

fine del periodo considerato. Il 67 per cento dei mandati di gestione prevede, a fianco alla commissione di gestione, una commissione di incentivo, calcolata generalmente sull'*extra*-rendimento positivo (differenza tra il rendimento di gestione e quello del *benchmark*). Prevalentemente la commissione di incentivo viene calcolata annualmente sulla base del valore medio del patrimonio mensile o annuale. In presenza della commissione di incentivo si osserva una commissione di gestione di base inferiore rispetto a quando non sia prevista. Si nota, inoltre, che all'aumentare dell'esposizione azionaria del mandato maggiore è la commissione di gestione di base applicata, mentre non si evidenzia una differenziazione significativa delle commissioni di incentivo in relazione alla tipologia di mandato.

2.4.3 Le scelte di gestione e la composizione del portafoglio

Alla fine del 2001 i fondi pensione negoziali che hanno conferito le risorse in gestione dispongono di un attivo netto destinato alle prestazioni di 1.767 milioni di euro, pari a quasi l'80 per cento del patrimonio di tutti i fondi pensione negoziali autorizzati all'esercizio dell'attività (cfr. il paragrafo 2.3.1).

Le risorse in gestione⁸ ammontano a 1.769 milioni di euro. Le stesse sono, per il 40 per cento, affidate a mandati di tipo obbligazionario puro e per il 21 per cento a mandati di tipo obbligazionario misto. Il 39 per cento è affidato a mandati di tipo bilanciato, mentre la quota dei mandati di tipo azionario bilanciato è ancora marginale, ed inferiore al mezzo punto percentuale. Tale aspetto è principalmente legato al fatto che l'assetto pluricomparto, che consente di offrire agli aderenti anche profili di investimento con un contenuto azionario maggiore, è decollato solo recentemente. Ci si può dunque attendere che, allo svilupparsi dell'assetto gestionale pluricomparto, cresca anche il patrimonio dei profili di investimento caratterizzati da una maggiore esposizione azionaria.

Complessivamente, il patrimonio in gestione degli 8 fondi negoziali, è stato conferito a 15 gestori, di cui 3 compagnie di assicurazione italiane e 3 società di investimento estere. Considerando la ripartizione delle 34 convenzioni di gestione rispetto agli intermediari finanziari, si osserva che 22 di queste sono state stipulate con 9 società di gestione, 5 convenzioni con le tre compagnie di assicurazione italiane e, infine, 7 con le 3 società di investimento estere. Più specificatamente, le assicurazioni gestiscono, quasi esclusivamente, mandati di tipo obbligazionario puro, mentre alle

⁸ 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 2001 dei fondi pensione negoziali.

SGR sono stati assegnati mandati prevalentemente di tipo bilanciato o bilanciato azionario. Le società di investimento estere, maggiormente specializzate su mercati azionari mondiali, hanno prevalentemente mandati di tipo bilanciato o bilanciato azionario.

Gran parte delle risorse in gestione, pari a circa il 75 per cento, risulta affidato ad SGR; le compagnie di assicurazione e le società di investimento estere gestiscono, rispettivamente, una quota del 21 e del 4 per cento delle risorse complessive.

Tav. 2.15

Fondi pensione negoziali. Convenzioni di gestione.

(dati di fine 2001; importi in milioni di euro)

| Mandati e Gestori | Convenzioni | Risorse in gestione | |
|--------------------------------|-------------|---------------------|--------------|
| | Numero | Importi | % |
| Obbligazionario puro | 9 | 693 | 39,2 |
| Obbligazionario misto | 9 | 368 | 20,8 |
| Bilanciato | 14 | 702 | 39,7 |
| Azionario bilanciato | 2 | 6 | 0,4 |
| Totale | 34 | 1.769 | 100,0 |
| Assicurazioni | 5 | 376 | 21,2 |
| SGR | 22 | 1.318 | 74,5 |
| Società di investimento estere | 7 | 75 | 4,3 |
| Totale | 34 | 1.769 | 100,0 |

La composizione delle risorse in gestione dei fondi negoziali evidenzia la netta prevalenza dell'investimento in titoli di debito (73 per cento) rispetto all'investimento in titoli di capitale (19 per cento). Nello specifico, per quanto riguarda i titoli di debito, questi sono prevalentemente costituiti da titoli di stato (88 per cento) e da titoli quotati. Complessivamente, l'utilizzo di OICR è molto ridotto (0,8 per cento); gli OICR impiegati sono in prevalenza a contenuto azionario (63 per cento sul totale degli OICR). Poco significativo è il ricorso a strumenti derivati.

Tav. 2.16

Fondi negoziali. Composizione delle risorse in gestione.*(dati di fine 2001; valori percentuali)*

| | Depositi | Titoli di debito | Titoli di capitale | OICR | Altre attività e passività | Totale |
|---|------------|------------------|--------------------|------------|----------------------------|--------------|
| COMETA | 2,2 | 81,5 | 14,7 | 0,0 | 1,6 | 100,0 |
| COOPERLAVORO | 5,9 | 48,7 | 6,6 | 38,0 | 0,8 | 100,0 |
| FONCHIM | 6,3 | 69,7 | 22,5 | 0,0 | 1,5 | 100,0 |
| FONDENERGIA | 4,5 | 64,4 | 28,7 | 0,0 | 2,4 | 100,0 |
| FONDODENTISTI comp. <i>Scudo</i> | 27,6 | 71,0 | 0,0 | 0,0 | 1,4 | 100,0 |
| FONDODENTISTI comp. <i>Progressione</i> | 27,4 | 49,0 | 10,8 | 12,1 | 0,7 | 100,0 |
| FONDODENTISTI comp. <i>Espansione</i> | 28,9 | 18,2 | 24,6 | 27,5 | 0,8 | 100,0 |
| LABORFONDS | 51,7 | 32,9 | 14,9 | 0,0 | 0,5 | 100,0 |
| QUADRI E CAPI FIAT | 6,8 | 64,4 | 26,8 | 0,4 | 1,6 | 100,0 |
| SOLIDARIETA' VENETO | 3,9 | 73,3 | 6,5 | 15,2 | 1,1 | 100,0 |
| Totale | 6,1 | 73,0 | 18,5 | 0,8 | 1,6 | 100,0 |

Rispetto al 2000, la composizione delle risorse in gestione risulta sostanzialmente simile. Si osserva, nel complesso, una riduzione della componente azionaria di quasi due punti percentuali ed un aumento della liquidità e della componente obbligazionaria, ciascuna di circa un punto percentuale.

