monocomparto sostanzialmente prudenziale: la percentuale di titoli di capitale presente nel *benchmark* del fondo non supera il 38 per cento toccando il minimo (5 per cento) nel caso dell'unico fondo (FUNDUM) tra quelli operativi ad offrire ai propri aderenti la garanzia di risultato. In media la percentuale di titoli di debito nel portafoglio neutrale si attesta intorno al 75 per cento e quella relativa ai titoli di capitale intorno al 25 per cento.

Le ragioni di questo atteggiamento conservativo sono da ricercare, principalmente, nel fatto che l'assetto monocomparto induce l'organo di amministrazione a privilegiare, nello sforzo di interpretazione e sintesi dei bisogni previdenziali della popolazione di riferimento, le esigenze dei più prossimi al pensionamento e ad adottare un orizzonte temporale di breve-medio periodo; questo, sulla base delle tecniche di ottimizzazione vincolata che vengono frequentemente utilizzate per l'individuazione del portafoglio ottimo e considerate le ipotesi prese a riferimento, si traduce in una allocazione delle risorse più orientata verso i titoli di debito.

Tav. 3.12

Fondi pensione negoziali. Composizione del *benchmark* per tipologia di indicatori.
(anno 2002; valori percentuali)

Fondo	Indicatori azionari	Indicatori obbligazionari
FONCHIM	26,6	73,4
FONDENERGIA	33,0	67,0
QUADRI E CAPI FIAT	27,5	72,5
COMETA	18,9	81,1
PREVIAMBIENTE	29,2	70,8
LABORFONDS	32,9	67,1
COOPERLAVORO	20,0	80,0
FOPEN	37,4	62,6
PEGASO	30,0	70,0
FUNDUM	5,0	95,0
PREVICOOPER	25,0	75,0
FONCER	30,0	70,0
FONDODENTISTI comp. *Scudo*	0,0	100,0
FONDODENTISTI comp. *Progressione*	30,0	70,0
FONDODENTISTI comp. *Espansione*	75,0	25,0
SOLIDARIETA' VENETO comp. *Prudente*	5,0	95,0
SOLIDARIETA' VENETO comp. *Reddito*	20,0	80,0
SOLIDARIETA' VENETO comp. *Dinamico*	45,0	55,0
Totale (1)	**24,8**	**75,2**

(1) Gli indicatori del complesso dei fondi sono calcolati come media ponderata per le rispettive risorse finanziarie degli indicatori previsti dai singoli mandati.

I due fondi multicomparto avviati alla gestione (FONDODENTISTI e SOLIDARIETÀ VENETO) sono strutturati ciascuno in tre linee di investimento caratterizzate, per quanto attiene alla composizione dei rispettivi *benchmark*, da diverse ripartizioni tra titoli di debito e titoli di capitale. Le scelte in materia di *asset allocation* strategica operate dai due fondi sono abbastanza simili per quanto riguarda i due comparti più conservativi (Scudo e Progressione di FONDODENTISTI e Prudente e Reddito per SOLIDARIETÀ VENETO) mentre, per ciò che concerne la terza linea, l'offerta di FONDODENTISTI (comparto Espansione) è caratterizzata da una maggiore esposizione azionaria rispetto a quella di Solidarietà Veneto (comparto Dinamico).

L'obiettivo della diversificazione degli investimenti, indicato dalla legge tra i criteri di riferimento nella gestione delle risorse dei fondi pensione, non si esaurisce nella articolazione tra titoli di debito e titoli espressivi del capitale di rischio ma comprende anche altri fattori, tra i quali la scelta del mercato di investimento e la politica valutaria.

Con riguardo al primo aspetto, partendo sempre dai *benchmark* prescelti, si osserva come le *asset class* rilevanti per ciascun fondo siano rappresentate da indicatori afferenti ad aree geografiche allargate (le principali economie mondiali) anziché a singoli paesi, con un peso preponderante assegnato agli strumenti finanziari dell'area Europa (superiore al 90 per cento). Per ciò che concerne la politica valutaria, la scelta operata dalla quasi totalità dei fondi è stata quella di prevedere un esposizione teorica al rischio cambio circoscritta al peso, mediamente inferiore al 20 per cento, assegnato nell'ambito del portafoglio neutrale, agli indicatori (o porzioni di questi) relativi a paesi diversi da quelli aderenti all'UME.

Definito il portafoglio neutrale dei fondi o dei comparti, nei termini suesposti, il successivo e complementare *set* di decisioni adottate dagli organi di amministrazione dei fondi in materia di politica di investimento riguarda la fissazione del livello massimo di oscillazione intorno ai pesi assegnati nel *benchmark* alle due principali classi di attività (limiti minimi e massimi su azioni e obbligazioni, Tav. a.7) nonché il grado di libertà in relazione alla politica del cambio[13].

Tali aspetti, unitamente ai limiti di *traking error volatility* (cfr. oltre), sintetizzano il grado di attivismo che il consiglio di amministrazione si attende dai gestori.

[13] Con riguardo ai titoli di capitale, si registra una generale tendenza da parte degli organi di amministrazione dei fondi a lasciare ampi margini di discrezionalità nella scelta della valuta di riferimento. Per i titoli di debito, invece, si tende a richiedere che la loro denominazione avvenga in valuta congruente con l'euro.

3.6.2 L'introduzione delle gestioni multicomparto

Il perdurante andamento negativo dei mercati finanziari ha impresso, nell'ambito dei fondi negoziali che hanno già affidato le risorse in gestione, un'accelerazione ai processi di trasformazione strutturale volti a prefigurare politiche di investimento in grado di assicurare più adeguate risposte alle diverse e articolate esigenze che promanano dalla collettività dei lavoratori aderenti.

