

pertanto comportato l'attivazione di un procedimento di approvazione da parte della Commissione.

Attualmente, 13 fondi hanno mantenuto in capo al collegio sindacale la funzione in parola, mentre 25 hanno scelto di affidarla all'esterno. Con riguardo a questi ultimi, le principali quote di mercato, pari al 32 e al 24 per cento, sono detenute da due società di revisione legale, mentre la restante parte risulta frammentata fra diversi operatori.

Nei casi in cui l'assetto ordinamentale già prevedeva l'affidamento della funzione a un revisore esterno, gli interventi sugli statuti hanno riguardato il mero adeguamento al Decreto lgs. 39/2010 (in particolare, la modifica dell'attribuzione all'organo di controllo delle funzioni propositive in ordine alla scelta e alla revoca del revisore esterno) e sono stati ricondotti nel novero degli interventi di adeguamento a sopravvenute disposizioni normative ovvero a disposizioni, istruzioni o indicazioni della COVIP, formando oggetto di mera comunicazione alla Commissione. Tale circostanza ha riguardato dieci fondi.

* * *

Nel corso del 2011, i procedimenti di approvazione di modifiche statutarie che si sono conclusi (13) e le comunicazioni di modifiche statutarie non soggette ad approvazione (10) hanno riguardato principalmente la platea dei destinatari e gli aspetti di *governance* dei fondi.

Alcuni fondi (COMETA, GOMMAPLASTICA, FONDAPI, BYBLOS, PREVIAMBIENTE e FOPEN) hanno esteso la possibilità di adesione anche ai soggetti fiscalmente a carico degli iscritti, portando così a 20 le forme pensionistiche di tipo negoziale che prevedono nei loro statuti questa opportunità.

Nel caso di FONDAPI il programma previdenziale, prima destinato esclusivamente ai lavoratori “non in prova”, è stato anche esteso a tutti i lavoratori dal momento dell’assunzione, indipendentemente dal superamento del periodo di prova. PREVIAMBIENTE ha previsto la possibilità di adesione anche per i lavoratori di un settore considerato affine (distribuzione, recapito e servizi postali). A seguito degli accordi di confluenza del fondo ARTIFOND (dipendenti delle imprese artigiane) in FONTE, quest’ultimo ha adottato la conseguente modifica statutaria. A seguito della scissione interna al Gruppo Fiat, che ha dato luogo a due gruppi distinti (Fiat S.p.A. e Fiat Industrial S.p.A.), il fondo QUADRI E CAPI FIAT ha adeguato l’area dei destinatari al nuovo assetto societario.

Le modifiche relative alla *governance* dei fondi hanno riguardato sia le modalità di funzionamento degli organi collegiali sia le attribuzioni degli stessi.

Si conferma la tendenza, già manifestatasi negli anni precedenti, alla semplificazione di alcuni aspetti, relativi alle riunioni degli organi, attraverso

l'introduzione della possibilità di convocazione tramite telefax o telegramma, in alternativa alla posta ordinaria (GOMMAPLASTICA), nonché di svolgere le adunanze del consiglio di amministrazione e del collegio dei sindaci in teleconferenza (GOMMAPLASTICA e COOPERLAVORO). In un'ottica di snellimento si collocano anche le modifiche adottate da FONDAV, che ha consentito lo svolgimento delle riunioni dell'assemblea dei delegati anche presso una sede diversa da quella legale del fondo, e da QUADRI E CAPI FIAT e BYBLOS che hanno eliminato l'obbligo di redigere il verbale delle riunioni dell'assemblea straordinaria per atto pubblico. Sono attualmente cinque i fondi negoziali che non prevedono la presenza del notaio per la verbalizzazione delle decisioni assunte dall'assemblea straordinaria.

Tra le altre variazioni che hanno riguardato gli aspetti di *governance*, si segnala la modifica adottata da FONDAV che, allo scopo di evitare le conseguenti maggiori difficoltà nel raggiungimento dei *quorum* costitutivi richiesti, ha espunto dallo statuto la previsione sulla base della quale il numero dei delegati in assemblea veniva elevato al crescere delle aziende associate e dei relativi iscritti. Sempre in relazione alla composizione degli organi, il fondo PREVEDI ha comunicato di aver diminuito da 12 a 8 il numero dei componenti il consiglio di amministrazione.

Modifiche del regime dei costi posti direttamente a carico degli aderenti sono state adottate in particolare da FONTE, che ha variato la modalità di calcolo della quota associativa passando dal prelievo in misura percentuale della retribuzione al prelievo in cifra fissa; diventano così 29 i fondi che prevedono che il costo direttamente a carico dell'iscritto sia calcolato in cifra fissa, mentre sette fondi stabiliscono un prelievo annuo in percentuale della retribuzione e solo due fondi effettuano il prelievo in percentuale della contribuzione. BYBLOS ha introdotto previsioni di spesa a carico dell'aderente collegate alle richieste di anticipazione, trasferimento e riscatto, nonché alla riallocazione della posizione individuale e del flusso contributivo; passa così a 26 il numero dei fondi che prevedono oneri per l'aderente connessi all'esercizio di prerogative individuali.

In materia di investimenti finanziari, sono state eliminate dagli statuti alcune previsioni di natura transitoria adottate in sede di adeguamento al Decreto lgs. 252/2005 e non più attuali (FONDAV e GOMMAPLASTICA); il fondo GOMMAPLASTICA ha anche introdotto la possibilità di scegliere il comparto di investimento già dal momento dell'iscrizione, eliminando la previsione che rinviava l'esercizio di tale opzione a una fase successiva all'adesione.

