

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

Al 31 dicembre 2005, per i 30 fondi in operatività finanziaria risultano attive 151 convenzioni di gestione (28 in più rispetto a fine 2004) distribuite nell'ambito di 54 comparti di investimento.

Guardando alla tipologia degli intermediari (*cfr.* Tav. 3.17), continua il *trend* di crescita della quota di mercato delle imprese di investimento comunitarie (19 per cento, in crescita del 7 per cento rispetto a fine 2004, e del 12 per cento rispetto al 31 dicembre 2003); cresce anche l'incidenza della massa gestita dalle imprese di assicurazione italiane (15 per cento) che recuperano quote di mercato (in aumento dell'1,8 per cento rispetto a fine 2004) dopo anni di flessione (la loro quota nel 2002 era pari al 20 per cento); si riduce invece, rispetto agli anni precedenti la porzione di risorse gestite dagli altri intermediari finanziari italiani, pur restando maggioritaria (64 per cento la quota delle SGR, 1,6 per cento quella delle SIM).

Tav. 3.17

Fondi pensione negoziali. Risorse in gestione per tipologia di intermediario.

(anni vari; dati di fine periodo; importi in milioni di euro)

Tipologia di intermediario	Intermediari			Convenzioni			Risorse in gestione						
	2003	2004	2005	2003	2004	2005	2003		2004		2005		
							Importi	% Importi	% Importi	% Importi	% Importi	% Importi	
Italia													
Imprese di assicurazione	3	3	4	12	19	32	752	19,4	739	13,2	1.136	15,0	
SGR	16	18	17	48	89	96	2.847	73,4	4.195	74,8	4.854	64,3	
SIM	-	-	2	-	-	2	-	-	-	-	121	1,6	
Totale	19	21	23	60	108	130	3.599	92,8	4.934	88,0	6.111	80,9	
Altri paesi Unione europea													
Imprese di investimento	4	8	9	7	15	21	281	7,2	675	12,0	1.444	19,1	
Totale	23	29	32	67	123	151	3.881	100,0	5.609	100,0	7.555	100,0	

Alla data del 31 dicembre 2005, il 50 per cento delle risorse in gestione risulta essere concentrato su 4 gestori, di cui i primi tre, in ordine decrescente di quote di mercato possedute, sono SGR ed il quarto è una impresa di investimento comunitaria.

Tav. 3.18

Fondi pensione negoziali. Risorse in gestione per tipologia di mandato.
(anno 2005; dati di fine periodo; importi in milioni di euro)

Tipologia di mandato	Convenzioni	Risorse in gestione	
	Numero	Importi	%
Obbligazionario puro	38	1.866	24,7
Obbligazionario misto	41	3.368	44,6
Bilanciato	27	1.130	15,0
Azionario	45	1.190	15,8
Totale	151	7.555	100,0

Volgendo l'attenzione alla tipologia dei mandati³ di gestione è possibile notare rispetto a fine 2004 la contrazione nella quota di mercato registrata dai mandati bilanciati (11,7 per cento in meno) in favore delle altre tipologie: gli obbligazionari misti guadagnano il 6 per cento, gli obbligazionari puri il 3 per cento e gli azionari il 2,9 per cento.

Alla base della contrazione nella quota gestita attraverso mandati bilanciati vi può essere il cambiamento di strategie gestionali da parte dei fondi che, per diverse ragioni (rinnovo dei gestori, passaggio al multicomparto, entrata nella fase della piena operatività finanziaria) negli ultimi anni hanno affrontato il tema della strutturazione dei mandati di gestione e che lascia intravedere una più spiccata preferenza per il profilo della specializzazione su singole tipologie di *asset class*. Prosegue, infatti, il *trend* di crescita dei mandati specialistici (riguardanti la gestione di un'unica *asset class*), che al 31 dicembre 2005 gestiscono il 32,3 per cento delle risorse complessivamente affidate in gestione (in crescita del 5 per cento rispetto a fine 2004 e del 15 per cento rispetto a fine 2003). Nell'ambito dei mandati specialistici cresce poi il peso dei mandati azionari (23,2 per cento delle risorse complessivamente afferenti ai mandati specialistici, in aumento del 17 per cento rispetto a fine 2003) diretta conseguenza dell'incremento nel numero di comparti azionari nell'ambito dei fondi multicomparto.

³ La tipologia dei mandati è individuata facendo riferimento alla medesima classificazione utilizzata per i comparti (cfr. *supra* paragrafo 3.5.2).

Tav. 3.19

Fondi pensione negoziali. Risorse in gestione per specializzazione del mandato.⁽¹⁾
(anni vari; dati di fine periodo)

	Convenzioni			Risorse in gestione (%)		
	2003	2004	2005	2003	2004	2005
Mandati generalisti	51	64	81	82,6	72,5	72,5
Mandati specialistici	16	59	70	17,4	27,5	27,5
Azionari	2	26	31	1,1	5,7	5,7
Obbligazionari	14	33	39	16,3	21,8	21,8
Totale	67	123	151	100,0	100,0	100,0

(1) La distinzione tra mandati generalisti e specialistici avviene sulla base della composizione del *benchmark*: i mandati specialistici sono caratterizzati da un *benchmark* composto da indicatori esclusivamente azionari (specialistici azionari) o esclusivamente obbligazionari (specialistici obbligazionari) mentre i mandati generalisti sono caratterizzati da una combinazione delle due tipologie di indicatori.