Così l'anno trascorso ha visto gran parte dei fondi negoziali in operatività finanziaria impegnati nel passaggio dall'assetto gestionale monocomparto (un'unica linea di investimento per tutti gli aderenti) allo schema multicomparto (più opzioni di investimento caratterizzate da differenti profili di rischio-rendimento). Si tratta di FONCHIM, FONDENERGIA[14], FOPEN, TELEMACO[4], SOLIDARIETÀ' VENETO e, sempre nel corso del 2002, anche altri due fondi, COMETA e QUADRI E CAPI FIAT hanno avviato le attività di analisi (studio delle caratteristiche della popolazione degli iscritti, dimensioni del patrimonio e prospettive di crescita, ecc.) propedeutiche alla realizzazione del passaggio ad una gestione multicomparto.

Se si analizza il dato di cui sopra dal punto di vista quantitativo si evidenzia che oltre il trenta per cento del patrimonio complessivo che fa capo ai fondi negoziali in gestione finanziaria è caratterizzato da un assetto statutario che prevede più linee di investimento. Il dato percentuale passa ad oltre l'ottanta per cento ove si considerano anche i fondi prossimi alla trasformazione (COMETA e QUADRI E CAPI FIAT).

Inevitabilmente il passaggio ad una configurazione gestionale con diversi profili di investimento richiede interventi che investono più aspetti, da quello statutario a quello dell'assetto della politica di investimento e delle convenzioni di gestione, e comporta l'adozione di particolari cautele sotto il profilo delle misure e iniziative destinate a diffondere fra i lavoratori interessati le principali informazioni relative al cambiamento in corso. La necessità di assicurare la formazione di una scelta consapevole, esigenza avvertita in modo particolare nei confronti dei lavoratori che avevano aderito al fondo nella fase della gestione monocomparto, ha indotto i fondi interessati dal cambiamento ad adottare una serie di iniziative al riguardo.

FONCHIM ad esempio, oltre alla stesura di una scheda informativa contenente le principali informazioni sui vari comparti e ad una comunicazione diretta a ciascun iscritto (nella quale sono state illustrate le caratteristiche dei comparti ed è stato predisposto un apposito modello per la scelta della linea), ha pubblicato un numero speciale di "Fonchim *news*", dedicato all'analisi tecnico finanziaria dei tre comparti ed alle tipologie di investimento adottate, ed ha aperto un'apposita sezione sul sito *web* dedicata al multicomparto.

[14] L'autorizzazione della relativa modifica statuaria è stata rilasciata nei primi mesi del 2003.

Come accennato, la trattazione a livello statutario di un contenuto minimo della disciplina della gestione multicomparto trova il proprio fondamento in specifiche disposizioni normative di carattere primario e secondario. In particolare, i fondi interessati dalla trasformazione hanno scelto di rimettere all'assemblea, attraverso l'approvazione di specifiche modifiche statutarie, gli aspetti ritenuti centrali nella gestione del passaggio al multicomparto. Così, con riguardo alla descrizione delle singole linee di investimento, gli statuti dei fondi, sia pure con un diverso grado di analiticità hanno illustrato le classi di attività nelle quali la linea avrebbe investito, specificandone i limiti in modo da far emergere con chiarezza il profilo di rischio-rendimento del comparto stesso. Ciascun fondo ha avuto cura di precisare il periodo di permanenza minima nella linea di investimento prescelta (tutti i fondi hanno previsto un periodo di 12 mesi), indicando se per l'esercizio del trasferimento era previsto o meno un costo a carico dell'iscritto.

Un aspetto assai delicato, per le implicazioni che l'operazione di trasformazione ha in termini di trasparenza nei confronti degli aderenti, riguarda l'inserimento di una norma c.d. "transitoria" tesa a disciplinare i tempi e le modalità con le quali avviene il passaggio delle posizioni individuali sulla linea di investimento prescelta. Al riguardo, fermo restando che tutti i fondi interessati dalla trasformazione hanno rimesso ad una delibera dell'organo di amministrazione l'individuazione del momento in cui concretamente verrà avviata la gestione multicomparto, si segnalano sostanzialmente due tipi di impostazioni scelte per operare il trasferimento delle posizioni dei lavoratori già iscritti al fondo sulle linee di investimento attivate.

La prima, prevede che alla data di avvio della gestione multicomparto tutte le posizioni, e quindi l'intero patrimonio del fondo, siano collocate sul comparto la cui politica di investimento, di fatto, presenta contenuti analoghi a quelli della preesistente gestione monocomparto; da quel momento è riconosciuto un periodo di tempo (un anno) entro il quale i lavoratori interessati possono comunicare la scelta della linea di investimento sulla quale trasferire la propria posizione. Questa impostazione è stata utilizzata sia dal fondo pensione TELEMACO che da FONDENERGIA e quest'ultimo, che pure prevede normalmente un costo per l'operazione di *switch*, durante tutto l'anno di transizione consentirà il trasferimento gratuito della posizione individuale.

La seconda impostazione (FONCHIM, FOPEN e SOLIDARIETÀ VENETO) prevede la raccolta della scelte operate da ciascun aderente al fondo prima della data fissata dal consiglio di amministrazione per il passaggio al multicomparto. In questi casi gli statuti hanno anche regolato le situazioni dei lavoratori c.d. "silenti", vale a dire di coloro che non hanno manifestato alcuna scelta nel lasso di tempo messo a loro disposizione e che, pertanto, sono stati collocati sulla linea che continua la tipologia di gestione del monocomparto (FONCHIM e FOPEN) ovvero sulla linea che attua la gestione più prudente (SOLIDARIETÀ VENETO). Si è trattato di un fenomeno, quello dei silenti, che ha interessato, nel caso di FONCHIM, circa il 90 per cento dei lavoratori iscritti, nel caso di FOPEN oltre il 60 per cento mentre per SOLIDARIETÀ VENETO circa il 50 per cento degli interessati.

