benchmark* stabilito per la gestione.

³⁸ Nelle disposizioni vigenti è previsto l'inserimento di una avvertenza che spieghi che la posizione individuale effettivamente maturata è soggetta a variazioni in conseguenza della variabilità dei rendimenti e che essa nel breve periodo è tanto maggiore quanto più ampia è la componente azionaria. E' inoltre previsto che le forme pensionistiche complementari possano sviluppare modalità di rappresentazione del rischio, indicando le ipotesi alla base di tale rappresentazione.

Il concetto di rischio è generalmente identificato con la variabilità; più i risultati di un investimento sono mutevoli, più l'investimento viene considerato rischioso: il risultato di quest'ultimo può scostarsi in misura più o meno rilevante dal valore medio.

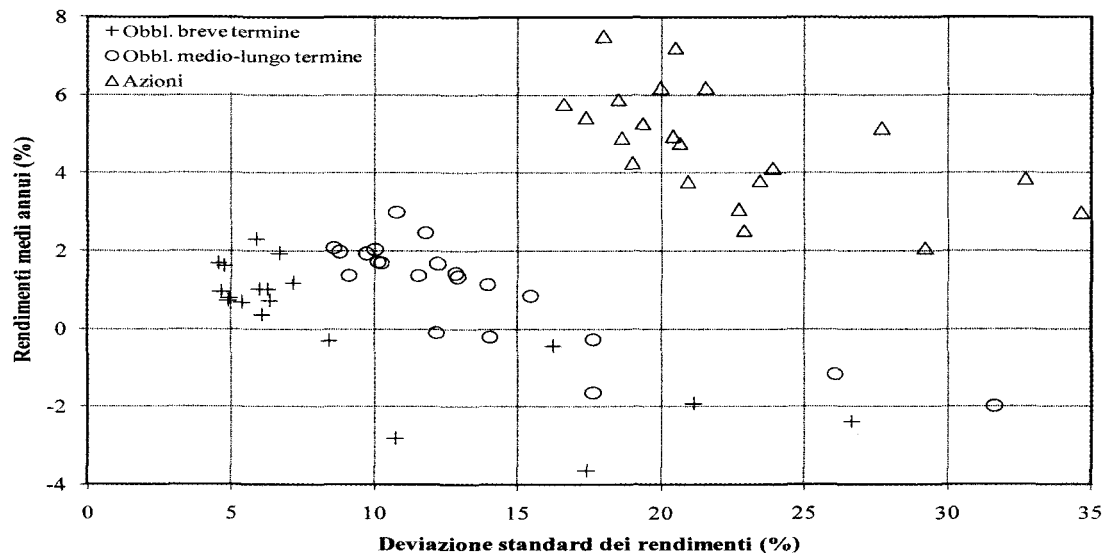
Un altro aspetto da considerare nel valutare l'investimento, strettamente legato alla variabilità, è il rischio della perdita massima che da esso può derivare: l'individuo deve verificare che l'ammontare sia per lui sopportabile. Nel decidere l'investimento egli dovrà tener conto, oltre che della probabilità di uno scostamento contenuto dal risultato medio, anche della probabilità di subire una perdita superiore a quella che è disposto a sostenere.

I dati empirici confermano la relazione rischio-rendimento ipotizzata nella letteratura finanziaria: gli strumenti più rischiosi (in termini di variabilità annua dei rendimenti) sono anche quelli che, nei 110 anni considerati, hanno reso di più.

I rendimenti annui delle azioni, pur risultando in media più elevati di quelli delle obbligazioni (sia a breve termine, sia a medio-lungo termine), presentano una variabilità decisamente superiore³⁹. In particolare, se si prende a riferimento la serie aggregata degli strumenti finanziari di tutti i paesi considerati (serie "mondo"), si può rilevare che in media le azioni hanno reso, in termini reali, il 5,4 rispetto all'1,7 per cento delle obbligazioni a medio-lungo termine; la variabilità del rendimento annuo delle azioni tuttavia è pari 17 per cento rispetto al 10 di quella delle obbligazioni.

³⁹ In linea di principio, i titoli azionari sono più rischiosi rispetto ai titoli obbligazionari. Le azioni sono quote di proprietà di un'azienda: chi le possiede partecipa al rischio di impresa. Le azioni non hanno una scadenza prestabilita e quindi il loro valore varia nel tempo, in relazione alle aspettative sulla redditività futura dell'impresa. In caso di fallimento della società, gli azionisti saranno rimborsati solo dopo aver soddisfatto tutti gli altri creditori; il possessore di titoli obbligazionari ha invece il diritto di essere soddisfatto prima dell'azionista, al pari degli altri creditori. Le obbligazioni sono titoli attestanti il diritto al rimborso di un prestito e, generalmente, hanno un interesse e una durata stabiliti a priori: l'investitore conosce in anticipo quali sono gli interessi che percepirà; se detiene i titoli in portafoglio fino alla scadenza avrà rimborsato il capitale investito; il valore del titolo obbligazionario può variare nel corso del tempo a causa di variazioni dei tassi di interesse di titoli simili e/o dell'insorgere di dubbi sulla capacità dell'emittente di assolvere, alla scadenza, i propri impegni.

Tav. 3.4

Analisi di serie finanziarie di lungo periodo. Relazione rischio-rendimento per diversi Paesi.

