

Tav. 3.8

Fondi pensione aperti. Contributi e ANDP medi per iscritto.*(anno 2000)*

	Contributi raccolti	Contributo medio per iscritto	ANDP	ANDP medio per iscritto
	mld di lire	mln di lire	mld di lire	mln di lire
Lavoratori dipendenti	97	4,3		
Lavoratori autonomi	378	1,9		
Totale	474	2,1	1.068	4,8

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

Nell'anno appena trascorso, così come nel precedente, il fenomeno dei trasferimenti da altre forme previdenziali, in massima parte di tipo preesistente, è da considerarsi significativo; lo stesso ha riguardato circa 4.800 posizioni per un ammontare complessivo di circa 165 miliardi di lire, corrispondente ad un ammontare medio *pro capite* di circa 34 milioni. E' interessante notare che tale ammontare medio risulta particolarmente elevato nei trasferimenti verso comparti obbligazionari (circa 65,5 milioni) e bilanciati (circa 43 milioni) e più ridotto per quelli azionari (poco più di 19 milioni).

Quasi 1.400 iscritti hanno trasferito le posizioni tra linee di investimento nell'ambito dello stesso fondo, per un ammontare complessivo di circa 12,5 miliardi di lire.

Relativamente basso rimane il numero di aderenti che sottoscrivono prestazioni assicurative accessorie, pari a meno del 2,5 per cento del totale degli iscritti ed al 5,5 per cento degli iscritti ai fondi che prevedono tali prestazioni.

Poco numerosi sono i casi di anticipazioni; sono inoltre da considerare non ancora significativi fenomeni quali i trasferimenti ad altri fondi, i riscatti, le trasformazioni in rendita e le erogazioni in conto capitale.

3.3.2 Gli oneri di gestione

I regolamenti dei fondi pensione aperti prevedono che le commissioni di gestione siano prelevate secondo una delle seguenti modalità:

- solo in misura percentuale sul patrimonio;
- in misura percentuale sui versamenti e sul patrimonio;
- in cifra fissa sui versamenti ed in misura percentuale sul patrimonio.

I fondi operativi si sono prevalentemente (poco meno del 60 per cento) orientati verso il terzo modello, meno del 30 per cento utilizza il primo e circa il 12 per cento il secondo. Il ricorso alle commissioni di incentivo, calcolate come quota del maggior rendimento rispetto al *benchmark* di riferimento in caso di risultati positivi, è stato previsto solo da 7 fondi, promossi da tre diverse società.

Al fine di fornire una misura unica, seppur solo indicativa, delle commissioni di gestione, che prenda in considerazione anche la commissione di iscrizione da versare *una tantum* all'atto dell'adesione, si è calcolato, per ogni comparto relativo ai fondi operativi, un unico valore percentuale riferito al patrimonio.

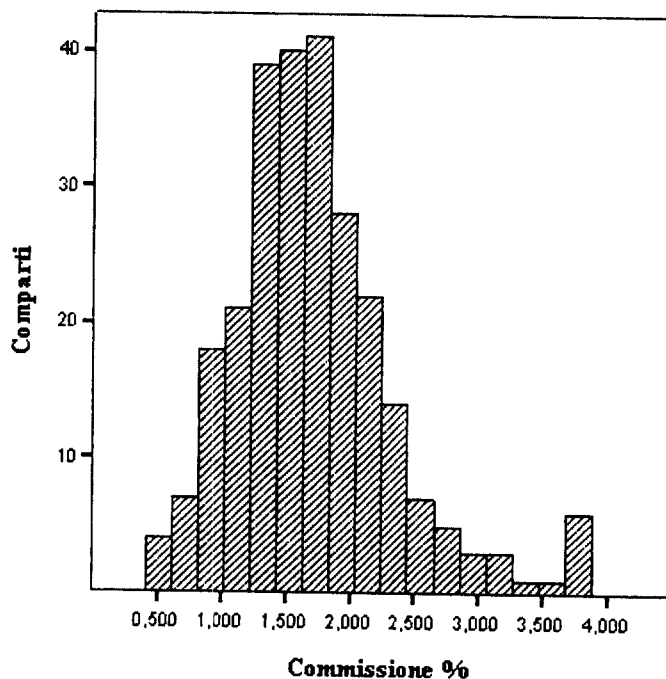
I valori calcolati sono riferiti convenzionalmente ad un aderente con un versamento contributivo annuo di 5 milioni di lire e con un orizzonte temporale di permanenza di 3 anni. Non sono stati presi in considerazione gli eventuali effetti derivanti dall'applicazione delle commissioni di incentivo.

Dall'analisi della distribuzione della commissione di gestione così calcolata (Tav. 3.9) emerge una notevole dispersione dei valori che, quantomeno nell'attuale fase di avvio, non sembra trovare una correlazione con l'attuazione di stili di gestione differenziati (ad es. gestione attiva o passiva) ovvero con la *performance* realizzata.

Le commissioni di gestione, valutate su base annua, incidono mediamente per l'1,7 per cento sul patrimonio e si differenziano principalmente in funzione delle caratteristiche delle linee di investimento (a linee di investimento più rischiose corrispondono commissioni di gestione più elevate) e per la previsione o meno di forme di garanzia che, qualora presenti, incrementano le commissioni medie riferite alle singole tipologie di comparto di quasi 0,5 punti percentuali (Tav. 3.10).