* * *

Nell'ambito dello svolgimento dell'attività di vigilanza la COVIP ha fornito a singoli operatori, alcuni orientamenti che, per la loro valenza generale, possono costituire utili punti di riferimento per l'intero settore.

In relazione alla possibilità per un fondo pensione negoziale di acquistare un immobile da adibire a sede legale, la Commissione ha valutato che, in via generale,

l'acquisto di un immobile per fini strumentali – che comporti quindi l'utilizzo durevole da parte del fondo, tipicamente perché adibito a sede legale o amministrativa – non incontri nell'ordinamento quei divieti che lo stesso invece pone per l'investimento immobiliare (*cfr. supra paragrafo 3.2*).

Con riferimento agli aspetti di *governance* dei fondi pensione negoziali, la Commissione ha avuto modo di esprimere le proprie valutazioni relativamente alla possibilità di derogare in via transitoria al principio dell'alternanza nella carica di Presidente del fondo, che peraltro rappresenta una regola generale per il buon funzionamento dei fondi pensione, standardizzata nello Schema di statuto deliberato dalla Commissione il 31 ottobre 2006. In particolare è stato ritenuto che il criterio possa essere derogato in presenza di specifiche e motivate esigenze, tali da indurre i fondi ad adottare differenti soluzioni che, in via eccezionale, meglio si prestano a regolare situazioni particolari. Resta in ogni caso ferma la responsabilità del fondo nel garantire gli equilibri necessari per il buon funzionamento dello stesso e dunque un appropriato livello di rappresentanza di tutti gli interessi in campo.

Nel corso dell'anno si è concluso un accertamento ispettivo, mirato all'esame dei presidi organizzativi e di *governance* adottati per il monitoraggio dei rischi finanziari nonché degli adempimenti volti al rispetto delle istruzioni emanate dalla COVIP in ordine alla trattazione dei reclami. L'accertamento si è reso necessario a seguito della ricezione di alcuni esposti riguardanti l'investimento patrimoniale delle risorse e i relativi profili di trasparenza. L'ispezione non ha individuato criticità di particolare rilievo pur evidenziando che le attività effettivamente svolte dai soggetti incaricati e le decisioni conseguentemente assunte non erano state correttamente verbalizzate.

A seguito di una precedente verifica ispettiva, il fondo interessato ha provveduto a fornire, nel corso del 2011, i chiarimenti e le informazioni richieste della Commissione, nonché ad adottare le opportune iniziative per la soluzione delle criticità rilevate, le quali hanno riguardato la complessiva strutturazione dei processi di lavoro, quali ad esempio la predisposizione del manuale operativo.

Le segnalazioni pervenute dalla banca depositaria e dai fondi sulle anomalie riscontrate relativamente al superamento dei limiti di investimento riguardano, nella maggior parte dei casi, saldi negativi dei depositi bancari, dovuti prevalentemente a ritardi nei tempi di regolamento delle operazioni, nonché la detenzione di liquidità oltre il limite del 20 per cento; il superamento di tale limite si è verificato, in alcuni casi, in occasione del conferimento delle risorse a nuovi gestori ovvero quando la durata media residua dei titoli in portafoglio risultava inferiore o uguale a 6 mesi. Gli scostamenti sono stati in generale contenuti e/o temporanei.

Ulteriori comunicazioni hanno avuto a oggetto la negoziazione di strumenti finanziari di società appartenenti al gruppo del gestore (72 per cento delle segnalazioni pervenute) e, in misura minore, di strumenti finanziari emessi da datori di lavoro tenuti alla contribuzione o dalla banca depositaria.

Il numero degli esposti pervenuti nel corso dell'anno risulta in aumento rispetto al 2010; sono stati trasmessi, infatti, 48 esposti, rispetto ai 30 ricevuti lo scorso anno, relativi a presunte irregolarità o anomalie di gestione e nei rapporti con gli iscritti.

Le segnalazioni sono state trasmesse nella maggior parte dei casi (32) direttamente dagli aderenti, mentre negli altri casi soggetti terzi (legali ovvero organizzazioni sindacali) sono stati appositamente incaricati della relativa presentazione alla COVIP, secondo le indicazioni fornite nelle Linee guida per la trattazione dei reclami.

In 14 casi, le segnalazioni trasmesse hanno avuto in primo luogo a oggetto presunte irregolarità nei versamenti contributivi, quali ritardi e omissioni ovvero problemi di riconciliazione. Si segnala in particolare il reclamo relativo al mancato versamento al fondo da parte del datore di lavoro delle quote di TFR maturate durante il periodo di Cassa integrazione guadagni straordinaria (CIGS). Sul punto, la Commissione, in ragione della numerosità dei lavoratori interessati dal medesimo esposto (circa 70) e del sempre più frequente ricorso alla CIGS nel quadro delle dinamiche del lavoro dipendente in Italia, ha ritenuto di richiamare il fondo interessato a fornire agli aderenti ogni opportuna informativa anche in ordine alle possibili iniziative da intraprendere per il recupero del TFR maturato e non versato alla forma pensionistica, con particolare riguardo alla possibilità di accesso al Fondo di garanzia istituito presso l'INPS per il recupero delle omissioni contributive nella previdenza complementare.

In 21 casi, oggetto della segnalazione sono state anomalie nelle procedure amministrative per l'erogazione dei riscatti e la liquidazione delle prestazioni ovvero per il soddisfacimento delle richieste di trasferimento della posizione individuale. Nella maggior parte delle situazioni esposte il motivo del reclamo trae origine da difficoltà operative nei rapporti con gli altri soggetti coinvolti nel procedimento, quali, ad esempio, il datore di lavoro tenuto alla contribuzione o il fondo verso il quale effettuare il trasferimento della posizione individuale maturata.

