

tali maggiori costi possono essere rapidamente assorbiti dall'aumento della massa di risorse gestite.

3.6 La gestione finanziaria

3.6.1 L'*asset allocation* strategica

I fondi pensione negoziali di nuova istituzione, non possono, eccetto ipotesi residuali e sinora mai praticate, gestire direttamente le risorse ma devono a tal fine rivolgersi ad intermediari finanziari specializzati nella gestione su base discrezionale di patrimoni (SGR, SIM, banche, imprese di assicurazione e imprese di investimento comunitarie) in possesso di requisiti patrimoniali fissati dalle rispettive Autorità di vigilanza. Ciononostante la normativa vigente pone in capo agli organi rappresentativi dei fondi pensione negoziali, costituiti nella forma dell'associazione, rilevanti funzioni in materia di politica di investimento: all'organo assembleare, su impulso dell'organo di amministrazione, spettano le decisioni in merito al numero di linee di investimento (assetto monocomparto o multicomparto) e al loro obiettivo finanziario; sono di pertinenza dell'organo di amministrazione l'individuazione della ottimale allocazione delle risorse per il fondo o per i suoi comparti (*Asset Allocation* Strategica o *AAS*), la definizione delle modalità operative per la sua implementazione (definizione dei mandati e selezione dei gestori) e il monitoraggio dell'intera politica di investimento nei vari snodi in cui questa si articola (monitoraggio dell'obiettivo, dell'*AAS*, dell'operato dei gestori finanziari).

A fine 2003 sono 18 i fondi pensione negoziali che, dopo aver definito l'allocazione strategica delle risorse e scelto i gestori finanziari, sono entrati nella fase della piena operatività: ai 14 fondi in attività finanziaria alla fine del 2002, nel corso del 2003 se ne sono progressivamente aggiunti altri 4 (ARCO, MEDIAFOND, ALIFOND, CONCRETO) per un'offerta complessiva in termini di linee di investimento pari a 29 comparti (11 in più rispetto al 2002), 13 dei quali afferenti ai fondi monocomparto e 16 relativi ai 5 fondi multicomparto.

Tav. 3.12

Fondi pensione negoziali. Composizione del *benchmark* per tipologia di indicatori.⁽¹⁾
(anno 2003; valori percentuali)

	Fondo	Indicatori azionari	Indicatori obbligazionari
MONOCOMPARTO	QUADRI E CAPI FIAT	28,1	71,9
	COMETA	19,2	80,8
	ALIFOND	34,7	65,3
	PREVIAMBIENTE	30,3	69,7
	LABORFONDS	34,0	66,0
	COOPERLAVORO	20,0	80,0
	PEGASO	30,0	70,0
	FUNDUM	5,0	95,0
	PREVICOOPER	25,0	75,0
	ARCO	30,0	70,0
	FONCER	30,0	70,0
	CONCRETO	25,0	75,0
	MEDIAFOND	20,0	80,0
	Media dei fondi monocomparto	22,6	77,4
MULTICOMPARTO	FONDODENTISTI comp. <i>Scudo</i>	0,0	100,0
	FONDODENTISTI comp. <i>Progressione</i>	30,0	70,0
	FONDODENTISTI comp. <i>Espansione</i>	75,0	25,0
	SOLIDARIETA' VENETO comp. <i>Prudente</i>	5,0	95,0
	SOLIDARIETA' VENETO comp. <i>Reddito</i>	20,0	80,0
	SOLIDARIETA' VENETO comp. <i>Dinamico</i>	45,0	55,0
	FONCHIM comp. <i>Moneta</i>	0,0	100,0
	FONCHIM comp. <i>Stabilità</i>	32,3	67,7
	FONCHIM comp. <i>Crescita</i>	60,0	40,0
	FOPEN comp. <i>Monetario</i>	0,0	100,0
	FOPEN comp. <i>Bilanciato obbligazionario</i>	30,0	70,0
	FOPEN comp. <i>Bilanciato</i>	50,0	50,0
	FOPEN comp. <i>Azionario</i>	70,0	30,0
	FONDENERGIA comp. <i>Conservativo</i>	0,0	100,0
	FONDENERGIA comp. <i>Bilanciato</i>	33,0	67,0
	FONDENERGIA comp. <i>Dinamico</i>	60,0	40,0

(1) Percentuali calcolate come media degli indicatori previsti dai singoli mandati ponderata per le rispettive risorse finanziarie.

Il profilo di rischio-rendimento delle diverse opzioni di scelta, rintracciabile in estrema sintesi nella composizione del *benchmark* (o portafoglio neutrale) di ogni singolo comparto (cfr. Tav. 3.12), è rimasto per quanto riguarda i fondi monocomparto sostanzialmente prudente: la percentuale di titoli di capitale presente nel *benchmark* del fondo non supera il 35 per cento toccando il minimo (5 per cento) nel caso dell'unico fondo (FUNDUM) che offre ai propri aderenti la garanzia di risultato. In

media, la percentuale di titoli di capitale nel portafoglio neutrale dei 13 fondi monocomparto operativi si attesta intorno al 22,6 per cento e quella relativa ai titoli di debito intorno al 77,4 per cento.

I cinque fondi multicomparto in operatività finanziaria (FONDODENTISTI, SOLIDARIETA' VENETO, FONCHIM, FOPEN, FONDENERGIA) sono strutturati sulla base di tre comparti (solo FOPEN ne prevede quattro) caratterizzati da diverse combinazioni di rischio-rendimento (per una più dettagliata descrizione delle linee si rinvia al par. 3.6.2).

Le ragioni dell'atteggiamento prudentiale che ha caratterizzato il settore dei fondi pensione negoziali in questo primo scorcio di operatività (l'avvio della prima gestione — FONCHIM — risale al marzo del 1999), sono da ricercare, principalmente, nell'assetto ad oggi ancora dominante, il monocomparto. Questo, infatti, induce l'organo di amministrazione a privilegiare, nello sforzo di interpretazione e sintesi dei bisogni previdenziali della popolazione di riferimento, le esigenze dei soggetti maggiormente avversi al rischio nonché di coloro che sono prossimi al pensionamento, tipicamente riconducibili all'obiettivo della protezione del capitale.

