

caratterizzata da elevati livelli di inflazione nella quale non è riuscito a consentire il mantenimento del potere di acquisto, nella fase successiva il medesimo, al ridursi dell'inflazione al di sotto della soglia del 6 per cento, consegue una rivalutazione positiva in termini reali.

I rendimenti sopra riportati sono calcolati come variazione dei rispettivi indici aggregati di capitalizzazione dei rendimenti dei singoli comparti e/o mandati, questi ultimi calcolati mediante la variazione del valore della quota<sup>3</sup>. Si tratta pertanto di rendimenti calcolati secondo la cosiddetta metodologia *time weighted*, ovvero prescindendo dall'effetto dei flussi di cassa per i versamenti e i prelevamenti intervenuti nel periodo di calcolo, giacché gli stessi non influenzano il valore della quota, bensì il numero di quote in circolazione.

Il metodo *time weighted* equivale al calcolo del rendimento conseguito rispetto ad un unico versamento iniziale; il rendimento calcolato come variazione dell'indice di capitalizzazione corrisponde infatti al rapporto tra il montante finale ottenuto rivalutando il versamento iniziale in base all'indice di capitalizzazione ed il versamento iniziale stesso.

L'utilizzo di tale metodologia è utile per effettuare considerazioni a livello aggregato sulle capacità dei gestori, nel complesso o separatamente per le diverse tipologie di comparti e/o mandati, sia in termini assoluti che rispetto ai *benchmark* prescelti, o più in generale rispetto all'andamento dei principali indicatori finanziari. L'utilizzo di rendimenti *time weighted* è, inoltre, conforme agli *standard* globali di presentazione della *performance* degli investimenti (*GIPS*), una sorta di codice di autoregolamentazione dei gestori redatto dall'*Investment Performance Council*, l'organismo che sviluppa e diffonde tali *standard* a livello internazionale.

Dal lato del singolo iscritto, tuttavia, i rendimenti *time weighted* non consentono di valutare i risultati effettivamente conseguiti sulla propria posizione previdenziale i quali, oltre che dal rendimento della gestione finanziaria, sono direttamente influenzati dalla dimensione, dalla frequenza e dalla tempistica dei flussi di cassa relativi ai versamenti originatisi nel corso di tutto il periodo di partecipazione alla forma previdenziale.

La partecipazione ad una forma previdenziale si caratterizza per il conferimento di una serie di versamenti periodici, tipicamente con frequenza mensile, dal momento dell'adesione fino all'uscita (che, nel caso normale, è determinata dal pensionamento, con conseguente trasformazione in rendita del capitale accumulato).

In questo caso, il rendimento non fa più riferimento ad un capitale singolo versato nel fondo in un'unica soluzione, bensì a più versamenti effettuati nel tempo; per tale motivo viene generalmente calcolato come tasso interno di rendimento che eguaglia

---

<sup>3</sup> Per una dettagliata descrizione della metodologia di calcolo degli indici di capitalizzazione, cfr. *infra* paragrafo 4.5.3.

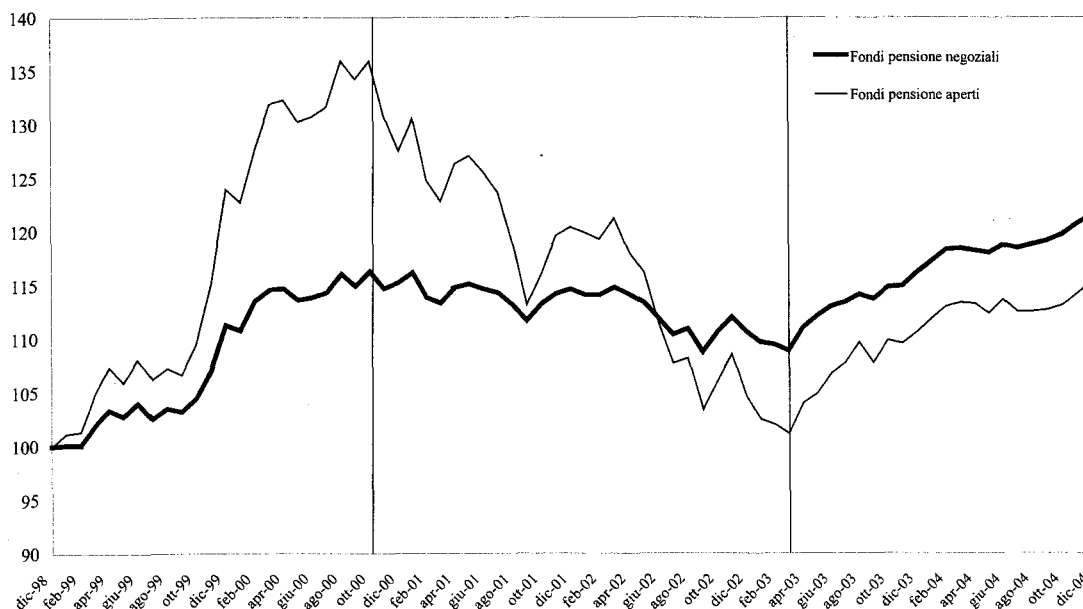
finanziariamente il flusso dei versamenti con il montante finale.

Il rendimento così calcolato viene generalmente definito *money weighted* e dipende, oltre che dall'andamento dei mercati finanziari e dalle capacità del gestore, anche dal flusso dei versamenti nel tempo; i risultati quindi possono differire, anche in maniera significativa, rispetto allo stesso rendimento calcolato con la metodologia *time weighted*.