Le segnalazioni relative alle richieste di anticipazioni sono state cinque, riguardanti il ritardo nella liquidazione della prestazione ovvero i motivi del diniego opposto dal fondo all'erogazione. Sono stati inoltre segnalati tre casi di presunte violazioni degli obblighi di informativa e di trasparenza posti dalle vigenti disposizioni normative a tutela degli iscritti.

A seguito dell'entrata in vigore della regolamentazione adottata dalla COVIP per la trattazione dei reclami pervenuti alle forme pensionistiche complementari e all'adozione della relativa circolare, che ha individuato le informazioni da inviare periodicamente alla Commissione, è stato possibile delineare le principali caratteristiche del fenomeno.

I reclami pervenuti a fondi pensione negoziali nel corso del 2011 sono stati 430. Dal confronto con il numero totale di iscritti ai fondi pensione negoziali emerge

un'incidenza pari allo 0,2 per mille; di questi, la quasi totalità è stata considerata trattabile dai fondi e il 32 per cento è stato accolto.

Con riferimento al periodo aprile-dicembre 2011, la maggior parte dei reclami trattabili (69 per cento) è risultata ascrivibile a problematiche nella gestione amministrativa e solo il 13 ha riguardato l'area della trasparenza. Circa l'80 per cento dei reclami è stato trasmesso direttamente dagli iscritti.

La ripartizione dei reclami per aree di attività rispecchia in termini percentuali la distribuzione degli esposti pervenuti a COVIP, classificabili per il 70 per cento, come problematiche relative alla gestione amministrativa e, per il 13, come rientranti in ambiti attinenti alla trasparenza.

Nel corso dell'anno si sono conclusi due procedimenti sanzionatori, avviati nel 2010, nei confronti degli esponenti di altrettanti fondi negoziali. In un caso il procedimento si è concluso con l'archiviazione per tutti i soggetti destinatari delle contestazioni, essendo stati forniti elementi informativi e documentali che hanno consentito di effettuare una riconsiderazione dei comportamenti oggetto di contestazione, sotto il profilo della legittimità degli stessi; nell'altro caso, si è proceduto all'irrogazione di sanzioni amministrative nei confronti del responsabile del fondo e del fondo stesso, quale soggetto obbligato in solido.

* * *

Nel 2011 gli oneri complessivamente sostenuti dai fondi pensione negoziali ammontano a circa 79 milioni di euro (rispetto agli 81 dell'anno precedente): 37 milioni sono relativi alla gestione finanziaria (tre milioni in meno rispetto al 2010) e 42 alla gestione amministrativa (un milione in più rispetto all'anno precedente).

Gli oneri della gestione finanziaria sono diminuiti in quanto si sono ridotte le commissioni di *overperformance*.

Tav. 4.9

Fondi pensione negoziali. Oneri di gestione.⁽¹⁾
(importi in milioni di euro; valori percentuali sul patrimonio a fine esercizio)

	2010		2011	
	Importi	%	Importi	%
Spese	81	0,36	79	0,31
gestione amministrativa	41	0,18	42	0,17
oneri per i servizi amministrativi acquistati da terzi	14	0,06	14	0,05
spese generali	17	0,08	17	0,07
spese per il personale	9	0,04	10	0,04
oneri diversi ⁽²⁾	1	0,00
gestione finanziaria	40	0,18	37	0,15
commissioni di gestione	35	0,16	31	0,13
commissioni per banca depositaria	5	0,02	5	0,02

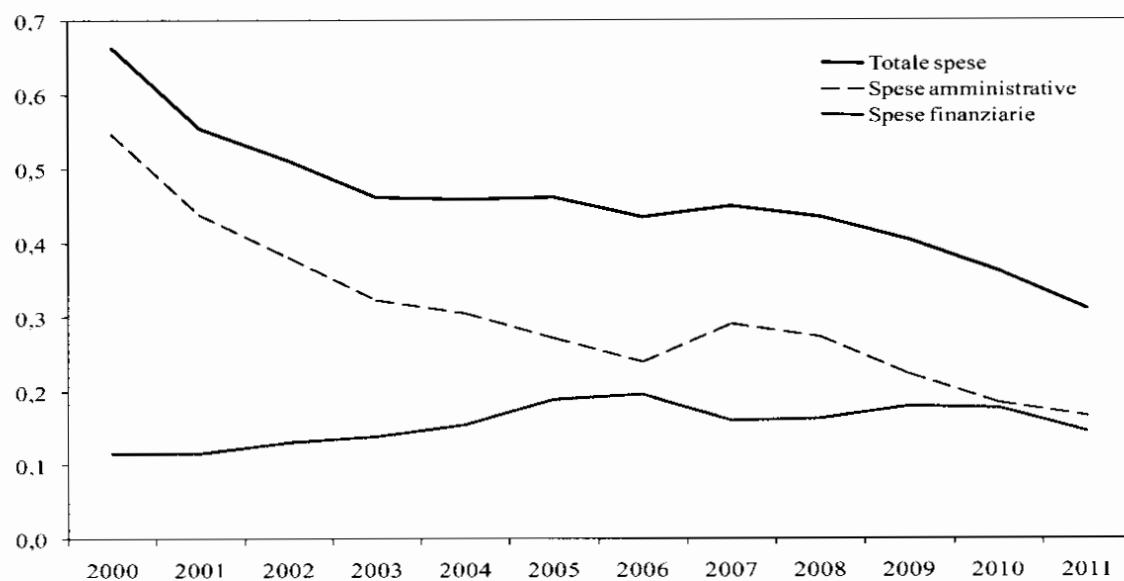
(1) Si riferiscono ai fondi pensione negoziali che alla fine dei periodi considerati avevano conferito le risorse in gestione finanziaria.

