

Tav. 4.10

Fondi pensione aperti. Stima della commissione onnicomprensiva per tipologia di comparto.*(anno 2002; valori percentuali)*

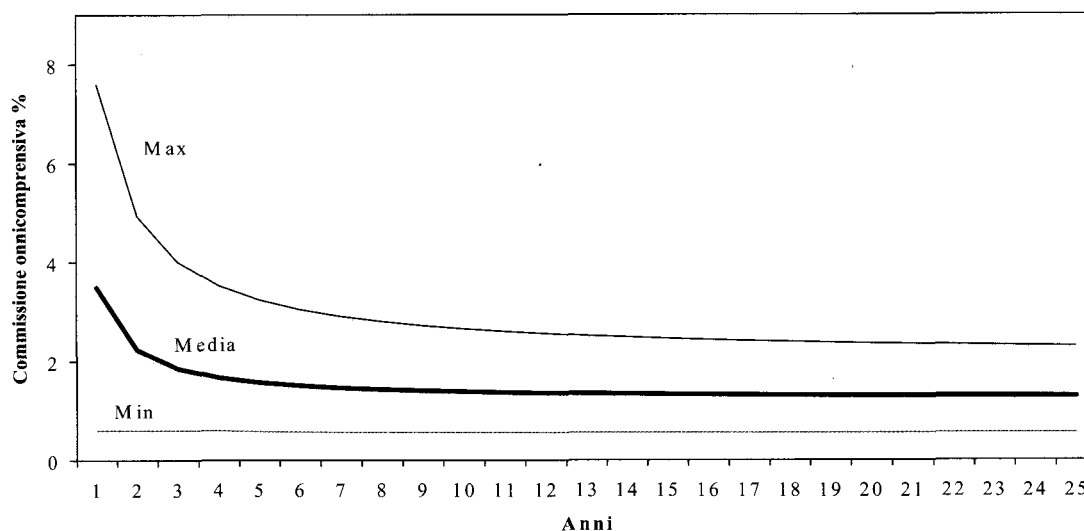
	Tipologia	N. Comp	3 anni			10 anni			35 anni		
			Media	Min	Max	Media	Min	Max	Media	Min	Max
Senza garanzia	Azionario	73	2,2	0,8	4,0	1,7	0,8	2,7	1,6	0,8	2,3
	Bilanciato	86	1,8	0,6	3,9	1,4	0,6	2,6	1,3	0,6	2,1
	Obbligaz.	85	1,5	0,6	3,8	1,1	0,6	2,4	1,0	0,6	2,0
	Totale	244	1,8	0,6	4,0	1,4	0,6	2,7	1,3	0,6	2,3
Con garanzia	Azionario	0
	Bilanciato	4	2,5	1,6	3,5	1,8	1,5	2,2	1,6	1,5	1,7
	Obbligaz.	63	2,0	0,6	3,9	1,4	0,6	2,3	1,2	0,6	2,0
	Totale	67	2,0	0,6	3,9	1,4	0,6	2,3	1,2	0,6	2,0
Totale	Azionario	73	2,2	0,8	4,0	1,7	0,8	2,7	1,6	0,8	2,3
	Bilanciato	90	1,9	0,6	3,9	1,4	0,6	2,6	1,3	0,6	2,1
	Obbligaz.	148	1,7	0,6	3,9	1,2	0,6	2,4	1,1	0,6	2,0
	Totale	311	1,8	0,6	4,0	1,4	0,6	2,7	1,3	0,6	2,3

N.B.: La media è calcolata come media semplice. La media ponderata con il valore dell'attivo netto destinato alle prestazioni a fine 2002 di ogni singolo comparto presenta valori sostanzialmente analoghi.

La commissione onnicomprensiva in percentuale sul patrimonio è, per un aderente tipo che decida di trasferire la propria posizione ad un altro fondo o forma previdenziale dopo tre anni di permanenza nello stesso fondo, in media circa l'1,8 per cento annuo e va da un minimo dello 0,6 per cento ad un massimo del 4,0 per cento. L'incidenza sul costo totale dei costi *una tantum* è ancora significativa, ed è pari all'11 per cento per i costi di adesione ed al 9 per cento per quelli di trasferimento.

All'aumentare del periodo di permanenza nello stesso fondo, l'incidenza percentuale dei costi fissi sostenuti al momento dell'ingresso e dell'uscita tende a diminuire; tende inoltre a diminuire, a causa della crescita del patrimonio gestito, il peso sulla commissione di gestione della componente in cifra fissa e di quella commisurata ai versamenti. Di conseguenza si riduce anche la differenza tra il valore massimo e quello minimo.

Tav. 4.11

Fondi pensione aperti. Stima della commissione onnicomprensiva e orizzonte temporale di riferimento.*(anno 2002)*

Se l'aderente decidesse di trasferirsi dopo dieci anni avrebbe pagato, in media, commissioni annue pari all'1,4 per cento del patrimonio, dopo trentacinque anni l'1,3 per cento; valore al quale si attesta su periodi di permanenza ancora più lunghi. L'incidenza dei costi di ingresso e di trasferimento risulta in media quasi completamente ammortizzata dopo dieci anni di permanenza nello stesso fondo (risulta difatti inferiore al 3 per cento); per una permanenza di trentacinque anni la commissione di gestione annua spiega quasi il 100 per cento dei costi.