Le diverse scelte adottate dai 30 fondi in gestione finanziaria relativamente alle modalità di articolazione dei mandati nell'ambito delle attività di implementazione delle politiche di investimento dei singoli comparti sono sintetizzate nella Tav. a.11. Rimane stazionario rispetto allo scorso anno il rapporto tra fondi/comparti che al loro interno prevedono tipologie di mandato differenti tra loro per ciò che attiene al profilo di rischio-rendimento (16 su 54) e fondi/comparti che invece hanno optato per la scelta di mandati identici e coincidenti con la politica di investimento del comparto cui fanno riferimento (38 su 54).

Le due impostazioni adottate dai fondi nell'articolazione dei mandati di gestione all'interno dei singoli comparti hanno effetti diversi sul grado di manovra degli organi di amministrazione nella eventuale attività di rettifica della ripartizione tra azioni e obbligazioni nel portafoglio neutrale dei singoli comparti nonché sulla tenuta nel tempo del disegno strategico delineato per ciascuno di essi.

La prima soluzione (diverse tipologie di mandato) conferisce la possibilità all'organo di amministrazione, laddove necessario, di modificare l'*asset mix* ottimale tra azioni e obbligazioni attraverso una variazione delle quote di risorse affidate ai singoli gestori; nello stesso tempo essa pone problemi di alterazione involontaria dell'*asset allocation* strategica riconducibili alla possibilità che, per effetto dell'andamento difforme delle diverse classi di attività, il portafoglio neutrale del comparto si discosti dalla sua configurazione originaria.

Con l'adozione della seconda soluzione (uno o più mandati con profilo di rischio-rendimento coincidente con quello del comparto di riferimento) l'eventuale modificazione da parte dell'organo di amministrazione della combinazione ottimale tra azioni e obbligazioni di un comparto richiede una variazione delle linee di indirizzo dei singoli mandati e non può avvenire agendo sulle quote di risorse affidate ai singoli gestori; viceversa tale soluzione garantisce che, pur in presenza di un'alterazione nel

Analizzando le singole *asset class* si nota che, sia per i fondi monocomparto che per i fondi multicomparto, permane a fine 2005 la predominanza degli investimenti in titoli di debito (in media pari a circa il 69 per cento) che tuttavia registrano una contrazione rispetto all'anno precedente (73 per cento). Nell'ambito dei titoli di debito risulta in aumento la componente *corporate*, che nel 2005 incide per circa il 15 per cento sul complessivo portafoglio obbligazionario rispetto all'11 per cento del 2004. La durata media finanziaria dei titoli di debito è di poco inferiore ai 4 anni. I depositi si attestano intorno al 3 per cento, con un leggero incremento rispetto al livello di fine 2004 (2,2 per cento).

L'investimento diretto in titoli di capitale, stabile rispetto all'anno precedente, rappresenta il 21,6 per cento delle risorse gestite ed è costituito esclusivamente da titoli quotati.

La quota investita in OICR è pari a circa il 4,8 per cento del totale delle risorse ed è costituita prevalentemente da strumenti di natura azionaria (4,1 per cento) e, per la parte residuale da strumenti di natura obbligazionaria. Rispetto a fine 2004, si osserva un incremento nell'utilizzo degli OICR di circa 3 punti percentuali, imputabile principalmente al consistente investimento in questa tipologia di strumenti finanziari da parte di due fondi che nel corso del 2005 sono passati ad una gestione multicomparto (COMETA e COOPERLAVORO).

Al fine di apprezzare compiutamente l'effettiva esposizione in titoli azionari dei fondi pensione negoziali e di poterla confrontare con la quota contenuta nel *benchmark* (cfr. *supra* paragrafo 3.5.2), si è proceduto a sommare, all'investimento diretto in titoli di capitale, gli investimenti indiretti effettuati tramite OICR e gli strumenti finanziari derivati.

Tav. 3.21

Fondi pensione negoziali. Esposizione effettiva in titoli di capitale.

(anno 2005; dati di fine periodo; valori percentuali)

	Fondi monocomparto	Fondi multicomparto					Totale
		Obblig. puro	Obblig. misto	Bilanciato	Azionario	Totale	
Investimenti diretti	26,9	-	15,5	27,2	57,7	19,7	21,6
Investimenti indiretti	4,2	-	7,2	8,6	12,2	7,5	6,7
tramite OICR	2,3	-	6,6	3,1	4,9	5,2	4,5
tramite derivati	1,9	-	0,6	5,5	7,3	2,3	2,2
Totale	31,1	-	22,7	35,8	69,9	27,2	28,3
<i>Per memoria:</i>							
Esposizione da benchmark	30,1	-	20,9	33,1	68,3	25,2	26,5

Il primo dato che emerge osservando la fotografia del settore al 31 dicembre 2005 per ciò che concerne l'esposizione effettiva in titoli di capitale è il permanere dell'atteggiamento di sostanziale allineamento da parte dei gestori rispetto alle indicazioni strategiche fornite dagli organi di amministrazione e rappresentate dai dati circa la quota di titoli di capitale contenuta nei *benchmark* dei fondi. Tuttavia, alla fine del 2005, l'esposizione effettiva in titoli di capitale per l'intero settore si aggira intorno al 28,3 per cento, livello leggermente superiore (1,8 per cento in più) rispetto alla quota contenuta nei *benchmark* (26,5 per cento).