Anche i capisaldi della vigente normativa sugli investimenti dei fondi pensione (cfr. DM Tesoro 703/1996), con particolare riguardo al criterio della diversificazione (richiamato tra gli obiettivi da seguire per una sana e prudente gestione), e all'istituto del *benchmark*, hanno contribuito, unitamente al richiamato atteggiamento prudentiale, a mettere al riparo il settore dalle turbolenze che hanno scosso recentemente i mercati finanziari mondiali.

Il principio della diversificazione, che non si esaurisce nella generica ripartizione del patrimonio tra titoli di debito e di capitale, ma che deve intendersi riferito anche all'area geografica degli emittenti, ai settori industriali, alla valuta di denominazione dei titoli, nonché agli emittenti dei titoli stessi e alle controparti nelle negoziazioni, appare essere stato recepito dai fondi sin dal momento della strutturazione della politica di investimento. Guardando agli *asset* oggetto di attenzione nel lungo periodo, attraverso l'osservazione delle caratteristiche degli indicatori che costituiscono le menzionate componenti azionarie e obbligazionarie dei portafogli neutrali, si nota come la maggior parte dei fondi abbia utilizzato indicatori globali, ovvero rappresentativi dell'andamento di titoli afferenti ad aree geografiche allargate anziché a singoli Paesi. L'adozione di *benchmark* globali (nell'ambito dei quali il peso dei singoli Paesi e, a cascata, dei singoli titoli, è individuato principalmente sulla base della capitalizzazione relativa o del flottante) fa sì che l'investimento teorico in un singolo titolo assuma un peso molto limitato sul totale del patrimonio del fondo e riduce il rischio che episodi negativi legati a singole economie o a singoli emittenti quali quelli che si sono verificati di recente (Argentina, Enron, Cirio, Parmalat), possano incidere in maniera significativa sui risultati di gestione dei fondi pensione.

Esaminando la composizione degli indicatori si rileva che complessivamente il peso assegnato all'area Europa è preponderante e supera il 90 per cento; tale valore è

ancora più grande se si tiene conto anche del peso che tale area assume negli indicatori che abbracciano più aree geografiche e/o economiche (i cosiddetti *world*).

Per ciò che concerne la politica valutaria adottata, la scelta operata dalla quasi totalità dei fondi è stata quella di contenere l'esposizione teorica al rischio cambio entro il limite del 20 per cento assegnato, nell'ambito del portafoglio neutrale, agli indicatori (o porzioni di questi) relativi a Paesi diversi da quelli aderenti all'UME.

Definito il portafoglio neutrale dei fondi o dei comparti, nei termini suesposti, il successivo e complementare insieme di decisioni adottate dagli organi di amministrazione dei fondi in materia di politica di investimento riguarda la fissazione del livello massimo di oscillazione (limiti minimi e massimi) intorno ai pesi assegnati nel *benchmark* alle due menzionate classi di attività. Tale aspetto (unitamente ai limiti di *TEV* di cui si parlerà in seguito) riflette il grado di attivismo che il consiglio di amministrazione intende lasciare ai gestori ovvero lo spazio che l'organo deputato a definire l'*AAS* vuole lasciare ai soggetti incaricati di svolgere l'allocazione tattica delle risorse (*Asset Allocation Tattica* – *AAT*).

3.6.2 L'introduzione delle gestioni multicomparto

Come noto, con riferimento all'assetto gestionale del fondo, la normativa vigente ammette la possibilità di strutturare più comparti di gestione (linee di investimento), ognuno caratterizzato da una specifica politica di investimento.

L'ampliamento dell'offerta di opzioni di investimento attraverso l'istituzione di una pluralità di linee a cui gli aderenti hanno facoltà di accedere (e tra le quali successivamente spostarsi), è un fenomeno che da circa un biennio, sulla falsariga di quanto già da tempo accade nel settore dei fondi pensione aperti, sta divenendo sempre più diffuso anche con riferimento al comparto dei fondi pensione negoziali.

Se il 2002 ha visto gran parte dei fondi negoziali, principalmente quelli in operatività finanziaria, impegnati nelle attività propedeutiche alla trasformazione del proprio assetto gestionale verso una formula caratterizzata da più linee di investimento (analisi sulla platea di potenziali aderenti, campagne informative, modifiche statutarie, processo di selezione dei gestori, definizione delle convenzioni di gestione, etc.) il 2003 è stato, per alcuni di questi, l'anno del completamento di questo complesso processo.

Al 31 dicembre 2003 sono cinque i fondi tra i diciotto in operatività finanziaria ad offrire ai propri aderenti diverse opzioni di scelta: a FONDODENTISTI e SOLIDARIETA' VENETO (già multicomparto a fine 2002) si sono aggiunti nel corso del 2003 FONCHIM,

FOPEN e FONDENERGIA. Nei primi mesi dell'anno in corso è previsto l'avvio della struttura multicomparto per QUADRI E CAPI FIAT mentre il fondo TELEMACO (già passato statutariamente al multicomparto nel 2002), ha presentato istanza per l'autorizzazione dei mandati con i gestori selezionati ed è in attesa della relativa autorizzazione. Anche COMETA ha completato tutte le attività preliminari e nel dicembre 2003 ha deliberato la modifica statutaria per il passaggio alla struttura multicomparto, attraverso l'istituzione di quattro linee di investimento, di cui ha previsto l'entrata in operatività a partire dai primi mesi del 2005.

Complessivamente il 37 per cento del patrimonio complessivo dei fondi pensione negoziali in gestione finanziaria fa capo a fondi con più linee di investimento. Il dato percentuale passa ad oltre l'84 per cento ove si considerino anche i fondi prossimi alla transizione (COMETA, QUADRI E CAPI FIAT e TELEMACO).