Il modello di costi che prevede una commissione di gestione solo in misura percentuale sul patrimonio risulta, in media, più conveniente rispetto agli altri, anche per periodi di permanenza più lunghi; è interessante notare come alla semplicità dello schema finisca per associarsi anche una effettiva economicità dello stesso.

L'effetto sulla commissione onnicomprensiva, sia con riferimento ai livelli medi che ai valori minimi e massimi, che si ha all'aumentare degli anni di permanenza nello stesso fondo può essere colto dal grafico riportato in Tav. 4.11, dove si evidenzia che la commissione tende ad assumere valori via via più bassi, con una diminuzione maggiormente accentuata nei primi anni.

Anche la dispersione della distribuzione tende rapidamente a ridursi all'aumentare del periodo di valutazione; il campo di variazione passa dai 10 punti percentuali del primo anno a meno di 4 punti del terzo anno per attestarsi, per periodi di permanenza lunghi, su meno di 2 punti percentuali.

4.4 La gestione finanziaria

4.4.1 I regolamenti e i *benchmark*

I fondi pensione aperti sono articolati in uno o più comparti, che si distinguono essenzialmente per le politiche di investimento adottate e, quindi, per l'offerta di combinazioni di rischio e rendimento atteso, le quali sono strutturate in modo da riflettere le preferenze dei potenziali aderenti. Le politiche di investimento sono definite nei regolamenti, dove sono indicate le modalità di allocazione del portafoglio, le tipologie di strumenti finanziari utilizzabili e gli eventuali limiti agli investimenti.

Le principali categorie di comparto, individuate dall'analisi delle caratteristiche delle singole linee di investimento descritte nei regolamenti, sono riconducibili essenzialmente alle seguenti:

- 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, mentre l'investimento in azioni assume carattere residuale e comunque non superiore al 30 per cento);
- bilanciato²⁶ (in tutti gli altri casi).

La delibera COVIP del 30 dicembre 1998 stabilisce la necessità di individuare parametri oggettivi di riferimento (cosiddetti *benchmark*) definiti ricorrendo a indicatori finanziari di uso comune al fine di confrontare i risultati della gestione ottenuti da ogni singolo comparto. Tali parametri, previo accertamento da parte della COVIP dei requisiti previsti dalla delibera suddetta, sono inseriti nei prospetti informativi dei fondi pensione aperti depositati presso la CONSOB.

Al pari dell'anno precedente, quasi la metà dei comparti dei fondi operativi alla fine del 2002 presenta *benchmark* composti da uno o due indicatori. In particolare, i *benchmark* dei comparti azionari e obbligazionari sono in prevalenza costituiti, rispettivamente, da due e un solo indicatore, mentre i comparti bilanciati palesano la tendenza al maggiore ricorso a *benchmark* composti da quattro indicatori.

Il *benchmark* costituisce di fatto il portafoglio teorico di riferimento per la valutazione dei risultati della gestione. Assume quindi rilevanza l'esame della coerenza fra la politica di investimento dichiarata nel regolamento e la composizione del portafoglio *benchmark* di ogni comparto.

²⁶ Sono inclusi in tale categoria anche i comparti cosiddetti "flessibili", ovvero per i quali il regolamento prevede la possibilità di investire sia in azioni sia in obbligazioni senza ulteriori specificazioni.

L'analisi svolta permette di riscontrare una sostanziale coerenza nell'ambito dei comparti obbligazionari e anche azionari che palesano il maggior utilizzo di *benchmark* composti principalmente o, comunque, prevalentemente da indicatori che ne rispecchiano le caratteristiche; nei *benchmark* dei comparti bilanciati, invece, si registra l'attribuzione di un peso maggiore alla componente obbligazionaria.

Tav. 4.12

Fondi pensione aperti. Distribuzione dei *benchmark* per tipologia degli indicatori.
(anno 2002)

	Tipologia comparto			Totale
	Azionari	Bilanciati	Obbligaz.	
<i>Benchmark</i> composti principalmente (più del 70%) da indicatori obbligazionari	0	3	145	148
<i>Benchmark</i> composti prevalentemente (più del 50% e fino al 70%) da indicatori obbligazionari	0	35	3	38
<i>Benchmark</i> composti in ugual misura da indicatori obbligazionari e azionari	0	46	0	46
<i>Benchmark</i> composti prevalentemente (più del 50% e fino al 70%) da indicatori azionari	21	6	0	27
<i>Benchmark</i> composti principalmente (più del 70%) da indicatori azionari	52	0	0	52
Totale	73	90	148	311

Con riferimento all'area geografica degli indicatori risulta confermata la tendenza, già emersa nell'anno precedente, al più frequente utilizzo di indicatori azionari relativi a valori mobiliari italiani ed europei in generale, mentre per gli indicatori obbligazionari risultano più utilizzati quelli relativi a valori mobiliari italiani e degli altri Paesi dell'area dell'Euro.