Analizzando i fondi che hanno avviato la gestione finanziaria nell'ultimo trimestre, si nota, nel caso di LABORFONDS, una quota elevata di risorse finanziarie investite in pronti contro termine, dal momento che, a fine anno, il conferimento delle risorse ai gestori finanziari era ancora in corso. Per gli altri due fondi (COOPERLAVORO e SOLIDARIETA' VENETO) si rileva, viceversa, una quota significativa di investimenti in OICR; probabilmente tali strumenti sono preferiti dai fondi nella fase di avvio, poiché consentono di realizzare un'adeguata diversificazione del portafoglio anche con un ammontare di risorse in gestione ancora modesto.

Per gli altri fondi, si osserva, rispetto al 2000, una variazione della struttura del portafoglio non uniforme. Nella maggioranza dei casi si è assistito ad un aumento della componente azionaria rispetto all'anno precedente, compensato dalla riduzione dell'investimento in liquidità e in titoli di debito (FONDENERGIA, QUADRI E CAPI FIAT, comparti Progressione ed Espansione di FONDODENTISTI). Tuttavia i fondi di maggiori dimensioni (FONCHIM e COMETA), determinanti nel definire la struttura media del portafoglio complessivo dei fondi pensione, hanno registrato una riduzione dell'investimento azionario a beneficio di quello obbligazionario.

Considerando gli investimenti effettuati suddivisi secondo la tipologia di mandato si osserva una coerenza tra le caratteristiche degli stessi e la struttura delle risorse in gestione. Al riguardo gli investimenti complessivi relativi ai mandati obbligazionari puri sono composti quasi esclusivamente da titoli di debito (95 per cento) mentre risulta nulla la componente azionaria; ai mandati di tipo obbligazionario misto corrisponde un

investimento obbligazionario del 76 per cento e azionario del 20 per cento; nei mandati bilanciati risultano investimenti per il 53 per cento in titoli di debito e per il 36 per cento in azioni; infine, per i mandati azionari bilanciati gli investimenti in titoli di capitale sono pari al 52 per cento, distinti quasi equamente fra titoli azionari e OICR.

I titoli di debito presenti nel portafoglio dei fondi pensione negoziali hanno, per il 94 per cento, scadenza superiore ai sei mesi: nel complesso la durata finanziaria media (o *duration*⁹) è di 2,1 anni. Si osserva una durata finanziaria differenziata per i diversi mandati. Nei mandati obbligazionari puri, dove sono presenti molte gestioni con titoli di debito con scadenza 1-3 anni, la *duration* è pari a 1,7 anni; analogamente, nei mandati azionari bilanciati, nei quali il rischio assunto è soprattutto in termini di esposizione azionaria, la durata finanziaria è relativamente bassa, pari a 1,8 anni. I mandati bilanciati e obbligazionari misti hanno *duration* media simile, pari a 2,5 anni.

Dall'esame della ripartizione delle risorse in gestione tra titoli di debito e di capitale, e considerando anche la componente investita per il tramite di quote di OICR, si evidenzia una esposizione in titoli di debito del 79 per cento, superiore di 3 punti percentuali rispetto a quella relativa al portafoglio *benchmark* complessivo.

Tale allocazione è coerente con l'andamento dei mercati finanziari nel corso del 2001, caratterizzato, da un lato, da mercati azionari estremamente volatili e depressi e, dall'altro, da mercati obbligazionari che hanno realizzato risultati positivi. A seguito dei noti fatti dell'11 settembre scorso, si sono inoltre registrati fenomeni di rilevante instabilità nei mercati azionari delle principali piazze mondiali, che hanno aggravato il già elevato livello di volatilità dei mercati registrato nei primi mesi dell'anno e nel corso del 2000.

L'analisi della composizione del portafoglio titoli a fine anno, suddiviso per area geografica di residenza degli emittenti dei titoli nei quali sono investite le risorse finanziarie, evidenzia la prevalenza dei titoli di debito italiani (con una quota del 49 per cento sul totale dei titoli), e dei titoli azionari emessi da società residenti nei Paesi europei (14 per cento). Considerando il complesso dei titoli di debito, la quasi totalità delle risorse è investita da titoli emessi da Paesi europei. Nell'ambito dei titoli azionari, assumono un'importanza prevalente i titoli emessi da società europee (66 per cento) anche se evidenziano un peso importante i titoli di capitale statunitensi (26 per cento).

Rispetto al 2000, per quanto concerne i titoli obbligazionari, si osserva un aumento dell'esposizione dei titoli di debito della zona Euro e dei titoli europei rispetto a quelli italiani. Con riferimento ai titoli di capitale, è diminuito il peso delle azioni italiane ed europee a vantaggio dei titoli di capitale statunitensi e di altri Paesi aderenti all'OCSE.

⁹ La durata finanziaria di un titolo obbligazionario è la media ponderata delle scadenze dei pagamenti per interessi 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 3 mesi ai titoli di debito con scadenza inferiore ai 6 mesi.