Naturalmente, tutti coloro che hanno aderito ai fondi che hanno attivato la gestione multicomparto successivamente alla data di avvio, avranno ricevuto le informazioni relative alle caratteristiche di gestione ed ai relativi costi, sulla scheda informativa ed avranno espresso la scelta della linea di investimento all'atto dell'adesione.

Un ultimo aspetto rilevante è quello relativo alle modalità di ripartizione delle spese. Infatti, fatta eccezione per quelle spese che interessano specificamente i singoli comparti e che, quindi, graveranno sul patrimonio della linea interessata, i profili di maggior problematicità si pongono per gli oneri e i proventi che non sono di diretta pertinenza di un comparto. In questo caso, la maggior parte dei fondi, in coerenza con le disposizioni COVIP in tema di contabilità (cfr. Delibera COVIP del 17 giugno 1997) si è preoccupata di individuare i criteri di ripartizione o stabilendo a livello statutario il criterio prescelto (in base al numero degli iscritti o in proporzione al patrimonio di ciascun comparto) oppure rimettendo questo compito ad una delibera del consiglio di amministrazione.

Per quanto riguarda il numero e le caratteristiche dei comparti attivati, si osserva che quasi tutti i fondi hanno strutturato tre o quattro linee di investimento, (una prevalentemente azionaria, una prevalentemente obbligazionaria ed una bilanciata volta a riproporre la politica di investimento attuata nella fase di gestione monocomparto) le quali, in linea generale, dovrebbero rappresentare la migliore combinazione rischio-rendimento per differenti tipologie di aderenti.

In linea generale, la strutturazione dei profili di rischio-rendimento delle linee di investimento va effettuata sulla base delle esigenze previdenziali della platea degli aderenti attuali e potenziali, stimando il relativo grado di avversione al rischio e la funzione di utilità che ne sintetizza le preferenze. Le oggettive difficoltà nel reperire le informazioni idonee ad individuare il grado di avversione al rischio della popolazione di riferimento hanno indotto, in questa prima fase di operatività del settore, gli organi di amministrazione dei fondi a differenziare l'offerta previdenziale prevalentemente sulla base della distribuzione per età degli aderenti: si è assunto, sulla scorta di alcune fra le più diffuse teorie nel campo della gestione dei portafogli finanziari, che maggiore è il periodo che separa l'aderente dal pensionamento, a parità di altre condizioni, debba aumentare la percentuale di titoli azionari da detenere in portafoglio. Risulta comunque essenziale che i fondi negoziali sviluppino metodologie di analisi volte a rilevare il complesso delle caratteristiche della popolazione di riferimento al fine di individuare il relativo grado di avversione al rischio. Peraltro, sarebbe opportuno, anche sulla base di una analisi dei tassi di sostituzione assicurati dalla previdenza obbligatoria, tentare di identificare il livello di maggiore "copertura previdenziale" necessario a garantire ai singoli aderenti una rendita pensionistica adeguata. Ovviamente, sarebbe auspicabile che le stesse strategie di investimento (e le relative tecniche di monitoraggio del rischio) fossero stabilite in funzione degli obiettivi sopra indicati.

Infine, per quanto riguarda le preferenze manifestate dagli iscritti, dall'osservazione della distribuzione degli stessi sui vari comparti (sono stati considerati

solo i quattro fondi che, ai primi mesi del 2003, avevano già raccolto le preferenze degli aderenti, cfr. Tav. 3.13) si osserva che la maggior parte degli iscritti sono confluiti nei rispettivi comparti di *default*: il 93 per cento degli aderenti per quanto riguarda FONCHIM, il 75 per cento per FOPEN ed il 59 per cento per SOLIDARIETÀ VENETO. Viceversa, poco più della metà degli aderenti a FONDODENTISTI, che ha avviato la gestione già con un assetto multicomparto, ha investito il proprio patrimonio nel comparto azionario.

Da quanto sopra si evince la necessità di avviare quanto prima una riflessione su quali siano le modalità per migliorare il grado di consapevolezza degli iscritti relativamente alle implicazioni delle scelte che essi sono chiamati a compiere in presenza di più linee di investimento. A tal riguardo potrebbero essere ipotizzate iniziative nel campo della formazione, dell'informativa documentale e forme di consulenza indipendente (accompagnate da proposte di deducibilità fiscale delle relative spese, cfr. esperienza USA, Cap. 2, paragrafo 2.5).

Tav. 3.13

Fondi pensione negoziali. Multicomparto e preferenze degli aderenti.

Fondo	Denominazione Comparto [1]	% iscritti per comparto
FONCHIM [2]	Moneta	5,1
	Stabilità	92,9
	Crescita	2,0
FONDODENTISTI [3]	Scudo	9,0
	Progressione	40,0
	Espansione	51,0
SOLIDARIETA' VENETO [3]	**Prudente**	59,0
	Reddito	22,0
	Dinamico	19,0
FOPEN [2]	Monetario	17,0
	Bilanciato Obbligazionario	75,0
	Bilanciato	5,0
	Azionario	3,0

(1) Per ciascun fondo, ad eccezione di FONDODENTISTI che ha avviato la gestione con un assetto multicomparto, sono segnalati, in grassetto i comparti di *default*.

(2) Dati relativi alle preadesioni ai singoli comparti, acquisiti mediante apposite comunicazioni inviate dai fondi.

(3) Dati relativi alle percentuali effettive di adesione ai singoli comparti, acquisiti attraverso le segnalazioni per l'anno 2002.