L'analisi della ripartizione per area geografica dei *benchmark* permette una prima valutazione della diversificazione geografica del teorico portafoglio *benchmark* dei fondi aperti, pur sussistendo problemi legati a possibili sovrapposizioni degli indicatori utilizzati. L'area europea risulta prevalente nell'insieme dei comparti dei fondi aperti e, specie, in quelli obbligazionari e bilanciati, mentre nei comparti azionari è preponderante il ricorso a indicatori riferiti alla più ampia area OCSE.

Gli indicatori utilizzati nei *benchmark* dei fondi pensione aperti sono per lo più prodotti da *JP Morgan* per la componente obbligazionaria e da *Morgan Stanley Capital International* per quella azionaria. Per entrambe le componenti, in oltre il 60 per cento dei casi, i *benchmark* adottati dai diversi comparti risultano composti da almeno un indicatore prodotto da queste società. In particolare, il *JP Morgan (JPM) Government Bond Index EMU Traded*, composto da un paniere di titoli a tasso fisso emessi da stati

appartenenti all'area dell'euro con scadenza almeno pari a un anno, nella versione in euro, risulta l'indicatore obbligazionario più utilizzato, mentre il *Morgan Stanley Capital International (MSCI) World Index*, composto dalle azioni negoziate nelle principali borse valori mondiali, nella versione in dollari USA convertito in euro, rappresenta l'indicatore azionario di uso più frequente.

Nell'anno trascorso non sono entrati nella fase operativa nuovi fondi caratterizzati dalla previsione di linee di investimento etiche. Pertanto, alla fine del 2002 solo un fondo pensione aperto ha previsto una linea etica di tipo bilanciato tendente alla selezione di titoli di paesi e società che si caratterizzano per comportamenti ed attività "socialmente responsabili", quali la tutela dei diritti dell'uomo, la sensibilità nei confronti dell'ambiente ed il miglioramento della qualità della vita e l'impegno, per quanto riguarda gli Stati, a risolvere pacificamente situazioni di conflitto; sono invece esclusi i titoli relativi a imprese con attività legate alla produzione o commercializzazione di armi, tabacco, alcolici e prodotti lesivi della dignità dell'uomo, o alla realizzazione di impianti nucleari, nonché per quanto riguarda gli Stati, alla presenza di regimi oppressivi o coinvolti in azioni militari che non sono condotte sotto l'egida di Organizzazioni sovranazionali.

4.4.2 Le scelte di gestione e la composizione del portafoglio

Il patrimonio dei fondi pensione aperti alla fine del 2002 è composto, per il 32 per cento, da titoli di debito, per il 26 per cento da titoli di capitale, per il 34 per cento da quote di Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR) e per il 6 per cento da depositi (la voce comprende anche i crediti per operazioni pronti contro termine con scadenza non superiore ai sei mesi). Dal confronto con l'anno precedente emerge una riduzione dei titoli di capitale del 6 per cento circa, a fronte di un incremento delle quote di OICR e dei titoli di debito; sostanzialmente stabile è la voce depositi, comparativamente più elevata nei comparti con attivo netto destinato alle prestazioni molto ridotto.

Tav. 4.13

Fondi pensione aperti. Composizione del patrimonio.*(dati di fine 2002; valori percentuali)*

	Tipologia comparto			Totale
	Azionari	Bilanciati	Obbligazionari	
Depositi	7,3	5,3	6,4	6,3
Titoli di debito	11,3	36,6	59,9	32,4
Titoli di capitale	42,3	21,4	5,1	25,6
OICR	35,7	35,9	29,8	34,4
Altre attività e passività	3,4	0,9	-1,2	1,4
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.

Gli investimenti diretti in titoli di debito sono quasi interamente costituiti da titoli quotati. Al loro interno, la percentuale di titoli di Stato è diminuita all'87 per cento rispetto al 95 per cento della fine del 2001 con un incremento, quindi, delle obbligazioni di emittenti privati. I titoli di debito con scadenza superiore a 6 mesi, che rappresentano circa il 95 per cento del totale dei titoli di debito detenuti in portafoglio, presentano una durata finanziaria media²⁷ pari a poco più di 4 anni, leggermente più elevata nei comparti azionari e, invece, più bassa in quelli obbligazionari; difatti quest'ultima categoria è caratterizzata dalla presenza anche di linee di investimento maggiormente orientate verso strumenti del mercato monetario. Considerando anche i titoli di debito con scadenza inferiore a 6 mesi²⁸, la durata finanziaria media risulta di poco inferiore a 4 anni.

Gli investimenti diretti in titoli di capitale sono pressoché interamente costituiti da titoli quotati.

Gli investimenti in quote di OICR presenti in portafoglio fanno esclusivo riferimento a fondi comuni di investimento mobiliare aperti, italiani ed esteri armonizzati, e alle Società di Investimento a Capitale Variabile (SICAV), di seguito definiti nel complesso Organismi di Investimento Collettivo in Valori Mobiliari (OICVM); non sono presenti quote di fondi chiusi.