Tav. 2.17

Fondi pensione negoziali. Composizione delle risorse in gestione per area geografica.⁽¹⁾
(dati di fine 2001; valori percentuali)

| | Tipologia di mandato | | | | Totale |
|-----------------------------------|-------------------------|--------------------------|--------------|-------------------------|--------------|
| | Obbligazionario puro | Obbligazionario misto | Bilanciato | Bilanciato azionario | |
| Titoli di debito | | | | | |
| Italia | 58,4 | 49,6 | 38,3 | 18,2 | 48,5 |
| Altri Paesi area Euro | 38,3 | 5,9 | 18,3 | 3,4 | 23,5 |
| Altri Paesi Unione Europea | 2,1 | 21,0 | 2,3 | 4,5 | 6,1 |
| Stati Uniti | 1,0 | 0,1 | 1,3 | 0,0 | 0,9 |
| Giappone | 0,2 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,1 |
| Altri Paesi aderenti OCSE | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,0 |
| Paesi non aderenti OCSE | 0,0 | 0,0 | 0,1 | 0,0 | 0,1 |
| Totale | 100,0 | 76,6 | 60,4 | 26,2 | 79,2 |
| Titoli di capitale | | | | | |
| Italia | 0,0 | 1,9 | 8,5 | 1,0 | 3,8 |
| Altri Paesi area Euro | 0,0 | 10,2 | 14,0 | 12,5 | 7,7 |
| Altri Paesi Unione Europea | 0,0 | 4,6 | 3,2 | 10,7 | 2,3 |
| Stati Uniti | 0,0 | 4,6 | 10,5 | 44,0 | 5,2 |
| Giappone | 0,0 | 0,5 | 1,8 | 3,3 | 0,8 |
| Altri Paesi aderenti OCSE | 0,0 | 1,6 | 1,5 | 2,1 | 1,0 |
| Paesi non aderenti OCSE | 0,0 | 0,0 | 0,0 | 0,2 | 0,0 |
| Totale | 0,0 | 23,4 | 39,6 | 73,8 | 20,8 |
| 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.

2.4.4 I risultati della gestione

L'analisi aggregata dei risultati della gestione finanziaria dei fondi pensione negoziali¹⁰ è stata effettuata, come di consueto, utilizzando gli indici di capitalizzazione¹¹. L'indice lordo di capitalizzazione è calcolato come media dei risultati mensili delle singole convenzioni di gestione ponderati con le risorse all'inizio di ciascun mese, ed esprime la *performance* aggregata delle risorse in gestione finanziaria dei fondi pensione. L'indice netto di capitalizzazione, calcolato ponderando la variazione del valore della quota netta per l'attivo destinato alle prestazioni dei singoli fondi pensione all'inizio di ciascun mese, tiene conto, invece, di tutti gli oneri e i proventi a carico del fondo. L'indice di capitalizzazione dei *benchmark*, calcolato sulla base delle variazioni medie mensili degli indici riferiti ai *benchmark* contenuti nelle singole convenzioni, ponderate per le risorse affidate ai singoli gestori all'inizio di ciascun mese, viene utilizzato per effettuare una valutazione, in aggregato, dei rendimenti dei fondi e dei rischi assunti rispetto a quelli riferiti ai *benchmark*.

Nel 2001 il rendimento lordo aggregato degli otto fondi che hanno conferito le risorse in gestione, calcolato come variazione dell'indice lordo di capitalizzazione, è risultato di poco negativo (pari a -0,8 per cento), mentre la variazione dell'indice *benchmark* è stata leggermente positiva (pari a 0,2 per cento). Si nota, tuttavia, che la volatilità dei rendimenti della gestione finanziaria, pari al 4 per cento annuo, risulta leggermente inferiore rispetto al portafoglio teorico espresso dal *benchmark*.

In particolare, si osserva che il rendimento lordo delle gestioni è risultato negativo nei primi tre trimestri del 2001, pari al -3,5 per cento, a fronte di un sensibile recupero del valore dell'indice nel corso dell'ultimo trimestre (2,8 per cento circa). Il rendimento dei fondi rispetto a quello dei *benchmark* è stato differente nel corso dell'anno: fino al terzo trimestre, la *performance* dei fondi è stata sostanzialmente in linea con quella dei *benchmark*, mentre nell'ultimo trimestre, il rendimento dei *benchmark* è stato superiore rispetto a quello dei fondi di poco meno di un punto percentuale.

Tenuto conto della politica di investimento dei fondi pensione di medio-lungo periodo, appare opportuno estendere l'analisi di tali investimenti ad un orizzonte temporale più ampio; se si considerano i risultati di gestione conseguiti dal marzo 1999¹², il rendimento lordo della gestione per l'intero periodo risulta pari a 15,5 per cento (poco meno del 5 per cento su base annua), sostanzialmente in linea con il risultato del parametro di riferimento. (Tav. 2.20)

Prendendo in considerazione l'andamento dell'indice netto di capitalizzazione, si

¹⁰ I dati utilizzati nell'analisi derivano dalle segnalazioni statistiche di fine anno. In particolare, si utilizzano gli indici di *performance* della gestione finanziaria, gli indici *benchmark*, le risorse in gestione, il valore delle quote e l'attivo netto destinato alle prestazioni.

¹¹ Gli indici di capitalizzazione sono calcolati secondo la formula dell'indice di Laspeyers concatenato (cfr. nota 24 del paragrafo 3.4.3). Ciascun fondo viene considerato nel calcolo dell'indice a partire dal mese in cui conferisce le risorse in gestione.

