

Rispetto al 2002 non si rilevano sostanziali mutamenti nell'allocazione delle risorse: i titoli di capitale registrano un incremento di circa due punti percentuali, attestandosi a circa il 22 per cento, mentre i titoli di debito e l'investimento in OICR permangono sui livelli dello scorso anno. Con riferimento ai titoli di debito si registra un abbassamento della durata finanziaria media (1,6 anni rispetto a 2,1 del 2002).

Considerando la componente azionaria degli investimenti effettuati tramite OICR e l'esposizione azionaria conseguente all'impiego di strumenti finanziari derivati, l'esposizione complessiva dei fondi pensione verso i titoli di capitale sale al 25,7 per cento, in linea rispetto alla quota azionaria del portafoglio *benchmark* complessivo.

Tav. 3.19

**Fondi pensione negoziali. Composizione delle risorse in gestione per tipologia di mandato.**  
(dati di fine 2003; valori percentuali)

Tipologia di mandato	Depositi	Titoli di debito	Titoli di capitale	OICR	Altre attività e passività	Totale	Esposizione titoli di capitale nel benchmark <sup>(1)</sup>	Esposizione effettiva in titoli di capitale <sup>(2)</sup>
Obbligazionario puro	2,2	96,4	0,0	0,0	1,4	100,0	0,0	0,0
Obbligazionario misto	1,4	84,5	11,6	1,5	1,1	100,0	12,6	13,1
Bilanciato	6,9	52,0	38,9	0,9	1,3	100,0	45,6	45,7
Azionario	7,3	13,5	76,8	1,9	0,4	100,0	89,1	83,5
<b>Totale</b>	<b>3,9</b>	<b>71,8</b>	<b>22,1</b>	<b>1,0</b>	<b>1,2</b>	<b>100,0</b>	<b>25,7</b>	<b>25,7</b>

(1) Percentuali calcolate come media ponderata per le rispettive risorse finanziarie degli indicatori previsti dai singoli mandati.

(2) Sono inclusi in tale voci anche gli investimenti effettuati tramite OICR di natura azionaria e l'esposizione in titoli di capitale conseguente all'utilizzo di strumenti finanziari derivati.

La fotografia degli investimenti dei fondi per area geografica (cfr. Tav. 3.20) conferma anche per il 2003 l'assoluta prevalenza di investimenti in titoli di emittenti residenti nell'Unione Europea (91,4 per cento), rispetto a quelli emessi da residenti negli Stati Uniti (6,6 per cento) e in altri Paesi OCSE (2,1 per cento) mentre risulta quasi nullo l'investimento in titoli di emittenti residenti in Paesi non rientranti nell'area OCSE, anche in considerazione dei vincoli posti al riguardo dal DM Tesoro 703/1996. Nell'ambito degli investimenti in titoli emessi da residenti o da enti governativi dell'Unione Europea, si osserva come la maggior parte di questi (85,8 per cento) sia relativa ad emissioni di governi o soggetti residenti in Paesi dell'area Euro, e in modo particolare in Italia (48,0 per cento). L'incidenza della nazionalità degli emittenti varia a seconda che si tratti di titoli di debito o di capitale: mentre i primi sono quasi esclusivamente afferenti all'area Euro (97 per cento del totale dei titoli di debito, in crescita del 3 per cento rispetto al 2002), nell'ambito dei secondi si nota una maggiore diversificazione geografica con quote consistenti allocate anche negli USA (21 per cento del totale dei titoli di capitale, in calo del 3 per cento rispetto al 2002), nei Paesi dell'UE non rientranti nell'UME (19 per cento del totale dei titoli di capitale, in

aumento del 3 per cento rispetto al 2002) e negli altri Paesi OCSE, comprensivi del Giappone (8 per cento, in diminuzione dell'1 per cento rispetto al 2002).

Tav. 3.20

**Fondi pensione negoziali. Composizione delle risorse in gestione per area geografica e per tipologia di mandato.<sup>(1)</sup>**

(dati di fine 2003; valori percentuali)

	Tipologia di mandato				Totale
	Obbligazionario puro	Obbligazionario misto	Bilanciato	Azionario	
<b>Titoli di debito</b>					
Italia	46,1	55,4	33,8	10,9	45,6
Altri Paesi area Euro	45,3	30,1	18,3	2,8	27,5
Altri Paesi Unione Europea	2,9	0,0	1,0	0,5	0,8
Stati Uniti	5,6	0,0	1,0	1,3	1,2
Giappone	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Altri Paesi aderenti OCSE	0,7	0,0	0,1	0,0	0,0
Paesi non aderenti OCSE	0,0	0,00	0,0	0,0	0,0
<b>Totale titoli di debito</b>	<b>100,0</b>	<b>85,5</b>	<b>54,2</b>	<b>15,6</b>	<b>75,1</b>
<b>Titoli di capitale</b>					
Italia	0,0	2,4	3,3	3,3	2,4
Altri Paesi area Euro	0,0	5,4	20,2	18,0	10,3
Altri Paesi Unione Europea	0,0	3,5	8,0	10,0	4,8
Stati Uniti	0,0	1,9	10,1	45,1	5,4
Giappone	0,0	0,3	1,6	3,4	0,8
Altri Paesi aderenti OCSE	0,0	1,0	2,1	2,7	1,3
Paesi non aderenti OCSE	0,0	0,0	0,0	2,0	0,0
<b>Totale titoli di capitale</b>	<b>0,0</b>	<b>14,5</b>	<b>45,8</b>	<b>84,4</b>	<b>24,9</b>
<b>Totale risorse in gestione</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

La ripartizione geografica delle risorse dei fondi pensione riflette anche per il 2003 quella del portafoglio *benchmark* sia per quanto attiene l'allocazione complessiva dei titoli emessi da soggetti residenti nell'Unione Europea (maggioritaria) sia per ciò che concerne la porzione di titoli emessi da soggetti o governi di altri Paesi. Si rileva, tuttavia, che i fondi pensione italiani sono maggiormente esposti, rispetto a quanto previsto dal portafoglio *benchmark*, in titoli del governo italiano o in titoli emessi da soggetti residenti in Italia.