3.6.3 La definizione dei mandati di gestione e la scelta dei gestori

Una volta effettuate le scelte di allocazione strategica delle risorse, l'organo di amministrazione del fondo pensione opera la strutturazione dei mandati e l'affidamento delle risorse agli intermediari finanziari giudicati, sulla base di un apposito processo di selezione, maggiormente idonei a prefigurare il conseguimento degli obiettivi del fondo.

Per ciò che concerne la traduzione delle decisioni assunte in materia di AAS in mandati di gestione (la strutturazione dei mandati), diverse sono le opzioni adottate dai primi 14 fondi avviati alla gestione delle risorse. Il caso più frequente è l'assegnazione del patrimonio ad uno o a più gestori "generalisti" sulla base di mandati identici, ciascuno dei quali riproduce fedelmente le decisioni prese in materia di *asset allocation* strategica sia in termini di *benchmark* che di limiti di investimento (FUNDUM, SOLIDARIETÀ VENETO, FONDENERGIA, COOPERLAVORO, PREVICOOPER, PEGASO, FONCER, FONDODENTISTI). Radicalmente opposta è la soluzione adottata da LABORFONDS e PREVIAMBIENTE: in questo caso, infatti, il patrimonio viene ripartito per classi di attività tra intermediari "specializzati" nella gestione di specifici segmenti del portafoglio ottimale del fondo. Infine, si avvicina a questa seconda soluzione la strada intrapresa da un considerevole nucleo di fondi e sintetizzabile nella ripartizione del patrimonio tra più gestori sulla base di mandati che, differiscono tra loro in termini di *benchmark* e limiti di investimento (FONCHIM, FOPEN, COMETA, QUADRI E CAPI FIAT), pur insistendo su più di un *asset class* (circostanza questa che li avvicina ai gestori "generalisti").

La modalità di strutturazione dei mandati di gestione comporta implicazioni importanti in ordine alle metodologie da adottare al fine di preservare nel tempo l'*asset allocation* strategica del fondo: mentre la prima soluzione ("generalista") assicura sostanzialmente il ribilanciamento automatico dell'AAS, la gestione basata su mandati specializzati impone ai fondi un'attività periodica di ribilanciamento del portafoglio, che si rende necessaria al fine di evitare che si verifichino, in conseguenza di movimenti non uniformi del valore delle diverse classi di attività, indesiderate deviazioni nel tempo dell'AAS originaria. Pertanto, si rileva come l'adozione di una gestione basata su mandati specializzati richieda, oltre alla predisposizione di convenzioni caratterizzate da opportuni spazi di flessibilità, l'adeguata implementazione delle strutture del fondo preposte all'indirizzo ed al controllo della gestione finanziaria.

Completata la traduzione delle scelte di AAS in diversi mandati, e definiti in relazione a ciascuno di essi il numero di gestori da incaricare, l'organo di amministrazione, come è noto, è tenuto a condurre il processo di selezione dei gestori in modo da garantire la coerenza fra gli obiettivi e le modalità gestionali preventivamente definiti ed i criteri di scelta adottati. Allo scopo utili linee di riferimento sono contenute nelle istruzioni relative al processo di selezione dei gestori adottate dalla Commissione nel dicembre del 1999.

Sono 6 i fondi che nel corso del 2002 hanno terminato il processo di selezione dei gestori (MEDIAFOND, CONCRETO, ARCO, PREVIAMBIENTE, FAMIGLIA, ALIFOND). Questi hanno previsto che i relativi patrimoni (pari complessivamente a 175 milioni di euro a fine 2002) siano affidati in gestione a 13 intermediari finanziari (due imprese di assicurazione, dieci SGR e un'impresa di investimento comunitaria).

Altri 6 fondi, 3 monocomparto (PREVIMODA, FONTE, EUROFER) e 3 multicomparto (FONDARTIGIANI, FONSER e TELEMACO) risultano impegnati al 31 dicembre 2002 nell'ultimazione del processo di selezione dei gestori.[15] I requisiti minimi richiesti ai candidati gestori riguardano sia la misura del patrimonio a livello di gruppo (da un minimo di 250 milioni ad un massimo di 500 milioni di euro), sia i volumi di risparmio gestito (da un minimo di 2.500 ad un massimo di 10.000 milioni di euro per i gestori di natura finanziaria; da 1.000 a 1.500 milioni di euro di attività a copertura delle riserve per le imprese di assicurazione).

Completato il processo di valutazione delle candidature, l'organo di amministrazione dei fondi, procede, con apposita delibera, alla designazione dei candidati vincitori della gara e alla stesura, per ogni mandato, del testo di convenzione, che, sulla base delle vigenti norme, viene trasmesso alla COVIP, unitamente ad una relazione illustrativa sullo svolgimento del processo di selezione, ai fini del rilascio della preventiva autorizzazione. Nel corso del 2002, la durata media dei procedimenti istruttori per il rilascio del predetto provvedimento di autorizzazione è stata pari a 48 giorni, di gran lunga inferiore rispetto ai termini massimi previsti dalle vigenti norme regolamentari (90 giorni). Al riguardo è peraltro all'attenzione della Commissione l'adozione di iniziative idonee a semplificare, nel vigente quadro legislativo, le procedure amministrative di autorizzazione.

Come è noto, la convenzione di gestione contiene le linee di indirizzo degli investimenti, con indicazione delle classi di attività ammesse e i relativi limiti quantitativi (minimi e massimi) e qualitatitivi (*rating* degli emittenti i titoli o delle controparti nelle negoziazioni), il parametro di riferimento per il controllo dei risultati della gestione (il *benchmark* del mandato), le commissioni di gestione, le modalità di recesso anticipato, l'ammissibilità delle deleghe di gestione.