Tav. 3.9

Fondi pensione aperti. Distribuzione delle commissioni di gestione.
(anno 2000)



Tav. 3.10

Fondi pensione aperti. Commissioni di gestione per tipologia comparti.
(anno 2000; valori percentuali)

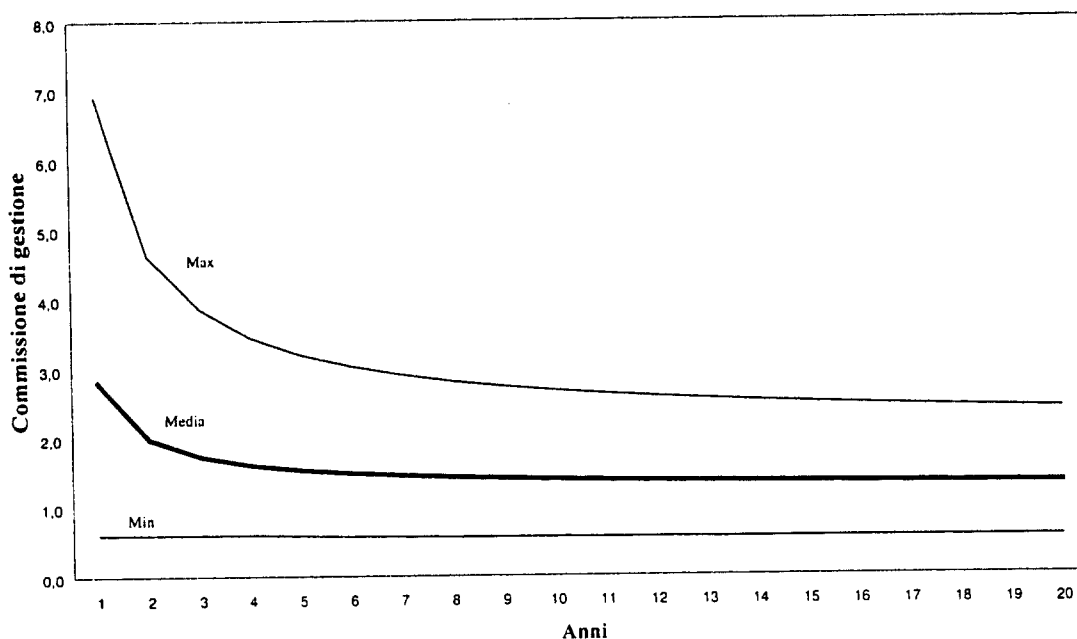
Comparti	Tipologia	Numero comparti	Media	Minimo	Massimo
Senza garanzia	Azionario	62	2,0	1,0	3,9
	Bilanciato	67	1,7	0,6	3,8
	Obbligazionario	77	1,3	0,6	3,6
	<i>Totale</i>	<i>206</i>	<i>1,7</i>	<i>0,6</i>	<i>3,9</i>
Con garanzia	Azionario	0	-	-	-
	Bilanciato	6	2,2	1,5	3,4
	Obbligazionario	48	1,9	0,8	3,8
	<i>Totale</i>	<i>54</i>	<i>1,9</i>	<i>0,8</i>	<i>3,8</i>
Totale	Azionario	62	2,0	1,0	3,9
	Bilanciato	73	1,8	0,6	3,8
	Obbligazionario	125	1,5	0,6	3,8
	<i>Totale</i>	<i>260</i>	<i>1,7</i>	<i>0,6</i>	<i>3,9</i>

Rispetto agli anni precedenti è da annotare una sostanziale stabilità nei valori medi: infatti i fondi che, nel corso del 2000, hanno modificato il regime delle commissioni da applicare si sono comportati in maniera differenziata, alcuni prevedendo una riduzione ed altri un aumento.

Nel calcolo della commissione di gestione si è fatto riferimento ad un orizzonte temporale relativamente breve (3 anni). All'aumentare del periodo di permanenza nello stesso fondo l'incidenza della quota di iscrizione iniziale tende a diminuire, come anche tende a diminuire, a causa della crescita del patrimonio gestito, l'incidenza della commissione sui versamenti o di quella in cifra fissa. Tale effetto può essere colto nel grafico che segue (Tav. 3.11), dove si evidenzia come da un lato la commissione media rapportata al patrimonio tenda ad assumere valori via via più bassi, soprattutto nei primi anni, e come la distribuzione tenda a concentrarsi intorno a tale valore medio.

Tav. 3.11

Fondi pensione aperti. Commissioni di gestione e orizzonte temporale di riferimento.
(anno 2000)



Le commissioni di gestione costituiscono la componente più rilevante degli oneri; altri tipi di costo derivano, se previsti nei regolamenti, dalle commissioni pagate dall'aderente per l'esercizio di prerogative individuali quali il trasferimento della propria posizione ad un altro fondo pensione o ad un'altra linea di investimento nel caso di fondi

pluricomparto ed il riscatto. Sono poi da considerare gli oneri che gravano sul patrimonio del fondo, in primo luogo gli oneri di negoziazione.

3.4 La gestione finanziaria

3.4.1 I regolamenti e i *benchmark*

I regolamenti dei fondi pensione aperti forniscono, per ciascun comparto, una sintetica descrizione della politica di investimento che si intende seguire, con l'indicazione delle attività oggetto di investimento delle risorse e degli eventuali limiti.

Per quanto riguarda le caratteristiche di investimento, in relazione alla descrizione fornita in sede di regolamento, possono individuarsi le seguenti tipologie di comparto:

- Azionario (almeno il 50 per cento del patrimonio del comparto è investito in azioni);
- Obbligazionario (almeno il 50 per cento del patrimonio è investito in obbligazioni, l'investimento in azioni è residuale e comunque non superiore al 30 per cento);
- Bilanciato (tutti gli altri casi)¹².