Ad esempio, a parità di rendimento *time weighted* è molto diverso il rendimento *money weighted* che si otterrebbe da una serie di investimenti periodici nel caso in cui la dinamica dell'indice di capitalizzazione fosse caratterizzata da una forte crescita iniziale e da una diminuzione successiva, rispetto al caso opposto, in cui ad una diminuzione iniziale segua un progressivo recupero. Nel primo caso, infatti, la crescita iniziale riguarderebbe solo i versamenti accumulati fino a quel periodo, il cui ammontare complessivo sarebbe ancora esiguo, e questo determinerebbe un effetto limitato sul montante finale e quindi sul rendimento complessivo; l'opposto avviene nella seconda situazione, dove la crescita riguarderebbe un ammontare di versamenti cumulati più rilevante.

Tav. 2.8

**Fondi pensione. Indici di capitalizzazione generali.**  
(base 100 al 31 dicembre 1998)



Sulla base di queste osservazioni è possibile proporre una lettura ulteriore

dell'indice di capitalizzazione dei fondi pensione di nuova istituzione, ed in particolare rispetto ai comparti più esposti sui mercati azionari, che ovviamente sono stati quelli maggiormente influenzati dalle turbolenze che hanno caratterizzato tali mercati in questi ultimi anni.

In primo luogo è utile osservare che il periodo analizzato, che va dal 1999 al 2004, riguarda comunque la fase di vita iniziale dei fondi pensione di nuova istituzione, durante la quale le trasformazioni in rendita o i riscatti sono stati estremamente contenuti. Nella descrizione che segue è quindi possibile far riferimento a un aderente che, al 31 dicembre del 2004, si trovi ancora nella fase di accumulo; diventa allora interessante fornire una descrizione degli effetti sulla posizione individuale delle dinamiche dei rendimenti che si sono effettivamente realizzate, valutando i diversi momenti di ingresso nel fondo pensione.

A tale scopo è utile suddividere l'intero periodo di osservazione in tre grandi sottoperiodi, caratterizzati da andamenti differenti dell'indice di capitalizzazione: nel primo sottoperiodo (dicembre 1998-ottobre 2000) vi è un andamento crescente particolarmente accentuato; il secondo sottoperiodo (che arriva fino a marzo 2003) è caratterizzato da un andamento decrescente, che riporta, nel caso dei fondi pensione aperti, dove maggiore è l'influenza dei rendimenti dei comparti azionari, l'indice agli stessi valori registrati all'inizio del 1999; dall'aprile del 2003 inizia un periodo di recupero, sebbene con una dinamica di crescita meno accentuata rispetto a quella che caratterizza il primo sottoperiodo.

La crescita avvenuta nel primo sottoperiodo, per quanto rilevante, non ha grande influenza sui rendimenti di tutto il periodo calcolati secondo una metodologia *money weighted*; difatti l'ammontare dei versamenti effettuati durante la fase iniziale era ancora molto esiguo e quindi il beneficio della fase di crescita che ne deriva sul capitale accumulato alla fine del 2004 è piuttosto ridotto.

Quindi, nonostante la forte crescita iniziale, coloro che hanno aderito nel corso del primo sottoperiodo, ed in particolare nei primissimi anni di vita dei fondi pensione, potrebbero non essere ancora riusciti a recuperare completamente le perdite derivanti dai rendimenti negativi registrati nel secondo sottoperiodo, soprattutto con riferimento agli iscritti nei comparti maggiormente esposti sui mercati azionari. Ciò nonostante il fatto che, per lo stesso intervallo, il rendimento *time-weighted* risulta positivo.

Viceversa, la fase di crescita registrata nel terzo sottoperiodo, che è quella che maggiormente influenza il valore del capitale alla fine del 2004, ha consentito di recuperare la gran parte delle perdite subite nei casi in cui l'iscrizione è avvenuta già a partire dagli ultimi mesi del 2000, quando l'ammontare dei versamenti che è stato interessato dalla fase negativa era sufficientemente ridotto da consentire ai rendimenti registrati nella terza fase di compensarne gli effetti.

Dalla descrizione riportata emerge inoltre che i rendimenti registrati negli ultimi anni finiscono per assumere un peso rilevante nella determinazione del montante finale

di un piano pensionistico a contribuzione definita, e di conseguenza, nell'ipotesi di prossimità al pensionamento, del tasso di sostituzione che si andrà a determinare.

Un confronto basato sui rendimenti realizzati risulta quindi utile, nella versione *time weighted*, per effettuare delle valutazioni sui comportamenti di gestione passati, e, nella versione *money weighed*, per calcolare i risultati effettivamente ottenuti dalla partecipazione alla previdenza complementare, anche con lo scopo di controllare che gli stessi siano coerenti con l'obiettivo previdenziale prefissato.

Tuttavia, l'utilizzo dei rendimenti passati come parametro di selezione della forma alla quale aderire va attentamente valutato, poiché i rendimenti sono caratterizzati da un elevato grado di incertezza circa i valori che si verranno a determinare in futuro, del quale andrebbe comunque tenuto conto nella scelta, e le abilità gestionali sono in grado di influenzare tali valori solo in parte.

\* \* \*

Un elemento altrettanto importante nel determinare i risultati finali, da tenere in considerazione nella scelta del fondo pensione o, più in generale, della forma pensionistica complementare alla quale aderire, è rappresentato dai costi sostenuti durante il periodo di partecipazione.

A differenza dei rendimenti, l'incidenza dei costi sulla posizione individuale tende ad essere meno volatile nel tempo, e quindi le informazioni sui costi sono in grado di diminuire il grado di arbitrarietà nella scelta.