Sebbene la definizione delle politiche di investimento dei comparti sia stata preceduta da un'analisi anagrafica della popolazione di riferimento e da iniziative di vario genere (es. sondaggi, ricerche, etc.) volte a registrare le preferenze degli aderenti, non si notano grosse diversità nella definizione da parte dei fondi dei diversi comparti di investimento sia in relazione al loro numero che al profilo di rischio-rendimento.

Con riferimento agli otto fondi citati si osserva una generale tendenza ad offrire alla platea di riferimento tre o quattro opzioni di investimento riconducibili, in termini di profilo di rischio-rendimento, alle seguenti categorie:

- un obbligazionario puro (escluso l'investimento in azioni);
- un obbligazionario misto (le azioni non superano il 30 per cento del patrimonio);
- un azionario (investimento in azioni non inferiore al 50 per cento);
- un bilanciato (in tutti gli altri casi).

In relazione alle preferenze manifestate dagli iscritti si osserva come i comparti di *default* (nella maggior parte dei casi prosecuzione delle vecchie gestioni monocomparto), in cui i fondi, in occasione del passaggio al multicomparto, fanno confluire le posizioni individuali degli aderenti che non manifestano alcuna scelta in merito (cosiddetti silenti), continuano ad attrarre la maggior parte delle adesioni. Tale fenomeno ha interessato, nel caso di FONCHIM e TELEMACO, circa il 90 per cento dei lavoratori iscritti, nel caso di QUADRI E CAPI FIAT l'85 per cento, per FOPEN il 75 per cento, per SOLIDARIETA' VENETO circa il 60 per cento. In controtendenza il flusso di adesioni di FONDODENTISTI (il primo fondo multicomparto tra quelli in gestione finanziaria destinato ai lavoratori autonomi e l'unico ad essere partito direttamente con un assetto a più linee di investimento) in cui più della metà degli aderenti ha scelto di investire il proprio patrimonio nel comparto azionario.

Tav. 3.13

Fondi pensione negoziali. Multicomparto e limiti di investimento delle diverse opzioni offerte.

Tipologia comparto	Fondo / Comparto	Limiti agli strumenti finanziari			
		Azioni		Obbligazioni	
		min	max	min	max
OBBLIGAZIONARIO PURO	FONDENERGIA comp. <i>Conservativo</i>	0	0	100	100
	FONCHIM comp. <i>Moneta</i>	0	0	100	100
	FOPEN comp. <i>Monetario</i>	0	0	100	100
	QUADRI FIAT comp. <i>Obbligazionario</i>	0	0	100	100
	COMETA comp. <i>Primo</i>	0	0	100	100
OBBLIGAZIONARIO MISTO	SOLIDARIETA' VENETO comp. <i>Prudente</i>	0	10	90	100
	COMETA comp. <i>Secondo</i>	0	10	90	100
	TELEMACO comp. <i>Conservativo</i>	0	10	90	100
	FONDODENTISTI comp. <i>Scudo</i>	0	20	80	100
	TELEMACO comp. <i>Prudente</i>	15	25	75	100
	SOLIDARIETA' VENETO comp. <i>Reddito</i>	0	30	70	100
	COMETA comp. <i>Terzo</i>	0	30	70	100
	QUADRI E CAPI FIAT comp. <i>Bilanciato obbl.</i>	28,5	30	70	71,5
BILANCIATO	FOPEN comp. <i>Bilanciato obbligazionario</i>	25	35	65	75
	FONDENERGIA comp. <i>Bilanciato</i>	28	38	62	72
	FONCHIM comp. <i>Stabilità</i>	0	44,4	55,6	100
	TELEMACO comp. <i>Bilanciato</i>	40	50	50	60
	QUADRI FIAT comp. <i>Bilanciato azionario</i>	47,5	50	50	52,5
	FONDODENTISTI comp. <i>Progressione</i>	0	55	45	100
	FOPEN comp. <i>Bilanciato</i>	42	58	42	58
	SOLIDARIETA' VENETO comp. <i>Dinamico</i>	0	60	40	100
	COMETA comp. <i>Terzo</i>	0	60	40	100
	FONCHIM comp. <i>Crescita</i>	0	100	0	100
AZIONARIO	FONDENERGIA comp. <i>Dinamico</i>	57	63	37	43
	TELEMACO comp. <i>Crescita</i>	60	70	30	40
	FOPEN comp. <i>Azionario</i>	60	80	20	40
	FONDODENTISTI comp. <i>Espansione</i>	55	100	0	45

Se in questa fase di mutamento strutturale lo sforzo dei fondi interessati dal cambiamento è stato indirizzato principalmente verso l'analisi delle caratteristiche della popolazione di riferimento per la strutturazione delle linee e sull'informativa agli aderenti per una prima scelta consapevole, la filosofia sottostante l'assetto multicomparto, con particolare riguardo alla possibilità di cambiare comparto nel corso del tempo (tutti i fondi hanno previsto statutariamente un periodo minimo di permanenza nelle linee pari ad un anno) richiede ai fondi, per il futuro, di continuare nella attività di supporto agli aderenti al fine di consentire agli stessi di definire un

percorso di investimento consapevole ed adeguato alle proprie aspettative e ai propri bisogni previdenziali⁸.

Tav. 3.14

Fondi pensione negoziali. Multicomparto e preferenze degli aderenti.