A livello normativo è previsto inoltre che tutti i fondi pensione utilizzino, per la valutazione dei risultati, parametri oggettivi e confrontabili (cosiddetti *benchmark*) definiti facendo riferimento ad indicatori finanziari di uso comune. Nel caso dei fondi pensione aperti tali parametri, che sono riferiti ad ogni singolo comparto, vengono comunicati preventivamente alla COVIP, la quale accerta che possiedano i requisiti previsti dalla propria delibera del 30.12.1998, e sono inseriti nei prospetti informativi dei fondi pensione stessi depositati presso la CONSOB.

Prendendo a riferimento i comparti relativi ai fondi operativi al 31.12.2000 si evidenzia come, sebbene in quasi la metà dei casi il *benchmark* risulti composto da uno o due indicatori, molto frequenti sono i casi di *benchmark* che utilizzano fino a cinque indicatori. I *benchmark* composti da un unico indicatore fanno riferimento, per la quasi totalità, a comparti obbligazionari, per i quali costituiscono anche la scelta relativamente più frequente; per i comparti azionari vi è invece una preferenza relativa all'impiego di *benchmark* composti da due indicatori, mentre per i comparti bilanciati si utilizzano con

¹² Sono inclusi in tale categoria anche i comparti cosiddetti "flessibili", ovvero per i quali il regolamento prevede la possibilità di investire sia in azioni che in obbligazioni senza ulteriori specificazioni.

maggior frequenza *benchmark* composti anche da più di tre indicatori.

Analizzando congiuntamente la classificazione dei comparti per tipologia rispetto all'utilizzo, all'interno dei *benchmark*, di indicatori di tipo azionario od obbligazionario, si può osservare una generale coerenza tra la politica prospettata ed il parametro da utilizzare in sede di valutazione. Ai comparti obbligazionari ed azionari sono generalmente associati *benchmark* prevalentemente composti da indicatori coerenti con la tipologia del comparto; nei comparti bilanciati si evidenzia invece una tendenza a dare un peso maggiore alla componente obbligazionaria (Tav. 3.12).

Tav. 3.12

Fondi pensione aperti. Distribuzione dei *benchmark* per tipologia degli indicatori.
(anno 2000)

	Tipologia comparto			Totale
	Azionari	Bilanciati	Obbligaz.	
Benchmark composti principalmente (tra il 70% e il 100%) da indicatori obbligazionari	0	18	123	141
Benchmark composti prevalentemente (tra il 50% e il 70%) da indicatori obbligazionari	0	48	2	50
Benchmark composti prevalentemente (tra il 50% e il 70%) da indicatori azionari	19	7	0	26
Benchmark composti principalmente (tra il 70% e il 100%) da indicatori azionari	43	0	0	43
Totale	62	73	125	260

Considerazioni analoghe si possono dedurre andando ad esaminare la media delle quote assegnate ai singoli indicatori all'interno di ciascun *benchmark*, distinta secondo la tipologia (azionaria od obbligazionaria) degli indicatori utilizzati (Tav. 3.13).

Sia i *benchmark* dei comparti obbligazionari che quelli dei comparti azionari sono prevalentemente composti (rispettivamente per il 94 per cento e per l'80 per cento) da indicatori relativi a titoli della medesima tipologia del comparto a cui fanno riferimento; nei comparti bilanciati, in media, gli indicatori utilizzati nella definizione dei *benchmark* pesano, per la componente obbligazionaria, per il 58 per cento e per la componente azionaria per il 42 per cento. Da un ulteriore approfondimento relativo all'area geografica di riferimento degli indicatori utilizzati emerge che, per la componente obbligazionaria, vi è una prevalenza nell'utilizzo di indicatori relativi a titoli italiani e degli altri Paesi dell'Unione Monetaria Europea; per la componente azionaria, sebbene indicatori specifici del mercato borsistico italiano e degli altri Paesi Europei costituiscano una parte rilevante, la preferenza va ad indicatori relativi al complesso dei mercati più sviluppati.

Tav. 3.13

Fondi pensione aperti. Composizione dei benchmark per tipologia degli indicatori.⁽¹⁾
(anno 2000; valori percentuali)

	Tipologia comparto			Totale
	Azionari	Bilanciati	Obbligazionari	
Indicatori azionari	79,5	42,5	6,3	33,9
Indicatori obbligazionari	20,5	57,5	93,7	66,1
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0

⁽¹⁾ Media semplice.

Le società promotrici si sono prevalentemente affidate, per le componenti obbligazionarie, ad indicatori prodotti da *J.P. Morgan* e, per le componenti azionarie, ad indicatori prodotti da *Morgan Stanley Capital International*. Rispettivamente il 70 per cento e il 63 per cento dei benchmark proposti presentano almeno un indicatore prodotto da queste società. Nello specifico, gli indicatori più utilizzati sono, tra gli obbligazionari, il *J.P. Morgan Global Government Bond Index Traded*, sia in valuta locale sia nelle versioni in dollari USA ed euro, e, tra gli azionari, il *Morgan Stanley Capital International World Index*, presente nelle versioni in dollari USA e in valuta locale e convertito in lire o euro. L'indice *J.P. Morgan Global Government Bond* è relativo ad un paniere di titoli di debito a tasso fisso con scadenza almeno pari ad un anno emessi da Paesi aderenti all'OCSE, mentre l'indice *Morgan Stanley Capital International World* prende a riferimento titoli negoziati nei maggiori mercati borsistici mondiali.