Nell'ambito delle convenzioni autorizzate lo scorso anno, merita di essere segnalata la prima convenzione di gestione delle risorse con garanzia di risultato, stipulata dal fondo pensione FUNDUM con un'impresa di assicurazione. In particolare, in linea con l'apposito schema di convenzione per la gestione delle risorse con garanzia (deliberato dalla COVIP il 7 gennaio 1998 d'intesa con Banca d'Italia, CONSOB e ISVAP), l'impresa di assicurazione si impegna a riconoscere la rivalutazione patrimoniale derivante dalla gestione del portafoglio (mandato obbligazionario) fermo un rendimento minimo composto pari al 2 per cento su base annua. La garanzia di

[15] A questi vanno aggiunti anche 2 fondi (QUADRI E CAPI FIAT e LABORFONDS), che pur avendo avviato la gestione delle risorse, per ragioni diverse (rispettivamente una maggiore diversificazione geografica e il prossimo passaggio al multicomparto) hanno ritenuto di procedere ad una nuova gara.

rendimento minimo è valida sia durante l'arco della durata contrattuale, ove l'aderente esercitasse il diritto alla prestazione pensionistica oppure si verificasse una situazione di decesso o di invalidità permanente comportante la cessazione dell'attività lavorativa, sia alla scadenza della convenzione, fissata per il 31 dicembre 2005.

In altri termini, qualora nel corso della durata della convenzione si verifichi uno degli eventi citati in capo all'aderente, egli avrà diritto al maggior valore tra il valore corrente della posizione individuale e quello risultante dalla capitalizzazione dei contributi conferiti in gestione al tasso annuo composto del 2 per cento, per il periodo intercorrente tra la data di valorizzazione della posizione individuale ed il giorno di valorizzazione assunto a riferimento ai fini del calcolo della prestazione; e, nel caso in cui il valore della posizione individuale risulti inferiore a quello garantito, il gestore è tenuto a versare al fondo la differenza affinché sia possibile erogare la prestazione secondo quanto stabilito nel contratto. La convenzione stipulata da FUNDUM, come detto, prevede anche la corresponsione dello stesso livello di garanzia alla scadenza della convenzione, in cui il gestore integrerà l'eventuale differenza, se negativa, tra il valore corrente delle attività conferite in gestione ed il valore garantito, realizzando il consolidamento del rendimento minimo garantito, utile anche nel caso di prosecuzione della gestione delle risorse con garanzia, sia attraverso il rinnovo della medesima convenzione, sia con l'attivazione di un nuovo contratto con altro intermediario.

Complessivamente le convenzioni di gestione stipulate dai 14 fondi che alla data del 31 dicembre 2002 risultavano avviati alla gestione delle risorse sono 53 (Tav. 3.14), di cui 25 con mandati di tipo bilanciato (peso dei titoli azionari variabile tra il 30 e il 70 per cento), 8 di tipo obbligazionario puro (che non prevedono l'investimento in titoli di capitale[16]), 15 a carattere obbligazionario misto (azioni non superiori al 30 per cento) e 5 azionari bilanciati (*asset* azionari non inferiore al 50 per cento) (Tav. a.8).

Dalla lettura della Tav. 3.14, si rileva come la quota maggiore di risorse sia gestita attraverso mandati di tipo bilanciato e obbligazionario misto (oltre tre quarti del complessivo patrimonio affidato in gestione), seguiti dagli obbligazionari puri (17 per cento). I profili di investimento caratterizzati da maggiore rischiosità, i bilanciati azionari, sebbene sensibilmente cresciuti rispetto al 2002 sia in termini di numerosità (da 2 a 5) che di patrimonio affidato in gestione, rappresentano ancora una percentuale molto contenuta del totale delle risorse affidate in gestione (1,5 per cento) e ciò soprattutto in ragione del ricordato atteggiamento prudenziale adottato dagli organi amministrativi dei fondi.

[16] La definizione del mandato obbligazionario puro è stata modificata rispetto a quella adottata nella Relazione Annuale per l'anno 2001 che prevedeva per tale tipologia di mandati investimenti in azioni fino ad un massimo del 10 per cento.

Tav. 3.14

Fondi pensione negoziali. Risorse in gestione per tipologia di mandato.
(dati di fine 2002; importi in milioni di euro)

Mandati	Convenzioni	Risorse in gestione	
	Numero	Importi	%
Obbligazionario puro	8	454	16,6
Obbligazionario misto	15	1.125	40,9
Bilanciato	25	1.128	41,0
Azionario bilanciato	5	42	1,5
Totale	**53**	**2.749**	**100,0**

In gran parte delle convenzioni stipulate viene assegnato al gestore l'obiettivo della massimizzazione dei rendimenti, compatibilmente con i vincoli di rischiosità assegnati e generalmente rappresentati, a livello assoluto, dai limiti di oscillazione intorno alle classi di attività prevalenti (Tav. a.8) e, a livello relativo, dalle soglie di volatilità delle differenze di rendimento tra portafoglio gestito e *benchmark*. Con riferimento a queste ultime, l'indicatore relativo adottato per il monitoraggio dei mandati è rappresentato dalla *tracking error volatility* (*TEV*), indicatore che rileva la volatilità delle differenze di rendimento tra portafoglio e *benchmark* e, perciò, misura il grado di fedeltà della gestione al *benchmark*. Sebbene la misura della *TEV* vari a seconda della tipologia di mandato – maggiore è il contenuto azionario, maggiore è in genere la misura di *TEV* utilizzata – (Tav. a.8), a parità di tipologia di mandato, alcuni fondi hanno adottato misure di *TEV* sensibilmente maggiori o minori rispetto alla media, prefigurando così lo stile di gestione (rispettivamente attivo o passivo) atteso dal gestore.