Va inoltre considerato che differenze anche piccole nei costi, nell'incidere negativamente sui risultati conseguiti possono portare, su orizzonti temporali lunghi, a differenze anche importanti sulla posizione individuale accumulata.

Dal confronto tra le varie tipologie di forme di previdenza complementare, seppur con le differenze metodologiche evidenziate in seguito, emerge che nell'insieme il settore dei fondi pensione negoziali si presenta in una situazione di vantaggio rispetto alle altre forme: gli oneri complessivi di gestione in rapporto al patrimonio di fine esercizio sono inferiori allo 0,5 per cento. Nei fondi pensione aperti, facendo riferimento, ad esempio, ad un periodo di permanenza di 10 anni, le commissioni di gestione annue risultano pari all'1,4 per cento del patrimonio e, nei piani pensionistici individuali basati su polizze di assicurazione (PIP), con riferimento allo stesso periodo di permanenza, al 3,2 per cento.

Tav.2.9

**Fondi pensione e PIP. Commissione di gestione in percentuale sul patrimonio.**  
(valori percentuali)

	Periodo di permanenza			%
	3 anni	10 anni	35 anni	
Fondi pensione negoziali <sup>(1)</sup>				0,45
Fondi pensione aperti <sup>(2)</sup>	1,9	1,4	1,3	
PIP <sup>(2)</sup>	8,1	3,2	2,3	

(1) Calcolato in base ai dati a consuntivo dei fondi pensione negoziali che alla fine del 2004 avevano conferito in gestione le risorse finanziarie

(2) Calcolato sulla base delle condizioni di costo previste nei regolamenti e nei contratti e riferite a figure tipo.

Alcuni fondi negoziali hanno già raggiunto dimensioni ragguardevoli, anche nel confronto internazionale, e con l'attuazione della Legge delega sono destinati a crescere in modo ancora più significativo. In tali casi l'esplicarsi delle economie di scala consente l'offerta di servizi previdenziali a condizioni competitive, instaurando un processo virtuoso che stimola nuove adesioni.

Tali considerazioni sono confermate dall'esame dei singoli casi: nei fondi con il patrimonio più ampio gli oneri complessivi non superano lo 0,5 per cento; vi è poi un insieme di fondi di dimensioni più ridotte, rispetto ai quali tuttavia gli oneri sono inferiori all'uno per cento; i costi sono superiori all'uno per cento solo in pochissimi casi, riferiti a fondi con patrimoni particolarmente esigui.

Tav.2.10

**Fondi pensione negoziali. Oneri di gestione sul patrimonio.** <sup>(1)</sup>  
(anni vari; valori percentuali)

	2002	2003	2004
<b>Spese complessive / patrimonio</b>	<b>0,52</b>	<b>0,47</b>	<b>0,45</b>
<i>gestione amministrativa</i>	<i>0,40</i>	<i>0,34</i>	<i>0,30</i>
<i>gestione finanziaria</i>	<i>0,12</i>	<i>0,13</i>	<i>0,14</i>

(1) Le elaborazioni riguardano i fondi negoziali che alla fine dei periodi considerati avevano conferito in gestione le risorse finanziarie.

Nel complesso si evidenzia quindi, per i fondi pensione negoziali, un'incidenza dei costi piuttosto contenuta, con una chiara tendenza decrescente nel corso degli anni.

Soffermando l'attenzione sui fondi pensione aperti e sui PIP occorre tener presente che, sotto il profilo metodologico, la maggior parte delle voci di costo sono previste *ex-ante* su base contrattuale.

Un importante elemento di differenziazione tra fondi pensione negoziali da un lato e fondi pensione aperti e PIP dall'altro deriva infatti dalla diversa natura di queste forme previdenziali.

Per quanto riguarda i fondi pensione negoziali, che si configurano come organizzazioni senza scopo di lucro, sono i costi effettivamente sostenuti dal fondo che finiscono per riflettersi sulla posizione individuale dei singoli iscritti.

Più in particolare, le spese possono riguardare o la gestione finanziaria oppure il funzionamento del fondo. Nel primo caso le spese concorrono a ridurre direttamente il margine della gestione finanziaria, mentre nel secondo caso il fondo può prevedere che le stesse siano coperte da una parte dei contributi specificatamente destinata alla copertura degli oneri amministrativi. Tuttavia, eventuali eccedenze nel saldo della gestione amministrativa concorrono a formare l'attivo netto destinato alle prestazioni di fine periodo, ovvero dei periodi successivi (nei casi in cui sia consentito il rinvio in futuro dei contributi destinati alla copertura degli oneri amministrativi), confluyendo quindi, in ultima analisi, nuovamente nella posizione individuale dei singoli iscritti.

Pertanto, nei fondi pensione negoziali, eventuali previsioni di oneri a carico dell'iscritto possono consentire una differente modulazione dei criteri di ripartizione sui singoli aderenti dell'incidenza delle spese effettivamente sostenute dal fondo, ma sono quest'ultime, e solo queste, che alla fine graveranno sull'iscritto; per i fondi pensione negoziali non è quindi possibile prescindere da un'analisi che si basi sull'incidenza a consuntivo dei costi (*cfr. infra* paragrafo 3.5).