3.4.2 Le scelte di gestione e la composizione del portafoglio

L'analisi della struttura del patrimonio complessivo dei fondi pensione aperti a fine anno mostra investimenti sostanzialmente equiripartiti, con quote medie intorno al 30 per cento, tra titoli di debito, titoli di capitale ed investimenti in quote di OICR. Nello specifico, per quanto riguarda i titoli di debito, questi sono prevalentemente (per quasi il 95 per cento) composti da titoli di Stato; i titoli di capitale fanno riferimento interamente a titoli quotati e per quanto riguarda gli investimenti in OICR non risultano presenti in portafoglio quote di fondi chiusi. Pressoché nullo risulta inoltre il ricorso agli strumenti derivati.

Tav. 3.14

Fondi pensione aperti. Composizione del patrimonio.*(dati di fine 2000; valori percentuali)*

	Tipologia comparto			Totale
	Azionari	Bilanciati	Obbligazionari	
Depositi	10,4	11,5	13,9	11,5
Titoli di debito	8,9	35,8	60,5	28,9
Titoli di capitale	43,2	23,4	4,4	28,4
OICR	36,4	29,4	20,4	30,8
Altre attività e passività	1,1	-0,2	0,8	0,5
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0

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

Il maggiore sviluppo dell'operatività dell'anno appena trascorso ha comportato una diminuzione, rispetto al 1999, della voce Depositi, comprensiva anche dei crediti per operazioni pronti contro termine con scadenza non superiore ai sei mesi, facendola attestare, nella media, intorno all'11,5 per cento; la stessa peraltro risulta ancor più ridotta (pari a poco più del 9 per cento) se si fa riferimento esclusivamente ai comparti con un patrimonio superiore ai 10 miliardi di lire. I casi di superamento del limite di liquidità non sono molto numerosi, e sono principalmente riferiti a comparti con dimensioni del patrimonio gestito particolarmente ridotte.

Il ricorso agli OICVM è spesso determinato, più che da vere e proprie scelte di gestione, dalla disponibilità di risorse limitate, tali da non consentire un'adeguata diversificazione tramite investimenti diretti; infatti circa il 60 per cento dei comparti con un patrimonio superiore al miliardo di lire detiene OICVM per una quota inferiore al 25 per cento, mentre circa il 66 per cento dei comparti con un patrimonio inferiore al miliardo di lire detiene OICVM per una quota superiore al 25 per cento delle proprie risorse, e per circa la metà tale quota è superiore al 75 per cento.

Considerando sia gli investimenti effettuati direttamente dai fondi pensione sia gli investimenti effettuati dagli OICVM le cui quote sono detenute dai fondi si può osservare come la struttura del patrimonio in aggregato rispecchi le caratteristiche delle tipologie di comparto; per i comparti azionari l'investimento in titoli di capitale è superiore al 70 per cento mentre i comparti obbligazionari investono circa il 77 per cento delle risorse in titoli di debito; per i comparti bilanciati si osserva una leggera prevalenza della componente obbligazionaria, pari a quasi il 50 per cento, rispetto alla componente azionaria, pari a poco meno del 40 per cento.

Tav. 3.15

Fondi pensione aperti. Composizione del patrimonio e OICVM.*(dati di fine 2000; valori percentuali)*

	Tipologia comparto			Totale
	Azionari	Bilanciati	Obbligazionari	
Depositi	10,4	11,5	13,9	11,5
Investimenti in titoli di debito	16,2	49,2	76,9	40,4
<i>Investimenti diretti in titoli di debito</i>	8,9	35,8	60,5	28,9
<i>Investimenti in titoli di debito tramite OICVM</i>	7,3	13,4	16,4	11,5
Investimenti in titoli di capitale	72,3	39,5	8,4	47,7
<i>Investimenti diretti in titoli di capitale</i>	43,2	23,4	4,4	28,4
<i>Investimenti in titoli di capitale tramite OICVM</i>	29,1	16,1	4,0	19,3
Altre attività e passività	1,1	-0,2	0,8	0,5
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0

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

L'analisi della composizione del portafoglio titoli a fine anno (comprensivo della componente detenuta tramite OICVM) suddiviso per area geografica di residenza degli emittenti dei titoli nei quali risultano investite le disponibilità evidenzia, nel complesso, una prevalenza di titoli di debito italiani (con una quota del 37 per cento del portafoglio titoli) e di titoli di capitale relativi a Paesi appartenenti all'Unione Europea (per circa il 13 per cento italiani e per il 14 per cento di altri Paesi dell'Unione Europea) con una presenza importante di titoli di capitale statunitensi (con una quota pari al 20 per cento).

Rispetto al 1999 la composizione del portafoglio titoli risulta abbastanza simile; si nota nel complesso una lieve diminuzione della componente relativa ai titoli di debito e di capitale italiani (in entrambi i casi di quasi due punti e mezzo), una diminuzione della quota di titoli di capitale giapponesi (di un punto percentuale) ed un incremento sia del peso dei titoli di capitale statunitensi (di tre punti percentuali) sia di quello dei titoli relativi agli altri paesi OCSE (di un punto percentuale).