3.6.4 Le scelte di gestione e la composizione del portafoglio

Alla fine del 2002 i fondi pensione negoziali che hanno conferito le risorse in gestione dispongono di un attivo netto destinato alle prestazioni di 2.738 milioni di euro. Il patrimonio relativo ai 14 fondi che hanno conferito le risorse in gestione rappresenta l'84 per cento del patrimonio di tutti i fondi negoziali autorizzati all'esercizio dell'attività, rispetto al 78 per cento del 2001.

Le risorse in gestione[17] di tali fondi, alla medesima data, ammontano a 2.749 milioni di euro.

Complessivamente il patrimonio in gestione dei 14 fondi pensione negoziali, è stato conferito a 19 soggetti (cfr. Tav. a.10), di cui 15 con sede in Italia (13 SGR e 2 compagnie di assicurazioni), e 4 aventi sede in altri paesi dell'UE (3 imprese di investimento inglesi e 1 compagnia di assicurazione francese).

Con riferimento alla distribuzione delle 53 convenzioni di gestione tra i vari intermediari finanziari distinti per tipologia, non si rilevano sostanziali mutamenti rispetto al 2001: si consolida la posizione dominante delle società di gestione del risparmio, che gestiscono il 73 per cento delle risorse dei fondi pensione negoziali, seguite dalle compagnie di assicurazione (20 per cento), titolari principalmente di mandati obbligazionari, e dalle imprese di investimento comunitarie, che conservano una quota di mercato limitata (6,6 per cento), ma in moderata crescita rispetto al 2001 (4,3 per cento).

Tav. 3.15

Fondi pensione negoziali. Risorse in gestione e tipologia di intermediari.
(dati di fine 2002; importi in milioni di euro)

Tipologia di intermediario	Convenzioni	Risorse in gestione	
	Numero	Importi	%
Assicurazione	7	551	20,0
Impresa di investimento	10	179	6,6
SGR	36	2.019	73,4
Totale	**53**	**2.749**	**100,0**

La composizione delle risorse dei fondi pensione conferma una netta prevalenza dell'investimento in titoli di debito (71,8 per cento), di emittenti prevalentemente governativi, rispetto ai titoli di capitale (20 per cento), con percentuali minime allocate anche nei depositi (5,5 percento) e negli OICR (0,8 per cento). L'investimento in OICR, di natura quasi esclusivamente azionaria, è prevalente nei comparti più esposti verso i titoli di capitale di FONDODENTISTI e SOLIDARIETA' VENETO caratterizzati da volumi di portafoglio di ridotte dimensioni. Non risulta significativo l'impiego in strumenti

[17] Oltre alle risorse in gestione concorrono a formare l'attivo netto destinato alle prestazioni le attività e le passività della gestione amministrativa, le passività della gestione previdenziale della fase di accumulo (debiti per trasferimenti, riscatti, anticipazioni etc.) i crediti e debiti di imposta e gli investimenti effettuati direttamente dal fondo previsti dall'art. 6 comma 1 lettere d) ed e) del Decreto lgs. 124/1993 (azioni e quote di società immobiliari e quote di fondi comuni mobiliari e immobiliari chiusi). Con riferimento a quest'ultima categoria si evidenzia che tuttavia tali investimenti non risultano presenti nel portafoglio di fine 2002 dei fondi pensione negoziali..

derivati, il cui utilizzo è principalmente finalizzato alla replica del *benchmark* e, in misura minore, alla copertura dal rischio valutario.

Tav. 3.16

Fondi pensione negoziali. Composizione delle risorse in gestione per singolo fondo.
(dati di fine 2002; valori percentuali)

	Depositi	Titoli di debito	Titoli di capitale	OICR	Altre attività e passività	Totale
COMETA	4,0	77,9	15,7	1,0	1,5	100,0
COOPERLAVORO	7,3	78,9	13,7	0,0	0,1	100,0
QUADRI E CAPI FIAT	9,2	61,3	25,9	2,2	1,4	100,0
FONCER	3,4	64,3	27,1	0,0	5,3	100,0
FONCHIM	8,1	67,1	21,5	0,0	3,3	100,0
FONDENERGIA	5,9	65,5	26,9	0,0	1,8	100,0
FOPEN	2,8	66,5	28,1	0,0	2,6	100,0
FUNDUM	17,8	76,5	0,0	4,2	1,4	100,0
LABORFONDS	9,3	62,9	29,5	0,0	-1,7	100,0
PEGASO	6,7	71,7	19,6	0,0	1,9	100,0
PREVIAMBIENTE	3,3	67,2	28,4	0,0	1,2	100,0
PREVICOOPER	1,8	75,9	21,0	0,0	1,3	100,0
SOLIDARIETA' VENETO comp. *Prudente*	3,9	90,6	0,0	4,3	1,3	100,0
SOLIDARIETA' VENETO comp. *Reddito*	2,5	77,8	18,5	0,0	1,1	100,0
SOLIDARIETA' VENETO comp. *Dinamico*	3,6	55,9	0,0	39,6	0,9	100,0
FONDODENTISTI comp. *Scudo*	24,2	74,6	0,0	0,0	1,2	100,0
FONDODENTISTI comp. *Progressione*	22,6	55,7	10,5	10,4	0,8	100,0
FONDODENTISTI comp. *Espansione*	24,0	21,0	26,8	27,8	0,4	100,0
Totale	**5,5**	**71,8**	**20,0**	**0,8**	**1,9**	**100,0**

Rispetto al 2001 non si rilevano sostanziali mutamenti nell'allocazione delle risorse: i titoli di capitale registrano un incremento di circa un punto e mezzo percentuale, mentre i titoli di debito e l'investimento in OICR si riducono entrambi di circa un punto percentuale. Con riferimento ai titoli di debito si conferma una durata finanziaria media[18] di poco superiore ai due anni (2,1 anni).