Fondo	Comparto ⁽¹⁾	Tipologia comparto	% iscritti per comparto	
			31.12.2002	31.12.2003
FONCHIM ⁽³⁾	<i>Moneta</i>	OBBLIGAZIONARIO PURO	5,1	4,8
	<i>Stabilità</i>	BILANCIATO	92,9	93,2
	<i>Crescita</i>	BILANCIATO	2,0	2,0
FONDODENTISTI ⁽³⁾	<i>Scudo</i>	OBBLIGAZIONARIO MISTO	9,0	10,3
	<i>Progressione</i>	BILANCIATO	40,0	39,4
	<i>Espansione</i>	BILANCIATO	51,0	50,3
SOLIDARIETA' VENETO ⁽³⁾	<i>Prudente</i>	OBBLIGAZIONARIO MISTO	59,0	55,2
	<i>Reddito</i>	OBBLIGAZIONARIO MISTO	22,0	25,0
	<i>Dinamico</i>	BILANCIATO	19,0	19,8
FOPEN ⁽³⁾	<i>Monetario</i>	OBBLIGAZIONARIO PURO	17,0	17,0
	<i>Bilanciato Obbligazionario</i>	BILANCIATO	75,0	75,0
	<i>Bilanciato</i>	BILANCIATO	5,0	5,4
	<i>Azionario</i>	BILANCIATO	3,0	2,6
FONDENERGIA ⁽³⁾	<i>Conservativo</i>	OBBLIGAZIONARIO PURO	-	5,6
	<i>Bilanciato</i>	BILANCIATO	-	82,7
	<i>Dinamico</i>	BILANCIATO	-	1,8
QUADRI E CAPI FIAT ⁽²⁾	<i>Obbligazionario</i>	OBBLIGAZIONARIO PURO	-	12,3
	<i>Bilanciato Obbligazionario</i>	OBBLIGAZIONARIO MISTO	-	84,8
	<i>Bilanciato azionario</i>	BILANCIATO	-	2,9
TELEMACO ⁽²⁾	<i>Conservativo</i>	OBBLIGAZIONARIO MISTO	-	3,7
	<i>Prudente</i>	OBBLIGAZIONARIO MISTO	-	89,4
	<i>Bilanciato</i>	BILANCIATO	-	4,5
	<i>Crescita</i>	BILANCIATO	-	2,3

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

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

(3) Dati relativi alle percentuali effettive di adesione ai singoli comparti, acquisiti attraverso le segnalazioni per l'anno 2003.

⁸ L'analisi delle scelte in tema di *timing* tra diverse opzioni di investimento operate dai risparmiatori italiani nel settore dei fondi comuni nel corso dell'ultimo quinquennio evidenzia come nella maggior parte dei casi i flussi in entrata e in uscita dalle diverse tipologie di comparti si siano rivelate inefficienti in quanto dettate da considerazioni inerenti le *performance* realizzate nell'anno immediatamente precedente l'operazione di *switch*. Pur nella consapevolezza delle diversità caratterizzanti i due comparti del risparmio gestito, il pericolo che questo fenomeno di *short termism* possa propagarsi anche nel settore della previdenza complementare, soprattutto in connessione con il diffondersi di assetti multicomparto, è un elemento che gli organi di amministrazione dei fondi devono tenere in debita considerazione nell'ambito delle attività di supporto agli aderenti.

L'analisi dei tassi di sostituzione assicurati dalla previdenza obbligatoria, per l'identificazione del livello di maggiore copertura previdenziale che è considerato necessario a garantire ai singoli aderenti una rendita pensionistica adeguata, costituisce senza dubbio il primo passo da compiere in tal senso. Lo sviluppo di metodologie in grado di fornire agli aderenti un'assistenza/consulenza sempre più personalizzata e l'individuazione di percorsi di *default* per gli aderenti meno intraprendenti, potrebbero contribuire, da un lato, a potenziare gli elementi di flessibilità insiti in uno schema multicomparto (la libertà lasciata agli aderenti nella costruzione del proprio profilo di rischio-rendimento) e, dall'altro, ridurre il rischio che il percorso previdenziale possa deviare dalla sua finalità originaria per l'inerzia o la scarsa conoscenza in campo finanziario dell'iscritto. Permane pertanto la necessità di proseguire nella ricerca delle più efficaci modalità per migliorare il grado di consapevolezza degli iscritti relativamente alle implicazioni delle scelte che essi sono chiamati a compiere in presenza di più linee di investimento.

* * *

Il passaggio da un assetto caratterizzato da un unico comparto ad una configurazione con diversi profili di investimento è un processo che, dal punto di vista ordinamentale, richiede una modifica statutaria. E' pertanto l'assemblea dei soci l'organo deputato ad approvare, in seduta straordinaria, gli adeguamenti statuari conseguenti al progetto di trasformazione formulato dall'organo di amministrazione.

Come già precedentemente ricordato, l'attuazione del progetto di semplificazione amministrativa ha previsto, fra l'altro, il superamento del meccanismo di approvazione preventiva delle modifiche statutarie relative appunto al passaggio al multicomparto. Più precisamente, è stato previsto che l'istituzione di una pluralità di linee di investimento, ovvero la variazione del numero o delle caratteristiche delle linee di investimento già istituite, sia oggetto di una semplice comunicazione da trasmettere alla COVIP insieme ad una relazione dell'organo di amministrazione, nella quale vengono illustrate le valutazioni compiute in ordine alle caratteristiche della popolazione di riferimento ed ai relativi bisogni previdenziali e viene descritta, per ciascuna linea, la relativa politica di investimento.

I Regolamenti del 4 dicembre 2003, che hanno dato concreta attuazione al progetto di semplificazione, sono preceduti da una relazione che descrive l'evoluzione dell'attività di vigilanza e riporta alcune indicazioni operative e suggerimenti per indirizzare i fondi nella corretta interpretazione delle disposizioni regolamentari. Per quanto riguarda le trasformazioni al multicomparto, le richiamate linee operative invitano i competenti organi dei fondi a contattare, in via preventiva, gli uffici della COVIP per ricevere indicazioni utili ad una proficua realizzazione delle operazioni. Alcuni fondi hanno puntualmente raccolto l'invito, contattando la Commissione prima di accingersi a sottoporre alla delibera dell'assemblea le modifiche statutarie necessarie per il passaggio al multicomparto. Nella gran parte dei casi gli incontri che si sono svolti hanno consentito di chiarire l'esatto contenuto di alcuni passaggi del regolamento del 4 dicembre, evitando così ai fondi di dover tornare sull'attività già svolta.