Tav. 3.16

Fondi pensione aperti. Composizione del portafoglio titoli per area geografica.⁽¹⁾*(dati di fine 2000; valori percentuali)*

	Tipologia comparto			Totale
	Azionari	Bilanciati	Obbligazionari	
Titoli di debito				
Italia	14,6	42,9	77,2	37,0
Altri Paesi Unione Europea	2,7	9,2	7,9	6,2
Stati Uniti	0,6	2,2	2,4	1,6
Giappone	0,1	0,5	0,3	0,3
Altri Paesi aderenti OCSE	0,1	0,3	2,1	0,5
Paesi non aderenti OCSE	0,2	0,5	0,3	0,3
Totale	18,3	55,6	90,2	45,9
Titoli di capitale				
Italia	15,3	14,6	4,1	13,0
Altri Paesi Unione Europea	21,4	11,4	2,1	14,0
Stati Uniti	33,2	13,6	2,5	20,0
Giappone	6,0	2,4	0,4	3,6
Altri Paesi aderenti OCSE	4,8	2,1	0,5	3,0
Paesi non aderenti OCSE	1,0	0,4	0,1	0,6
Totale	81,7	44,4	9,8	54,1
Totale portafoglio titoli	100,0	100,0	100,0	100,0

⁽¹⁾ Per l'allocazione geografica si fa riferimento al paese di residenza degli emittenti. La tavola ricomprende 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.

Con riferimento ai singoli comparti si evidenzia che, mentre per i comparti obbligazionari e bilanciati è diminuita la componente azionaria (passata per i primi dal 12 per cento al 9,8 per cento e per gli altri dal 47,6 per cento al 44,4 per cento), la stessa è aumentata di più di due punti nei comparti azionari. Il maggior peso, nei comparti bilanciati, della componente obbligazionaria (pari al 55,6 per cento) rispetto a quella azionaria risulta peraltro coerente con quanto osservato, a livello di composizione dei *benchmark*, nel paragrafo precedente.

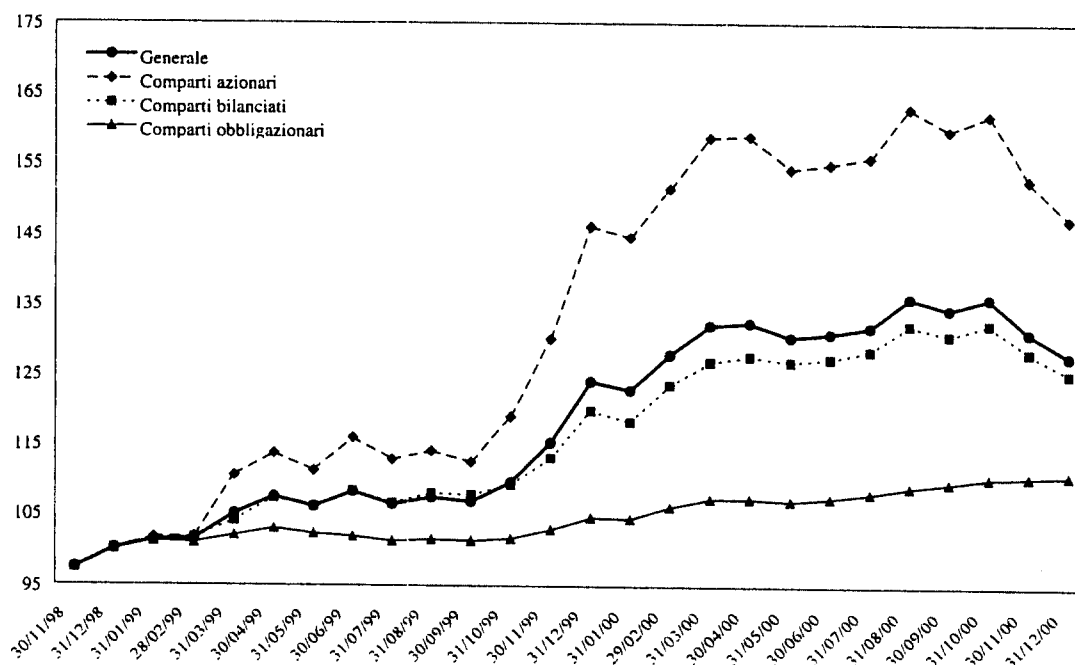
Si rileva infine come, per tutte le tipologie di comparto, il complesso dei titoli emessi da Paesi non aderenti all'OCSE e da soggetti ivi residenti sia inferiore ai limiti stabiliti dalle disposizioni vigenti; difatti anche gli investimenti effettuati a livello di singolo fondo risultano estremamente ridotti.

3.4.3 I risultati della gestione

Coerentemente con quanto presentato nella precedente Relazione annuale, e conformemente ad altri settori dell'industria finanziaria, per le analisi dei risultati della gestione finanziaria aggregata dei fondi, sia a livello complessivo che per singole tipologie di comparto, si è proceduto alla costruzione di indici di capitalizzazione¹³ riferiti sia all'intero settore dei fondi pensioni e sia ai diversi comparti. Il tasso di crescita mensile di ogni indicatore è pari alla media dei rendimenti mensili dei singoli comparti che entrano nell'insieme di riferimento ponderati per il patrimonio che ciascuno di essi ha all'inizio dell'intervallo di calcolo rispetto al patrimonio complessivo dei comparti considerati, ed assume quindi il significato di rendimento medio; ciascun comparto viene considerato nel calcolo dell'indice a partire dal mese in cui si verifica la prima valorizzazione. Poiché i singoli rendimenti sono calcolati come variazione del valore della quota dei singoli comparti, gli stessi sono da considerarsi al netto di tutti gli oneri di amministrazione e di gestione a carico del fondo.