(2) Comprendono gli ammortamenti.

È proseguito nel corso del 2011 l'andamento decrescente dell'incidenza degli oneri totali sul patrimonio, con un livello di costi pari allo 0,31 per cento (0,36 per cento nel 2010).

Tav. 4.10

Fondi pensione negoziali. Incidenza delle spese sul patrimonio negli anni 2000-2011.
(valori percentuali)

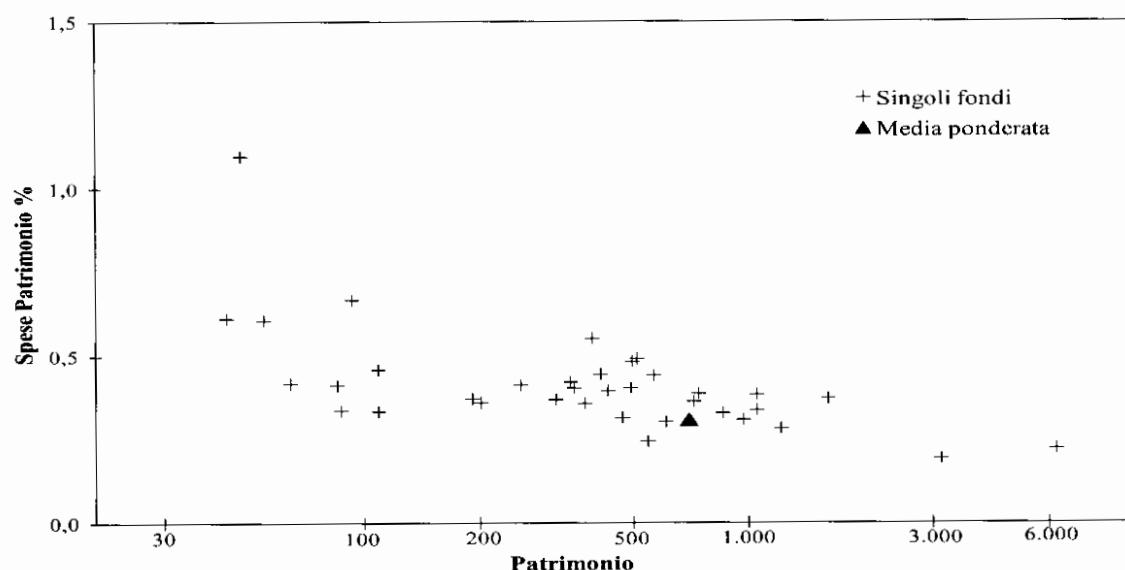


Ciò è dovuto essenzialmente alle economie di scala che si generano sul versante delle spese amministrative; queste ultime, infatti, rappresentate da oneri fissi o, nel caso di una delle voci più rilevanti (spese per i servizi amministrativi), da oneri proporzionali al numero di iscritti, tendono a rimanere stabili in valore assoluto ma decrescono in rapporto al patrimonio (0,17 per cento rispetto allo 0,18 per cento del 2010). La spesa amministrativa *pro capite* si è mantenuta sui 20 euro.

L'incidenza sul patrimonio delle spese finanziarie, pari allo 0,15 per cento, è inferiore all'anno precedente. Non sono inclusi, pur essendo strettamente legati all'operatività finanziaria, i costi di transazione (le commissioni di negoziazione e il differenziale denaro-lettera) che discendono dall'attività di acquisto e vendita degli strumenti finanziari. L'incidenza di quella parte dei costi di transazione che si prestano a una autonoma rilevazione contabile (tipicamente, le commissioni di negoziazione legate all'operatività in azioni), si aggira intorno allo 0,06 per cento del patrimonio medio annuo gestito (in valore assoluto corrisponde a 13,6 milioni di euro). Tale incidenza sarebbe destinata ad aumentare notevolmente se si considerassero nel calcolo anche i costi di transazione di più difficile rilevazione, quali quelli relativi all'attività di acquisto e vendita dei titoli obbligazionari e al menzionato differenziale denaro-lettera.

Tav. 4.11

Fondi pensione negoziali. Incidenza delle spese sul patrimonio per singolo fondo.
(anno 2011; valori percentuali; scala logaritmica per l'ascissa; patrimonio in milioni di euro)



all'aumentare delle masse gestite, tende a ridursi l'incidenza delle spese totali sul patrimonio per effetto delle economie di scala.

4.3 I mandati di gestione e gli investimenti

Nel corso del 2011 non ci sono state variazioni di rilievo nelle caratteristiche dei mandati di gestione.

Alla fine dell'anno, le risorse dei 36 fondi erano affidate in gestione a 37 intermediari sulla base di 230 convenzioni di gestione (5 in meno rispetto al 2010). A queste convenzioni di tipo “tradizionale” (acquisto e vendita di strumenti finanziari) si aggiungono 6 convenzioni per la gestione del rischio (di cui 4 riguardano soltanto l'aspetto valutario) tutte già presenti alla fine del 2010.