I principali aspetti che accompagnano questa trasformazione al multicomparto riguardano, innanzitutto, l'ordinamento statutario del fondo. Così, l'individuazione del profilo di rischio-rendimento delle linee di investimento che il fondo intende attivare, specificato in modo chiaro ed essenziale, anche attraverso la previsione di limiti massimi alle principali classi di attività, deve essere tale da lasciare i necessari spazi di libertà agli stessi amministratori nella successiva fase di definizione dell'*asset allocation* strategica dei singoli comparti. Inoltre, è bene che siano disciplinati a livello statutario il periodo di permanenza minima in ciascun comparto e la gratuità o meno dell'operazione di *switch*.

Per quanto riguarda le modalità di trasferimento, la quasi totalità dei fondi si è orientata verso un anno di permanenza minimo nel comparto; in alcuni casi è stato previsto un costo per ogni trasferimento (FONCHIM, QUADRI E CAPI FIAT), in altri l'esercizio dello stesso è gratuito (FONDODENTISTI, SOLIDARIETA' VENETO, FONDENERGIA e TELEMACO).

Anche la disciplina della ripartizione delle spese fra i vari comparti assume una rilevanza statutaria con una particolare attenzione per quegli oneri e proventi che non risultano di immediata pertinenza di un comparto. I fondi già passati ad una gestione pluricomparto hanno in taluni casi previsto dettagliati criteri di ripartizione (sulla base del numero di iscritti ai vari comparti, in proporzione al patrimonio, etc.), in altri hanno demandato al consiglio di amministrazione la facoltà di determinare, con apposite delibere, dette regole.

Un aspetto assai delicato, per le implicazioni che l'operazione di trasformazione ha in termini di trasparenza nei confronti degli aderenti, riguarda l'inserimento di una norma cosiddetta transitoria tesa a disciplinare i tempi e le modalità con le quali avviene il passaggio delle posizioni individuali sulla linea di investimento prescelta. Nell'ambito della norma transitoria viene in genere anche disciplinato il trattamento riservato ai lavoratori cosiddetti silenti, ossia a coloro che non individuano un comparto su cui spostare la propria posizione individuale. La scelta di adottare queste disposizioni transitorie inserendole in ambito statutario, scelta peraltro seguita da tutti i fondi passati da una gestione monocomparto ad una multicomparto, ha il vantaggio di assicurare l'attualità delle norme statutarie anche per quei casi in cui il fondo non abbia effettivamente avviato le diverse linee di investimento e, una volta superata la fase di transizione, rende agevole la eliminazione della norma dallo statuto.

Accanto all'adeguamento statutario il passaggio ad una gestione multicomparto, come indicato nel Regolamento del 4 dicembre 2003, deve essere preceduto da alcune valutazioni sulla popolazione degli aderenti operate dall'organo di amministrazione. Si fa qui riferimento ad uno studio della popolazione che prenda a riferimento, accanto all'età ed al sesso, anche i livelli di prestazione attesi dal sistema obbligatorio al fine di meglio individuare i bisogni previdenziali degli aderenti. Questo lavoro sulla platea degli iscritti aiuterà l'organo di amministrazione nella definizione della politica di investimento di ciascuna linea. In particolare, fra i contenuti minimi che definiscono la politica di investimento di un comparto si ricorda: la definizione dell'obiettivo

finanziario, in relazione anche all'orizzonte temporale di riferimento, il portafoglio ottimale in termini di classi di attività e di pesi; il *benchmark* del comparto. Là dove l'organo di amministrazione del fondo non avesse completamente definito la politica di investimento di un comparto prima di proporre all'assemblea l'adozione delle modifiche statutarie, l'altro momento utile per questa definizione diventa quello della delibera del bando per la selezione dei gestori e del relativo questionario (documentazione che viene trasmessa alla Commissione successivamente alla pubblicazione del bando).

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

Le scelte in materia di allocazione strategica delle risorse, che sono riconducibili, come precedentemente sottolineato (cfr. par. 3.6.1) all'individuazione del portafoglio ottimale dei comparti (o dell'unica linea di investimento per i fondi monocomparto), non esauriscono le competenze di pertinenza degli organi di amministrazione dei fondi in materia di politica di investimento.

Lo strumento ulteriore che viene impiegato per il raggiungimento dell'obiettivo finanziario dei comparti è rappresentato da tutte quelle attività necessarie a mettere in atto le indicazioni strategiche fornite nella fase precedente. Si tratta della fase dell'implementazione della strategia del fondo pensione, che prende avvio con la definizione dei mandati di gestione e l'affidamento delle risorse a diversi gestori, selezionati con criteri di trasparenza e coerenza, e prosegue con l'attuazione da parte dei gestori stessi delle linee di indirizzo indicate dal consiglio di amministrazione nelle convenzioni di gestione preventivamente autorizzate dalla COVIP e con il monitoraggio, da parte dell'organo di amministrazione, dell'intera politica di investimento.

Per ciò che concerne la traduzione delle decisioni prese in materia di *Asset Allocation Strategica (AAS)* in mandati di gestione (la definizione dei mandati), diverse sono le opzioni adottate dai 18 fondi avviati alla gestione (cfr. Tav. 3.15). La gran parte dei fondi ha optato per mandati generalisti (52 mandati – i due terzi del totale – presentano questa caratteristica) nell'ambito dei quali viene richiesto ai gestori di operare su più di un *asset class* sulla base di linee di indirizzo spesso coincidenti con quelle del comparto a cui fanno riferimento. L'affidamento del patrimonio a gestori specialistici, fenomeno che sta assumendo sempre maggiore incidenza anche in relazione all'introduzione dello schema multicomparto, è l'opzione seguita nei rimanenti 15 casi.

Tav. 3.15

Fondi pensione negoziali. Mandati specialistici e generalisti.