Considerando gli investimenti effettuati sulla base della suddivisione in mandati, è confermata anche per il 2003 una sostanziale coerenza tra le caratteristiche degli stessi e la composizione delle risorse. Con riguardo alla componente obbligazionaria, si osserva che la durata finanziaria è di 0,8 anni per gli obbligazionari puri, di 1,7 per gli obbligazionari misti, di 3,1 per i bilanciati e di 2 anni per gli azionari.

Guardando l'allocazione geografica degli investimenti per tipologia di mandato, soltanto l'azionario sembra aver registrato rispetto al 2002 variazioni significative: nel corso del 2003 si è assistito ad una riallocazione delle risorse dall'area dell'Euro (diminuite del 16,9 per cento) verso l'area USA (cresciuta del 17,7 per cento), circostanza che ha aumentato notevolmente l'incidenza media degli investimenti nell'area USA su tale tipologia di mandato (46 per cento).

Con l'emergere dei casi di dissesto finanziario di alcune imprese industriali la COVIP ha ritenuto necessario effettuare un approfondimento sugli investimenti dei fondi pensione in alcune particolari categorie di strumenti finanziari (tra i quali i titoli di debito privi di *rating* ovvero con *rating* inferiore a quello di *investment grade*), affiancando alla rilevazione periodica dei dati aggregati una richiesta di dettagliate informazioni a livello di singolo titolo relative all'operatività e alle eventuali consistenze in essere alla fine del 2002 e del 2003 per gli strumenti finanziari oggetto di indagine.

Sulla base delle informazioni ricevute si può ritenere che i recenti episodi di dissesto industriale abbiano avuto un impatto irrilevante sul sistema dei fondi pensione negoziali.

In particolare è emerso che l'operatività in azioni della Parmalat Finanziaria SpA è stata molto contenuta, nonostante la presenza di tale titolo nel MIB-30. Addirittura assente risulta l'operatività nel biennio 2002-2003 su obbligazioni emesse da società del gruppo Parmalat, da obbligazioni Cirio o della Repubblica Argentina. Un solo fondo negoziale ha segnalato di possedere, nel proprio portafoglio, titoli di debito privi di *rating* ovvero con *rating* inferiore a quello di *investment grade* e comunque per percentuali di investimento irrilevanti.

### 3.6.5 I risultati della gestione

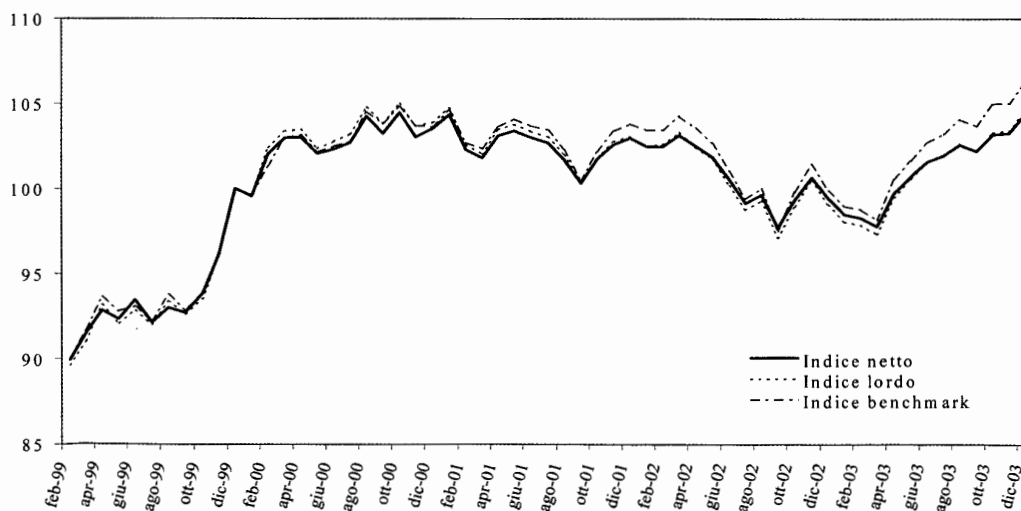
La rappresentazione dei risultati della gestione finanziaria dei fondi pensione negoziali che hanno conferito le risorse in gestione viene condotta, come di consueto, elaborando appositi indici di capitalizzazione<sup>12</sup> riferiti sia all'insieme dei fondi (cfr. Tav. 3.21), sia alle quattro tipologie di mandati di gestione nel cui ambito sono distribuite le 67 convenzioni di gestione attive nel corso d'anno (cfr. Tav. 3.23).

Al fine di analizzare i risultati finanziari del complesso dei fondi, viene calcolato l'indice di capitalizzazione al netto e al lordo delle spese complessivamente sostenute (oneri di gestione, amministrativi, etc.) e delle imposte. In particolare l'indice netto, espressione del risultato medio conseguito nell'anno dai fondi che hanno conferito le risorse in gestione, è calcolato come media delle variazioni mensili del valore della quota ponderate per l'attivo netto destinato alle prestazioni all'inizio del mese; l'indice lordo, espressione del risultato realizzato dai gestori delle risorse finanziarie, è una media dei rendimenti mensili realizzati per ciascun mandato, ponderati per il volume delle risorse in gestione all'inizio di ogni mese.