L'esposizione effettiva in titoli di capitale, che rispetto a fine 2004 risulta incrementata di poco più di due punti percentuali, è composta per il 21,6 per cento da investimenti diretti in titoli di capitale (livello stazionario rispetto al 2004), per il 4,5 per cento da azioni detenute tramite OICR (che registrano un incremento di circa tre punti percentuali rispetto all'anno precedente) e per il 2,2 per cento da strumenti finanziari derivati di natura azionaria (2,7 per cento nel 2004).

L'investimento in azioni tramite OICR è meno marcato nei fondi monocomparto rispetto ai fondi multicomparto.

Le operazioni in strumenti finanziari derivati di natura azionaria, poste in essere da 5 fondi per la replica dei relativi *benchmark*, risultano avere un incidenza maggiore nell'ambito dei patrimoni dei comparti azionari e di quelli bilanciati.

Scomponendo l'insieme dei 30 fondi negoziali in operatività finanziaria a fine 2005 nei diversi sottoinsiemi, è possibile analizzare l'impiego delle risorse in base all'area geografica o paese di residenza dell'emittente i titoli di debito e di capitale.

Considerando il complesso dei titoli di debito e di capitale si nota che l'82,2 per cento è impiegato in titoli di emittenti residenti nell'Unione europea mentre la restante parte è impiegata prevalentemente in titoli di emittenti statunitensi (13 per cento) e giapponesi (2,9 per cento). Rispetto ai dati di fine 2004, la fotografia dell'allocazione geografica delle risorse a fine 2005 mette in evidenza una rilevante contrazione nel peso dei titoli emessi da soggetti residenti in Italia (18 per cento in meno rispetto a fine 2004) in favore degli altri paesi dell'UE (9,4 per cento in più), degli USA (5,5 per cento in più) e del Giappone (1,9 per cento in più). La drastica riduzione nell'incidenza di titoli italiani è riconducibile principalmente al cambiamento di formule gestionali che ha interessato due fondi di rilevanti dimensioni nel corso del 2005. In particolare, la riduzione è imputabile, in un caso (COMETA) alla rivisitazione delle scelte di *asset allocation* strategica operate dal consiglio di amministrazione in relazione alla transizione da una gestione monocomparto ad una multicomparto e, in un altro caso (FOPEN) alle scelte effettuate dai nuovi soggetti incaricati della gestione finanziaria delle risorse in sostituzione del precedente *team* di intermediari finanziari giunto a scadenza del mandato.

Tav. 3.22

Fondi pensione negoziali. Composizione del portafoglio titoli per area geografica e tipologia di comparto.⁽¹⁾*(anno 2005; dati di fine periodo; valori percentuali)*

	Fondi monocomparto	Fondi multicomparto					Totale
		Obblig. puro	Obblig. misto	Bilanciato	Azionario	Totale	
Titoli di debito							
Italia	26,6	43,8	15,1	23,1	17,5	18,8	20,9
Altri Paesi area euro	40,3	36,4	48,2	41,7	15,3	44,9	43,7
Altri Paesi Unione europea	0,5	7,4	3,3	1,2	-	2,7	2,1
Stati Uniti	1,8	11,7	8,3	1,1	1,2	6,0	4,9
Giappone	0,2	-	0,9	-	-	0,6	0,5
Altri Paesi aderenti OCSE	0,2	0,7	1,0	0,3	-	0,8	0,6
Paesi non aderenti OCSE	..	-	0,2	-	-	0,1	0,1
Totale	69,6	100,0	77,0	67,5	34,0	73,9	72,7
Titoli di capitale							
Italia	2,4	-	1,0	2,0	6,6	1,4	1,7
Altri Paesi area euro	8,2	-	9,2	17,5	25,6	11,9	10,9
Altri Paesi Unione europea	5,0	-	2,2	2,3	5,0	2,2	2,9
Stati Uniti	10,1	-	7,3	7,7	19,7	7,4	8,2
Giappone	2,4	-	2,6	2,2	5,9	2,4	2,4
Altri Paesi aderenti OCSE	2,2	-	0,7	0,6	2,5	0,7	1,1
Paesi non aderenti OCSE	0,2	-	0,1	0,2	0,8	0,1	0,1
Totale	30,4	-	23,0	32,5	66,0	26,1	27,3
Totale portafoglio titoli	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

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

Focalizzando l'attenzione sull'allocazione geografica delle risorse in relazione alle due singole tipologie di strumenti finanziari prevalenti, titoli di debito e di capitale, si osservano, in linea di massima, i medesimi *trend* analizzati al livello generale. Con riferimento ai titoli di debito emerge una prevalenza degli investimenti nell'area euro (88,8 per cento sul totale investito in titoli di obbligazionari) con una riallocazione degli impieghi dall'Italia principalmente verso gli altri paesi dell'area euro e verso gli Stati Uniti.

Con riferimento ai titoli di capitale, nell'ambito dei quali si osserva una maggiore diversificazione in relazione al paese di residenza dell'emittente, l'area geografica prevalente rimane l'Unione europea (56,8 per cento sul totale investito in azioni), sebbene in calo rispetto al 2004 non tanto per via, in questo caso, solo dell'Italia (2,1 per cento in meno) quanto in relazione agli altri paesi dell'area euro (39,9 per cento rispetto al 51,4 per cento dell'anno precedente). Al di fuori dell'UE gli USA rimangono l'economia che riveste maggiore attrazione (29,9 per cento sul totale investito in azioni).

in aumento rispetto ai dati di fine 2004 (25,9 per cento). Si assiste, inoltre, ad un notevole incremento della quota investita in Giappone (da 4,1 del 2004 a 8,9 del 2005), in parte legata al favorevole andamento del mercato borsistico nipponico di fine 2005, che supera la quota investita dai fondi pensione negoziali in titoli di capitale italiani (6,1 per cento sul totale investito in azioni). Il basso volume di risorse investite in titoli di capitale di soggetti residenti in Italia (poco più di 120 milioni di euro), comunque di gran lunga superiore, in termini di incidenza sul totale investito in azioni, rispetto al peso assegnato all'Italia nell'ambito dei principali indici azionari mondiali (nel *MSCI World* è pari a 1,7 per cento) è un dato da tenere in considerazione dal momento che ci si attende molto dallo sviluppo dei fondi pensione italiani per l'investimento nel capitale di rischio delle imprese del nostro Paese.