Viceversa, i fondi pensione aperti e i PIP sono promossi da società, le quali determinano a priori, rispetto alla singola posizione individuale, le spese che l'iscritto dovrà sostenere. Tali spese sono destinate a remunerare, oltre ai costi per la gestione finanziaria e per quella amministrativa, anche la società, per il rischio di impresa che la stessa assume. Se, difatti, gli introiti derivanti dalle spese sostenute dagli iscritti per la partecipazione alla forma previdenziale non dovessero essere sufficienti a coprire i costi, sarà la società a rimetterci; viceversa, nel caso in cui tali introiti siano capienti, la differenza costituirà guadagno per la società.

Nel contesto descritto l'analisi sui costi per i fondi pensione aperti e per i PIP viene svolta focalizzando l'attenzione sul singolo aderente: si fa riferimento ad una figura convenzionale e si simula lo sviluppo nel tempo della posizione individuale e delle spese sostenute dallo stesso andando quindi ad individuare un indicatore che misura l'incidenza delle spese sul patrimonio dell'iscritto. Poiché alcune spese sono sostenute in cifra fissa o come percentuale sui versamenti, la misura dell'indicatore dipende anche dal periodo di permanenza dell'iscritto nella forma previdenziale (per una spiegazione più dettagliata della metodologia *cfr. infra* paragrafi 4.4. e 5.3).

Rimarrebbe ancora esclusa una parte di costi che a consuntivo gravano sul patrimonio destinato alle prestazioni di queste forme di previdenza complementare.

Per quanto riguarda i fondi pensione aperti tali costi sono limitati alle categorie (oneri di intermediazione, imposte e tasse, spese legali e giudiziarie relative a vicende di esclusivo interesse del fondo) previste nello schema utilizzato dai fondi per redigere il regolamento.

Viceversa, con riferimento ai PIP, una valutazione dell'incidenza dei costi a consuntivo sul costo totale è resa ancor più complicata dalle difficoltà di individuare le categorie da considerare, le quali sono di vario genere, come, ad esempio, oltre gli oneri di intermediazione e le imposte e tasse, le commissioni relative agli OICR nei quali viene investita una parte del patrimonio o, in alcuni casi, le spese di pubblicazione del valore della quota o le spese sostenute per la società di revisione.

Per quanto riguarda gli oneri di negoziazione, oltre ai problemi che possono derivare per la valutazione di quelli non esplicitati, va comunque considerato che gli stessi sono strettamente connessi al tasso di rotazione del portafoglio (che però dipende dal tipo di politica di gestione seguita) e, in linea di principio, allo stesso rendimento lordo. Per tale motivo si è preferito non includerli nelle analisi attuali (e parimenti non sono stati considerati con riferimento ai fondi pensione negoziali), salvo approfondire l'argomento in una fase successiva.

E' stata invece definita una metodologia per consentire una valutazione a priori delle commissioni sugli OICR nei quali il prodotto PIP investe; per i fondi pensione aperti non è stato necessario ricorrere a tale metodologia perché nei regolamenti è previsto che i costi relativi alle parti di OICR acquisiti (sia di acquisizione, che di gestione) non vengano fatti gravare sul patrimonio del fondo pensione.

La misura utilizzata nelle analisi non tiene invece conto degli altri costi a consuntivo; ulteriori sviluppi della metodologia adottata potranno portare ad integrare la stessa sulla base delle valutazioni storiche di tali costi.

Nonostante le differenze metodologiche descritte le due misure di costo, quella a consuntivo calcolata sull'intero fondo per i fondi pensione negoziali, e quella *ex-ante*, calcolata sulla singola posizione individuale per i fondi pensione aperti e per i PIP, possono essere considerate, seppur con le premesse effettuate, confrontabili.

I risultati delle analisi con riferimento ai fondi pensione aperti mostrano che, considerando, ad esempio, un periodo di permanenza dell'iscritto pari a 3 anni (periodo che costituisce il minimo previsto dall'attuale normativa) i costi complessivi medi dei fondi aperti si attestano attorno all'1,8 per cento; questa percentuale scende all'1,4 per cento per un orizzonte di 10 anni e all'1,3 per cento prendendo in considerazione un periodo di permanenza pari a 35 anni, che costituisce l'orizzonte temporale al pensionamento preso a riferimento nelle simulazioni.

Tav. 2.11

**Fondi pensione aperti. Stima della commissione onnicomprensiva.***(anno 2004; valori percentuali)*

	Periodo di permanenza		
	3 anni	10 anni	35 anni
<b>Fondi pensione aperti</b>	<b>1,9</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>
<i>Comparti azionari</i>	<i>2,2</i>	<i>1,7</i>	<i>1,6</i>
<i>Comparti bilanciati</i>	<i>1,8</i>	<i>1,4</i>	<i>1,3</i>
<i>Comparti obbligazionari</i>	<i>1,7</i>	<i>1,2</i>	<i>1,1</i>

L'elemento che, in generale, sembra caratterizzare maggiormente le differenze in media dei costi è costituito dalla politica di investimento: a linee di investimento più rischiose corrispondono infatti, generalmente, commissioni di gestione più elevate, con un differenziale tra una tipologia di comparto e quella immediatamente più rischiosa di circa 0,2 punti percentuali.

Con riferimento agli stessi intervalli temporali presi in considerazione per i fondi aperti, i costi medi dei PIP risultano invece particolarmente elevati, soprattutto per periodi di permanenza più ridotti: per periodi di permanenza di 3 anni risultano pari all'8,1 per cento, per scendere al 3,2 del patrimonio dopo 10 anni di permanenza, fino ad arrivare al 2,3 per cento dopo 35 anni.