Tav. 3.21

#### Fondi pensione negoziali. Indici di capitalizzazione.

(base 100 al 31 dicembre 1999)



<sup>12</sup> Gli indici di capitalizzazione sono calcolati secondo la formula dell'indice di Laspeyers concatenato (cfr. nota 10 del paragrafo 4.5.3). Ciascun fondo viene considerato nel calcolo dell'indice a partire dal mese in cui conferisce le risorse in gestione.

Per consentire il confronto tra l'andamento della gestione ed i *benchmark* individuati nei mandati di gestione, viene calcolato, per singola tipologia di mandato e per l'intero settore, l'indice di capitalizzazione dei *benchmark*, ottenuto ponderando le variazioni medie mensili degli indici riferiti ai *benchmark* delle singole convenzioni di gestione, sulla base del valore dei portafogli in gestione all'inizio del mese.

La ripresa dei mercati finanziari mondiali avvenuta a partire da marzo del 2003, dopo un triennio caratterizzato da rendimenti negativi su tutte le principali borse (da marzo 2000 a marzo 2003 l'indice maggiormente rappresentativo del corso delle azioni dei principali Paesi industrializzati del mondo – l'*MSCI World*<sup>13</sup> ha subito una flessione del 54 per cento), ha influito positivamente sul risultato di gestione dei fondi pensione. Il tasso di rendimento netto conseguito in media dai fondi pensione negoziali nel corso del 2003, pari al 5 per cento, presenta, per la prima volta dall'avvio all'operatività del settore, un differenziale positivo rispetto alla rivalutazione registrata dal TFR (3,2 per cento); il rendimento lordo, pari al 5,6 per cento è risultato leggermente al di sotto della rivalutazione del *benchmark* (6,4 per cento).

Tav. 3.22

**Fondi pensione negoziali. Rendimenti pluriennali.**  
(valori percentuali)

	Rendimento (2001 – 2003)		Rendimento (2002 – 2003)		Rendimento (2003)	
	Convenzioni	Benchmark	Convenzioni	Benchmark	Convenzioni	Benchmark
Obbligazionario puro	15,0	15,0	8,5	8,7	2,9	2,7
Obbligazionario misto	7,2	9,9	5,0	6,1	4,4	4,9
Bilanciato	-9,7	-7,9	-3,8	-2,9	7,8	9,2
Azionario	-22,3	-21,5	-14,8	-14,2	8,3	9,7
<b>Rendimento generale lordo<sup>(1)</sup></b>	<b>0,7</b>	<b>2,5</b>	<b>1,5</b>	<b>2,4</b>	<b>5,6</b>	<b>6,4</b>
<i>Per memoria:</i>						
Rendimento generale netto <sup>(2)</sup>	<b>0,8</b>		<b>1,4</b>		<b>5,0</b>	
Rivalutazione lorda del TFR <sup>(3)</sup>	10,3		6,8		3,2	

(1) Rendimento lordo, calcolato in base all'andamento di ciascun mandato di gestione conferito, rappresenta la *performance* media al lordo degli oneri di gestione (finanziaria e amministrativa) e delle imposte.

(2) Rendimento netto calcolato sulla base dell'andamento delle quote di ciascun fondo e rappresentativo della *performance* media della gestione al netto di tutti gli oneri gravanti sui fondi.

(3) Tasso di rivalutazione al lordo dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 1° gennaio 2001.

L'accennata inversione di tendenza nell'andamento dei mercati finanziari ha consentito al settore di recuperare le perdite registrate gli anni precedenti (il 2002 si era chiuso con un deprezzamento dell'indice netto pari a 3,4 punti percentuali e il 2001 con

<sup>13</sup> Si fa riferimento al deprezzamento registrato dalla versione *price* dell'indice *MSCI World* nel periodo 31 marzo 2000 – 31 marzo 2003.

un risultato negativo del -0,5 per cento). Nel corso degli ultimi 36 mesi il rendimento netto medio annuo si attesta sullo 0,3 per cento (0,8 per cento il rendimento di periodo), circa tre punti percentuali in meno della corrispondente rivalutazione media annua del TFR (3,3 per cento pari al 10,3 per cento per l'intero periodo). Tuttavia il divario si annulla se si amplia ulteriormente l'orizzonte temporale di riferimento: partendo dal marzo 1999 – data di conferimento in gestione delle risorse da parte del primo fondo pensione negoziale di nuova istituzione (FONCHIM) – considerando quindi un lasso di tempo di circa 5 anni, il rendimento netto realizzato dal settore dei fondi negoziali operativi è stato pari al 16,1 per cento, corrispondente su base annua al 3,1 per cento; nel medesimo periodo la rivalutazione registrata dal TFR è stata pari al 17,2 per cento (3,3 per cento medio annuo).

L'analisi dei risultati di gestione a livello di profili di investimento viene condotta costruendo, sulla base della metodologia sopra descritta, indici lordi di capitalizzazione per ciascuna delle quattro tipologie di mandato (obbligazionario puro, obbligazionario misto, bilanciato e azionario).

Nella Tav. 3.23 vengono rappresentati gli indici lordi di capitalizzazione a partire dal dicembre del 1999, fatta eccezione per il mandato azionario, per il quale l'indice parte dal mese di settembre del 2000, data di avvio della prima convenzione riconducibile al predetto profilo.