Per quanto riguarda l'esposizione in valuta, si osserva che in media circa il 25 per cento delle risorse dei 30 fondi in gestione finanziaria alla fine del 2005 è investito in attività denominate in valute diverse dall'euro.

Alla fine del 2005, la presenza dei titoli denominati in valuta diversa dall'euro nei portafogli dei fondi pensione negoziali è notevolmente aumentata (13 per cento in più) rispetto all'anno precedente; ciò in conseguenza della maggiore incidenza nell'ambito dei portafogli neutrali dei fondi negoziali dei titoli di paesi diversi da quelli appartenenti all'area dell'euro rispetto al peso che gli stessi avevano a fine 2004. Tuttavia come segnalato nel paragrafo 3.5.2 la scelta operata a livello strategico dagli organi di amministrazione dei fondi di privilegiare una maggiore diversificazione geografica è stata accompagnata dall'individuazione di *benchmark* con caratteristiche che richiedono, per poter essere replicati, la copertura dal rischio cambio (si tratta delle cc.dd. versioni *hedged* degli indicatori). Tale indicazione è stata colta dai gestori chiamati ad implementare dette strategie, come dimostrano i dati che emergono considerando le attività di copertura poste in essere a fine 2005 da 13 fondi e che portano l'esposizione "effettiva" in valuta ad un livello considerevolmente inferiore (14,3 per cento) in linea con il dato teorico scaturente dall'analisi del *benchmark* (cfr. *supra* paragrafo 3.5.2).

Il dato, oltre a confermare anche sul versante valutario la predilezione per approcci tendenti a replicare i parametri oggettivi di riferimento assegnati, mette in rilievo il crescente utilizzo da parte dei gestori di tecniche di copertura dal rischio cambio effettuate principalmente attraverso operazioni di vendita a termine di valuta.

Le operazioni di copertura dal rischio cambio sono utilizzate maggiormente nei comparti obbligazionari misti e in misura inferiore nei comparti azionari più esposti nei confronti delle valute diverse dall'euro. Sono totalmente denominate in euro le attività dei comparti obbligazionari puri.

3.5.5 I risultati della gestione

La rappresentazione dei risultati della gestione finanziaria dei 30 fondi pensione negoziali che hanno conferito le risorse in gestione viene condotta elaborando appositi indici di capitalizzazione⁴.

A livello di settore e di singola tipologia di fondo/comparto, l'indice di capitalizzazione viene calcolato al netto e al lordo delle spese complessivamente sostenute e delle imposte. L'indice netto è calcolato come media delle variazioni mensili del valore della quota dei singoli comparti, ponderate per la rispettiva incidenza sul patrimonio complessivo dei comparti presi all'inizio dell'intervallo di calcolo; quello lordo è calcolato come media dei rendimenti mensili realizzati da ciascun mandato afferente a ciascuna tipologia di fondo/comparto, ponderati per il rispettivo peso sul totale delle risorse di tutti i mandati operativi all'inizio di ogni mese riconducibili alla singola tipologia di fondo/comparto.

Per consentire un confronto tra i risultati lordi della gestione e i *benchmark* individuati nei mandati afferenti ai diversi fondi/comparti, viene calcolato l'indice di capitalizzazione dei *benchmark*, ottenuto ponderando le variazioni mensili degli indici riferiti ai *benchmark* delle singole convenzioni di gestione, sulla base del valore dei relativi portafogli in gestione all'inizio di ogni mese.

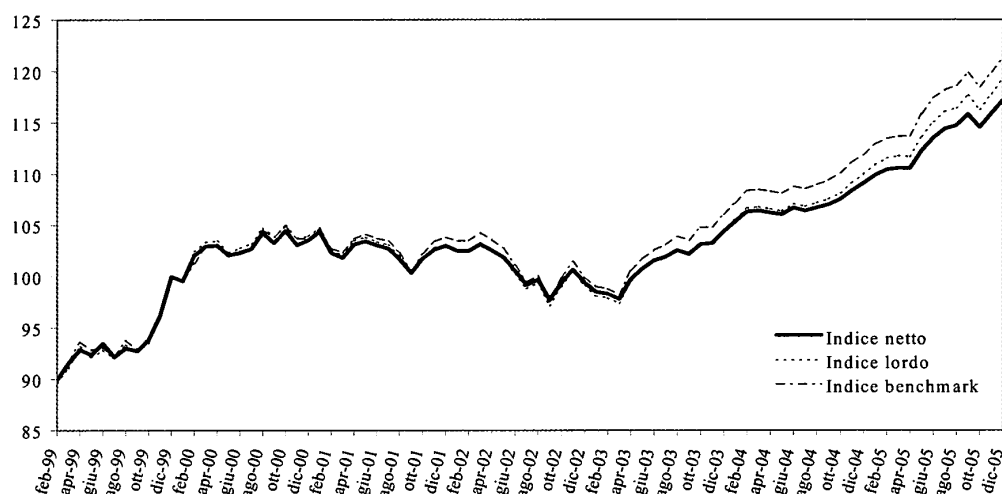
La medesima metodologia viene adottata per il calcolo degli indici di capitalizzazione (lordo e dei *benchmark*) riferiti alle diverse tipologie di mandato, presentati nella parte finale del presente paragrafo.