Fonte: Elaborazioni COVIP su dati Dimson, Marsh e Staunton.

Il rendimento medio è calcolato come media geometrica dei rendimenti reali di ciascun anno. Il rischio è calcolato come deviazione standard dei rendimenti in termini logaritmici.

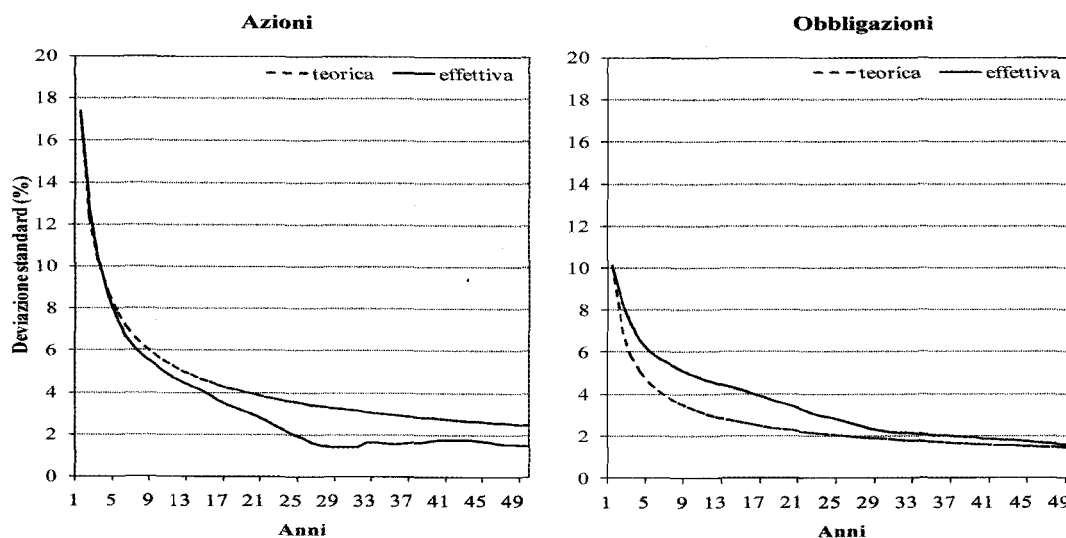
La variabilità finora presa a riferimento è quella relativa al rendimento annuo; in ragione della natura del fondo pensione di investitore di lungo periodo, è tuttavia utile calcolare la variabilità dei rendimenti riferiti a periodi più lunghi, sia delle azioni sia delle obbligazioni.

Per periodi di 40-50 anni, la variabilità dei rendimenti azionari scende al di sotto del 2 per cento; quella dei rendimenti obbligazionari, pur decrescendo anch'essa, si attesta a valori, anche se di poco, superiori a quella dei rendimenti azionari. I dati storici mostrano dunque che nel passato un investimento in azioni per un periodo sufficientemente lungo sarebbe risultato, in media, meno rischioso di un investimento in obbligazioni.

Questo risultato può sembrare, in prima istanza, sorprendente. Innanzitutto si può rilevare che, come mostra la figura, all'allungarsi del periodo di riferimento la variabilità dei rendimenti medi annui tende a ridursi, sia per le azioni sia per le obbligazioni; ciò dipende dalla compensazione tra rendimenti negativi e positivi in un arco temporale sempre più ampio.

Tav. 3.5

Analisi di serie finanziarie di lungo periodo. Variabilità dei rendimenti medi annui all'aumentare del periodo dell'investimento.



Fonte: Elaborazioni COVIP su dati Dimson, Marsh e Staunton.

La deviazione standard è calcolata sui rendimenti medi annui calcolati in termini logaritmici. La deviazione teorica è calcolata a partire dalla deviazione standard dei rendimenti annui, ipotizzando che questi ultimi siano indipendenti.

La variabilità dei rendimenti azionari calcolata sulla base dei dati storici diminuisce più velocemente di quella “teorica” calcolata nell’ipotesi che i risultati conseguiti in ciascun anno siano indipendenti da quelli degli anni precedenti⁴⁰. L’effetto di compensazione osservato nella realtà è quindi maggiore rispetto a quello che si avrebbe se i dati fossero effettivamente indipendenti: ciò è coerente con l’ipotesi che i rendimenti di lungo periodo tendano a ritornare verso un valore medio (cosiddetto effetto *mean reversion*).

La variabilità dei rendimenti delle obbligazioni ha invece un comportamento opposto: per durate inferiori ai 25 anni è più alta di quella calcolata nell’ipotesi che i rendimenti di ciascun anno siano indipendenti da quelli degli anni precedenti; per durate superiori si attesta sullo stesso livello. Ciò sembrerebbe dovuto agli *shock* inflazionistici registrati nel secolo scorso.

Da quanto appena descritto deriva che i titoli azionari, il cui rendimento di norma supera quello delle obbligazioni, all’allungarsi della durata dell’investimento diventano più convenienti anche sotto il profilo della rischiosità. E’ quindi importante analizzare che cosa è successo in occasione delle crisi più importanti dei mercati azionari.

⁴⁰ La deviazione standard teorica è calcolata a partire dalla deviazione standard dei rendimenti annuali secondo la cosiddetta regola della “radice quadrata del tempo”: $\sigma_T = \frac{\sigma_1}{\sqrt{T}}$