Nel 2002 il ricorso agli OICVM è aumentato rispetto all'anno precedente assumendo peso maggiore nei comparti con dimensioni patrimoniali ridotte, caratterizzati da una più limitata possibilità di diversificazione mediante gli investimenti

²⁷ La durata finanziaria media dei titoli di debito con vita residua superiore a 6 mesi, riferita ai singoli comparti, viene calcolata come media delle durate finanziarie dei titoli di debito con vita residua superiore a 6 mesi, ponderate per l'ammontare in portafoglio di tali titoli. Il dato aggregato è stato ottenuto ponderando le durate finanziarie medie segnalate con riferimento ai singoli comparti con l'ammontare dei titoli di debito con vita residua superiore a 6 mesi.

²⁸ A tali titoli è stata attribuita, convenzionalmente, una durata finanziaria di 3 mesi.

diretti. Infatti, l'incidenza degli OICVM nei comparti con patrimonio inferiore a 500 mila euro è stata pari a circa il 59 per cento; il dato mostra una crescita rispetto al 52 per cento rilevato alla fine del 2001. E' da sottolineare, peraltro, che anche nei comparti con patrimonio più elevato si registra una crescita del peso degli investimenti in quote di OICVM: nei comparti con patrimonio compreso fra 500 mila e 5 milioni di euro il medesimo passa dal 43 per cento del 2001 al 53 per cento del 2002 e nei comparti con patrimonio superiore a 5 milioni di euro aumenta dal 25 per cento del 2001 al 28 per cento del 2002.

Date le ancora ridotte dimensioni delle masse gestite, l'investimento in OICVM trova le principali giustificazioni nella riduzione dei costi di diversificazione del portafoglio e nella realizzazione di economie nella gestione. Ovviamente, la scelta di investire in OICVM deve essere effettuata nell'esclusivo interesse degli aderenti; è pertanto compito del responsabile del fondo assicurare, da un lato, che gli investimenti tramite OICVM non comportino in alcun modo oneri aggiuntivi per gli iscritti e, dall'altro, che il sistema dei controlli sia impostato in maniera tale da garantire la coerenza degli investimenti effettuati in via indiretta sia con la politica di investimento delle singole linee, sia con i limiti previsti dalla normativa o dal regolamento.

L'utilizzo degli strumenti derivati risulta essere non significativo, ad eccezione di alcune posizioni debitorie su valuta per lo più costituite da operazioni di vendita a termine di valuta effettuate con finalità di copertura.

Considerando sia gli investimenti diretti in titoli di debito e capitale sia gli investimenti effettuati indirettamente mediante OICVM si ottiene un'analisi puntuale dell'allocazione del portafoglio fra componente obbligazionaria e azionaria dei fondi aperti (Tav. 4.14); nel complesso, il patrimonio risulta sostanzialmente equiripartito fra titoli di debito e di capitale. Nell'ambito delle diverse tipologie di comparto, si osserva come la struttura del patrimonio ne rispecchi le caratteristiche: l'investimento in titoli di capitale prevale nei comparti azionari superando il 70 per cento, mentre nei comparti obbligazionari l'investimento in titoli di debito sfiora l'85 per cento del patrimonio; per i comparti bilanciati, invece, la componente obbligazionaria, pari al 52 per cento del patrimonio, prevale rispetto a quella azionaria, pari a circa il 42 per cento.

Rispetto al 2001, si osserva una diminuzione dei titoli di capitale che passano da oltre il 48 per cento a poco meno del 46 per cento nel 2002, e un pressoché corrispondente incremento dei titoli di debito. Con riferimento alle singole tipologie di comparto, la diminuzione dell'incidenza dei titoli di capitale è maggiore nei comparti azionari e obbligazionari, mentre vi è un incremento nei comparti bilanciati. E' da rilevare l'aumento, in tutte le tipologie di comparto e specie in quelli azionari e bilanciati, della quota investita indirettamente in titoli di capitale tramite OICVM.

Tav. 4.14

Fondi pensione aperti. Composizione del patrimonio e OICVM.*(dati di fine 2002; valori percentuali)*