I bilanciati e gli azionari, i più esposti verso i titoli di capitale, sono la tipologia di mandati che ha conseguito nel corso del 2003 i più elevati rendimenti: l'apprezzamento medio registrato dai mandati afferenti a tali categorie si è attestato intorno all'8 per cento (8,3 per gli azionari e 7,8 per i bilanciati) circa un punto e mezzo al di sotto degli incrementi dei corrispondenti indici *benchmark* (9,7 per cento gli azionari, 9,2 per cento i bilanciati). Le ragioni per cui le *performance* dei mandati azionari, nonostante il maggiore contenuto azionario, si sono attestate sui livelli dei bilanciati, in un anno caratterizzato come ricordato da rendimenti molto elevati degli *asset* azionari, sono da ricercare nel diverso impatto sulle due tipologie di mandato dell'apprezzamento dell'euro nei confronti del dollaro. L'effetto cambio sui mandati azionari, considerata la loro elevata esposizione verso gli investimenti dell'area dollaro (il 46 per cento del patrimonio afferente a tale categoria a fine 2003) e in presenza di *benchmark* che mediamente non richiedono da parte dei gestori una copertura per essere replicati, è stato negativo ed ha ridotto le buone *performance* derivanti dall'apprezzamento dei titoli di capitale. I mandati bilanciati, viceversa, hanno risentito meno dell'accennato *trend* sfavorevole al dollaro, sia in quanto presentano un'esposizione media verso gli investimenti USA alquanto contenuta (12 per cento al 31 dicembre 2003), e sia perché i *benchmark* di alcune convenzioni afferenti a tale categoria di mandati, essendo espressi in valuta locale (il dollaro), richiedono una copertura dal rischio cambio per essere replicati: ciò ha presumibilmente evitato che le buone *performance* derivanti dall'apprezzamento dei corsi azionari venissero falcidiate dall'effetto cambio. In entrambi i casi gli accennati effetti (negativi per gli uni e positivi per gli altri) derivanti dall'effetto cambio sono anche frutto delle scelte tattiche dei gestori che hanno ritenuto di non sfruttare i margini di discrezionalità loro lasciati nell'ambito delle convenzioni

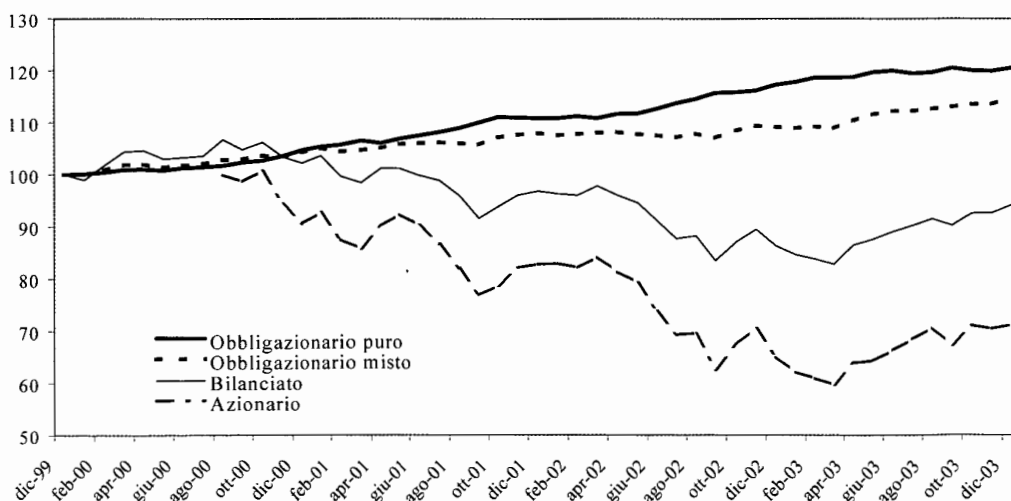
(in tema di esposizione al rischio cambio) ed hanno preferito adottare, rispetto al *benchmark* di riferimento, strategie passive, con particolare riguardo alla componente valutaria del portafoglio gestito.

Estendendo l'orizzonte temporale a partire dall'anno 2001 (36 mesi) le due tipologie di mandato hanno registrato rendimenti sostanzialmente diversi sebbene in linea con i rispettivi *benchmark*: i mandati azionari hanno perduto il 22,3 per cento (–8,1 per cento medio annuo rispetto al –21,5 per cento del *benchmark*, corrispondente al –7,8 per cento su base annua) mentre i mandati bilanciati hanno lasciato sul terreno circa 10 punti percentuali (–3,3 per cento medio annuo rispetto al –7,9 per cento del *benchmark* corrispondente al –2,7 per cento su base annua). Le *performance* registrate dai bilanciati, a poco meno di un quinquennio (58 mesi) dall'avvio delle prime gestioni afferenti a tale categoria, sono comunque positive sia a livello di gestione (12,7 per cento equivalente al 2,5 per cento medio annuo) che di *benchmark* (13,9 per cento equivalente al 2,7 per cento medio annuo).

Le convenzioni di gestione classificate come mandati obbligazionario misto mostrano nel corso del 2003 un rendimento pari al 4,4 per cento, di circa mezzo punto percentuale inferiore al *benchmark* (4,9 per cento). Nel corso dell'ultimo triennio il risultato delle gestioni si attesta intorno al 7,2 per cento (equivalente al 2,3 per cento su base annua), al di sotto del corrispondente indice *benchmark* (9,9 per cento equivalente al 3,2 per cento su base annua).

