

l'incidenza dei costi di ingresso e di trasferimento sul patrimonio gestito risulta in media quasi completamente ammortizzata già dopo dieci anni di permanenza nello stesso fondo.

Tav. 4.11

**Fondi pensione aperti. Stima della commissione onnicomprensiva per tipologia di comparto.**

(anno 2003; valori percentuali)

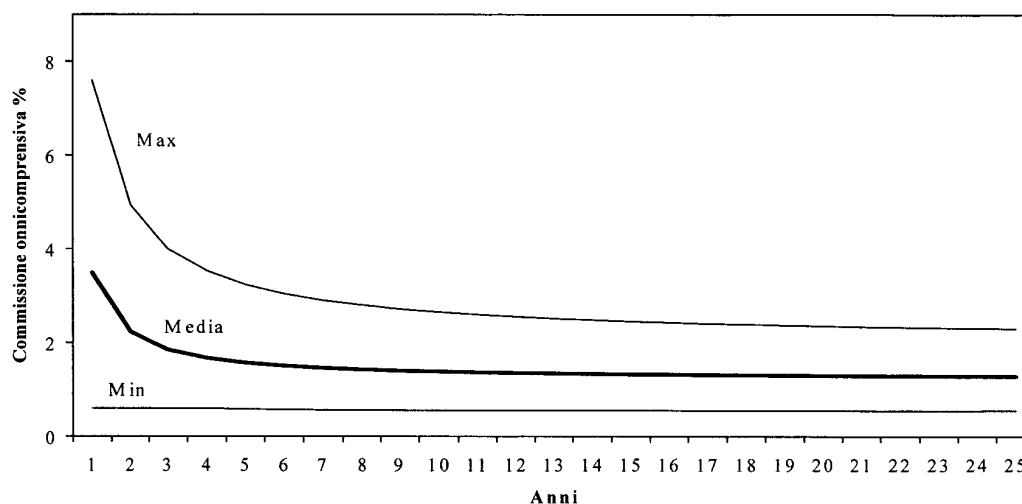
Tipologia	N. Comp	3 anni			10 anni			35 anni			
		Media	Min	Max	Media	Min	Max	Media	Min	Max	
Senza garanzia	Azionario	77	2,1	0,8	4,0	1,7	0,8	2,7	1,5	0,8	2,3
	Bilanciato	87	1,8	0,6	3,9	1,4	0,6	2,6	1,3	0,6	2,1
	Obbligaz.	86	1,5	0,6	3,8	1,1	0,5	2,4	1,0	0,5	2,0
	<b>Totale</b>	<b>250</b>	<b>1,8</b>	<b>0,6</b>	<b>4,0</b>	<b>1,4</b>	<b>0,5</b>	<b>2,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>2,3</b>
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.	65	1,9	0,6	3,9	1,4	0,6	2,3	1,2	0,5	1,9
	<b>Totale</b>	<b>69</b>	<b>2,0</b>	<b>0,6</b>	<b>3,9</b>	<b>1,4</b>	<b>0,6</b>	<b>2,3</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>1,9</b>
Totale	Azionario	77	2,1	0,8	4,0	1,7	0,8	2,7	1,5	0,8	2,3
	Bilanciato	91	1,8	0,6	3,9	1,4	0,6	2,6	1,3	0,6	2,1
	Obbligaz.	151	1,7	0,6	3,9	1,2	0,5	2,4	1,1	0,5	2,0
	<b>Totale</b>	<b>319</b>	<b>1,8</b>	<b>0,6</b>	<b>4,0</b>	<b>1,4</b>	<b>0,5</b>	<b>2,7</b>	<b>1,2</b>	<b>0,5</b>	<b>2,3</b>

N.B.: La media è calcolata come media semplice. Utilizzando la media ponderata con il valore dell'attivo netto destinato alle prestazioni a fine 2003 di ogni singolo comparto si otterrebbero valori sostanzialmente analoghi.

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'1,2 per cento; valore al quale si attesta su periodi di permanenza ancora più lunghi. All'aumentare del periodo di riferimento si riduce anche la differenza tra il valore massimo e quello minimo.

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. 4.12, dove si evidenzia che la commissione tende ad assumere valori via via più bassi, con una diminuzione maggiormente accentuata nei primi anni.

Tav. 4.12

**Fondi pensione aperti. Stima della commissione onnicomprensiva e orizzonte temporale di riferimento.***(anno 2003)*

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.

## 4.5 La gestione finanziaria

### 4.5.1 Le linee di gestione e i *benchmark*

I fondi pensione aperti sono tipicamente strutturati in più linee di investimento (comparti) che si contraddistinguono per l'adozione di politiche di investimento con differenti combinazioni di rischio e rendimento atteso, in modo da offrire un insieme di possibilità che meglio rispecchia le diverse preferenze dei potenziali aderenti.

I regolamenti dei fondi aperti definiscono le caratteristiche delle politiche di investimento dei singoli comparti specificandone la politica di gestione, le tipologie di strumenti finanziari utilizzabili e gli eventuali limiti agli investimenti in aggiunta a quelli previsti dalla normativa.