Tav. 2.12

**PIP. Stima della commissione onnicomprensiva.***(anno 2004; valori percentuali)*

	Periodo di permanenza		
	3 anni	10 anni	35 anni
<b>PIP</b>	<b>8,1</b>	<b>3,2</b>	<b>2,3</b>
<i>Con caricamento sul primo premio</i>	<i>9,4</i>	<i>3,4</i>	<i>2,3</i>
<i>Senza caricamento sul primo premio</i>	<i>4,6</i>	<i>2,8</i>	<i>2,2</i>

Va inoltre considerato che elemento caratterizzante i prodotti PIP è la frequente presenza di una maggiorazione del caricamento sul primo premio versato; in tali casi la commissione media nei primi anni sale al 9,4 per cento.

La COVIP già negli anni passati aveva posto all'attenzione il problema degli elevati caricamenti iniziali, soprattutto con riferimento agli effetti distorsivi che tali caricamenti possono avere sull'effettività del diritto alla portabilità della posizione previdenziale, e quindi sul corretto funzionamento del mercato.



In prospettiva ci si attende una diminuzione dell'incidenza di tali oneri, alla luce degli effetti che potranno derivare dai recenti provvedimenti assunti dall'ISVAP (*cfr. infra capitolo 5*) e per gli interventi che saranno adottati al riguardo nell'ambito dei decreti attuativi della Legge delega.

Nel complesso dall'analisi presentata emerge che non sempre differenze nei costi tra le varie tipologie di forme previdenziali e, nell'ambito della medesima tipologia, tra forme diverse, trovano una giustificazione economica nelle caratteristiche che le contraddistinguono (quali la presenza di garanzie finanziarie, le maggiori o minori garanzie demografiche, l'efficienza amministrativa, le caratteristiche delle linee di investimento, le abilità gestionali, ecc.).

Va inoltre evidenziato che differenze, anche piccole, sui costi, ed in particolare su quelle riferite al patrimonio, possono comportare effetti rilevanti sul montante finale da destinare in rendita, soprattutto considerando che la partecipazione ad una forma pensionistica prevede generalmente un periodo di permanenza mediamente lungo.

Ad esempio, considerando la stessa figura tipo presa a riferimento nelle analisi effettuate sui costi dei fondi pensione aperti e dei PIP, e calcolando il tasso di sostituzione dopo 35 anni di partecipazione secondo la metodologia descritta nel paragrafo precedente, con le ipotesi del caso base, si ottiene un tasso di sostituzione, nel caso di una commissione annua sul patrimonio dello 0,5 per cento, pari al 16,6 per cento dell'ultima retribuzione percepita, mentre scende al 14,7 per cento con una commissione dell'1,3 per cento, per arrivare al 12,6 per cento con una commissione sul patrimonio dell'2,3 per cento.

Questo significa che un individuo che aderisce ad una forma previdenziale con una commissione di gestione dell'1,3 per cento annuo, per ottenere lo stesso tasso di sostituzione di una forma previdenziale che prevede una commissione dello 0,5 per cento, dovrà, a parità di età di pensionamento, contribuire per quasi 4 anni aggiuntivi, e per oltre 7 anni (quindi oltre 42 anni di contribuzione complessiva) nel caso in cui i costi siano pari al 2,3 per cento annuo.

Quello che risulta particolarmente evidente dalle considerazioni svolte è quindi la necessità che il potenziale aderente sia posto nella condizione di conoscere in modo trasparente i costi che andrà a sostenere e gli effetti che questi avranno sulla prestazione finale, con una chiara evidenziazione degli elementi che differenziano un prodotto rispetto all'altro, in modo che la scelta possa essere compiuta in modo realmente consapevole.

E' quindi importante dare concreta attuazione al principio della portabilità della posizione individuale tra tutte le forme pensionistiche contemplate nel Decreto lgs. 124/1993, mediante l'eliminazione degli ostacoli che si frappongono alla libera adesione e circolazione dei lavoratori all'interno del sistema, congiuntamente alla definizione di un insieme di regole comuni in materia di comparabilità dei costi,

trasparenza e portabilità della posizione individuale, in modo da innescare un processo virtuoso di allineamento verso il basso del livello dei costi dei prodotti previdenziali.

E' altresì importante che tutti gli operatori del settore assumano piena consapevolezza della responsabilità sociale che deriva dall'assolvimento della "promessa previdenziale". La preparazione e la competenza del personale preposto alla promozione o al collocamento dei prodotti previdenziali, la conoscenza della situazione economica e reddituale del potenziale aderente, la trasparenza nelle condizioni offerte, l'esposizione dei profili di rischio anche in ragione delle finalità proprie del risparmio previdenziale, nonché la chiara evidenziazione degli effetti dei costi sulla posizione individuale sono tutti elementi necessari a consentire all'aderente una scelta consapevole, per evitare il verificarsi di fenomeni di *misselling* che già in altre realtà estere hanno pesato sullo sviluppo della previdenza complementare, e che in alcuni casi hanno comportato la necessità di ricorrere ad azioni risarcitorie.

## **2.6 Le garanzie finanziarie nei fondi pensione**

L'attenzione al tema delle garanzie finanziarie nell'ambito della previdenza complementare si è accentuata in conseguenza dell'andamento negativo dei mercati finanziari nel periodo ottobre 2000-marzo 2003, che ha messo in evidenza l'importanza che gli iscritti a forme previdenziali a contribuzione definita assumano livelli di rischio coerenti con le preferenze e le condizioni individuali.

Sul piano operativo, il settore dei fondi pensione aperti, fin dalla fase di avvio, ha strutturato l'offerta prevedendo almeno una linea garantita: attualmente più del 60 per cento dei fondi operativi offre almeno un comparto con garanzia.