Tav. 3.23

**Fondi pensione negoziali. Indici di capitalizzazione per mandato di gestione.**  
(base 100 al 31 dicembre 1999)

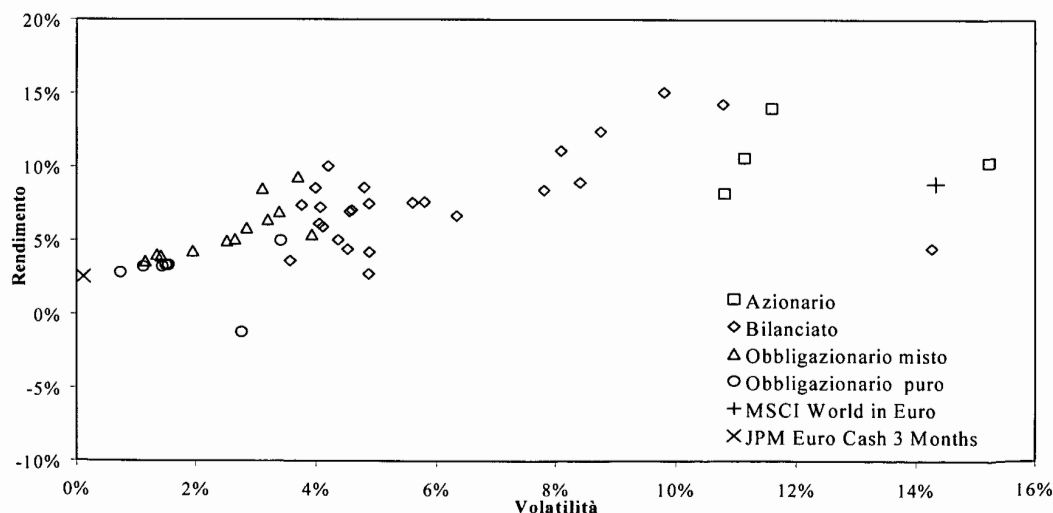


I mandati di tipo obbligazionario puro hanno fatto registrare nel corso del 2003 un rendimento positivo (2,9 per cento) di poco superiore al corrispettivo *benchmark* (2,7 per cento) e leggermente al di sotto dei rendimenti osservabili per tale tipologia di mandato con riguardo a orizzonti temporali più estesi: il rendimento medio annuo registrato a valere sugli ultimi tre anni dagli obbligazionari puri è stato del 4,8 per cento (15 per cento il rendimento di periodo sia della gestione che del *benchmark*). L'obbligazionario puro si conferma pertanto come l'unica tipologia di mandato in grado, con riguardo a questo primo quinquennio di operatività finanziaria dei fondi pensione negoziali, di registrare rendimenti più elevati di quelli del TFR (pari a 3,2 per cento medio annuo).

L'obbligazionario puro è l'unica tipologia di mandato che nel corso del 2003 ha registrato rendimenti superiori al corrispettivo indice *benchmark* (0,2 per cento lo scarto): in tutte le altre tipologie di mandato si sono registrate delle *underperformance* oscillanti tra lo 0,5 per cento (mandati bilanciati e obbligazionari misti) e l'1 per cento (mandati azionari). Ciò è dovuto principalmente all'atteggiamento prudente nei confronti dei titoli di capitale osservato dai gestori durante i mesi del conflitto bellico in medio oriente, che li ha portati a sottopesare la componente azionaria dei portafogli gestiti rispetto ai *benchmark*, in un periodo (marzo 2003) in cui invece si è assistito ad una ripresa dei mercati azionari mondiali.

Tav. 3.24

**Fondi pensione negoziali. Rendimenti e volatilità dei singoli mandati di gestione.<sup>(1)</sup>**  
(anno 2003)



(1) Rendimenti annuali; volatilità calcolata come scarto quadratico medio dei rendimenti mensili annualizzato. Si sono presi in considerazione i mandati di gestione attivi dall'inizio del 2003.



Il grafico della Tav. 3.24 evidenzia, per il periodo 31 dicembre 2002-31 dicembre 2003, con riguardo ai 51 mandati di gestione attivi nel corso dei 12 mesi, la relazione fra il rendimento e il relativo grado di rischio (sintetizzato dalla misura dello scarto quadratico medio annualizzato dei rendimenti mensili).

In particolare, per le gestioni classificate come mandati obbligazionari puri a rendimenti compresi tra -1,2 e 5,0 per cento, corrispondono livelli di volatilità annua compresi tra l'0,7 e il 3,4 per cento. I mandati obbligazionario misto registrano rendimenti compresi tra 3,6 e 9,3 per cento a cui si accompagnano valori annualizzati di volatilità oscillanti tra l'1,2 e il 3,9 per cento. Per i mandati bilanciati i rendimenti medi annui, variano tra 3,6 per cento e 15,1 per cento e sono associati a valori di volatilità annua compresi tra 3,6 e 14,3 per cento. Per i mandati azionari a rendimenti compresi tra l'8,2 e il 14,0 per cento corrispondono livelli di volatilità annua compresi tra l'11,6 e il 15,2 per cento.

## 4. I fondi pensione aperti e gli altri piani pensionistici individuali

### 4.1 L'evoluzione del settore

Per il settore dei fondi pensione aperti, l'anno 2003 ha costituito ancora una fase di attesa, pur in presenza di elevate potenzialità di crescita, le quali per realizzarsi abbisognano dell'ampliamento dell'ambito operativo oggi consentito, come pure del rafforzamento delle garanzie miranti ad assicurare agli aderenti una voce in merito alla gestione. Su entrambi tali aspetti, interverrà la legge delega in materia previdenziale in via di approvazione da parte del Parlamento.