Tav. 3.17

Fondi pensione aperti. Indice di capitalizzazione.
(base 100 al 31 dicembre 1998)



¹³ L'indice utilizzato rientra tra i cosiddetti "indici a catena" di Laspeyres e viene calcolato in base alla seguente formula:

$$I_t = I_{t-1} \frac{\sum_i v_{i,t} q_{i,t-1}}{\sum_i v_{i,t-1} q_{i,t-1}}$$

dove $v_{i,t}$ è il valore della quota la tempo t dell' i -esimo fondo e $q_{i,t}$ è il rispettivo numero di quote in essere al tempo t .

Il rendimento medio netto dei fondi pensione aperti è stato, per il duemila, pari al 2,9 per cento ed ha portato il rendimento annuo medio composto del biennio 1999-2000 a circa il 12,9 per cento.

I comparti azionari hanno scontato l'andamento incerto e tendenzialmente negativo dei mercati borsistici nazionali ed internazionali che ha caratterizzato gli ultimi tre trimestri del 2000, realizzando una performance dello 0,7 per cento. In particolare l'andamento negativo si è manifestato soprattutto nell'ultimo trimestre dell'anno, periodo durante il quale i comparti azionari hanno perso, nella media, quasi 8 punti percentuali, a fronte di un risultato dell' 8,5 per cento nel primo trimestre e di un andamento altalenante nella parte centrale dell'anno. Va però considerato che l'elevata variabilità temporale costituisce una caratteristica tipica dei titoli negoziati nel mercato dei capitali, e quindi degli strumenti che a questi si rivolgono in misura prevalente. La valutazione di tali investimenti deve quindi essere riferita ad un orizzonte temporale sufficientemente ampio; se oltre ai risultati realizzati nell'anno appena trascorso si considerano anche i risultati conseguiti nel 1999 il rendimento annuo medio composto dei comparti azionari risulta pari al 21,3 per cento.

I comparti bilanciati mostrano un andamento simile, seppure più smorzato, a quello dei comparti azionari; il peso maggiore della componente obbligazionaria ha comunque garantito un trend di crescita più costante; nonostante nell'ultimo trimestre dell'anno si sia registrata una flessione di circa 4 punti percentuali, nel corso dell'intero anno i comparti bilanciati hanno fatto registrare un rendimento del 4,5 per cento, con un rendimento annuo medio su un orizzonte temporale di due anni pari a quasi il 12 per cento.

Per quanto riguarda i comparti obbligazionari gli stessi hanno ottenuto, in media, la performance più elevata rispetto alle altre tipologie di comparto, facendo registrare un rendimento pari a quasi il 6 per cento, che ha portato il rendimento annuo medio al 5,2 per cento.

A fronte dei risultati aggregati esaminati bisogna considerare l'elevata dispersione che caratterizza i dati relativi ai singoli comparti; prendendo come riferimento i comparti che all'inizio del 2000 avevano raggiunto un attivo netto destinato alle prestazioni almeno pari al miliardo di lire¹⁴, la deviazione standard è pari a circa il 5 per cento, con rendimenti che variano dal -11 a quasi il 13 per cento. Tale dispersione è solo in parte riferibile alle specializzazioni, mentre la parte più rilevante è da attribuire alle diverse scelte gestionali che caratterizzano i comparti con specializzazione analoga.

La dispersione risulta minore tra i comparti obbligazionari (i quali presentano tuttavia un differenziale tra la migliore e la peggiore *performance* annua di tutto rilievo, essendo superiore ai 9 punti percentuali) e va aumentando man mano che si passa a tipologie di comparti che investono in titoli con caratteristiche di volatilità più elevate,

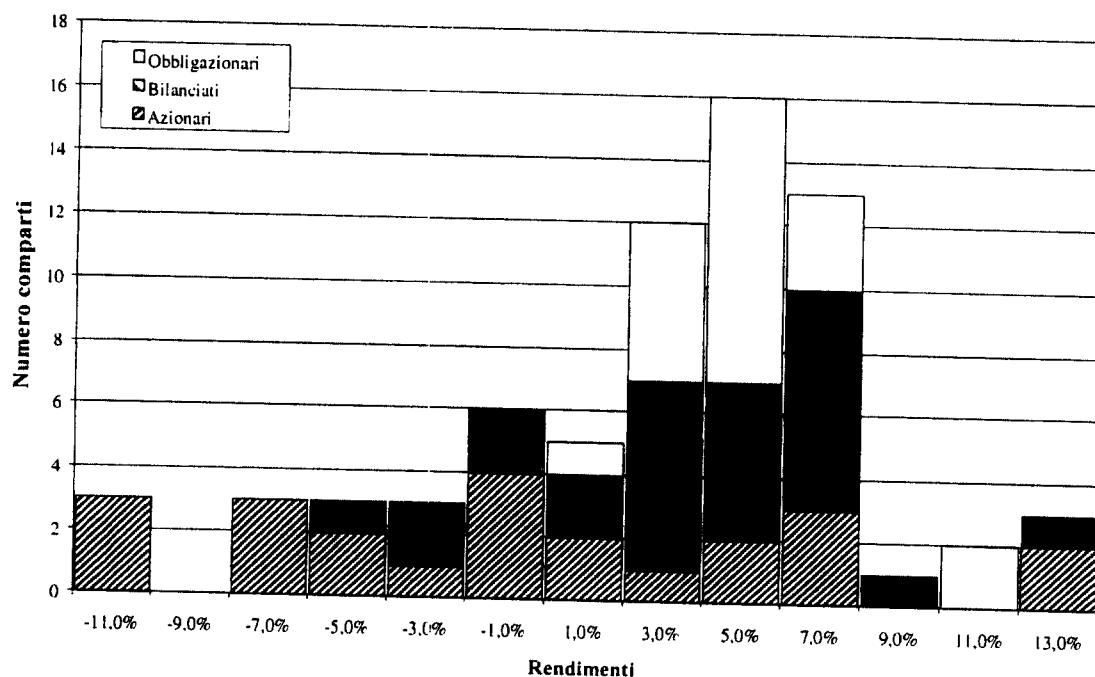
¹⁴ Si escludono quindi, dall'analisi che segue, quei comparti per i quali i risultati conseguiti, a causa dell'esiguità del patrimonio gestito, non possono essere considerati significativi.

dove evidentemente le scelte gestionali assumono un'importanza relativa maggiore.