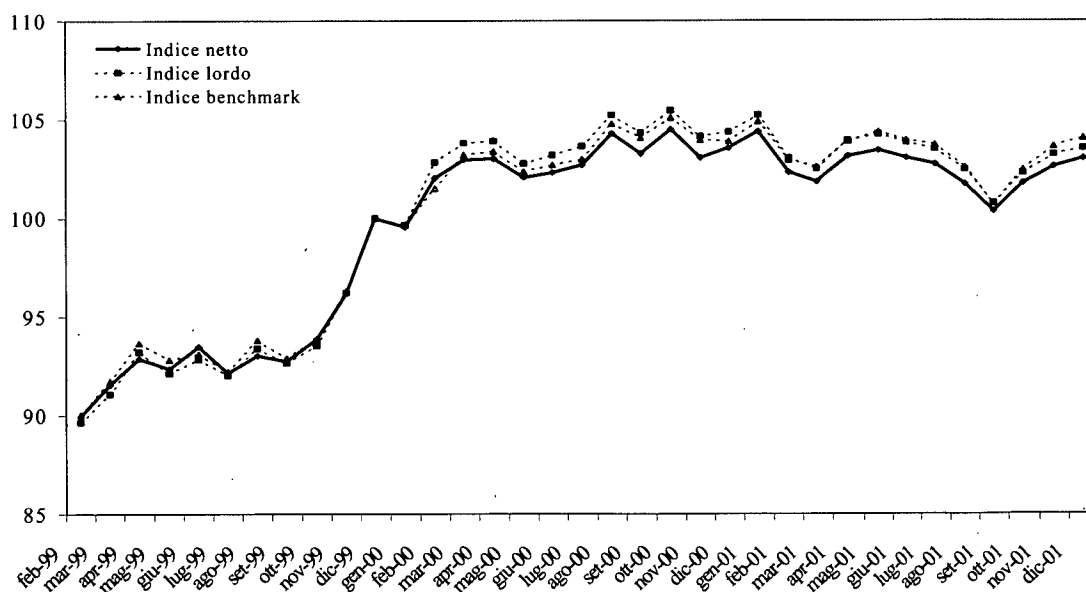
¹² Nel 1999 l'indice di capitalizzazione si riferisce alla *performance* del fondo pensione FONCHIM, l'unico fondo che in quell'anno aveva conferito le risorse in gestione.

evidenza per l'anno 2001 una *performance* di poco negativa (-0,5 per cento) e superiore al rendimento della gestione lorda. Essendosi, infatti, registrato nel periodo considerato un risultato negativo delle gestioni, i fondi, sulla base delle vigenti norme fiscali relative alla fase di accumulo, usufruiscono di un credito d'imposta che ha prodotto l'effetto finale di compensare le componenti negative della gestione amministrativa e di accrescere la misura dell'indice netto.

Per l'anno appena trascorso il tasso di rivalutazione del TFR accantonato dai datori di lavoro, pari al 3,2 per cento, è stato superiore al rendimento netto registrato dai fondi pensione negoziali (-0,5 per cento). Tuttavia, se si estende l'orizzonte di riferimento a partire dall'operatività della prima convenzione (periodo che va da marzo 1999 a dicembre 2001), si osserva che il tasso di rivalutazione del TFR è stato inferiore rispetto all'andamento della gestione finanziaria di quasi cinque punti percentuali.

Tav. 2.18

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



I fondi hanno scontato l'andamento incerto e tendenzialmente negativo delle principali piazze finanziarie mondiali, anche a seguito dei noti fatti dell'11 settembre scorso, che hanno aggravato il già elevato livello di volatilità dei mercati registrato nel corso del 2000. Se si considera l'indice *MSCI World* espresso in euro, che comprende i titoli azionari emessi da società residenti nei principali paesi industrializzati, si registra nel corso del 2001 un calo dell'indice del 13,2 per cento a fronte del deprezzamento del 12,5 per cento già subito nell'anno precedente. Si deve notare tuttavia, che il ribasso dei

mercati azionari si è registrato soprattutto nei primi tre trimestri (-22 per cento) mentre, dalla fine del mese di settembre, si è assistito ad un rapido e importante recupero dei mercati azionari (+11 per cento).

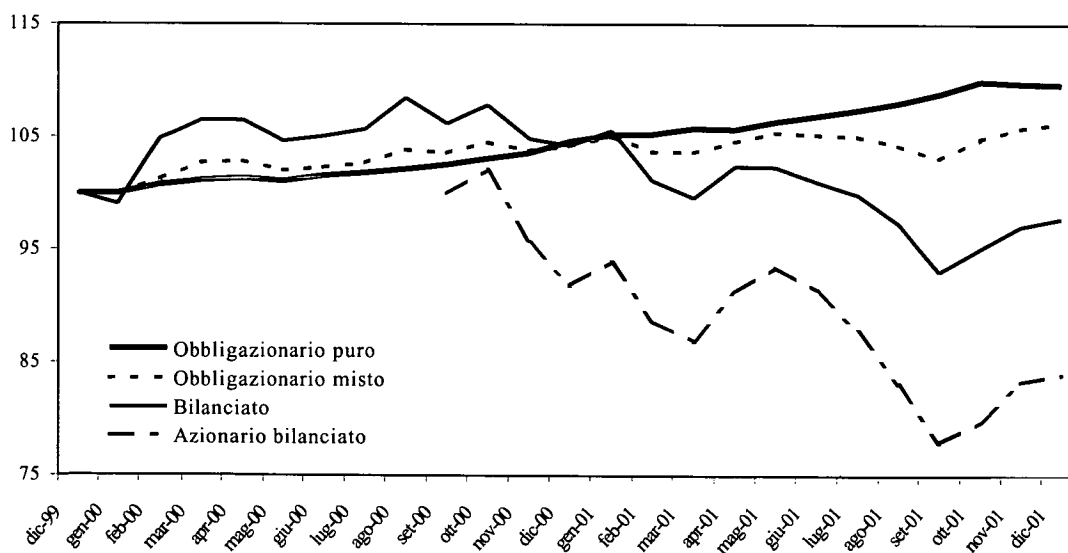
Come evidenziato nel paragrafo precedente, i fondi e, in generale, i singoli mandati di gestione hanno mantenuto strategie di *asset allocation* prudentiali rispetto al *benchmark*, anche rispetto all'anno precedente. Tuttavia, proprio tale allocazione non ha consentito ai fondi di beneficiare del recupero dei mercati borsistici verificatosi a partire dal mese di ottobre.