La ripartizione del mercato tra le varie tipologie di intermediari è variata di poco rispetto al precedente esercizio: continua peraltro ad aumentare la quota delle imprese di investimento comunitarie (da 34,5 a 36,1 per cento) a discapito delle SGR (37 per cento, 3,3 punti in meno); pressoché stabile la quota delle assicurazioni (da 20,7 a 21,8 per cento) e quella delle banche (4 per cento, mezzo punto in più rispetto al 2010); identica al 2010 la quota delle SIM (1 per cento).

Tav. 4.12

Fondi pensione negoziali. Risorse in gestione per tipologia di intermediario.⁽¹⁾
(dati di fine anno; importi in milioni di euro)

Tipologia di intermediario	Numero Intermediari		Numero Convenzioni		Risorse in gestione			
	2010	2011	2010	2011	2010		2011	
					Importo	%	Importo	%
Imprese italiane								
Assicurazioni	7	6	56	54	4.631	20,7	5.508	21,8
SGR	12	12	112	95	8.991	40,3	9.340	37,0
SIM	2	2	3	3	227	1,0	261	1,0
Banche	1	1	8	13	770	3,5	1.021	4,0
Totale	22	21	179	165	14.619	65,5	16.130	63,9
 Imprese di altri Paesi UE								
	16	16	56	65	7.702	34,5	9.128	36,1
Totale	38	37	235	230	22.321	100,0	25.258	100,0

(1) Si fa riferimento ai mandati relativi alla gestione degli investimenti in titoli; non si tiene conto dei mandati per la gestione del rischio che risultavano operativi alla fine dei singoli anni.

Complessivamente, la presenza di intermediari esteri sul mercato dei fondi pensione negoziali raggiunge il 48 per cento (46,4 per cento nel 2010) se si considerano nel computo anche le risorse affidate a soggetti giuridici di diritto italiano ma appartenenti a gruppi stranieri.

Le 6 convenzioni per la gestione del rischio sono affidate a 3 intermediari tutti appartenenti a gruppi stranieri.

Aumenta lievemente il grado di concentrazione del mercato: ai primi 5 gestori è affidato il 48 per cento delle risorse (47 a fine 2010); le due quote di mercato più rilevanti rimangono appannaggio di due intermediari italiani (rispettivamente una SGR e un'impresa di assicurazione).

Tav. 4.13

Fondi pensione negoziali. Risorse in gestione e commissioni per tipologia di mandato.⁽¹⁾
(dati di fine 2011; importi in milioni di euro)

Tipologia di mandato	Convenzioni		Risorse in gestione		Commissioni di gestione ⁽²⁾
	Numero	Importi	%	%	
Garantito	38	3.281	13,0	0,24	
Obbligazionario puro	30	6.324	25,0	0,07	
Obbligazionario misto	47	5.555	22,0	0,11	
Bilanciato	78	7.037	27,9	0,13	
Azionario	37	3.062	12,1	0,13	
Totale	230	25.258	100,0	0,13	

(1) Si fa riferimento ai mandati relativi alla gestione degli investimenti in titoli; non si tiene conto dei mandati per la gestione del rischio che risultavano operativi alla fine del 2011.

(2) Si tratta della media delle commissioni di base stabilite nelle singole convenzioni di gestione afferenti a ciascuna tipologia di mandato, ponderata con le rispettive risorse. La commissione di base, espressa su base annua, viene applicata al patrimonio medio gestito.

La distribuzione delle quote di mercato tra le differenti tipologie di mandato rimane pressoché invariata: la quota più consistente delle risorse è gestita attraverso mandati di tipo obbligazionario (47 per cento, di cui 25 per cento obbligazionari puri e 22 per cento misti); la restante parte è di tipo bilanciato (27,9 per cento), garantito (13 per cento) e azionario (12,1 per cento).

Non cambia il compenso ai gestori in termini di livello medio delle commissioni di base pattuite nelle convenzioni di gestione (0,13 per cento). I mandati con garanzia restano più onerosi (0,24 per cento); nelle altre tipologie di mandato l'onerosità media aumenta con il contenuto azionario delle gestioni: 0,07 per cento per i mandati obbligazionari puri, 0,11 per cento per gli obbligazionari misti e 0,13 per cento per i mandati bilanciati e azionari.

La situazione delle deleghe di gestione è rimasta immutata rispetto all'anno precedente: 70 convenzioni prevedono l'affidamento della gestione delle risorse a soggetti terzi. Nella maggior parte dei casi si tratta di deleghe totali nell'ambito di rapporti di gruppo.

Le funzioni di banca depositaria dei fondi pensione negoziali sono svolte da cinque diversi istituti, tre appartenenti a gruppi stranieri e due italiani. I primi due istituti per quota di mercato custodiscono il 60 per cento del patrimonio dei fondi pensione negoziali.

* * *

La composizione del patrimonio dei fondi pensione negoziali continua ad essere caratterizzata dalla presenza fortemente prevalente di titoli di debito (71,7 per cento), in aumento rispetto alla fine del 2010 (69,5 per cento); aumenta sia la componente privata del debito (9,6 per cento, più elevata di circa un punto percentuale) che quella pubblica (62,1 per cento, 1,3 punti in più rispetto al 2010). La *duration* è pari a circa 3,3 anni (3,5 nel 2010). L'investimento diretto in azioni, pari al 14,9 per cento delle risorse gestite, è di circa 2,5 punti inferiore al livello del 2010 ed è costituito esclusivamente da titoli quotati. Rimangono stabili gli investimenti in OICR (7,5 per cento). Aumentano di poco anche i depositi (5 per cento, 0,6 punti in più rispetto all'anno precedente).