	Tipologia comparto			Totale
	Azionari	Bilanciati	Obbligazionari	
Depositi	7,3	5,3	6,4	6,3
Investimenti in titoli di debito	16,9	52,0	84,9	46,4
<i>Investimenti diretti in titoli di debito</i>	<i>11,3</i>	<i>36,6</i>	<i>59,9</i>	<i>32,4</i>
<i>Investimenti in titoli di debito tramite OICVM</i>	<i>5,7</i>	<i>15,5</i>	<i>25,0</i>	<i>14,0</i>
Investimenti in titoli di capitale	72,3	41,8	9,9	45,9
<i>Investimenti diretti in titoli di capitale</i>	<i>42,4</i>	<i>21,4</i>	<i>5,1</i>	<i>25,6</i>
<i>Investimenti in titoli di capitale tramite OICVM</i>	<i>30,0</i>	<i>20,4</i>	<i>4,8</i>	<i>20,4</i>
Altre attività e passività	3,4	0,9	-1,2	1,4
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 confronto fra l'allocazione del portafoglio dei fondi pensione e quella teorica rilevata dal *benchmark* a fine 2002 permette la valutazione del grado di differenziazione delle scelte gestionali concretamente effettuate dai fondi pensione rispetto a quelle desumibili dal *benchmark* di riferimento (Tav. 4.15). Si è provveduto pertanto a rendere comparabili le allocazioni del portafoglio effettiva e teorica considerando i depositi nell'ambito dei titoli di debito e riallocando le altre attività e passività sulla base del peso rispettivamente assunto dai titoli di debito e dai titoli di capitale sul totale del patrimonio. A livello aggregato l'analisi mostra che i titoli di debito assumono un peso maggiore rispetto al *benchmark* di quasi sette punti percentuali, prevalentemente nei comparti azionari e bilanciati; anche i comparti obbligazionari hanno leggermente incrementato la quota attribuita ai titoli di debito rispetto al portafoglio *benchmark*.

Tav. 4.15

Fondi pensione aperti. Composizione del portafoglio e del *benchmark*.*(dati di fine 2002; valori percentuali)*

	Tipologia comparto						Totale	
	Azionari		Bilanciati		Obbligazionari			
	Portaf.	Bench.	Portaf.	Bench.	Portaf.	Bench.	Portaf.	Bench.
Titoli di debito	25,1	18,2	57,8	52,4	90,2	88,9	53,4	47,7
Titoli di capitale	74,9	81,8	42,2	47,6	9,8	11,1	46,6	52,3
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

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

La composizione del portafoglio titoli per area geografica, comprensivo della componente detenuta tramite OICVM (Tav. 4.16), palesa complessivamente la prevalenza di titoli di emittenti italiani e di altri Paesi dell'Unione Europea (UE) con una quota, rispettivamente, del 40 per cento e del 27 per cento; i titoli di emittenti statunitensi ammontano a circa il 25 per cento del totale mentre gli investimenti in titoli di emittenti di altre nazionalità assumono un peso proporzionalmente più ridotto.

Nell'ambito dei titoli di debito si registra un'ampia quota di titoli di Paesi appartenenti dell'UE (circa il 45 per cento dell'intero portafoglio titoli di cui il 32 cento italiani e il 13 per cento di altri Paesi dell'UE); nei titoli di capitale il peso dei titoli dell'UE (circa il 22 per cento dell'intero portafoglio di cui il 7 per cento di emittenti italiani e il 15 per cento di emittenti di altri Paesi dell'UE) è assai vicino a quello degli Stati Uniti (circa il 21 per cento). Nelle diverse tipologie di comparto si riscontrano le stesse tendenze emerse a livello aggregato, ad eccezione dei titoli di capitale presenti nei portafogli dei comparti azionari per i quali vi è la prevalenza di emittenti statunitensi rispetto a quelli appartenenti ai Paesi dell'UE.

Dal confronto con la composizione del portafoglio titoli per area geografica rilevata a fine 2001 risulta confermata la tendenza alla riduzione della quota investita in titoli italiani a vantaggio principalmente dei titoli degli altri Paesi dell'UE. Nei titoli di capitale non si registrano altre variazioni significative. Nei titoli di debito la riduzione della quota investita in titoli italiani si manifesta con riferimento a tutte le tipologie di comparto, pur assumendo rilevanza maggiore nei comparti bilanciati e anche obbligazionari; si registra inoltre un aumento della quota investita in titoli di debito statunitensi.

Tav. 4.16

Fondi pensione aperti. Composizione del portafoglio titoli per area geografica.⁽¹⁾
(dati di fine 2002; valori percentuali)

	Tipologia comparto			Totale
	Azionari	Bilanciati	Obbligazionari	
Titoli di debito				
Italia	13,1	33,2	59,7	32,2
Altri Paesi Unione Europea	4,7	15,4	20,6	12,7
Stati Uniti	0,8	5,3	7,0	4,1
Giappone	0,1	0,4	0,2	0,2
Altri Paesi aderenti OCSE	0,1	0,9	1,4	0,7
Paesi non aderenti OCSE	0,0	0,2	0,4	0,2
Totale	18,8	55,5	89,4	50,2
Titoli di capitale				
Italia	9,8	7,5	2,2	7,1
Altri Paesi Unione Europea	22,5	13,9	4,2	14,7
Stati Uniti	37,4	16,8	2,8	21,0
Giappone	5,9	2,5	0,5	3,3
Altri Paesi aderenti OCSE	4,1	2,3	0,6	2,6
Paesi non aderenti OCSE	1,5	1,4	0,4	1,2
Totale	81,2	44,5	10,6	49,8
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 comprende gli investimenti in titoli per il tramite di OICVM.

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

4.4.3 I risultati della gestione

Nel corso del 2002, la persistenza delle incertezze sulle reali capacità di ripresa delle principali economie mondiali ha avuto notevoli ripercussioni sull'andamento del ciclo economico pressoché in tutti i Paesi. Nell'area OCSE il Prodotto Interno Lordo (PIL) ha avuto un incremento di poco superiore all'1 per cento mentre, per quanto riguarda i Paesi appartenenti all'Unione Monetaria Europea, il tasso di crescita è rimasto sostanzialmente invariato attestandosi a meno dell'1 per cento.