La garanzia, rilasciata dalla società che gestisce il fondo, consiste nella restituzione del capitale e, in alcuni casi, nel riconoscimento di un rendimento minimo: al verificarsi di determinati eventi stabiliti dal regolamento (primi tra tutti il pensionamento, la morte e l'invalidità totale e permanente). Nel caso in cui il valore della posizione individuale sia inferiore a quello garantito, l'iscritto ha diritto ad un importo pari alla differenza tra i due valori; tale differenza è posta totalmente a carico della società e quindi non entra a far parte del patrimonio del fondo, né tantomeno incide sul valore della quota.

I comparti garantiti dei fondi pensione aperti raccolgono attualmente un numero di iscritti abbastanza contenuto, pari a circa il 7 per cento degli iscritti complessivi ai fondi pensione aperti.

Le garanzie sono offerte a tempo indeterminato, fatta salva da un lato la possibilità del fondo di modificare le condizioni di garanzia e dall'altro la libertà per gli aderenti di trasferirsi ad altro fondo.

Sull'argomento va evidenziato che, conformemente a quanto previsto nella Circolare COVIP del 29 novembre 1999, relativa agli "Adempimenti procedurali per la modifica dei regolamenti dei fondi pensione aperti", l'eventuale riduzione del tasso minimo garantito opera solo sui nuovi flussi contributivi, mentre per i contributi già versati continuano a valere le condizioni offerte in precedenza.

Inoltre, nel caso in cui la modifica delle condizioni di garanzia venga riferita anche ai soggetti già iscritti al fondo, la stessa viene considerata una modifica *in pejus*, dando quindi luogo alla possibilità per gli iscritti di trasferirsi ad altro fondo, anche prima che sia trascorso il periodo minimo di permanenza (diritto di recesso); in questo caso l'importo oggetto di trasferimento sarà pari al maggior valore tra il minimo garantito e il valore corrente della posizione individuale.

Infine, la citata Circolare prevede che le modifiche delle linee di investimento che insistono sulle condizioni di attribuzione del tasso di rendimento minimo garantito non possono rivestire carattere di ordinarietà e devono scaturire da decisioni assunte dall'organo di amministrazione della società promotrice alla luce di mutamenti del contesto economico e finanziario.

Vi sono quindi una serie di elementi, connaturati nelle caratteristiche dei fondi pensione aperti, che consentono che la garanzia promessa abbia una sua continuità.

La situazione non è del tutto analoga per i fondi pensione negoziali. In questo caso, infatti, manca la presenza di un soggetto giuridico autonomo (quello che per i fondi pensione aperti, è il soggetto promotore) dotato di un proprio patrimonio e capace pertanto di offrire direttamente agli aderenti garanzie patrimoniali (restituzione del capitale o di un rendimento finanziario minimo) al verificarsi di determinati eventi.

Il fondo pensione negoziale è, come noto, una persona giuridica il cui patrimonio è costituito dalla somma delle singole posizioni individuali e si avvale per la propria gestione finanziaria di soggetti esterni all'uopo autorizzati. Questa circostanza fa sì che il fondo pensione negoziale debba strutturare le forme di garanzia che ritiene utile offrire ai propri aderenti nell'ambito dei rapporti gestori.

Ne consegue che, a differenza di quanto avviene per i fondi pensione aperti, per gli aderenti ai fondi pensione negoziali la durata della garanzia può risultare strettamente legata alla durata del mandato.

Attualmente sono tre i fondi pensione negoziali che hanno scelto di stipulare convenzioni con gestioni garantite (di restituzione del capitale e di rendimento minimo),

e lo hanno fatto con approcci diversi, sia perché in due casi la garanzia è relativa ad una gestione monocomparto, sia perché diversi sono stati gli eventi oggetto di garanzia.

Con riferimento ai fondi monocomparto, in un caso la garanzia prestata opera sia nell'arco di durata delle convenzione, al verificarsi di determinati eventi (pensionamento, invalidità e morte), sia a scadenza della convenzione (che pertanto viene trattata come un "evento", anche se non subordinato a situazioni che dipendono dalle caratteristiche individuali degli aderenti); nell'altro la garanzia copre solo una percentuale del patrimonio affidato in gestione e scatta, nell'ambito della durata della convenzione, solo al verificarsi di determinati eventi in capo agli iscritti (di nuovo, pensionamento, invalidità e morte).

Nel fondo multicomparto, la garanzia riguarda un comparto specifico, ed è legata alla permanenza degli aderenti nel comparto medesimo fino alla scadenza del contratto con il gestore, scadenza che, quindi, viene trattata come un evento (anzi, in questo caso, il solo evento garantito).

Le situazioni sopra descritte, pur nella loro eterogeneità, rappresentano per gli iscritti un valore aggiunto, poiché limitano, seppur in modo diverso e per un periodo di tempo determinato, il rischio della gestione finanziaria che, nei sistemi a contribuzione definita, è sopportato dagli aderenti.

Il fondo pensione negoziale può peraltro porsi il problema di dare continuità alla garanzia nel tempo, in modo da coprire anche gli iscritti che aderiscono al fondo per un periodo di tempo tendenzialmente più lungo rispetto alla durata della convenzione.

Si pone allora la questione di rendere compatibile un'esigenza, che in questo modo diventa a tempo indeterminato, con i limiti temporali del mandato: si può cercare di gestire la situazione nella fase di rinnovo, durante la contrattazione delle condizioni del mandato.