Gli investimenti in liquidità (depositi bancari e titoli aventi scadenza media residua inferiore o uguale a 6 mesi) aumentano di circa 3 punti percentuali rispetto al 2010 (da 7,8 a 10,4 per cento); ciò anche per effetto della deroga al limite di liquidità posto dalla normativa vigente (20 per cento) che 22 fondi hanno concesso ai loro gestori in seguito alla reiterazione da parte della COVIP delle disposizioni contenute in una circolare del 2008 emanata in occasione della crisi finanziaria (*cfr. supra paragrafo 3.5.1*). Alla fine del 2011 erano 4 i fondi con comparti che detenevano liquidità per percentuali superiori al suddetto limite.

Tav. 4.14

Fondi pensione negoziali. Composizione delle risorse in gestione.

(dati di fine anno; valori percentuali)

Al fine di apprezzare l'effettiva esposizione in titoli azionari dei fondi pensione negoziali e di poterla confrontare con la quota che, a livello di *asset allocation* strategica, gli organi di amministrazione dei fondi hanno dedicato a tale tipologia di investimenti, si è proceduto a sommare all'investimento diretto in titoli di capitale quelli effettuati tramite OICR e strumenti finanziari derivati.

Tav. 4.15

Fondi pensione negoziali. Esposizione effettiva in titoli di capitale.

(dati di fine anno; valori percentuali)

	2010		Tipologia di comparto			2011
	Garantito	Obblig. puro	Obblig. misto	Bilanciato	Azionario	Totale
Investimenti diretti	17,4	1,6	-	10,7	22,8	50,5
Investimenti indiretti	7,0	1,1	-	6,3	8,0	14,1
<tramite oicr<="" td=""><td>4,9</td><td>1,1</td><td>-</td><td>4,6</td><td>6,5</td><td>10,2</td></tramite>	4,9	1,1	-	4,6	6,5	10,2
<tramite derivati<="" td=""><td>2,1</td><td>-</td><td>-</td><td>1,8</td><td>1,4</td><td>3,9</td></tramite>	2,1	-	-	1,8	1,4	3,9
Totale	24,4	2,7	-	17,0	30,8	64,6
<i>Per memoria:</i>						
Esposizione da <i>benchmark</i>	23,8	4,3	-	19,8	32,2	64,4
						22,8

A fronte della caduta dei corsi borsistici europei, l'esposizione effettiva in titoli rappresentativi del capitale di rischio, pari al 21 per cento, diminuisce rispetto al livello assunto l'anno precedente (24,4 per cento).

Ha contribuito alla flessione l'atteggiamento prudenziale tenuto a fine anno dai gestori che, complessivamente, risultano esposti verso il capitale di rischio in misura inferiore rispetto all'esposizione implicita nel *benchmark* (22,8 per cento); comportamento che costituisce una inversione di tendenza rispetto a quello assunto l'anno precedente, nel quale si era registrata una sovraesposizione rispetto al *benchmark* dello 0,6 per cento. Rispetto all'esposizione complessiva, quella imputabile ai derivati si riduce (1,2 per cento, 0,9 per cento in meno rispetto al 2010) a causa soprattutto dell'assunzione di posizioni di copertura dal rischio azionario: esse ammontano allo 0,8 per cento (0,1 per cento nel 2010).

I risultati dell'analisi degli investimenti dei fondi in base all'area geografica o al paese di residenza degli emittenti non si discostano molto, a livello aggregato, da quelli dell'anno precedente: l'85,6 per cento del patrimonio è rappresentato da titoli di emittenti residenti in paesi dell'UE (circa un punto percentuale in più rispetto al 2010). La restante parte è impiegata in titoli di emittenti statunitensi (9,5 per cento, stabile rispetto al 2010) e di altri paesi OCSE (4,7 per cento, un punto percentuale in meno

rispetto al 2010). Rimane trascurabile la quota di risorse allocate in titoli di paesi diversi da quelli aderenti all'OCSE (0,2 per cento).

Osservando l'allocazione geografica delle risorse in relazione alle singole tipologie di strumenti finanziari si osservano invece cambiamenti significativi, soprattutto in relazione alla componente relativa ai titoli di debito per effetto principalmente delle vicende che hanno colpito i titoli sovrani dell'area dell'euro.

Con riferimento ai titoli obbligazionari, infatti, ferma rimanendo la quota di investimenti in paesi dell'UE, tradizionalmente maggioritaria (17,5 miliardi di euro, pari al 93,1 per cento del totale investito in titoli obbligazionari), il peso dei titoli del debito pubblico italiano diminuisce drasticamente in misura percentuale (36,6 per cento del totale investito in titoli di debito, 10,8 punti in meno rispetto al 2010) ma anche in termini assoluti (6,9 miliardi di euro rispetto a 7,7 miliardi). Per contro, gli altri paesi dell'area dell'euro aumentano la loro quota percentuale (dal 42 di fine 2010 al 52,7 per cento, per un controvalore complessivo di circa 10 miliardi di euro, 3 miliardi in più rispetto al 2010).