Fondo /Comparto	N° di mandati specialistici	N° di mandati generalisti	Unica tipologia di mandato	Diverse tipologie di mandato
FUNDUM		1	X	
FONCHIM comp. <i>Moneta</i>	1		X	
FONCHIM comp. <i>Crescita</i>		1	X	
FONCHIM comp. <i>Stabilità</i>	3	3		X
FOPEN comp. <i>Monetario</i>	2		X	
FOPEN comp. <i>Bilanciato Obbligazionario</i>		3	X	
FOPEN comp. <i>Bilanciato</i>		2	X	
FOPEN comp. <i>Azionario</i>		2	X	
SOLIDARIETA' VENETO comp. <i>Prudente</i>		1	X	
SOLIDARIETA' VENETO comp. <i>Reddito</i>		1	X	
SOLIDARIETA' VENETO comp. <i>Dinamico</i>		1	X	
FONDENERGIA comp. <i>Conservativo</i>	2		X	
FONDENERGIA comp. <i>Bilanciato</i>		3	X	
FONDENERGIA comp. <i>Dinamico</i>		2	X	
COOPERLAVORO		3	X	
PREVICOOPER		2	X	
PEGASO		3	X	
FONCER		3	X	
FONDODENTISTI comp. <i>Scudo</i>		1	X	
FONDODENTISTI comp. <i>Progressione</i>		1	X	
FONDODENTISTI comp. <i>Espansione</i>		1	X	
CONCRETO		2	X	
MEDIAFOND		1	X	
ARCO		2	X	
LABORFONDS	2	2		X
PREVIAMBIENTE	3			X
COMETA		6		X
QUADRI E CAPI FIAT	2	2		X
ALIFOND		3		X
Totale	15	52	23	6

La strutturazione dei mandati ha effetti importanti sul mantenimento nel tempo dell'AAS dei 29 comparti operativi alla fine dell'anno scorso. In presenza infatti di un'unica tipologia di mandato, (per forza di cose coincidente con l'AAS del comparto), indipendentemente dal numero di gestori incaricati di implementarla, si assiste ad un ribilanciamento strategico automatico: anche in presenza di andamenti differenti nelle *performance* dei vari gestori, infatti, non si altera il disegno strategico del comparto (in termini di *benchmark* e di limiti di investimento). Laddove, invece, nell'ambito di un

medesimo comparto sono presenti tipologie di mandati diversi tra loro, eventuali movimenti non uniformi del valore delle diverse classi di attività possono generare indesiderate deviazioni nel tempo dell'*AAS* originaria. L'adozione di tale ultima impostazione (che come si evince dalla tabella riguarda un numero limitato di comparti, 6 su 29) richiede, pertanto, oltre alla predisposizione di convenzioni caratterizzate da opportuni spazi di flessibilità, l'adeguata implementazione delle strutture del fondo preposte all'indirizzo ed al controllo della gestione finanziaria.

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

Sono 3 i fondi che nel corso del 2003 hanno terminato il processo di selezione dei gestori (FONTE, TELEMACO e EUROFER). Altri 4 fondi già in operatività finanziaria (LABORFONDS, QUADRI E CAPI FIAT, FONDENERGIA e PREVIAMBIENTE), nel corso del 2003 hanno concluso il loro secondo processo di selezione⁹. Complessivamente le selezioni si sono concluse con l'individuazione di 26 intermediari finanziari (7 imprese di assicurazione, 12 SGR, 6 imprese di investimento comunitarie e 1 SIM).

Altri 6 fondi (GOMMA PLASTICA, FONDAV, FONDAPI, FILCOOP, PREVIMODA e BYBLOS) risultano impegnati al 31 dicembre 2003 nell'ultimazione del processo di selezione dei gestori. I requisiti minimi richiesti ai candidati gestori riguardano sia la misura del patrimonio a livello di gruppo (da un minimo di 250 milioni ad un massimo di 500 milioni di euro), sia i volumi di risparmio gestito (da un minimo di 2.500 ad un massimo di 5.000 milioni di euro per i gestori di natura finanziaria; da 750 a 2.500 milioni di euro di attività a copertura delle riserve per le imprese di assicurazione). Anche FONCHIM, il primo dei fondi pensione negoziali a conferire in gestione le risorse (febbraio 1999), in vista della scadenza delle convenzioni con gli attuali 6 gestori, ha indetto negli ultimi mesi del 2003 una nuova gara per l'attivazione di complessivi 10 mandati di gestione.

Completato il processo di valutazione delle candidature, l'organo di amministrazione dei fondi procede, con apposita delibera, alla designazione dei candidati vincitori della gara e alla trasmissione alla COVIP dell'istanza per il rilascio della autorizzazione preventiva alla stipula delle convenzioni, unitamente ad una relazione illustrativa sullo svolgimento del processo di selezione. Al riguardo, nello scorso mese di dicembre 2003 la COVIP ha adottato iniziative di semplificazione, nel vigente quadro legislativo, delle procedure amministrative di autorizzazione. Sulla base del nuovo procedimento amministrativo non è più il testo integrale della convenzione

⁹ Tali fondi pur essendo in operatività finanziaria, infatti, per ragioni diverse (rispettivamente una maggiore diversificazione geografica per LABORFONDS, la sostituzione di un gestore per PREVIAMBIENTE e il passaggio al multicomparto per FONDENERGIA e QUADRI E CAPI FIAT) hanno ritenuto di procedere ad una nuova gara.

che il fondo intende stipulare con il gestore selezionato a formare oggetto dell'istanza per l'autorizzazione, bensì una relazione illustrativa, nella quale vengono indicate le linee di indirizzo del mandato e la coerenza delle stesse rispetto alla politica di investimento del comparto (o di comparti) interessati. Il fondo, tuttavia, all'atto di presentazione della relazione illustrativa si impegna, attraverso il suo legale rappresentante, a stipulare i contratti sulla base dello schema tipo deliberato dalla COVIP il 7 gennaio 1998 d'intesa con Banca d'Italia, CONSOB e ISVAP e a trasmettere gli stessi entro venti giorni dalla stipula. Al riguardo la COVIP ha in programma di interessare le predette Autorità nella revisione e aggiornamento degli schemi tipo.