Tav. 3.18

Fondi pensione aperti. Distribuzione dei rendimenti per tipologia comparto.⁽¹⁾

(anno 2000)



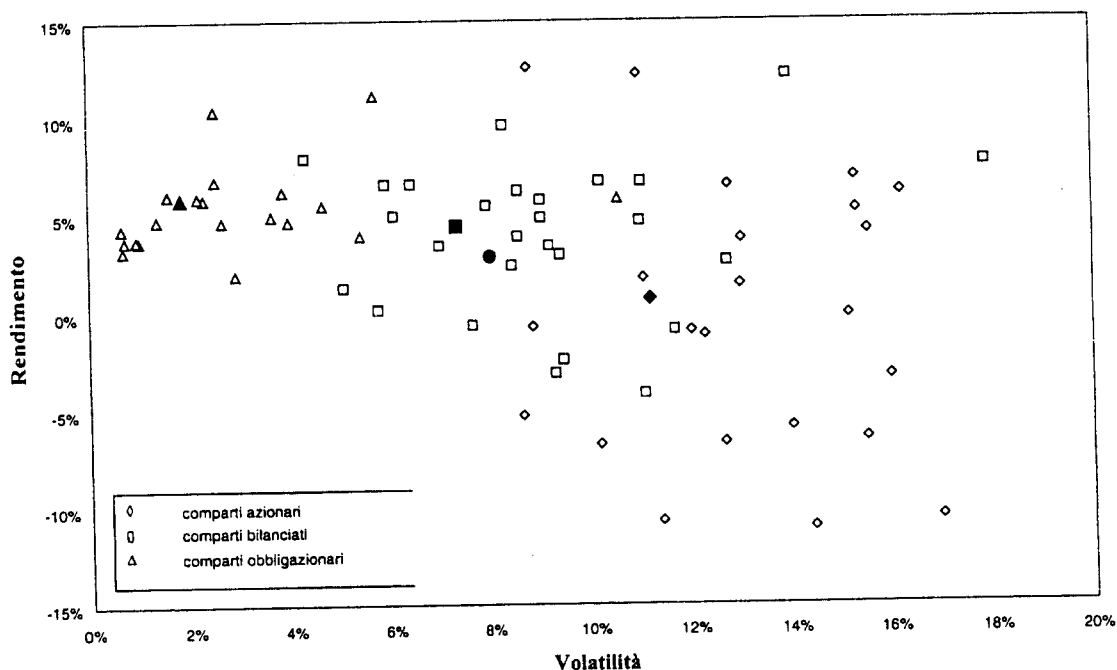
⁽¹⁾ Rendimenti calcolati come variazione annuale del valore della quota dei singoli comparti. Si sono presi in considerazione i comparti che all'inizio dell'anno avevano raggiunto un attivo netto destinato alle prestazioni almeno pari a un miliardo di lire.

Dall'analisi della distribuzione dei rendimenti conseguiti emerge inoltre che tutti i comparti obbligazionari facenti parte del campione considerato hanno realizzato una *performance* positiva, rispetto a circa l'80 per cento dei comparti bilanciati e da meno della metà dei comparti azionari. Gran parte (70 per cento) dei comparti obbligazionari ha realizzato rendimenti tra il 2 ed il 6 per cento e 2 comparti hanno realizzato *performance* superiori al 10 per cento; circa i due terzi dei comparti bilanciati hanno realizzato *performance* tra il 2 e l'8 per cento mentre i comparti azionari si distribuiscono più uniformemente sull'intero campo di variazione.

Ampia risulta anche la dispersione delle volatilità dei rendimenti mensili (Tav. 3.19) le quali risultano generalmente più elevate, come è ragionevole attendersi, per i comparti con specializzazioni orientate maggiormente all'investimento in titoli rischiosi.

Tav. 3.19

Fondi pensione aperti. Rendimenti e volatilità.⁽¹⁾
(anno 2000)