Ha contribuito alla contrazione del peso del nostro Paese il forte calo del corso dei titoli che si è registrato nella seconda metà dell'anno e il timore che un ulteriore *downgrading* delle principali agenzie di *rating*¹⁰ (cfr. *Glossario*) potesse comportare un superamento delle soglie stabilite nelle convenzioni di gestione. In gran parte delle convenzioni sottoscritte dai fondi pensione negoziali, infatti, sono presenti indicazioni circa il livello minimo di *rating* previsto per gli investimenti in titoli di debito (generalmente nell'intervallo tra A e BBB dell'agenzia di *rating Standard & Poor's*). In presenza di dette previsioni e nell'eventualità che questa soglia minima potesse essere superata per via del possibile declassamento, alcuni gestori hanno evitato di investire nei titoli del nostro debito pubblico i nuovi flussi contributivi e hanno venduto titoli già presenti in portafoglio ove detenuti in percentuali a ridosso dei suddetti limiti. La possibilità di avvalersi di margini di flessibilità prevista nelle convenzioni, unitamente agli atteggiamenti prudenti dei gestori e degli organi di amministrazione, hanno in alcuni casi consentito di evitare una riduzione ancor più marcata di quella che si è registrata.

Sul finire dell'anno 2011 e nei primi mesi del 2012 sono stati numerosi i fondi che hanno modificato le convenzioni di gestione per evitare che un utilizzo "automatico" del *rating* potesse comportare l'esigenza di un immediato smobilizzo di risorse o impedire l'acquisto di titoli ove fosse intervenuto il declassamento dell'emittente. In questa attività, i fondi sono stati sostenuti anche dall'intervento della COVIP che, con la Circolare del 27 gennaio 2012, ha richiamato l'attenzione degli organi di amministrazione delle forme pensionistiche sull'opportunità di effettuare "un'attenta valutazione, in chiave attuale e prospettica, del livello minimo di rating previsto per

¹⁰ Nel mese di maggio del 2011 l'agenzia di rating *Standard & Poor's* ha modificato le prospettive della A+ assegnata all'Italia da stabili a negative; a settembre 2011 la medesima agenzia ha tagliato il rating dell'Italia da A+ ad A; il 13 gennaio 2012 *Standard & Poor's* ha abbassato di due livelli il rating dell'Italia portandolo a BBB+.

l'investimento in titoli di debito”, anche prendendo in considerazione, ove reputato utile, modifiche delle relative previsioni contrattuali (*cfr. supra paragrafo 3.5.1*).

Con riferimento ai titoli di capitale, nei quali tradizionalmente vi è una maggiore diversificazione in relazione al paese di residenza dell'emittente, l'area geografica prevalente rimane l'UE (57,3 per cento sul totale investito in azioni, 0,7 punti in meno rispetto al 2010). In tale ambito è rimasto stabile il peso delle azioni emesse da imprese residenti in Italia che corrispondono al 3,8 per cento del totale investito in titoli di capitale; in termini di valore, esse ammontano a 190 milioni di euro (10 in più rispetto al 2010); continua a diminuire la quota relativa agli altri paesi dell'area dell'euro (37,1 per cento, 3,1 punti in meno rispetto al 2010) mentre aumenta quella relativa ai titoli di capitale emessi da soggetti UE non appartenenti all'area dell'euro (16,4 per cento, 2,4 punti in più rispetto al 2010). Per quanto riguarda gli investimenti al di fuori dell'UE, aumenta rispetto al 2010 il peso degli Stati Uniti (dal 26,2 al 28,5 per cento) e arretra di poco quello del Giappone (dal 5,6 al 4,8 per cento).

Tav. 4.16

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

	2010		Tipologia di comparto				2011
	Totale	Garantito	Obblig. puro	Obblig. misto	Bilanciato	Azionario	Totale
Titoli di debito	76,4	97,2	100,0	83,8	69,0	37,0	79,0
Italia	36,2	70,2	61,6	21,4	18,4	9,1	28,9
Altri Paesi dell'area euro	32,1	25,0	36,0	46,8	44,6	23,4	41,7
Altri Paesi dell'UE	2,3	1,2	0,8	5,0	2,4	1,9	3,0
Stati Uniti	3,5	0,6	1,1	6,4	2,5	2,3	3,5
Giappone	1,4	-	..	3,0	0,4	0,1	1,2
Altri Paesi aderenti OCSE	0,8	0,1	0,4	1,1	0,6	0,2	0,7
Paesi non aderenti OCSE	0,1	0,1	0,1	..	0,1
Titoli di capitale	23,6	2,8	-	16,2	31,0	63,0	21,0
Italia	0,9	0,1	-	0,6	1,2	2,9	0,8
Altri Paesi dell'area euro	9,5	1,9	-	6,2	11,1	23,4	7,8
Altri Paesi dell'UE	3,4	0,2	-	3,2	4,8	9,0	3,4
Stati Uniti	6,2	0,4	-	4,1	9,4	20,0	6,0
Giappone	1,3	0,1	-	0,6	1,6	2,7	1,0
Altri Paesi aderenti OCSE	2,1	0,1	-	1,4	2,8	4,8	1,8
Paesi non aderenti OCSE	0,2	..	-	0,2	0,1	0,3	0,1
Totale portafoglio titoli	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) Per l'allocazione geografica si fa riferimento al Paese di residenza degli emittenti. La tavola comprende sia i titoli detenuti direttamente sia quelli detenuti per il tramite degli OICR (cosiddetto principio del *look through*).

Il 17,5 per cento delle risorse è impiegato in attività denominate in valute diverse dall'euro (18,4 per cento nel 2010). L'esposizione in valuta si riduce all'8,7 per cento (9 per cento nel 2010) considerando le attività di copertura poste in essere dai gestori.

* * *

Il rendimento dei fondi pensione negoziali nel 2011 è stato pari allo 0,1 per cento; nello stesso periodo il TFR si è rivalutato del 3,5 per cento.