Sommando la quota di investimenti in OICR a carattere esclusivamente azionario e le posizioni *long* in strumenti derivati di natura azionaria alla quota di titoli di capitale, si rileva che la componente azionaria dei fondi pensione negoziali è pari a 23 per cento, inferiore di circa un punto e mezzo percentuale rispetto alla quota azionaria del

[18] La durata finanziaria di un titolo obbligazionario è la media ponderata delle scadenze dei pagamenti per interesse e capitale associati al titolo. La stessa rappresenta un indicatore del rischio di tasso di interesse: i prezzi dei titoli con durata finanziaria maggiore sono soggetti a variazioni di prezzo più elevate al variare del tasso di interesse. Il dato aggregato è stato ottenuto ponderando le durate finanziarie medie segnalate con riferimento ai singoli mandati con l'ammontare dei titoli di debito e attribuendo, convenzionalmente, una durata finanziaria modificata di tre mesi ai titoli di debito con scadenza inferiore ai sei mesi.

portafoglio *benchmark* complessivo. Analogamente, sommando la percentuale degli investimenti in depositi a quella degli investimenti in titoli di debito, ne deriva che la componente obbligazionaria dei fondi è pari al 77 per cento.

Complessivamente si può osservare che, nonostante il perdurare dell'andamento negativo dei mercati azionari, i fondi pensione evidenziano, rispetto all'anno precedente, un incremento, seppur modesto, della componente azionaria dovuto, principalmente alla maggiore esposizione all'investimento azionario dei fondi che nel corso del 2002 hanno conferito le risorse in gestione rispetto all'allocazione media degli altri fondi.

Tav. 3.17

Fondi pensione negoziali. Composizione delle risorse in gestione per tipologia di mandato.
(dati di fine 2002; valori percentuali)

Tipologia di mandato	Depositi	Titoli di debito	Titoli di capitale	OICR	Altre attività e passività	Totale
Obbligazionario puro	4,2	94,0	0,0	0,1	1,7	100,0
Obbligazionario misto	1,8	85,0	10,7	1,2	1,4	100,0
Bilanciato	9,7	51,3	36,1	0,4	2,4	100,0
Azionario bilanciato	7,8	29,3	54,9	5,3	2,7	100,0
Totale	**5,5**	**71,8**	**20,0**	**0,8**	**1,9**	**100,0**

L'analisi della composizione per area geografica (cfr Tav. a.9) conferma l'assoluta prevalenza di investimenti in titoli emessi da soggetti residenti nell'UE (91,7 per cento), rispetto a quelli emessi da residenti negli Stati Uniti (6,5 per cento) e in altri paesi OCSE (1,9 per cento) mentre risulta limitato (meno dell'1 per cento) l'investimento in titoli emessi da soggetti residenti in paesi non rientranti nell'area OCSE, anche in considerazione dei vincoli posti al riguardo dal DM Tesoro 703/96[19]. Nell'ambito degli investimenti in titoli emessi da residenti o da enti governativi dell'Unione Europea, si osserva come la maggior parte di questi (84,8 per cento) sia relativa ad emissioni di governi o soggetti residenti in paesi dell'area Euro, e in modo particolare in Italia (50,2 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 (94 per cento del totale dei titoli di debito), nell'ambito dei secondi si nota una maggiore diversificazione geografica con quote consistenti allocate anche negli USA (24 per cento del totale dei titoli di capitale), nei paesi dell'UE non rientranti nell'UME (16 per cento del totale dei titoli di capitale) e in altri paesi OCSE (7 per cento).

[19] Il DM Tesoro 703/96 consente l'investimento in titoli emessi da soggetti che non siano residenti in paesi OCSE nella misura massima del 5 per cento del patrimonio del fondo purché negoziati in mercati regolamentati di USA,UE, Canada e Giappone.

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

Tav. 3.18

Fondi pensione negoziali. Composizione delle risorse in gestione per area geografica e per tipologia di mandato.(1)

(dati di fine 2002; valori percentuali)

	Tipologia di mandato				
	Obbligazionario puro	Obbligazionario misto	Bilanciato	Azionario azionario	**Totale**
Titoli di debito					
Italia	51,0	56,6	34,7	17,0	**46,5**
Altri Paesi area Euro	44,5	30,1	15,8	11,0	**26,7**
Altri Paesi Unione Europea	0,9	0,9	7,1	0,7	**3,3**
Stati Uniti	3,2	0,1	1,0	4,1	**1,0**
Giappone	0,1	0,0	0,0	0,0	**0,0**
Altri Paesi aderenti OCSE	0,4	0,1	0,2	0,0	**0,1**
Paesi non aderenti OCSE	0,00	0,00	0,0	0,0	**0,0**
Totale	***100,0***	***87,9***	***58,7***	***32,8***	***77,7***
Titoli di capitale					
Italia	0,0	1,8	7,2	3,5	**3,6**
Altri Paesi area Euro	0,0	4,2	15,0	20,4	**7,9**
Altri Paesi Unione Europea	0,0	3,3	5,2	11,5	**3,6**
Stati Uniti	0,0	1,8	11,1	24,6	**5,5**
Giappone	0,0	0,2	1,2	3,4	**0,6**
Altri Paesi aderenti OCSE	0,0	0,9	1,5	3,8	**1,0**
Paesi non aderenti OCSE	0,0	0,0	0,0	0,0	**0,0**
Totale	***0,0***	***12,2***	***41,3***	***67,2***	***22,3***
Totale risorse in gestione	**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 gli investimenti in titoli per il tramite di OICVM, che pertanto vengono trattati come un "velo".