Nel corso del 2003 sono stati autorizzati all'esercizio dell'attività altri 4 fondi pensione aperti; alla fine dell'anno sono quindi 95 i fondi autorizzati all'esercizio dell'attività, di cui 82 operativi. Se si considerano anche i fondi i cui regolamenti sono già stati approvati dalla COVIP, ma ancora non definitivamente istituiti con delibera della società promotrice, il numero totale dei fondi pensione aperti autorizzati alla costituzione è pari 96.

**Tav. 4.1**

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

	1999	2000	2001	2002	2003
Autorizzati all'esercizio dell'attività <sup>(2)</sup>	79	85	94	91	95
di cui operativi <sup>(2)</sup>	61	70	75	80	82
Autorizzati alla costituzione	9	14	8	4	1
<b>Totale</b>	<b>88</b>	<b>99</b>	<b>102</b>	<b>95</b>	<b>96</b>

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

(2) Il numero di fondi di fine 2003 comprende anche i tre fondi incorporati in altri con le operazioni di fusione deliberate nel corso dell'anno e che hanno effetto a partire dall'inizio del 2004.

Tuttavia, il settore mostra ormai segni di consolidamento e di razionalizzazione: a partire dall'inizio del 2004 hanno effetto le prime tre operazioni di fusione poste in essere tra fondi pensione; inoltre, altre iniziative non divenute operative saranno a breve escluse dal novero di quelle autorizzate. Al di là dei dati alla fine dell'anno trascorso, il numero di iniziative in essere mostra quindi una chiara tendenza alla riduzione.

Alla fine del 2003 gli iscritti ai fondi pensione aperti hanno complessivamente superato le 364.000 unità, registrando un incremento dell'8 per cento rispetto all'anno precedente: il 30 per cento per cento ha aderito ai 24 fondi gestiti dalle società di gestione del risparmio, il 29 per cento ai 9 fondi gestiti da società di intermediazione, il 21 per cento ai 6 fondi gestiti da banche ed il restante 19 per cento ai 43 fondi delle compagnie di assicurazione (cfr. Tav. 4.2).

Tav. 4.2

**Fondi pensione aperti. Struttura del mercato.**

(dati di fine 2003; importi in milioni di euro)

Fondi/Comparti	Iscritti		ANDP		
	Numero	%	Importo	%	
<b>Fondi aperti operativi promossi da:</b> <sup>(1)(2)</sup>					
Assicurazioni	43	69.308	19,0	399	23,1
Banche	6	78.138	21,4	228	13,2
SGR	24	110.909	30,4	644	37,2
SIM	9	106.249	29,2	460	26,5
<b>Totale fondi aperti operativi</b>	<b>82</b>	<b>364.604</b>	<b>100,0</b>	<b>1.731</b>	<b>100,0</b>
<b>Comparti</b>					
Azionari	76	145.413	39,9	697	40,3
Bilanciati	92	131.250	36,0	618	35,7
Obbligazionari	151	87.941	24,1	416	24,1
<b>Totale comparti relativi a fondi operativi</b>	<b>319</b>	<b>364.604</b>	<b>100,0</b>	<b>1.731</b>	<b>100,0</b>
Fondi delle maggiori 5 società promotrici					
Per numero di iscritti	18	250.339	68,7	1.103	63,7
Comparti con ANDP superiore a 5 mln di euro	78	302.979	83,1	1.426	82,4
Comparti con ANDP compreso tra 500 mila e 5 mln di euro	147	58.466	16,0	291	16,8
Altri comparti	94	3.159	0,9	14	0,8

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

(2) I dati considerano separatamente i tre fondi incorporati in altri con le operazioni di fusione deliberate nel corso del 2003 e i cui effetti si produrranno a partire dall'inizio del 2004. Nei dati si è invece tenuto conto del passaggio della gestione di tre fondi da due compagnie di assicurazione alla Banca Monte Paschi di Siena, avvenuto nel corso dell'anno nell'ambito di operazioni di razionalizzazione del gruppo.

N.B.: I totali possono non corrispondere alla somma dei dati parziali a causa degli arrotondamenti.

Il mercato evidenzia un livello di concentrazione ancora elevato: oltre due terzi degli aderenti sono iscritti ai fondi istituiti dalle prime cinque società.

I fondi pensione aperti dispongono, alla fine del 2003, di un attivo netto destinato alle prestazioni di circa 1.730 milioni di euro, cresciuto del 41 per cento rispetto al 2002; quasi il 40 per cento del totale risulta allocato nei comparti azionari<sup>14</sup>, il 36 per cento nei comparti bilanciati ed il 24 per cento nei comparti obbligazionari.

Sono ancora numerosi i comparti che non raggiungono, a fine 2003, una dimensione del patrimonio significativa e tale da consentire una effettiva attività di gestione (difatti circa il 76 per cento dei comparti dispone di un attivo netto destinato alle prestazioni inferiore ai 5 milioni di euro, di cui un terzo inferiore ai 500 mila euro). Ciò nonostante il numero dei comparti con un patrimonio superiore ai 5 milioni di euro aumenta progressivamente, ed ha fatto registrare un incremento del 30 per cento rispetto all'anno precedente.

Come accennato sopra, per la prima volta sono stati sottoposti all'attenzione della Commissione casi di fusioni tra fondi pensione aperti.