La prosecuzione del *trend* di crescita che ha caratterizzato l'andamento dei mercati finanziari a partire dal marzo 2003 porta l'indice di capitalizzazione netto di settore a registrare, nell'anno 2005, la più elevata rivalutazione che il settore abbia mai sperimentato in relazione ad un singolo anno solare: 7,4 per cento, circa 5 punti percentuali superiore alla rivalutazione registrata nel medesimo periodo dal TFR, confermando per il terzo anno di seguito una supremazia rispetto a quello che, anche alla luce delle innovazioni apportate dal Decreto lgs. 252/2005, viene sempre più considerato come un *benchmark* per il settore. Il fenomeno diventa ancora più interessante se si esaminano i risultati degli ultimi tre anni: il rendimento netto cumulato per il triennio 2003-2005 registrato dai fondi pensione negoziali (pari al 17,8 per cento) incrementa lo scarto esistente rispetto al rendimento del TFR (in misura pari al 9,6 per cento).

⁴ Gli indici di capitalizzazione sono calcolati secondo la formula dell'indice di *Laspeyers* concatenato (cfr. *infra* paragrafo 4.5.3). Ciascun fondo viene considerato nel calcolo dell'indice a partire dal mese in cui conferisce le risorse in gestione.

Tav. 3.23

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



Tav. 3.24

Fondi pensione negoziali. Rendimenti pluriennali per tipologia di fondo/comparto.
(anni vari; valori percentuali)

Fondi/Comparti	Rendimento (2003 – 2005)			Rendimento (2004 – 2005)			Rendimento (2005)		
	Netto ⁽¹⁾	Lordo ⁽²⁾	Benchmark	Netto ⁽¹⁾	Lordo ⁽²⁾	Benchmark	Netto ⁽¹⁾	Lordo ⁽²⁾	Benchmark
Fondi monocomparto	17,9	20,6	21,6	13,1	14,8	14,9	8,3	9,4	9,0
Fondi multicomparto									
Obbligazionario puro	7,4	8,6	8,1	4,3	4,9	4,6	2,1	2,3	2,3
Obbligazionario misto	15,6	17,8	18,2	10,9	12,4	12,9	6,9	7,8	7,9
Bilanciato	21,2	24,1	24,2	13,3	15,6	15,4	7,9	9,2	9,0
Azionario	31,8	35,2	38,0	21,7	25,2	24,9	14,9	17,1	16,5
Rendimento generale	17,8	20,3	21,4	12,2	14,1	14,3	7,4	8,5	8,4
<i>Per memoria:</i>									
Rivalutazione del TFR ⁽³⁾		8,2			5,2			2,6	

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

(2) Rendimento lordo, calcolato in base all'andamento di ciascun mandato di gestione conferito, rappresentativo della performance media al lordo degli oneri di gestione (finanziaria e amministrativa) e delle imposte.

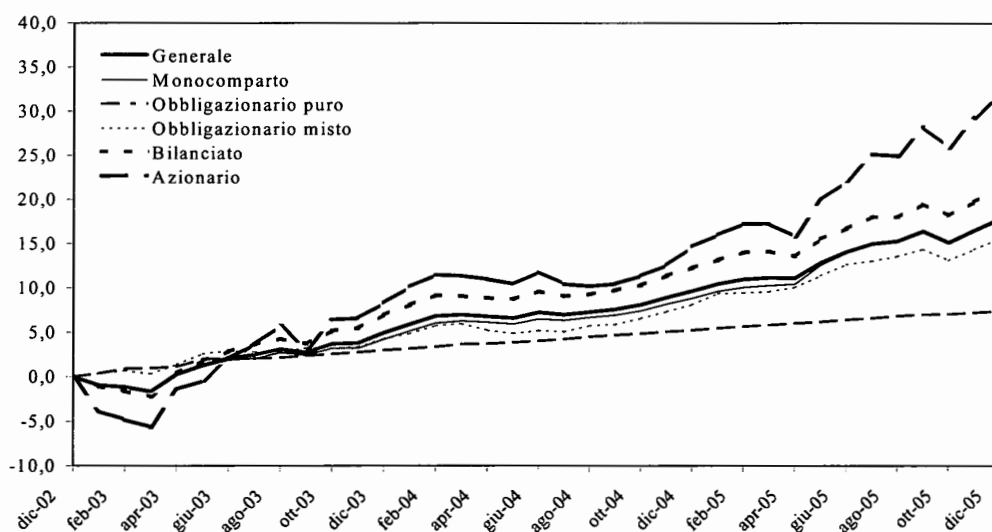
(3) Al netto dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 2001.

Con particolare riguardo ai soli fondi monocomparto, il divario tra il rendimento netto medio registrato nel 2005 e il TFR è superiore al dato generale (+5,7 per cento circa).