L'analisi della *performance* aggregata riferita alla tipologia di mandato si basa sulla stessa metodologia sopra descritta, costruendo per ciascuno delle quattro tipologie un indice di capitalizzazione lordo della gestione finanziaria e un indice di capitalizzazione del *benchmark*. Gli indici di capitalizzazione vengono rappresentati a partire dal dicembre 1999, fatta eccezione per il mandato azionario bilanciato, per il quale gli indici di capitalizzazione sono rappresentati dal settembre del 2000, da quando cioè è stata avviata la prima convenzione nell'ambito di tale mandato.

Tav. 2.19

Fondi pensione negoziali. Indici di capitalizzazione per mandato di gestione.

(base 100 al 31 dicembre 1999)



Tav. 2.20

Fondi pensione negoziali. Rendimenti pluriennali.

| | Rendimento ⁽¹⁾ | | Rendimento | | Rendimento | |
|--|---------------------------|--------------|---------------------|-------------|---------------------|-------------|
| | marzo 1999 - dic 2001 | | gen 2000 - dic 2001 | | gen 2001 - dic 2001 | |
| | Convenzioni | Benchmark | Convenzioni | Benchmark | Convenzioni | Benchmark |
| Obbligazionario puro | 10,6% | 11,0% | 9,7% | 10,3% | 4,8% | 5,4% |
| Obbligazionario misto | | | 5,5% | 6,2% | 0,2% | 1,9% |
| Bilanciato | 16,1% | 14,8% | -2,2% | -2,1% | -6,2% | -5,3% |
| Azionario bilanciato | | | | | -8,8% | -8,5% |
| Rendimento generale lordo | 15,5% | 15,6% | 3,5% | 4,1% | -0,8% | 0,2% |
| <i>per memoria:</i> | | | | | | |
| Rendimento generale netto ⁽²⁾ | | 14,5% | | 3,0% | | -0,5% |
| Rivalutazione del TFR | | 9,3% | | 6,9% | | 3,2% |

⁽¹⁾ Rendimento a partire dall'operatività della prima convenzione di gestione. Per l'anno 1999 i dati fanno riferimento unicamente FONCHIM.

⁽²⁾ Rendimento 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; il rendimento lordo, calcolato in base all'andamento di ciascun mandato di gestione conferito, rappresenta la *performance* media al lordo degli oneri di gestione (finanziaria e amministrativa) e delle imposte.

Nel 2001, i mandati obbligazionari puri hanno ottenuto la migliore *performance*, rilevando un rendimento medio del 4,8 per cento, leggermente inferiore rispetto a quello ottenuto dal *benchmark* di riferimento (5,4 per cento). Mentre nella prima parte dell'anno l'andamento della gestione è stato in linea con quello del parametro di riferimento, nei mesi successivi, soprattutto nella fase di mercati obbligazionari in calo, il differenziale di rendimento si è leggermente ampliato, a favore del *benchmark*. Partendo dall'avvio della prima convenzione nell'ambito dei mandati obbligazionari puri, dal marzo del 1999, si osserva che il rendimento della gestione, pari al 10,6 per cento (equivalente a 3,4 per cento su base annua), è sostanzialmente in linea con quello realizzato dal *benchmark* di riferimento (11 per cento).

Per i mandati obbligazionari misti, il 2001 si è chiuso in pareggio con un differenziale negativo rispetto al *benchmark* di quasi due punti percentuali. La minor *performance* della gestione, in questo caso, è stata realizzata soprattutto nei primi mesi dell'anno e si è accentuata poi nella seconda parte del 2001. Considerando il biennio 2000-2001, il differenziale di rendimento della gestione (5,4 per cento) rispetto al *benchmark* si riduce a poco più di mezzo punto percentuale.

I mandati di tipo bilanciato rilevano una *performance* negativa (-6,2 per cento), influenzata dall'andamento contrastato dei principali indici di borsa. Il differenziale rispetto al *benchmark* di riferimento è pari ad un punto percentuale. Confrontando la gestione a partire dall'avvio della prima convenzione nell'ambito dei mandati bilanciati, dal marzo del 1999, si osserva che il rendimento della gestione bilanciata, pari al 16,1 per cento (che corrisponde ad un rendimento annuo composto del 5,1 per cento), è stato superiore rispetto a quello della gestione finanziaria di oltre un punto percentuale.

Infine, il mandato bilanciato azionario, con un contenuto azionario del 52 per cento, ha avuto un rendimento negativo del 8,8 per cento, in linea con il rendimento del *benchmark* di riferimento (-8,6 per cento), scontando l'andamento incerto e negativo dei mercati borsistici nazionali ed internazionali.