Le difficoltà a livello macroeconomico hanno portato ad un ridimensionamento delle aspettative sugli utili delle imprese, incidendo sui mercati azionari mondiali che hanno registrato pesanti perdite nel corso del 2002. Anche la scoperta di irregolarità contabili presso grandi società quotate negli Stati Uniti e anche in Europa, e i timori che

ne sono derivati circa l'affidabilità delle informazioni societarie, hanno originato pressioni al ribasso dei corsi azionari, innalzando nel contempo la volatilità. L'indice *MSCI EMU* espresso in valuta locale, rappresentativo dei mercati azionari dell'area dell'Euro, ha subito una flessione di circa il 31 per cento rispetto al 2001 mentre l'indice *MSCI USA* espresso in valuta locale, che rappresenta il mercato statunitense, ha registrato un arretramento di circa il 24 per cento. E' da notare che la discesa dei corsi su quasi tutti i mercati azionari, che giunge dopo il periodo di forte crescita che ha caratterizzato soprattutto la seconda metà degli anni '90, prosegue ininterrottamente dai primi mesi del 2000, ed ha portato ad una sostanziale correzione delle valutazioni in tutti i settori.

La debolezza delle economie mondiali e la conseguente adozione di politiche monetarie espansive insieme alla riallocazione dei portafogli verso investimenti più sicuri hanno sospinto verso l'alto i prezzi dei titoli obbligazionari sia nell'Unione Monetaria Europea, sia negli Stati Uniti. In Europa l'indice *JPM Government Bond EMU* espresso in valuta locale, rappresentativo dei mercati europei dei titoli di debito governativi, ha registrato un incremento di circa il 10 per cento; negli Stati Uniti l'indice *JPM US Government Bond* espresso in valuta locale, che rappresenta l'evoluzione del mercato statunitense dei titoli di debito governativi, ha realizzato una variazione positiva del 12 per cento.

Il negativo andamento dei mercati azionari nel 2002 ha condizionato i risultati aggregati dei fondi pensione aperti calcolati mediante la costruzione di indici di capitalizzazione²⁹ riferiti sia all'intero settore, sia alle diverse tipologie di comparto. Il tasso di crescita mensile degli indici di capitalizzazione assume il significato di rendimento medio ponderato, essendo pari alla media dei rendimenti mensili dei singoli comparti ponderati per l'incidenza del patrimonio di ciascuno di essi sul patrimonio complessivo dei comparti considerati all'inizio dell'intervallo di calcolo; ciascun comparto entra nella composizione degli indici a partire dal mese nel quale si verifica la prima valorizzazione. E' opportuno rilevare che i rendimenti mensili sono calcolati sulla base della variazione del valore della quota dei singoli comparti e, quindi, sono da considerarsi al netto di tutti gli oneri di amministrazione e gestione a carico del fondo, nonché degli oneri fiscali.

L'indice di capitalizzazione generale ha registrato un risultato negativo del 13 per cento rispetto alla fine del 2001 (Tav. 4.17). La scomposizione trimestrale denota risultati sostanzialmente invariati nel primo trimestre e invece perdite consistenti nel secondo e nel terzo trimestre; l'ultimo trimestre dell'anno è stato caratterizzato da una modesta ripresa dei valori delle quote. Prendendo come riferimento un orizzonte temporale più ampio e pari a tre anni, il risultato complessivamente ottenuto dai fondi

²⁹ L'indice utilizzato rientra tra i cosiddetti "indici a catena" di Laspeyres e viene calcolato in base alla seguente formula:

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

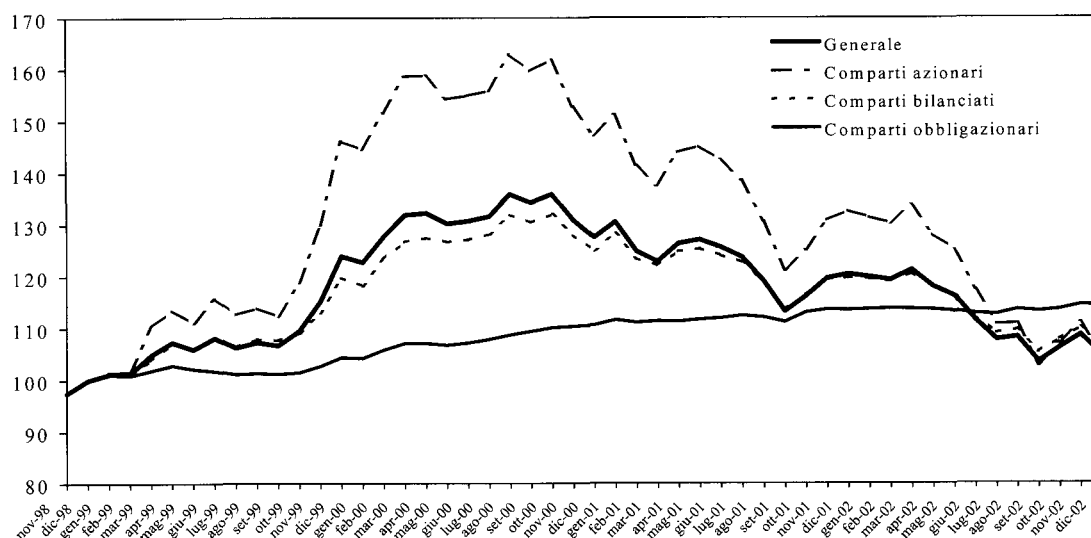
dove $v_{i,t}$ è il valore della quota al tempo t dell' i -esimo fondo e $q_{i,t}$ è il rispettivo numero di quote in essere al tempo t .