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

Rispetto al 2001 non si notano a livello aggregato rilevanti spostamenti di investimenti tra le diverse aree geografiche mondiali: per ciò che concerne i titoli di debito, nell'ambito dell'UE si nota una riduzione della quota destinata all'Italia (-2 per

cento) e ai paesi dell'UE non aderenti all'UME (-2,8 per cento) e un incremento degli investimenti in emittenti residenti in paesi dell'area Euro ad esclusione dell'Italia (+3,2 per cento); per i titoli di capitale la situazione risulta pressoché immutata rispetto al 2001 ad eccezione di un sensibile incremento degli investimenti in titoli emessi da soggetti appartenenti all'UE ma non aderenti all'UME (+1,3 per cento).

Considerando gli investimenti effettuati sulla base della suddivisione in mandati, è confermata anche nel 2002 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 simile per i mandati obbligazionario puro, obbligazionario misto e azionario bilanciato (intorno a 1,8 anni) mentre è più elevata per i mandati bilanciato (2,6 anni).

Guardando l'allocazione geografica degli investimenti per tipologia di mandato, soltanto l'obbligazionario puro sembra non aver registrato rispetto al 2001 variazioni degne di rilevo: nell'azionario bilanciato v'è stata una riallocazione delle risorse dall'area USA (-15,2 per cento) verso l'area dell'Euro (+16,7 per cento); nei mandati obbligazionario misto lo spostamento di risorse privilegia i paesi dell'area Euro (+9,1 per cento) e penalizza gli investimenti in titoli emessi da soggetti residenti in paesi dell'UE non appartenenti all'UME (-9,0 per cento). Situazione opposta, sebbene in termini meno accentuati, si verifica nei mandati bilanciati nei quali si registra una crescita degli investimenti in paesi dell'Unione Europea non UME (+ 6,3 per cento) a fronte di un calo dell'investimento in titoli relativi a paesi dell'area Euro (-4,6 per cento).

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[20] riferiti sia all'insieme dei fondi (Tav. 3.19), sia alle quattro tipologie di mandati di gestione nel cui ambito sono distribuite le 53 convenzioni di gestione attive nel corso d'anno (Tav. 3.20).

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, ecc.) e delle imposte. In particolare l'indice netto, espressione del risultato medio conseguito nell'anno dai fondi che hanno conferito le

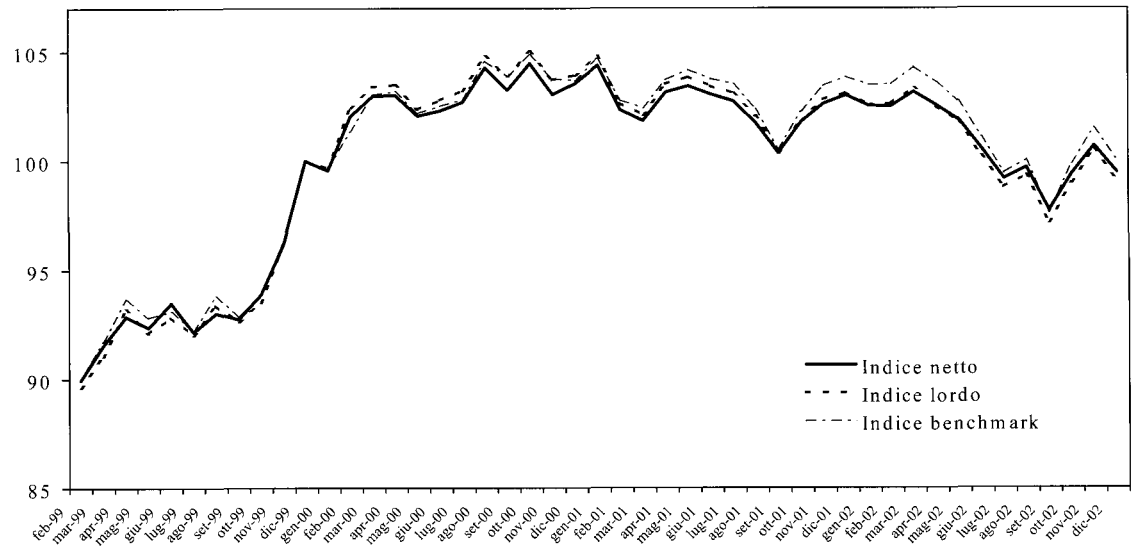
[20] Gli indici di capitalizzazione sono calcolati secondo la formula dell'indice di Laspeyers concatenato (cfr. nota 29 del paragrafo 4.4.3). Ciascun fondo vene considerato nel calcolo dell'indice a partire dal mese in cui conferisce le risorse in gestione.

risorse in gestione[21], 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 da ciascun intermediario, ponderati per il volume delle risorse in gestione all'inizio di ogni mese.

Al fine di 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.

Tav. 3.19

Fondi pensione negoziali. Indici di capitalizzazione.
(base 100 al 31 dicembre 1999)



Il perdurare nel corso del 2002 della sfavorevole congiuntura che caratterizza i mercati finanziari da quasi un triennio ha condizionato evidentemente il risultato di gestione dei fondi pensione negoziali: il rendimento netto registrato dal settore nel corso del 2002 è stato negativo (-3,4 per cento); il rendimento lordo, anch'esso negativo (-3,9 per cento), è risultato in linea con la rivalutazione del *benchmark* (-3,7 per cento). Il migliore risultato della gestione netta dei fondi rispetto a quella lorda è riconducibile

[21] Convenzionalmente i fondi entrano a far parte dell'indice netto a partire dal mese in cui hanno conferito le risorse in gestione.