Tuttavia, vi è un primo elemento di incertezza relativo alla possibilità di riuscire ad ottenere condizioni analoghe alle precedenti, dato che nel frattempo possono essere cambiate le condizioni di mercato.

Si può inoltre determinare un problema per gli impegni relativi ai versamenti già effettuati. E' infatti difficile che il gestore che subentra, e che in linea di principio può non essere il gestore precedente, sia disposto ad assumersi, a condizioni economicamente accettabili per il fondo, tali impegni nel caso in cui il rendimento passato sia stato inferiore a quanto garantito. In questo caso potrebbe essere utile aver previsto anche una copertura alla scadenza, la quale consentirebbe di consolidare la garanzia di volta in volta al momento del rinnovo.

Da questi brevi considerazioni emerge che il ruolo delle garanzie finanziarie nel settore della previdenza complementare costituisce un elemento di indubbia rilevanza,

tenendo anche in considerazione la prevista devoluzione del TFR e la peculiarità del suo meccanismo di rivalutazione.

Proprio per questo va detto che le garanzie finanziarie, se da un lato costituiscono un valore aggiunto per l'individuo, in quanto limitano il rischio da questi assunto, dall'altro vanno opportunamente valutate sotto il profilo dei costi. Il costo dovrebbe ovviamente dipendere dall'ammontare di rischio che viene effettivamente trasferito: meno rischiosa è la politica di investimento seguita e minore sarà il valore della garanzia che viene prestata.

E' quindi importante che l'intero settore finanziario sia pronto ad accogliere la sfida che si va delineando, cioè quella di saper proporre garanzie finanziarie compatibili con le esigenze di tutela degli iscritti, a costi ragionevoli e competitivi. E' infatti utile per il settore della previdenza complementare poter ampliare l'offerta delle forme di protezione dei rendimenti degli iscritti, integrandosi agli strumenti di investimento a basso rischio che già esistono, quali le gestioni monetarie e obbligazionarie, nonché a quelli che potrebbero utilmente svilupparsi, quali le cosiddette gestioni protette e, soprattutto, quelle che siano destinate all'acquisto di titoli indicizzati all'inflazione, che consentono la salvaguardia del valore reale dell'investimento. Utili sinergie sarebbero in particolare ravvisabili dalla auspicabile diffusione tra i fondi pensione di linee di investimento miranti a offrire una protezione nei confronti del rischio di inflazione, e, nel contempo, dall'emissione da parte del Governo italiano di titoli obbligazionari a lungo termine indicizzati all'inflazione.

### 3. I fondi pensione negoziali

#### 3.1 L'evoluzione del settore

Il comparto dei fondi pensione negoziali, dopo una fase di espansione legata all'avvio del sistema della previdenza complementare in Italia, registra nel 2004 una sostanziale stabilizzazione delle iniziative previdenziali promosse a favore di collettività di lavoratori appartenenti a diversi settori della realtà economica del Paese. Il numero delle forme pensionistiche complementari autorizzate all'esercizio dell'attività risulta essere alla data del 31 dicembre 2004 complessivamente pari a 41.

Tav. 3.1

**Fondi pensione negoziali autorizzati all'esercizio dell'attività.**  
(dati di fine periodo)

	2002	2003	2004
Per lavoratori subordinati	30	34	36
<i>fondi di categoria</i>	19	21	23
<i>fondi aziendali e di gruppo</i>	9	10	10
<i>fondi territoriali</i>	2	3	3
Per lavoratori autonomi e liberi professionisti	6	6	5
<b>Totale</b>	<b>36</b>	<b>40</b>	<b>41</b>

Della totalità dei fondi in attività, il numero dei programmi previdenziali rivolti ai lavoratori subordinati risulta pari a 36, due in più rispetto al 2003. Nel corso dell'anno sono stati infatti autorizzati all'esercizio dell'attività il fondo pensione ESPERO, destinato ai lavoratori della scuola, e il fondo pensione MARCO POLO che si rivolge ai lavoratori delle aziende turistiche, termali, della distribuzione e dei settori affini. Sono invece scesi a 5 i fondi pensione dedicati ai lavoratori autonomi e liberi professionisti,

dopo la cancellazione dall'Albo del fondo pensione FONFIGURE, destinato agli artigiani ed ai piccoli e medi imprenditori del settore artigiano che svolgono la loro attività nella regione Liguria.

In particolare, per quanto concerne i fondi pensione autorizzati nel corso del 2004, il fondo pensione ESPERO è dedicato ai dipendenti del comparto scuola, con un bacino potenziale di circa 1.200.000 lavoratori ripartiti in oltre 10.800 istituzioni scolastiche presenti nel territorio italiano, e il fondo pensione MARCO POLO è destinato ai dipendenti delle aziende turistiche, termali, della distribuzione e dei settori affini che riguarda un bacino di potenziali aderenti stimato in circa 800.000 addetti.

Con riguardo ai fondi che hanno ottenuto l'autorizzazione alla raccolta delle adesioni con la procedura antecedente al "Regolamento di autorizzazione all'esercizio dell'attività del 22 maggio 2001"<sup>4</sup> e che non hanno ancora perfezionato l'*iter* istruttorio per il rilascio dell'autorizzazione all'esercizio, si rappresenta che il fondo pensione ARTIFOND, fondo intercategoriale per i lavoratori dipendenti del settore artigiano, ha ottenuto una proroga del termine per la presentazione dell'istanza di autorizzazione all'esercizio dell'attività, dopo la trasmissione di un nuovo accordo contrattuale per il rilancio dell'iniziativa previdenziale.