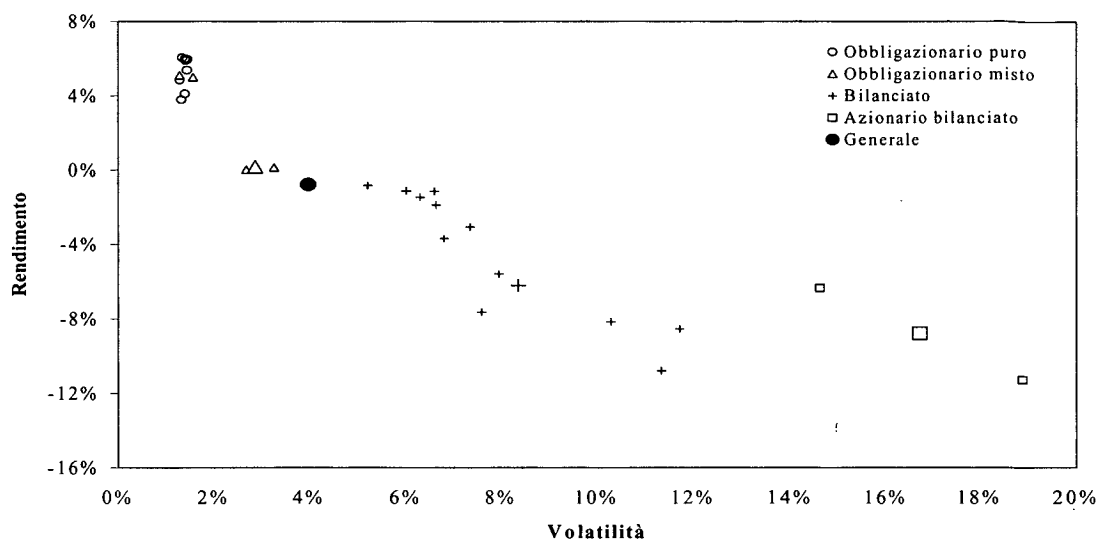
Dal grafico della Tav. 2.21, che riporta il rendimento di periodo dei singoli mandati di gestione in funzione del relativo grado di rischio, espresso in termini di scarto quadratico medio annualizzato dei rendimenti mensili, si evidenzia come si sia determinata una relazione apparentemente inversa rispetto a quanto generalmente previsto dalla teoria finanziaria: a profili di gestione a maggiore contenuto azionario si associa una volatilità più elevata, ma anche un rendimento più basso; ciò è determinato dall'andamento negativo dei mercati azionari delle principali piazze finanziarie che ha fatto sì che i risultati registrati *ex-post*, per ciascuna categoria di attività, non siano stati in linea con quelli prevedibili *ex-ante*.

Nello specifico, le gestioni dei mandati obbligazionari puri hanno realizzato un rendimento compreso fra 4 e 6 per cento, con una volatilità media annua del 1,4 per cento. I mandati obbligazionari misti registrano nel complesso rendimenti positivi, compresi fra lo 0 e il 5 per cento, e una volatilità media annua del 3 per cento. Per i mandati bilanciati, quasi l'80 per cento delle convenzioni ha registrato un rendimento nell'intervallo -3 e -11 per cento, e una deviazione standard media annua del 9 per cento. Maggiore è invece la variabilità dei rendimenti delle gestioni del mandato bilanciato azionario, con rendimenti compresi fra -6 e -11 per cento, ed una volatilità dei rendimenti di poco inferiore il 17 per cento su base annua.

Il grafico della Tav. 2.22 mostra la relazione fra l'*extra*-rendimento della gestione rispetto al relativo *benchmark* (ovvero il differenziale del rendimento medio annuo delle singole gestioni rispetto al parametro oggettivo di riferimento) e la misura di rischio rappresentata dal *Tracking Error Volatility*. Detto indicatore, che misura la fedeltà in termini di rendimento del portafoglio rispetto al proprio *benchmark*, evidenzia che passando dalle gestioni a maggior contenuto azionario aumenta la misura rischio e, al contempo, più significativi sono gli scostamenti dei rendimenti della gestione rispetto a quello del *benchmark*. L'analisi dell'*extra*-rendimento indica che, in media, i gestori hanno avuto una *sovra performance* rispetto al *benchmark* nel 40 per cento circa dei casi.

Tav. 2.21

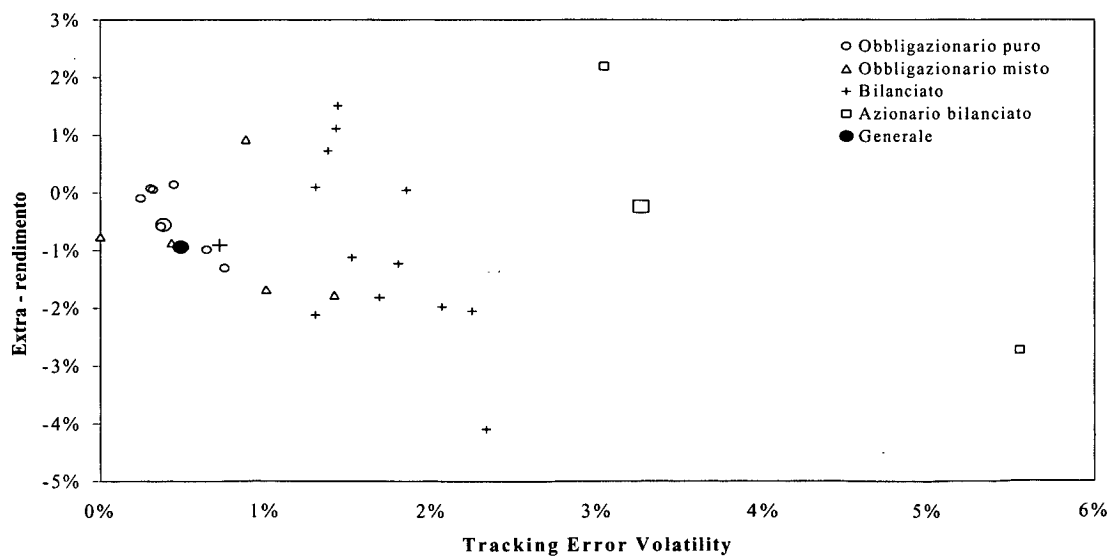
Fondi pensione negoziali. Rendimenti e volatilità dei singoli mandati di gestione. ⁽¹⁾
(anno 2001)



⁽¹⁾ Rendimenti annuali; volatilità calcolata come scarto quadratico medio dei rendimenti mensili annualizzato. Si sono presi in considerazione i mandati di gestione attivi dall'inizio del 2001. I simboli in formato più grande fanno riferimento agli indici di capitalizzazione per tipologia di mandato; il simbolo pieno fa riferimento all'indice di capitalizzazione generale lordo.