In un caso l'operazione ha riguardato quattro fondi pensione istituiti da diverse società del Gruppo Monte dei Paschi di Siena; la gestione è stata dapprima accentrata presso la Banca Monte dei Paschi di Siena SpA, i fondi sono quindi stati ridotti a due. I fondi coinvolti nell'operazione presentavano caratteristiche strutturali tra loro complementari, posto che due di essi erano caratterizzati da quattro linee di investimento, di cui nessuna con garanzia, mentre gli altri due erano fondi monocomparto, che prevedevano una garanzia di restituzione del capitale e un rendimento minimo. Per tale motivo è stato possibile realizzare tecnicamente la fusione in maniera relativamente semplice: la fusione è stata realizzata per incorporazione e ha dato come risultato l'introduzione di una nuova linea di investimento (comparto garantito) in ciascuno dei fondi incorporanti.

A differenza del caso appena esposto, la fusione per incorporazione che ha visto interessati i due fondi istituiti dalla società Aletti Gestielle SGR ha comportato l'aggregazione dei patrimoni dei comparti. Più in particolare: il fondo incorporato era strutturato in tre comparti che presentavano caratteristiche di investimento simili a tre (dei cinque) comparti in cui è tutt'ora strutturato il fondo incorporante; l'aggregazione dei patrimoni, pertanto, è stata realizzata a livello dei comparti simili, singolarmente considerati.

In entrambi i casi le fusioni dei fondi, perfezionate nel corso del 2003, producono effetti a partire dal nuovo anno.

---

<sup>14</sup> Per la classificazione dei comparti si rinvia al par. 4.4.1.

Nell'attesa di poter meglio bilanciare il rapporto tra attività autorizzatoria e attività di controllo sulla gestione, alla luce delle semplificazioni previste nell'ambito del progetto di legge delega, anche nel corso di quest'ultimo anno la COVIP ha cercato di armonizzare l'applicazione delle attuali previsioni di legge con l'esigenza di valorizzare l'attività di vigilanza in senso stretto, e dunque di accentuare i controlli sugli aspetti sostanziali della gestione dei fondi. Come già detto, l'impegno profuso in tale direzione dalla COVIP ha recentemente trovato spazio, con riferimento ai fondi pensione aperti, nel *Regolamento sulle procedure relative alle modifiche dei regolamenti dei fondi pensione aperti*, nel quale sono previste procedure semplificate per l'introduzione di modifiche regolamentari consistenti nell'adeguamento a disposizioni di legge e normativa secondaria o istruzioni della COVIP, di modifiche conseguenti a variazioni della denominazione o della sede legale della società istitutrice del fondo, della banca depositaria o dell'impresa assicuratrice incaricata dell'erogazione delle prestazioni e di variazioni delle condizioni e modalità di erogazione delle rendite (i cosiddetti allegati assicurativi). Tali procedure e la *ratio* sottostante sono state già ampiamente esposte nel citato documento su *L'evoluzione dell'attività di vigilanza e la semplificazione amministrativa* nonché nel paragrafo 1.5 di questa Relazione (cfr. anche, con particolare riferimento al ruolo del responsabile, il paragrafo successivo).

In questa sede, preme invece dare conto dell'impegno della Commissione a trattare coerentemente con il disegno generale del progetto di semplificazione anche fattispecie particolari, che hanno formato oggetto di riflessione. In tale quadro di riferimento si pongono alcuni esempi significativi forniti dall'esperienza dell'anno trascorso, ai principali dei quali di seguito si accenna.

Un primo esempio è dato dai casi di cambiamento del soggetto gestore di fondi pensione in seguito a operazioni di riorganizzazione che vedono il gestore partecipare a operazioni di fusione societaria. Al riguardo la prassi in precedenza seguita dalla COVIP prevedeva un *iter* che risultava dalla combinazione di due procedimenti: uno finalizzato alla concessione dell'autorizzazione all'esercizio del fondo pensione in capo alla società risultante dalla fusione; l'altro funzionale all'approvazione delle modifiche del regolamento del fondo occasionate dal cambiamento del soggetto gestore. Alla luce dell'esperienza maturata, è risultato che tale prassi poteva presentare problemi applicativi dovuti principalmente alla difficoltà di conciliare i tempi del procedimento autorizzatorio con la complessità che, normalmente, caratterizza le operazioni di riorganizzazione societaria. È dunque emersa l'opportunità di riflettere, anche sul piano generale, sui possibili margini di semplificazione della prassi fino ad allora seguita, a tale scopo rivedendo le condizioni per la continuazione dell'esercizio dell'attività del fondo pensione, da parte del soggetto risultante dalla fusione.

Pertanto, sul piano strettamente procedurale, si è ritenuto possibile non considerare necessaria una diversa autorizzazione in capo al nuovo gestore, nel presupposto che l'autorizzazione all'esercizio del fondo pensione possa rientrare nel complesso dei rapporti giuridici che vengono trasferiti con il negozio di fusione, che viene autorizzato dall'Autorità di volta in volta competente. Con riguardo alle modifiche regolamentari conseguenti al cambiamento del soggetto gestore, si è invece

ritenuto, quanto meno nei casi di specie che hanno formato oggetto di valutazione da parte della COVIP, di mantenere la vigente procedura autorizzatoria.