Scendendo nel dettaglio delle diverse linee di investimento dei fondi multicomparto, anche per il 2005 come per l'anno precedente, le linee più conservative (comparti obbligazionari puri) che di fatto sono rappresentati per lo più da gestioni monetarie, sono state le uniche a fornire un rendimento netto (2,1 per cento) inferiore alla rivalutazione del TFR (2,6 per cento); le altre tipologie di comparto, viceversa, registrano degli scarti positivi rispetto al TFR, tanto più elevati quanto maggiore è stato il contenuto azionario delle rispettive gestioni: +12,3 per cento gli azionari, +5,3 per cento i bilanciati e +4,3 per cento gli obbligazionari misti. Tali risultati sono più evidenti se si considera il triennio 2003-2005: i comparti obbligazionari puri presentano un rendimento netto cumulato inferiore a quello del TFR di circa un punto percentuale mentre il differenziale a favore dei fondi pensione assume proporzioni via via crescenti in relazione alle altre tipologie di comparto (+7,4 per cento gli obbligazionari misti, +13 per cento i bilanciati e +23,6 per cento gli azionari).

Tav. 3.25

Fondi pensione negoziali. Rendimenti medi cumulati (dal 31.12.2002 al 31.12.2005).
(valori percentuali)



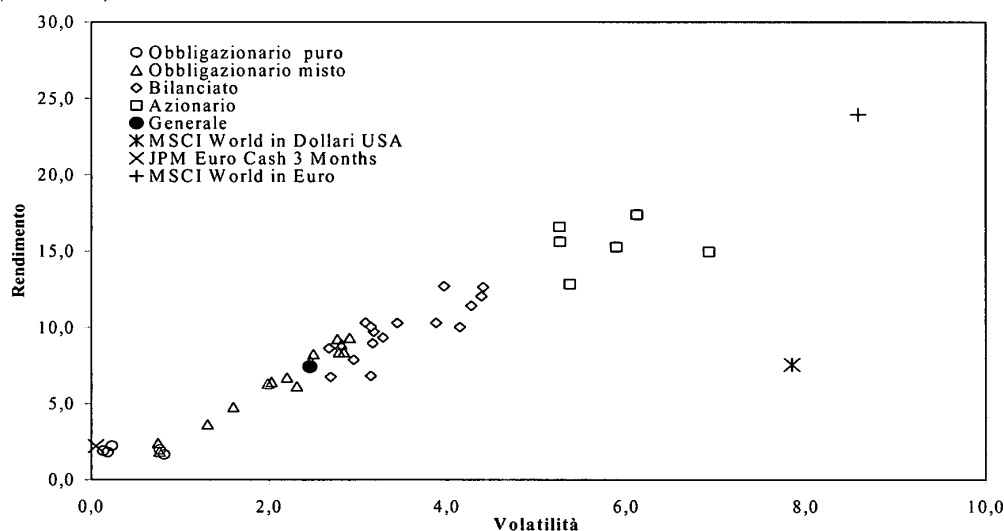
Il grafico della Tav. 3.26 mette in relazione per i 42 comparti (sia afferenti a fondi monocomparto che a fondi multicomparto) che sono risultati attivi nel corso di tutto il 2005, il rendimento netto realizzato con la rischiosità sostenuta misurata dallo scarto quadratico medio annualizzato dei rendimenti mensili netti.

In particolare, per i 5 comparti classificati come obbligazionari puri (tutti afferenti a fondi multicomparto) a rendimenti netti compresi tra l'1,7 e il 2,2 per cento corrispondono livelli di volatilità annua compresi tra lo 0,1 e lo 0,8 per cento. I 15 comparti obbligazionari misti (di cui 7 rappresentati da fondi monocomparto) registrano rendimenti compresi tra l'1,8 e il 9,3 per cento a cui si accompagnano valori annualizzati di volatilità oscillanti tra lo 0,7 e il 2,9 per cento. Per i 16 comparti bilanciati (8 dei quali sono fondi monocomparto) i rendimenti variano tra il 6,8 e il 12,7 per cento e sono associati a valori di volatilità annua compresi tra 2,7 e 4,4 per cento. Per i 6 comparti azionari (tutti operativi nell'ambito di fondi multicomparto), i rendimenti oscillano da un minimo del 12,8 per cento ad un massimo del 17,4 per cento a cui corrispondono livelli di volatilità annua che variano dal 5,3 per cento al 6,9 per cento.

L'andamento dello *scatter* evidenzia una quasi perfetta linearità nel legame esistente tra rendimento e volatilità.

Tav. 3.26

Fondi pensione negoziali. Rendimenti dei comparti e volatilità.⁽¹⁾
(anno 2005)



(1) Rendimenti annuali; volatilità calcolata come scarto quadratico medio annualizzato dei rendimenti mensili dei comparti di gestione. Si sono presi in considerazione i comparti attivi nel corso dell'intero 2005.

Come accennato, l'analisi dei risultati di gestione dei fondi pensione negoziali in operatività finanziaria viene condotta anche a livello di singola tipologia di mandato costruendo, sulla base della metodologia sopra indicata, indici lordi di capitalizzazione per ciascuna delle quattro tipologie di mandato.

Innanzitutto si osserva come il confronto tra l'andamento della gestione finanziaria al lordo di tutti gli oneri di funzionamento ed i *benchmark* individuati nei mandati di gestione metta in evidenza, per l'intero settore, uno scarto positivo a favore dei gestori che sebbene di lieve entità (+0,1 per cento), riduce il divario negativo che aveva caratterizzato gli anni passati (-0,3 per il 2004, -0,7 per il 2003), abbassando l'*underperformance* media per il triennio 2003-2005 a -1 per cento (-0,3 per cento medio annuo).