La convenzione di gestione contiene oltre alle linee di indirizzo degli investimenti, con indicazione delle classi di attività ammesse e i relativi limiti quantitativi (minimi e massimi) e qualitativi (*rating* degli emittenti i titoli o delle controparti nelle negoziazioni), anche il parametro di riferimento per il controllo dei risultati della gestione (il *benchmark* del mandato), le commissioni di gestione, le modalità di recesso anticipato, le eventuali deleghe di gestione.

Con riferimento ai limiti qualitativi è interessante notare come la quasi totalità delle convenzioni di gestione sino ad oggi stipulate dai fondi pensione negoziali abbia previsto un divieto esplicito ad investire in titoli aventi merito creditizio inferiore all'*investment grade*; molte volte il limite è assai più stringente fino ad individuare come soglia minima l'*upper medium grade* ovvero il livello A di S&P e/o A2 di Moody's. Ciò è alla base dell'assenza nei portafogli dei fondi pensione negoziali (cfr. par. 3.6.4) di titoli di debito emessi da imprese industriali a basso *rating* il cui improvviso stato di insolvenza, causato dalle condotte fraudolente del *management* (*default* Cirio) ha prodotto pesanti perdite in conto capitale in capo ai possessori di tale tipologia di titoli.

In gran parte delle convenzioni stipulate viene assegnato al gestore l'obiettivo della massimizzazione dei rendimenti, compatibilmente con i vincoli di rischio assegnati e generalmente rappresentati, a livello assoluto, dai limiti di oscillazione intorno alle classi di attività prevalenti (Tav. a3.10 in appendice) e, a livello relativo, dalle soglie di volatilità delle differenze di rendimento tra portafoglio gestito e *benchmark*. Con riferimento a queste ultime, l'indicatore relativo generalmente adottato per il monitoraggio dei mandati è rappresentato dalla *Tracking Error Volatility (TEV)*, indicatore che rileva la volatilità delle differenze di rendimento tra portafoglio e *benchmark* e, perciò, misura il grado di fedeltà della gestione al *benchmark*. Sebbene la misura della *TEV* vari a seconda della tipologia di mandato — maggiore è il contenuto azionario, maggiore è in genere la misura di *TEV* utilizzata —, a parità di tipologia di mandato, alcuni fondi hanno adottato misure di *TEV* sensibilmente maggiori o minori rispetto alla media, prefigurando così lo stile di gestione (rispettivamente attivo o passivo) che il fondo si attende dal gestore.

3.6.4 Le scelte di gestione e la composizione del portafoglio

Complessivamente le risorse conferite in gestione dai 18 fondi pensione negoziali in operatività finanziaria ammontano a 3.881 milioni di euro a fine 2003¹⁰. Le risorse sono state affidate a 23 intermediari (cfr. Tav. 3.16), di cui 19 con sede in Italia (16 SGR e 3 compagnie di assicurazioni) e 4 aventi sede in altri Paesi dell'UE (2 imprese di investimento inglesi, 1 belga e 1 compagnia di assicurazione francese).

Le convenzioni di gestione stipulate dai 18 fondi che alla data del 31 dicembre 2003 risultavano avviati alla gestione delle risorse sono 67 (cfr. Tav. 3.16). Con riferimento alla distribuzione delle convenzioni di gestione tra i vari intermediari finanziari distinti per tipologia, non si rilevano sostanziali mutamenti rispetto agli anni passati: si consolida la posizione dominante delle società di gestione del risparmio, che gestiscono il 73 per cento delle risorse dei fondi pensione negoziali, seguite dalle compagnie di assicurazione (19 per cento), a cui sono affidati principalmente mandati di tipo obbligazionario, e dalle imprese di investimento comunitarie, che conservano una quota di mercato limitata (7,2 per cento), ma in moderata crescita rispetto al 2002 (6,6 per cento) e al 2001 (4,3 per cento).

Tav. 3.16

Fondi pensione negoziali. Risorse in gestione e tipologia di intermediari.

(dati di fine 2003; importi in milioni di euro)

Tipologia di intermediario	Intermediari	Convenzioni	Risorse in gestione	
	Numero	Numero	Importi	%
Assicurazione	3	12	752	19,4
Impresa di investimento comunitaria	4	7	281	7,2
SGR	16	48	2.847	73,4
Totale	23	67	3.881	100,0

¹⁰ Alla fine del 2003 i 40 fondi pensione negoziali autorizzati all'esercizio dispongono di un attivo netto destinato alle prestazioni di 4.543 milioni di euro di cui l'84 per cento (3.835 milioni di euro) è relativo ai 18 fondi che alla medesima data hanno conferito le risorse in gestione. 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 2003 dei fondi pensione negoziali.

Sulla base della tipologia dei mandati¹¹, si rileva che 29 convenzioni sono di natura bilanciata, 18 a carattere obbligazionario misto, 13 di tipo obbligazionario puro e 7 azionari (Tav. 3.17).

Le risorse sono prevalentemente gestite attraverso mandati di tipo bilanciato e obbligazionario misto (oltre l'80 per cento del complessivo patrimonio affidato in gestione). I profili di investimento caratterizzati da maggiore rischiosità, gli azionari, sebbene con un incidenza contenuta sul totale delle masse gestite (1,7 per cento), grazie al progressivo passaggio ad uno schema multicomparto da parte di un numero di fondi crescente, mostrano una crescita rispetto al passato sia in termini di numerosità (da 2 del 2001 a 7 del 2003) che di patrimonio affidato in gestione (nel 2001 l'incidenza era dello 0,4 per cento, nel 2002 dell'1,5 per cento e nel 2003 del 1,7 per cento). (Tav 3.17).

Tav. 3.17

Fondi pensione negoziali. Convenzioni di gestione.