Tra i fondi pensione che hanno ottenuto l'autorizzazione all'esercizio dell'attività con la procedura di cui alla Delibera COVIP del 22 maggio 2001 e che avrebbero dovuto raggiungere, a pena di decadenza, la soglia minima prevista entro 18 mesi dall'iscrizione all'Albo, si segnala l'esperienza del fondo PREVEDI, destinato ai lavoratori dipendenti delle imprese edili industriali ed artigiane. Il fondo, vista la difficoltà incontrata nel raggiungere, nel termine indicato, il numero di adesioni previsto, ha richiesto alla COVIP la concessione di una proroga, manifestando nel contempo la volontà di ridurre la predetta soglia a 20.000 unità. Il fondo si è quindi impegnato in un'intensa campagna promozionale per diffondere l'iniziativa presso la platea di riferimento, distribuita, peraltro, in realtà aziendali di dimensioni molte ridotte, riuscendo alla fine del 2004, a superare i 13.700 iscritti, a fronte delle circa 2.300 adesioni raccolte nel corso del 2003, e raggiungendo nel primo trimestre di quest'anno le 16.180 iscrizioni.

Nel corso dell'anno si è assistito allo scioglimento e messa in liquidazione di alcuni fondi pensione principalmente a causa del basso tasso di adesioni e della scarsa entità della massa patrimoniale raccolta. L'esiguità delle risorse economiche ha impedito nei fatti di raggiungere una consistenza dimensionale sufficiente a consentire ai fondi pensione di operare in condizioni di economicità ed efficienza.

Così, nel mese di dicembre, il fondo pensione MERCURIO, dedicato al personale appartenente alla categoria dei quadri, impiegati ed operai delle società del gruppo

---

<sup>4</sup> I fondi pensione che alla data del 31 dicembre 2003 risultavano autorizzati alla raccolta delle adesioni erano MARCO POLO, ARTIFOND e FONTAN. Nei confronti di FONTAN all'inizio del 2004 è stata deliberata la decadenza dell'autorizzazione alla raccolta delle adesioni.

Alitalia, ha deliberato il proprio scioglimento a seguito del mancato raggiungimento della base associativa minima prevista negli accordi contrattuali. Contestualmente le fonti istitutive hanno definito il trasferimento, su base volontaria e senza soluzione di continuità, delle posizioni individuali del personale già iscritto, nonché la possibilità di confluenza di tutti i potenziali aderenti al fondo pensione PREVAER, destinato ai lavoratori, quadri, impiegati ed operai delle aziende aderenti ad Assaeroporti.

Inoltre, nel corso dell'anno sono state avviate le iniziative per procedere allo scioglimento volontario del fondo pensione FONDARTIGIANI, rivolto agli artigiani, ai piccoli e medi imprenditori e agli altri lavoratori autonomi che svolgono attività di tipo artigiana. Anche in questo caso le ragioni che hanno portato allo scioglimento sono da ricercare nello scarso livello di adesione dei destinatari. Nel mese di marzo 2005 è stato deliberato da parte dell'assemblea straordinaria di FONDARTIGIANI lo scioglimento del fondo e si è proceduto alla nomina di un soggetto liquidatore.

Le accennate vicende di scioglimento evidenziano una tendenza del settore a ricompattarsi attorno alle realtà che per popolazione di riferimento e capacità di aggregazione hanno in questi anni consolidato il loro ruolo nella previdenza complementare. Nel corso dell'anno non sono tuttavia mancate iniziative previdenziali rivolte all'istituzione di nuovi fondi pensione a favore di alcune categorie di lavoratori del settore privato, ancora parzialmente prive di forme di previdenza complementare di carattere negoziale. Tra le ultime iniziative concretamente avviate si segnala la richiesta di autorizzazione all'esercizio dell'attività, presentata nel dicembre 2004, dal fondo pensione ASTRI che si rivolge ad una platea complessiva stimata in circa 12.000 lavoratori dipendenti del settore autostrade, strade, trasporti ed infrastrutture.

Per quanto riguarda invece il settore dei pubblici dipendenti, nonostante da più parti si sottolinei l'importanza di assicurare quanto prima, anche per questi lavoratori, forme di previdenza complementare per poter continuare in futuro il godimento di una copertura previdenziale adeguata a fronte della riduzione delle prestazioni corrisposte dal sistema obbligatorio, risultano ancora oggi alquanto limitate le iniziative avviate dalle organizzazioni sindacali rappresentative dei lavoratori e dai soggetti rappresentativi della parte datoriale. Anche se gli accordi collettivi integrativi a livello di singolo comparto prevedono la possibilità che siano istituite forme negoziali, dopo l'avvio del fondo ESPERO, che costituisce la prima esperienza di previdenza complementare avviata nel settore della scuola, solo nel dicembre 2004 è stato sottoscritto l'ipotesi di accordo per l'istituzione del Fondo Nazionale di Pensione Complementare per i Lavoratori dei Comparti delle Regioni, delle Autonomie Locali e del Servizio Sanitario Nazionale. Il progetto avviato richiede ancora numerosi passaggi prima che il fondo pensione possa concretamente costituirsi e dovranno trovare soluzione alcune problematiche specifiche che comprendono, oltre ad aspetti finanziari, anche l'aggiornamento del quadro normativo che definisce le modalità di designazione dei rappresentanti di parte datoriale.

Sono da ricordare, inoltre, le determinazioni che dovranno essere assunte prima della scadenza del 31 dicembre 2005 fissata per l'esercizio dell'opzione prevista