I profili azionari sono quelli che hanno registrato nel corso del 2005 il miglior risultato sia in termini assoluti (18,9 per cento) che relativi (0,9 per cento in più rispetto al *benchmark*), seguiti dai mandati bilanciati che hanno registrato un rendimento assoluto del 12,1 per cento (0,5 per cento in più rispetto al *benchmark*).

Per i mandati obbligazionari (puri e misti), l'anno 2005 si è chiuso con un risultato in linea con quello del relativo *benchmark*: 3 per cento per gli obbligazionari puri e 6,7 per cento per gli obbligazionari misti.

Considerando congiuntamente i 111 mandati operativi durante tutto il 2005, il 44 per cento delle gestioni ha realizzato un rendimento lordo migliore del *benchmark*.

Tav. 3.27

Fondi pensione negoziali. Rendimenti pluriennali per tipologia di mandato.

(anni vari; valori percentuali)

Tipologia di mandato	Rendimento (2002 – 2005)		Rendimento (2003 – 2005)		Rendimento (2004 – 2005)		Rendimento (2005)	
	Convenzioni	Benchmark	Convenzioni	Benchmark	Convenzioni	Benchmark	Convenzioni	Benchmark
Obbligazionario puro	16,6	17,1	10,5	10,7	7,4	7,7	3,0	3,2
Obbligazionario misto	17,4	18,6	16,8	17,3	11,8	11,9	6,7	6,8
Bilanciato	13,5	14,6	27,2	28,8	18,4	18,4	12,1	11,6
Azionario	6,3	6,9	34,9	36,7	25,6	26,5	18,9	18,0
Rendimento generale lordo⁽¹⁾	15,7	16,8	20,3	21,3	14,1	14,3	8,5	8,4
<i>Per memoria:</i>								
Rendimento generale netto ⁽²⁾	13,8		17,8		12,2		7,4	
Rivalutazione del TFR ⁽³⁾	11,5		8,2		5,2		2,6	

(1) Rendimento lordo, calcolato in base all'andamento di ciascun mandato di gestione conferito, rappresentativo della *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.

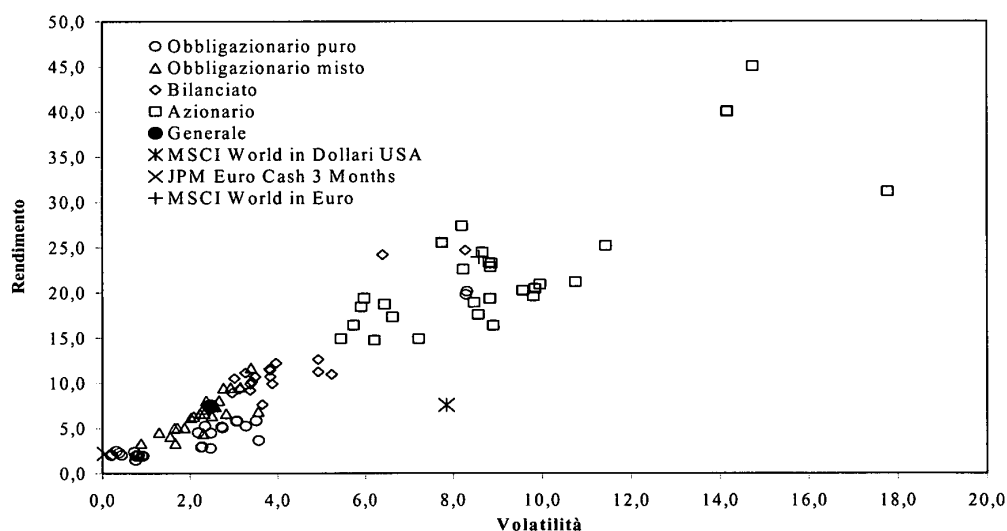
(3) Al netto dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 2001.

Il grafico della Tav. 3.28 mette in relazione, per i 111 mandati che sono risultati attivi nel corso di tutto il 2005, il rendimento realizzato con la rischiosità sostenuta, misurata dallo scarto quadratico medio annualizzato dei rendimenti mensili.

In particolare, per le gestioni classificate come mandati obbligazionari puri, a rendimenti compresi tra l'1,5 e il 20,1 per cento corrispondono livelli di volatilità annua compresi tra lo 0,2 e l'8,3 per cento. I mandati obbligazionari misti registrano rendimenti compresi tra l'1,9 e l'11,7 per cento a cui si accompagnano valori annualizzati di volatilità oscillanti tra lo 0,8 e il 3,6 per cento. Per i mandati bilanciati i rendimenti variano tra il 7,6 e il 24,7 per cento e sono associati a valori di volatilità annua compresi tra 3 e l'8,3 per cento. Per le gestioni azionarie, i rendimenti oscillano da un minimo del 14,7 per cento ad un massimo del 45,1 per cento a cui corrispondono livelli di volatilità annua che variano dal 5,4 per cento al 17,8 per cento.

Tav. 3.28

Fondi pensione negoziali. Rendimenti dei mandati e volatilità.⁽¹⁾
(anno 2005)



(1) Rendimenti annuali; volatilità calcolata come scarto quadratico medio annualizzato dei rendimenti mensili. Si sono presi in considerazione i mandati di gestione attivi nel corso dell'intero 2005.

3.6 I bilanci

Con lettera circolare del 17 febbraio 2005, in materia di adempimenti informativi, la COVIP ha chiarito che i fondi pensione devono trasmettere regolarmente il bilancio (entro trenta giorni dalla relativa approvazione). L'acquisizione sistematica dei dati consente di implementare la vigilanza di tipo sostanziale relativamente alla

configurazione dell'assetto contabile e gestionale nonché la verifica del rispetto da parte dei fondi stessi delle disposizioni in materia di contabilità.