(dati di fine 2003; importi in milioni di euro)

Mandati e Gestori	Convenzioni	Risorse in gestione	
	Numero	Importi	%
Obbligazionario puro	13	631	16,3
Obbligazionario misto	18	1.557	40,6
Bilanciato	29	1.606	41,4
Azionario	7	67	1,7
Totale	67	3.881	100,0

La composizione del portafoglio dei fondi pensione in gestione finanziaria conferma una netta prevalenza dell'investimento in titoli di debito (71,8 per cento), di emittenti prevalentemente governativi, rispetto ai titoli di capitale (22,1 per cento), con percentuali limitate allocate nei depositi (3,9 per cento) e negli OICR (1 per cento). L'investimento in OICR, di natura quasi esclusivamente azionaria, è prevalente nei comparti più esposti verso i titoli di capitale di alcuni fondi multicomparto, caratterizzati da volumi di portafoglio di ridotte dimensioni. Gli strumenti derivati sono stati impiegati prevalentemente per incrementare l'esposizione in titoli di capitale al fine di replicare la componente azionaria del *benchmark* e, in misura minore per la copertura dal rischio valutario.

¹¹ Per la classificazione dei mandati si fa riferimento alla stessa metodologia utilizzata per i comparti; cfr. par. 3.6.2.

Tav. 3.18

Fondi pensione negoziali. Composizione delle risorse in gestione per singolo fondo.*(dati di fine 2003; valori percentuali)*

	Depositi	Titoli di debito	Titoli di capitale	OICR	Altre attività e passività	Totale	Esposizione titoli di capitale nel benchmark ⁽¹⁾	Esposizione effettiva in titoli di capitale ⁽²⁾
FONDI MONOCOMPARTO								
QUADRI E CAPI FIAT	6,1	65,1	27,8	0,0	1,0	100,0	28,1	27,8
COMETA	1,5	77,7	18,5	1,3	1,1	100,0	19,2	19,8
ALIFOND	2,7	68,5	29,4	0,0	-0,6	100,0	34,7	29,4
PREVIAMBIENTE	4,6	64,9	29,3	0,0	1,1	100,0	30,3	29,3
LABORFONDS	3,9	61,0	34,0	0,0	1,1	100,0	34,0	34,0
COOPERLAVORO	3,1	73,6	21,9	0,0	1,4	100,0	20,0	21,9
PEGASO	10,9	71,4	14,3	0,0	3,4	100,0	30,0	30,6
FUNDUM	9,2	84,5	0,0	4,8	1,5	100,0	5,0	4,8
PREVICOOPER	2,7	69,8	26,1	0,0	1,4	100,0	25,0	26,1
ARCO	4,7	63,9	30,4	0,0	1,0	100,0	30,0	30,4
FONCER	4,1	64,7	29,9	0,0	1,3	100,0	30,0	29,9
CONCRETO	3,3	68,8	26,4	0,0	1,5	100,0	25,0	26,4
MEDIAFOND	3,4	68,7	0,0	26,3	1,6	100,0	20,0	26,3
Totale fondi monocomparto	2,6	74,0	21,4	0,9	1,1	100,0	22,6	22,8
FONDI MULTICOMPARTO								
FONDODENTISTI comp. <i>Scudo</i>	15,2	83,9	0,0	0,0	0,9	100,0	0,0	0,0
FONDODENTISTI comp. <i>Progressione</i>	14,3	58,9	0,0	25,4	1,3	100,0	30,0	25,4
FONDODENTISTI comp. <i>Espansione</i>	16,9	17,8	65,1	0,0	0,2	100,0	75,0	65,1
SOLIDARIETA' VENETO comp. <i>Prudente</i>	0,0	94,2	0,0	5,2	0,6	100,0	5,0	5,2
SOLIDARIETA' VENETO comp. <i>Reddito</i>	4,1	74,9	19,5	0,0	1,4	100,0	20,0	19,5
SOLIDARIETA' VENETO comp. <i>Dinamico</i>	1,0	54,7	0,0	42,7	1,6	100,0	45,0	42,7
FONCHIM comp. <i>Moneta</i>	1,8	97,5	0,0	0,0	0,7	100,0	0,0	0,0
FONCHIM comp. <i>Stabilità</i>	6,8	65,3	26,5	0,0	1,4	100,0	32,3	35,1
FONCHIM comp. <i>Crescita</i>	13,6	30,7	55,4	0,0	0,4	100,0	60,0	62,5
FOPEN comp. <i>Monetario</i>	0,8	98,8	0,0	0,0	0,4	100,0	0,0	0,0
FOPEN comp. <i>Bilanciato obbligazionario</i>	10,5	66,6	21,1	0,0	1,8	100,0	30,0	31,5
FOPEN comp. <i>Bilanciato</i>	2,7	73,7	21,2	0,0	2,3	100,0	50,0	48,8
FOPEN comp. <i>Azionario</i>	4,2	64,6	29,0	0,0	2,3	100,0	70,0	66,6
FONDENERGIA comp. <i>Conservativo</i>	3,1	96,1	0,0	0,0	0,7	100,0	0,0	0,0
FONDENERGIA comp. <i>Bilanciato</i>	2,3	66,4	26,5	3,2	1,6	100,0	33,0	33,7
FONDENERGIA comp. <i>Dinamico</i>	5,4	34,5	29,0	30,3	0,9	100,0	60,0	59,3
Totale fondi multicomparto	6,4	67,8	22,9	1,5	1,4	100,0	30,1	30,0
TOTALE GENERALE	3,9	71,8	22,1	1,0	1,2	100,0	25,7	25,7

(1) Percentuali calcolate come media degli indicatori previsti dai singoli mandati ponderata per le rispettive risorse finanziarie.

(2) Sono inclusi in tale voci anche gli investimenti effettuati tramite OICR di natura azionaria e l'esposizione in titoli di capitale conseguente all'utilizzo di strumenti finanziari derivati.