Tav. 4.17

Fondi pensione negoziali. Rendimenti.⁽¹⁾
(valori percentuali)

Fondi/Comparti	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Fondi monocomparto⁽²⁾	8,3	3,7	1,4	-	-	-	-
Fondi multicomparto							
Garantito ⁽³⁾	-	-	-	3,1	4,6	0,2	-0,5
Obbligazionario puro	2,1	2,6	2,2	1,6	2,9	0,4	1,7
Obbligazionario misto	6,9	2,7	2,1	-3,9	8,1	3,6	1,1
Bilanciato	7,9	5,6	2,4	-9,4	10,4	3,6	-0,6
Azionario	14,9	8,2	1,3	-24,5	16,1	6,2	-3,0
Rendimento generale	7,5	3,8	2,1	-6,3	8,5	3,0	0,1
<i>Per memoria:</i>							
Rivalutazione del TFR ⁽⁴⁾	2,6	2,4	3,1	2,7	2,0	2,6	3,5

(1) Per la metodologia di calcolo del rendimento, cfr. *Glossario*, voce "Indice di capitalizzazione".

(2) A partire dal 1° gennaio 2008 i fondi rimasti monocomparto vengono considerati insieme ai fondi multicomparto.

(3) I rendimenti dei comparti garantiti non incorporano il valore della garanzia.

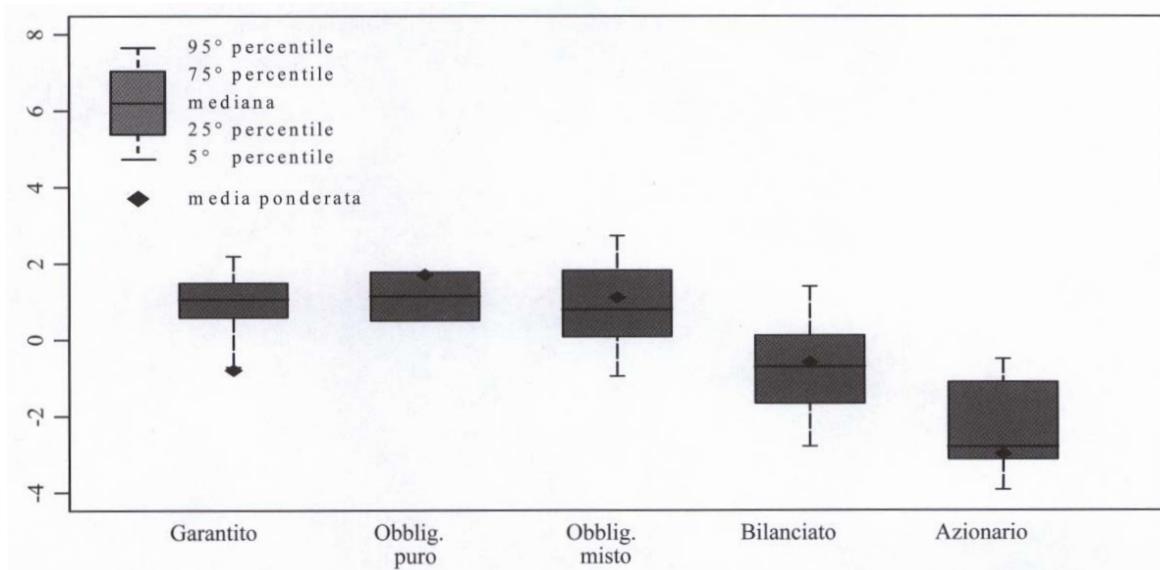
(4) Al netto dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 2001.

Nell'ambito dei 113 comparti operativi durante il 2011 si continua a registrare una elevata dispersione dei rendimenti in relazione a portafogli appartenenti alla medesima categoria. La più o meno marcata presenza nei portafogli di titoli di capitale dell'area dell'euro o di titoli del debito pubblico italiano (le categorie di attivi maggiormente penalizzate dalle turbolenze dei mercati nel 2011) è alla base delle differenze riscontrate.

Per i 3 comparti classificati come obbligazionari puri i rendimenti netti sono compresi tra 0,5 e 1,8 per cento. I 37 comparti garantiti hanno realizzato rendimenti netti compresi tra -5,3 e 2,3 per cento. I 23 comparti obbligazionari misti registrano rendimenti compresi tra -2,3 e 4,3 per cento. Per i 41 comparti bilanciati i rendimenti variano tra -3,2 e 2,1 per cento. Per i 9 comparti azionari i rendimenti oscillano da un minimo di -4 a -0,4 per cento.

Tav. 4.18

**Fondi pensione negoziali. Distribuzione dei rendimenti.
(anno 2011)**



La presenza di titoli di debito italiano, specie con scadenze superiori ai 5 anni, è la principale causa dei rendimenti insoddisfacenti registrati da alcuni comparti. Sintomatico il caso di un comparto garantito di dimensioni ragguardevoli che ha registrato il peggior rendimento annuo tra tutti i fondi pensione negoziali (-5,3 per cento). La logica contabile di valutazione dei titoli al *mark to market*, in anni di forte volatilità dei corsi come quello trascorso, dà luogo a minusvalenze non realizzate che impattano talvolta anche pesantemente sui risultati di gestione di singoli esercizi.

Fatta eccezione per il comparto in questione e per altri sporadici casi, il timore di perdite contabili in relazione alla quota di risorse investita in titoli di debito può indurre i fondi ad attestarsi su scadenze più brevi di quelle che sarebbero coerenti con l'orizzonte di investimento del singolo comparto (in relazione all'orientamento assunto al riguardo dalla COVIP, *cfr. supra paragrafo 3.5.1*).

PAGINA BIANCA