Tav. 2.22

Fondi pensione negoziali. Extra-rendimenti e TEV dei singoli mandati di gestione. ⁽¹⁾
(anno 2001)



⁽¹⁾ Extra-rendimenti annuali rispetto al benchmark; Tracking Error Volatility calcolato come scarto quadratico medio degli extra-rendimenti mensili annualizzato. Si sono prese in considerazione solo le gestioni attive dall'inizio dell'anno 2001. I simboli in formato più grande fanno riferimento agli indici di capitalizzazione per tipologia di mandato; il simbolo pieno fa riferimento all'indice di capitalizzazione generale lordo.

3. I fondi pensione aperti e le altre forme pensionistiche individuali

3.1 I fondi autorizzati e la struttura del mercato

Nel corso del 2001 sono stati autorizzati 10 nuovi fondi pensione aperti. Quindi, tenendo conto dello scioglimento di un fondo pensione già autorizzato, il numero totale dei fondi a fine anno è pari a 94 unità. Se si considerano anche i fondi i cui regolamenti sono stati già approvati dalla COVIP, ma ancora non definitivamente istituiti con delibera della società promotrice, il totale dei fondi raggiunge le 102 unità (Tav. 3.1).

Le nuove istanze presentate nel corso dell'anno sono 5, tutte appartenenti al settore assicurativo, delle quali una è stata definita nel medesimo anno ed una agli inizi del 2002. Il dato conferma il rallentamento delle iniziative dirette alla promozione di nuovi fondi pensione che, rispetto al dinamismo registrato nel biennio 1998-1999, appare coerente con una fase di consolidamento del settore che resta in attesa di verificare come le recenti iniziative legislative in tema di previdenza siano concretamente attuate.

Tav. 3.1

Fondi pensione aperti autorizzati e operativi.

(dati di fine periodo)

| | 1998 | 1999 | 2000 | 2001 | marzo 2002 |
|---|------|------|------|------|---------------|
| Autorizzati alla costituzione | 71 | 88 | 99 | 102 | 103 |
| Autorizzati all'esercizio dell'attività | 46 | 79 | 85 | 94 | 95 |
| Operativi | 10 | 61 | 70 | 75 | 76 |

Ulteriori provvedimenti di autorizzazione riguardano fondi già in precedenza istituiti. In particolare, sono state autorizzate una compagnia di assicurazione, che ha acquisito la gestione di un fondo pensione, e una società di gestione del risparmio, che ha incorporato una società che gestiva un fondo pensione. Sono in esame ulteriori

operazioni di riorganizzazione societaria, di cui alcune già completate, che comporteranno il rilascio di nuove autorizzazioni all'esercizio di fondi pensione aperti già istituiti. Nell'ambito di tali processi di riorganizzazione societaria, è previsto che alcuni fondi pensione aperti vengano tra loro fusi.

Alla fine dell'anno i fondi pensione aperti che hanno effettivamente avviato la raccolta delle adesioni, registrando a tale data almeno un iscritto attivo, sono 75: rispetto all'anno precedente risultano operativi 6 nuovi fondi (di cui 5 promossi da compagnie di assicurazioni ed uno da una banca), mentre un fondo aperto già operativo si è sciolto nel corso del 2001. Riguardo ai fondi pensione che non hanno avviato la raccolta delle adesioni, sono in corso accertamenti al fine di verificare l'attualità dell'iniziativa e, in caso negativo, promuovere la decadenza dell'autorizzazione.

Gli iscritti ai fondi pensione aperti hanno nel complesso superato le 287 mila unità, registrando un incremento di oltre il 28 per cento rispetto all'anno precedente (Tav. 3.2). L'ammontare degli iscritti è costituito largamente dai lavoratori autonomi, che rappresentano circa l'86 per cento del totale; tuttavia, per gli iscritti lavoratori dipendenti si rileva un incremento di oltre il 73 per cento rispetto allo stesso periodo del 2000; a fine anno gli stessi si attestano a quasi 40 mila unità. Una quota crescente di iscrizioni di lavoratori dipendenti risulta costituita da adesioni individuali che, anche alla luce delle nuove disposizioni introdotte dalla normativa fiscale a partire dall'inizio del 2001, in talune circostanze possono usufruire dei benefici legati alla deducibilità fiscale dei contributi versati ai fondi pensione aperti, tra cui rilevano le deduzioni a valere sui redditi diversi dal lavoro dipendente anche in presenza di forme previdenziali di categoria.

Anche le adesioni su base collettiva fanno registrare un incremento del numero degli iscritti. Gli oltre 700 accordi di adesione collettiva segnalati alla fine del 2001 hanno in media 42 iscritti per accordo, con un incremento del 10 per cento rispetto all'anno precedente.

Gli accordi riguardano quei settori per i quali la contrattazione collettiva nazionale non prevede fondi di categoria. Gli stessi sono in parte da ricondurre al processo di riorganizzazione che fisiologicamente interessa le forme pensionistiche preesistenti, soprattutto con riferimento allo scioglimento delle forme di dimensioni ridotte.

La maggior parte degli accordi è relativa al settore dei credito ed assicurativo; gli accordi stipulati riguardano principalmente le imprese facenti parte dei gruppi di appartenenza delle società istitutrici dei fondi pensione aperti.