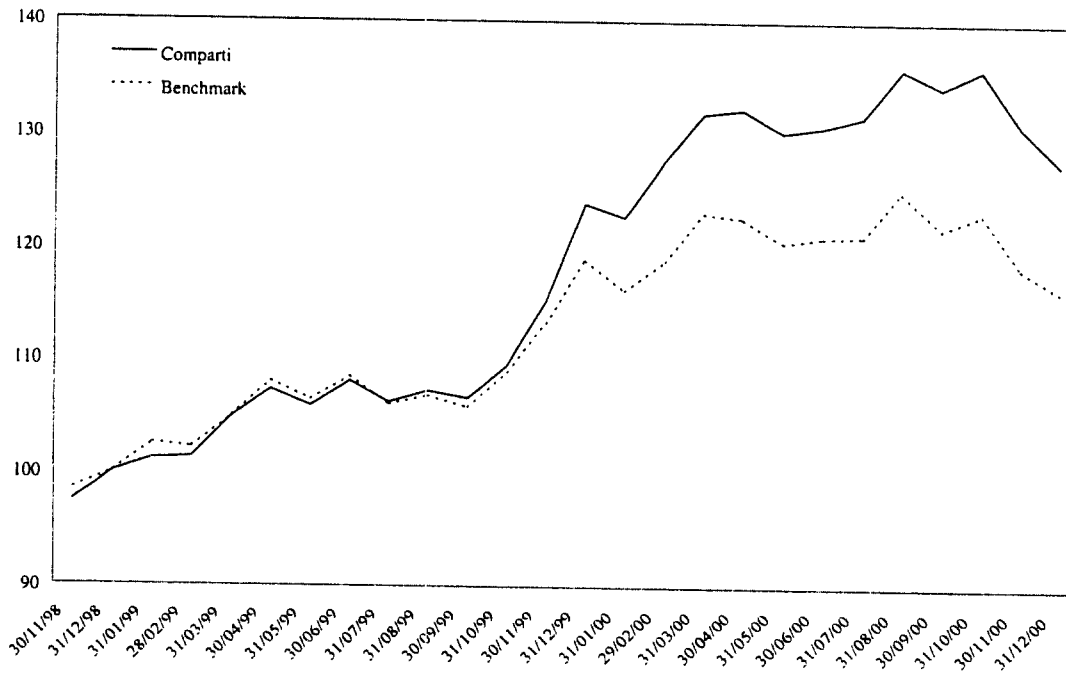


⁽¹⁾ Rendimenti calcolati come variazione annuale del valore della quota dei singoli comparti; volatilità calcolata come scarto quadratico medio dei rendimenti mensili annualizzato. Si sono presi in considerazione i comparti che all'inizio dell'anno avevano raggiunto un attivo netto destinato alle prestazioni almeno pari a un miliardo di lire. Con i simboli pieni si fa riferimento alla *performance* ed alla volatilità degli indici aggregati di capitalizzazione dei comparti di ciascuna tipologia, e si indica con un cerchio pieno l'indice di capitalizzazione generale.

Al fine di consentire un confronto aggregato tra i rendimenti effettivamente conseguiti dai fondi pensione rispetto a quelli teorici attribuibili ai *benchmark* prescelti si è costruito, come già avvenuto in occasione della precedente Relazione, un indice di capitalizzazione riferito a questi ultimi. La metodologia utilizzata è analoga a quella dell'indice di capitalizzazione dei fondi pensione; in particolare il tasso di crescita mensile dell'indice dei *benchmark* è pari alla media ponderata delle *performance* mensili dei singoli *benchmark* utilizzando, come coefficienti di ponderazione, gli stessi pesi usati nell'indice di capitalizzazione dei fondi. In tale modo l'indicatore aggregato relativo ai *benchmark* differisce dall'indice di capitalizzazione dei fondi unicamente per le *performance* alle quali fare riferimento¹⁵.

¹⁵ I dati utilizzati nelle analisi che seguono in parte derivano dalle segnalazioni periodiche ed in parte sono stati ricostruiti prendendo a riferimento le composizioni e gli indicatori dichiarati ed inseriti nei prospetti informativi; gli stessi sono da considerarsi provvisori e suscettibili di future revisioni. Difatti la varietà e la complessità degli indicatori prodotti ed utilizzabili, le differenti alternative metodologiche nell'aggregazione degli stessi per la determinazione della *performance* del singolo *benchmark* e la scarsa familiarità degli operatori con l'utilizzo di tale strumento a fini esterni rendono particolarmente problematica e lunga l'attività di revisione e di omogeneizzazione dei dati.

Tav. 3.20

Fondi pensione aperti. Indici di capitalizzazione dei fondi e dei *benchmark*.
(base 100 al 31 dicembre 1998)

Nel complesso si evidenzia come mediamente i fondi si siano comportati meglio rispetto all'aggregato dei *benchmark*; in particolare si registrano i maggiori differenziali positivi di *performance* tra i due indici nell'ultimo trimestre del 1999 (di quasi il 4 per cento) e nel primo e nel terzo trimestre del 2000 (rispettivamente di circa il 3 ed il 2 per cento); l'ultimo trimestre del 2000 vede invece un differenziale negativo di mezzo punto percentuale.

Esaminando gli indici per tipologia di comparto si nota come in tutti i casi i primi tre trimestri del 2000 abbiano fatto registrare differenziali positivi. Riferendosi esclusivamente ai comparti azionari il divario tra i due rispettivi indici (di comparto e di *benchmark*) è in gran parte determinato dai differenziali realizzati nell'ultimo trimestre del 1999, pari a quasi il 13 per cento, e nel primo trimestre del 2000, di quasi il 5 per cento. Gli indici dei comparti bilanciati, che per tutto il 1999 erano risultati abbastanza simili, sono caratterizzati da differenziali positivi nei primi tre trimestri del 2000 dell'ordine del 2 per cento. Per quanto riguarda i comparti obbligazionari, per contro, lo scostamento degli indici è determinato dai differenziali negativi registrati nel corso del 1999; il 2000 è per contro caratterizzato da differenziali prevalentemente positivi, maggiormente rilevanti nell'ultima parte dell'anno.

Tav. 3.21

Fondi pensione aperti. Indici di capitalizzazione dei comparti e dei rispettivi benchmark.
(base 100 al 31 dicembre 1998)