aperti resta negativo coincidendo con la difficile fase attraversata dai mercati azionari mondiali (Tav. 4.18).

Tav. 4.17

Fondi pensione aperti. Indice di capitalizzazione.

(base 100 al 31 dicembre 1998)



Tav. 4.18

Fondi pensione aperti. Rendimenti pluriennali.

(valori percentuali)

	Rendimento a 3 anni (2000 - 2002)		Rendimento a 2 anni (2001-2002)		Rendimento a 1 anno (2002)	
	Comparti	Benchmark	Comparti	Benchmark	Comparti	Benchmark
Comparti azionari	-28,7	-36,8	-29,2	-34,2	-21,4	-26,2
Comparti bilanciati	-11,2	-16,2	-14,9	-16,9	-11,2	-12,9
Comparti obbligazionari	9,6	10,2	3,4	4,8	0,8	1,8
Generale	-15,6	-21,3	-18,0	-20,8	-13,1	-15,7

I comparti azionari hanno subito le perdite maggiori nel corso del 2002 con un risultato negativo di circa il 21 per cento; la dinamica trimestrale palesa diminuzioni dei valori di quota soprattutto nel secondo e nel terzo trimestre dell'anno, mentre il primo e il quarto trimestre sono stati caratterizzati da parziali recuperi.

I comparti bilanciati, caratterizzati da una sostanziale equiripartizione fra componente azionaria e obbligazionaria, hanno limitato le perdite a circa l'11 per cento, concentrando i risultati negativi nel secondo e nel terzo trimestre del 2002.

I comparti obbligazionari, infine, hanno conseguito un risultato di poco inferiore all'1 per cento realizzando rendimenti positivi in tutti i trimestri del 2002 con l'eccezione del secondo.

Nell'ambito dei comparti obbligazionari, considerando l'eventuale presenza di titoli di capitale entro il limite del 30 per cento del patrimonio, si è proceduto a un'ulteriore scomposizione basata sulla natura degli indicatori che costituiscono il *benchmark*, distinguendo i comparti obbligazionari puri, il cui *benchmark* è al 100 per cento costituito da indicatori obbligazionari, dai comparti obbligazionari misti, il cui *benchmark* comprende una percentuale di azioni, comunque inferiore al 30 per cento. Dall'analisi svolta, è emerso che nel 2002 i comparti obbligazionari puri, che presentano un profilo di rischio particolarmente basso e maggiormente comparabile con quello legato ai meccanismi di rivalutazione del TFR, hanno conseguito un rendimento del 4,2 per cento, superiore al tasso di rivalutazione del TFR, il quale si è attestato al 3,5 per cento; estendendo l'analisi su un orizzonte temporale più ampio e pari a tre anni, il rendimento dei comparti obbligazionari puri è stato del 13,9 per cento rispetto al 10,6 per cento del TFR (Tav. 4.19).

Tav. 4.19

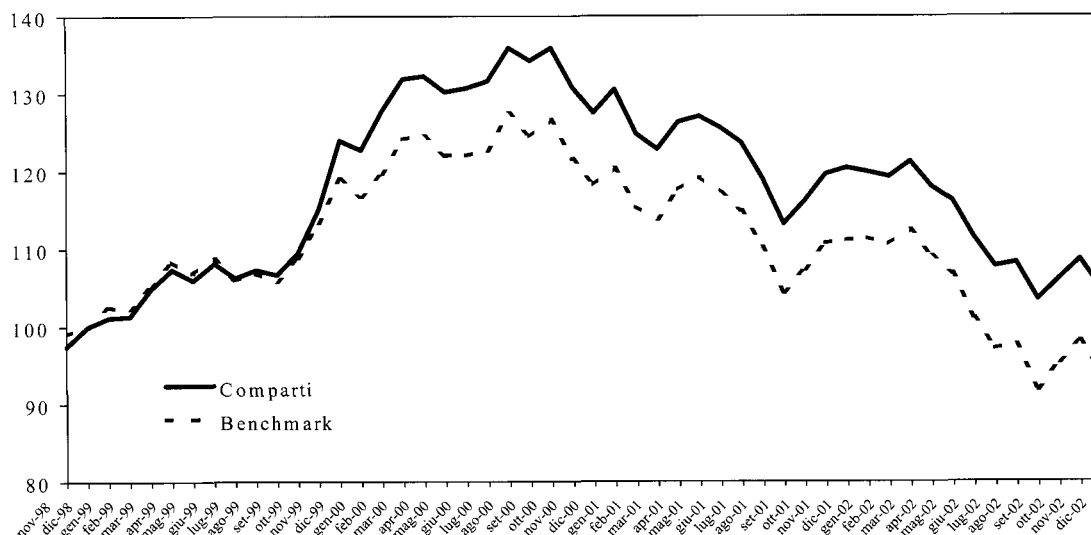
Fondi pensione aperti. Rendimenti pluriennali dei comparti obbligazionari.
(valori percentuali)