L'invio del bilancio dovrà avvenire sia in formato cartaceo che elettronico. Tale ultima modalità di trasmissione potrà servire a migliorare la gestione dei dati informativi e facilitare le relative valutazioni dei dati.

In particolare, è parso importante ribadire che l'invio deve riguardare lo stato patrimoniale, il conto economico, la nota integrativa, la relazione degli amministratori sulla gestione del fondo, la relazione del collegio sindacale e, ove l'incarico di controllo contabile sia conferito all'esterno, la relazione del revisore esterno o della società di revisione.

Allo stato attuale, i fondi stanno provvedendo a trasmettere i documenti richiesti dalla Commissione con la citata lettera circolare.

Il bilancio rappresenta uno strumento utile per l'attività di vigilanza sia per gli aspetti che rilevano ai fini della trasparenza informativa che per la valutazione dei profili tecnici relativi alle scelte allocative e tecnico-operative effettuate dal fondo. In ragione di tali specifici obiettivi, la particolare attenzione posta nell'esame della documentazione trasmessa consente di pervenire alla creazione di un modello di analisi che attraverso l'applicazione di indici utili permette elaborazioni di tipo statistico e facilita l'attività di vigilanza.

Gli approfondimenti effettuati nel corso dell'anno sui bilanci di esercizio del 2004 hanno interessato l'analisi sia dei profili di tipo documentale che i dati quantitativi.

L'analisi di tipo documentale del bilancio di esercizio e di tutte le relazioni a corredo, ha riguardato la completezza della documentazione trasmessa e il sostanziale rispetto del contenuto minimale degli schemi contabili e delle informazioni contenute nella nota integrativa e nella relazione sulla gestione, come previsto dalle disposizioni COVIP in materia di contabilità⁵.

Dalla verifica documentale è emerso che non sempre le relazioni degli amministratori hanno fornito indicazioni esaurienti sugli eventi che possono aver avuto riflessi sulla gestione previdenziale e sulla gestione amministrativa. Allo stesso modo, le relazioni degli amministratori non forniscono un'informativa adeguata con riguardo alle operazioni effettuate in conflitto di interesse di cui agli artt. 7 e 8 del DM Tesoro 703/1996. Inoltre, non sempre si è riscontrata una adeguata attenzione nella descrizione degli eventi di maggior rilievo avvenuti dopo la chiusura dell'esercizio e sull'evoluzione prevedibile della gestione.

⁵ Cfr. Delibera COVIP del 17 giugno 1998: *Il Bilancio dei fondi pensione e altre disposizioni in materia di contabilità integrata* con la Delibera COVIP del 16 gennaio 2002.

L'analisi di tipo quantitativo è volta a fornire una indicazione del profilo allocativo e tecnico operativo raggiunto dal fondo. In particolare, tale analisi consiste nel verificare il rispetto dei limiti agli investimenti, previsti dalle disposizioni vigenti, effettuati dai fondi e l'andamento dei costi sostenuti nel corso dell'esercizio. L'esame si basa su un sistema di indici (*ratios*) elaborati per le voci componenti lo stato patrimoniale ed il conto economico. Il risultato di tale analisi è utile per una valutazione sistematica delle grandezze più rilevanti espresse nel bilancio di esercizio (iscritti, contribuzione, attivo netto destinato alle prestazioni, rendimento realizzato, ecc.) e, ove ricondotta ad un livello generale attraverso il confronto tra i fondi negoziali, può fornire informazioni utili anche agli operatori del settore.

Particolarmente importante appare anche la coerenza dei dati contenuti nel documento contabile di esercizio con quelli già trasmessi alla Commissione nelle segnalazioni periodiche per le elaborazioni statistiche e di vigilanza.

Infine, si rileva che alcuni fondi continuano ad alimentare la voce *risconto dei contributi degli oneri amministrativi* con le quote associative e di iscrizione non impiegate nel corso dell'esercizio di competenza, non conformandosi pienamente alle indicazioni fornite dalla COVIP⁶, che consente l'attivazione di tale voce per particolari situazioni legate alla fase di avvio del fondo. Con riguardo alla copertura degli oneri amministrativi, la Commissione è intervenuta con la lettera circolare del 30 marzo 2006 raccomandando che, al verificarsi delle differenze tra quanto prelevato sulla base del *budget* direttamente in capo agli aderenti (quote associative) e quanto effettivamente sostenuto nel corso dell'esercizio, debba essere sostanzialmente utilizzato per quanto possibile lo stesso criterio del prelievo per la restituzione delle eventuali eccedenze agli aderenti.

3.7 L'assetto organizzativo

Il processo di evoluzione organizzativa che interessa i fondi pensione negoziali, in ottemperanza alle Linee guida in materia di organizzazione interna deliberate dalla COVIP in data 4 dicembre 2003, ha comportato per l'organo di amministrazione la necessità di effettuare una ricognizione e una valutazione sullo stato del proprio assetto organizzativo interno, rimettendo alla loro responsabilità l'assunzione delle iniziative utili all'adozione di un modello organizzativo affidabile ed adeguato alla realizzazione ottimale del progetto previdenziale.

⁶ Comunicazione COVIP del 3 marzo 1999 ai fondi pensione negoziali in materia di rappresentazione contabile delle quote di iscrizione o associative.