Per gran parte dei fondi pensione aperti sono previste agevolazioni riguardanti la differenziazione della commissione di ingresso in funzione della numerosità dei potenziali aderenti. In qualche caso sono stati costituiti fondi pensione con una struttura delle commissioni particolarmente vantaggiosa da destinare prevalentemente alla raccolta delle adesioni collettive.

E' da rilevare che la raccolta mediante accordi collettivi viene generalmente curata dalle strutture direzionali delle società istitutrici, sulla base sia del monitoraggio dei settori nei quali è possibile effettuare adesioni collettive a fondi pensione aperti (anche attraverso una rete di relazioni commerciali rivolta alle associazioni datoriali e sindacali) sia delle segnalazioni che pervengono dalla rete di vendita, ovvero attraverso la partecipazione a gare su invito.

In tali circostanze, spesso il soggetto che promuove il fondo aperto finisce per svolgere nei confronti delle parti datoriali e sociali un ruolo di consulenza, sia sul prodotto specifico, sia, più in generale, sulla normativa e su tutti gli aspetti rilevanti relativi ai fondi pensione.

E' da evidenziare inoltre che in alcuni casi i fondi pensione interessati dall'accordo collettivo sono più di uno; le fonti istitutive prevedono infatti la possibilità per il dipendente di scegliere tra più fondi quello a cui aderire, ferme restando le aliquote di contribuzione previste a carico del datore di lavoro e la parte del trattamento di fine rapporto da destinare alla forma previdenziale.

Sotto il profilo della gestione amministrativa e, in particolare, del versamento dei contributi, i fondi pensione aperti non hanno finora evidenziato particolari problematiche: i rari casi in cui sono stati rilevati ritardi nei versamenti erano legati a difficoltà tecniche delle aziende dovute alle scadenze fiscali di fine anno. Gli iscritti peraltro possono verificare la corrispondenza tra importi contributivi dovuti e quelli realmente effettuati sia in base alla comunicazione periodica annuale¹³ (nella quale sono riportati, oltre al riepilogo della posizione individuale, i versamenti effettuati nell'anno precedente, distinti per quota a carico del lavoratore, del datore di lavoro e trattamento di fine rapporto) sia entrando direttamente a contatto con gli uffici dei fondi. In casi ancora rari, ma presumibilmente destinati a divenire più numerosi, sono stati predisposti strumenti telematici per la verifica dei dati relativi alla posizione individuale.

Tav. 3.2

Fondi pensione aperti. Adesioni individuali e collettive.

(dati di fine 2001)

| | Numero | % sul totale iscritti |
|---|----------------|-----------------------|
| Iscritti per adesioni individuali | 254.531 | 88,6 |
| Iscritti per adesioni collettive | 32.720 | 11,4 |
| Totale | 287.251 | 100,0 |
| <i>Per memoria:</i> | | |
| Iscritti lavoratori dipendenti | 38.621 | 13,4 |
| <i>di cui con versamenti contributivi a carico del datore di lavoro</i> | <i>32.535</i> | <i>11,3</i> |

¹³ Cfr. la delibera COVIP del 10.02.1999 riguardante *Disposizioni in materia di trasparenza dei fondi pensione nei rapporti con gli iscritti.*

Al 31.12.2001 dei 287 mila iscritti ai fondi pensione aperti circa il 55 per cento aderisce ai 29 fondi promossi da società di gestione del risparmio (SGR). I 40 fondi promossi dalle compagnie di assicurazione detengono poco più del 20 per cento delle adesioni, mentre una quota di poco inferiore è detenuta dai 4 fondi promossi dalle banche; il rimanente 5 per cento degli iscritti aderisce a fondi promossi da società di intermediazione mobiliare (SIM).

Tav. 3.3

Fondi pensione aperti. Struttura del mercato.*(dati di fine 2001; importi in milioni di euro)*

| Fondi/Comparti | Iscritti | | ANDP | | |
|--|------------|----------------|--------------|------------|--------------|
| | Numero | % Importo | | % | |
| Fondi aperti operativi promossi da: ⁽¹⁾ | | | | | |
| Assicurazioni | 40 | 58.672 | 20,4 | 202 | 21,5 |
| Banche | 4 | 55.660 | 19,4 | 119 | 12,6 |
| SGR | 29 | 158.033 | 55,0 | 574 | 60,8 |
| SIM | 2 | 14.886 | 5,2 | 48 | 5,1 |
| Totale fondi aperti operativi | 75 | 287.251 | 100,0 | 943 | 100,0 |
| Comparti | | | | | |
| Azionari | 65 | 129.380 | 45,0 | 403 | 42,8 |
| Bilanciati | 85 | 110.713 | 38,5 | 362 | 38,4 |
| Obbligazionari | 134 | 47.158 | 16,4 | 178 | 18,8 |
| Totale comparti relativi a fondi operativi | 284 | 287.251 | 100,0 | 943 | 100,0 |
| Fondi delle maggiori 5 società promotrici per numero di iscritti | 14 | 191.569 | 66,7 | 616 | 65,3 |
| Comparti con ANDP superiore a 5 mln di euro | 45 | 206.256 | 71,8 | 696 | 73,9 |
| Comparti con ANDP compreso tra 500 mila e 5 mln di euro | 112 | 72.847 | 25,4 | 227 | 24,1 |
| Altri comparti | 127 | 8.148 | 2,8 | 19 | 2,0 |

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

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

La modalità prevalente di raccolta è rappresentata dal canale degli sportelli bancari i quali, nel corso del 2001, hanno raccolto oltre il 75 per cento delle nuove iscrizioni; si registra comunque una diminuzione rispetto alla quota di raccolta dell'anno precedente, pari all'84 per cento. Cresce, invece, la quota riferita alla rete assicurativa, che passa nell'anno dal 10 per cento a circa il 19 per cento; mentre la quota raccolta dal canale dei promotori finanziari fa registrare una diminuzione, passando dal 7 per cento a