	Rendimento a 3 anni (2000 - 2002)	Rendimento a 2 anni (2001-2002)	Rendimento a 1 anno (2002)
Comparti obbligazionari puri	13,9	8,5	4,2
<i>Benchmark</i>	17,8	11,6	5,8
Comparti obbligazionari misti	7,9	1,2	-0,7
<i>Benchmark</i>	7,1	1,9	0,1
<i>Per memoria:</i>			
Tasso di rivalutazione del TFR	10,6	6,8	3,5

Tav. 4.20

Fondi pensione aperti. Indici di capitalizzazione dei fondi e dei *benchmark*.

(base 100 al 31 dicembre 1998)



Nonostante il forte arretramento dei mercati azionari, nel 2002 l'insieme dei fondi pensione aperti ha confermato la tendenza a realizzare risultati migliori in media rispetto all'aggregato dei *benchmark*: la perdita registrata dall'indice di capitalizzazione generale dei fondi è risultata di quasi tre punti percentuali inferiore rispetto all'indice dei *benchmark*. Quest'ultimo è costruito con la stessa metodologia utilizzata per l'indice di capitalizzazione dei fondi pensione: il tasso di crescita mensile dell'indice dei *benchmark* è ottenuto calcolando la media dei rendimenti teorici mensili dei portafogli *benchmark* dei singoli comparti, ponderata con gli stessi pesi usati nell'indice di capitalizzazione dei fondi pensione (pertanto, l'indicatore aggregato riferito ai *benchmark* differisce dall'indice di capitalizzazione dei fondi unicamente per i rendimenti ai quali fare riferimento³⁰).

I più alti differenziali positivi rispetto ai *benchmark* di riferimento sono stati realizzati nel secondo e nel terzo trimestre, laddove i mercati azionari mondiali hanno registrato notevoli diminuzioni dei corsi azionari, mentre nel primo e nel quarto trimestre i rendimenti ottenuti dai fondi sono stati in media più bassi dei rispettivi *benchmark* (Tav. 4.20). Nella valutazione dei rendimenti dei fondi pensione aperti e dei portafogli *benchmark*, è opportuno rilevare che le consistenti diminuzioni dei corsi azionari, ed i rendimenti negativi che ne sono derivati, hanno prodotto l'accumulazione

³⁰ 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. Nella ricostruzione, per gli indicatori obbligazionari è stato ritenuto più coerente l'utilizzo, se esistente, della versione *return index*, che considera il reinvestimento delle cedole maturate; per gli indicatori azionari, laddove non diversamente specificato, è stata utilizzata la versione *price index*, che non considera il reinvestimento dei dividendi distribuiti, essendo questa la scelta più frequentemente adottata dai fondi, principalmente per le difficoltà di reperimento delle versioni *return index* di tali indicatori.

di crediti d'imposta, i quali ammortizzano, seppure in misura marginale, gli effetti dei risultati negativi.

Il confronto fra gli indici di capitalizzazione delle diverse tipologie di comparto e i rispettivi *benchmark* (Tav. 4.21) mostra differenziali positivi nei comparti azionari e, in misura più contenuta, nei comparti bilanciati e invece negativi nei comparti obbligazionari. Il contributo maggiore alla creazione dei differenziali positivi è stato registrato nel secondo e nel terzo trimestre del 2002 con valori di quasi il 7 per cento per i comparti azionari e di oltre il 3 per cento per quelli bilanciati.

L'analisi della dispersione dei rendimenti annui composti per il periodo 2000-2002, effettuata con riferimento ai comparti che all'inizio del 2000 presentavano un attivo netto destinato alle prestazioni almeno pari a 500 mila euro³¹, palesa un campo di variazione compreso fra il -17 per cento e il 7 per cento (Tav. 4.22). La distribuzione dei rendimenti dei fondi aperti risulta condizionata dall'andamento negativo dei mercati azionari nel periodo 2000-2002: nessun comparto azionario ha infatti conseguito rendimenti positivi. Nello specifico circa il 90 per cento dei comparti azionari ha realizzato rendimenti compresi fra il -17 per cento e il -7 per cento e oltre il 90 per cento dei comparti bilanciati ha ottenuto rendimenti compresi fra il -7 e il -1 per cento. La totalità dei comparti obbligazionari ha invece conseguito risultati positivi compresi fra l'1 e il 7 per cento.

³¹ 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.

Tav. 4.21

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