Alla semplificazione del procedimento sul piano formale, si è reso necessario far corrispondere il rafforzamento sostanziale dell'incisività dell'intervento della COVIP in termini di vigilanza. Anche in questo caso, efficace strumento in tale senso si è rivelato il confronto con i dirigenti responsabili, che sono stati invitati a redigere una relazione nella quale risultassero in particolare: la propria valutazione in ordine alle ripercussioni del cambiamento del soggetto gestore sull'assetto organizzativo dei fondi pensione nella prospettiva, indipendente e autonoma, dell'esclusivo interesse degli iscritti; le opportune informazioni circa l'espletamento dei propri compiti in occasione della fusione e circa le eventuali difficoltà riscontrate nell'esercizio dei propri poteri/doveri; gli strumenti previsti al fine di garantire all'aderente un'informativa esaustiva e chiara, nonché al fine di permettere all'aderente, al quale eventualmente il nuovo assetto del fondo non risultasse gradito, la tutela dei propri interessi, con particolare riferimento al diritto di trasferire la posizione presso altra forma pensionistica, senza alcun onere aggiuntivo.

Tra gli ulteriori possibili margini di semplificazione delle procedure individuati dalla COVIP nell'ambito della vigente normativa si segnalano, quali esempi di applicazione del *Regolamento sulle procedure relative alle modifiche dei regolamenti dei fondi pensione aperti*, quelli relativi al cambiamento della banca depositaria occasionato da processi di riorganizzazione e di riassetto di gruppi bancari (si considerino, per esempio, le operazioni di riorganizzazione del Gruppo Intesa e del Gruppo UniCredito). In tali fattispecie, considerato che la complessiva operazione di riorganizzazione viene analizzata dalla competente Autorità in funzione dell'autorizzazione prevista, e anche al fine di evitare soluzioni di continuità nello svolgimento delle funzioni di banca depositaria – soluzioni che potrebbero venirsi a creare nei casi in cui l'originaria banca depositaria si estingue, per esempio perché incorporata in un'altra e il fondo pensione, che pure gradisce la banca incorporante, viene a conoscenza dell'accaduto in tempi troppo ristretti per poter ottenere l'autorizzazione alla formale modifica del regolamento – la COVIP ha preso atto dell'avvenuta modifica del regolamento, da comunicare allegando la documentazione necessaria, dalla quale risulti la successione della banca nei rapporti giuridici facenti capo all'originario soggetto nonché la legittimazione della stessa a svolgere le funzioni di banca depositaria.

Sempre in un'ottica di semplificazione sono state valutate anche le modifiche regolamentari derivanti dal cambiamento della sede del fondo pensione, quando essa sia diretta conseguenza del trasferimento della sede del soggetto gestore: in tali casi, si è ritenuto che la COVIP possa prendere atto dell'avvenuta modifica.

Dal punto di vista della vigilanza sull'operatività dei fondi, è degna di nota la circostanza che nell'anno trascorso è risultato necessario porre attenzione sullo specifico fattore di rischio costituito dall'emergere delle condizioni di dissesto di alcuni gruppi industriali italiani, i cui titoli erano stati collocati in misura rilevante nei portafogli di risparmiatori e operatori italiani.

Fin dall'estate scorsa la COVIP ha avviato una ricognizione sugli elementi informativi disponibili al riguardo. La ricognizione ha quindi riguardato i prospetti relativi ai primi 50 titoli oggetto di investimento da parte dei fondi; tali prospetti devono essere inseriti nei rendiconti annuali, in base alle disposizioni emanate dalla COVIP. Da tale attività di controllo non sono emersi casi di anomalia.

Successivamente, la vicenda Parmalat diventava nota; per maggiore cautela veniva quindi effettuata una specifica rilevazione, estesa a tutta l'operatività posta in essere nel biennio 2002-2003 dai fondi pensione su titoli emessi da società poi cadute in dissesto, ovvero su altre tipologie di strumenti potenzialmente problematici, quali le obbligazioni prive di rating e gli strumenti derivati collegati ai summenzionati titoli.

Tale specifica rilevazione, effettuata in via d'urgenza al fine di poterne presentare i risultati in sede di audizione del Presidente in Parlamento, nell'ambito dell'*Indagine conoscitiva sui rapporti tra il sistema delle imprese, i mercati finanziari e la tutela del risparmio*, ha confermato come anche il settore dei fondi aperti sia rimasto sostanzialmente immune da impatti negativi derivanti dai dissesti in discorso. In particolare, sugli 82 fondi aperti operativi, solo 7 hanno operato su azioni Parmalat nel corso nel biennio considerato, nonostante tale titolo fosse stato inserito nell'indice MIB-30, e in quasi tutti i casi tale operatività aveva dimensioni estremamente ridotte. Le obbligazioni ad alto rischio oggetto della rilevazione sono risultate quasi del tutto assenti dai portafogli dei fondi.

Con l'occasione, è stato anche compiuto un esame sulle modalità di redazione dei rendiconti, i cui risultati stanno formando oggetto di verifica e di interlocuzione con alcuni fondi pensione aperti.

#### **4.1.1 Il ruolo di responsabile del fondo e la *governance* dei fondi pensione aperti**

Nella normativa di rango primario non si trovano riferimenti alla figura del responsabile del fondo pensione aperto. Neanche la regolamentazione ministeriale, che pure ne presuppone l'esistenza prevedendone i requisiti di onorabilità e professionalità, chiarisce competenze e doveri professionali della figura<sup>15</sup>. Tuttavia, la delicatezza e la complessità della gestione del fondo pensione, alla quale il responsabile sovrintende,

---

<sup>15</sup> I requisiti di onorabilità e professionalità risultano attualmente essere quelli indicati dall'art.4 del DM Lavoro 211/1997 per i membri degli organi di amministrazione e di controllo e inoltre per il dirigente, comunque denominato, responsabile dei fondi pensione di tipo negoziale (con l'eccezione di quanto previsto alla lett. d), come modificata dal recente DM del Ministro del Lavoro e delle Politiche Sociali del 20 giugno 2003, applicabile solo ai fondi negoziali).