Sulla base dell'esame di tali caratteristiche i comparti sono stati classificati nelle seguenti categorie, omogenee per politiche di investimento dichiarate:

- 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);
- bilanciato<sup>22</sup> (in tutti gli altri casi).

Per ogni comparto la società di gestione individua dei parametri oggettivi di riferimento (cosiddetti *benchmark*) per la verifica dei risultati della gestione, definiti ricorrendo a indicatori finanziari di comune utilizzo. Tali parametri, previo accertamento da parte della COVIP dei requisiti previsti con propria delibera del 30 dicembre 1998, sono inseriti nei prospetti informativi dei fondi pensione aperti successivamente depositati presso la CONSOB.

Va peraltro evidenziato che il settore inizia ad avvertire la necessità di offrire ai potenziali aderenti linee di investimento caratterizzate da politiche di gestione particolari, rispetto alla quali l'utilizzo del *benchmark* come strumento di valutazione dei risultati non sempre appare pienamente compatibile.

Ad esempio, nel corso del 2003 è stata autorizzata una modifica al regolamento di un fondo aperto che ha permesso l'introduzione di una linea di investimento cosiddetta protetta, ovvero caratterizzata da una strategia di investimento che, utilizzando idonei strumenti quantitativi, tende al contenimento della massima perdita probabile entro un determinato livello del patrimonio.

Sempre nell'anno appena trascorso è stata autorizzata una modifica regolamentare ad un fondo operativo nell'ambito della quale è previsto che la gestione del patrimonio sia impostata seguendo un approccio volto al controllo del rischio assoluto, ovvero del rischio complessivo del portafoglio, piuttosto che del rischio relativo calcolato in termini di scostamento rispetto al portafoglio *benchmark*. Tale approccio, basato su tecniche di tipo quantitativo, prevede la possibilità di diminuire, fino ad azzerare, la quota degli investimenti in titoli di capitale in presenza di andamenti particolarmente turbolenti dei mercati mobiliari, a prescindere da quella che è la politica di investimento generalmente seguita.

---

<sup>22</sup> 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.

Rimane invece ancora limitata ad una sola esperienza la previsione di una linea etica. In questo caso la politica di investimento è vincolata 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.

Con riferimento alla composizione del *benchmark* si evidenzia che la maggior parte dei fondi operativi alla fine del 2003 presenta *benchmark* composti da due indicatori. In particolare, i *benchmark* dei comparti obbligazionari e azionari sono in prevalenza costituiti, rispettivamente, da un solo e da due indicatori, mentre nei comparti bilanciati si riscontra il più elevato ricorso a *benchmark* composti da quattro indicatori.

In generale le composizioni dei singoli *benchmark* adottati, che possono essere interpretati come il teorico portafoglio di riferimento per la valutazione dei risultati della gestione, risultano sostanzialmente coerenti con le politiche di investimento dichiarate nei regolamenti, e sintetizzate nelle tipologie di comparto: i comparti obbligazionari e azionari prevedono un maggior utilizzo dei *benchmark* composti principalmente (per più del 70 per cento) da indicatori che ne rispecchiano le caratteristiche; nei comparti bilanciati si registra con più frequenza l’adozione di *benchmark* nei quali gli indicatori azionari e obbligazionari sono equiripartiti. (Tav. 4.13).

Tav. 4.13

**Fondi pensione aperti. Distribuzione dei *benchmark* per tipologia di comparto.**  
(anno 2003)

	Tipologia comparto			Totale
	Azionari	Bilanciati	Obbligaz.	
<i>Benchmark</i> composti principalmente (più del 70%) da indicatori obbligazionari	0	5	148	153
<i>Benchmark</i> composti prevalentemente (più del 50% e fino al 70%) da indicatori obbligazionari	0	37	3	40
<i>Benchmark</i> composti in ugual misura da indicatori obbligazionari e azionari	0	44	0	44
<i>Benchmark</i> composti prevalentemente (più del 50% e fino al 70%) da indicatori azionari	23	6	0	29
<i>Benchmark</i> composti principalmente (più del 70%) da indicatori azionari	53	0	0	53
<b>Totale</b>	<b>76</b>	<b>92</b>	<b>151</b>	<b>319</b>

Con riferimento all'area geografica degli indicatori utilizzati nei *benchmark* dei fondi pensione aperti si evidenzia una prevalenza dell'area EMU, soprattutto con riferimento ai comparti obbligazionari ed ai comparti bilanciati; nei comparti azionari risulta invece prevalente la più ampia area OCSE.

Gli indicatori utilizzati nei *benchmark* dei fondi aperti sono in prevalenza prodotti da *JP Morgan* per le componenti azionarie e da *Morgan Stanley Capital International* per quelle obbligazionarie. In particolare, il *JP Morgan (JPM) Government Bond Index EMU Traded*, composto da un paniere di titoli di Stati appartenenti all'area dell'euro a tasso fisso 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.

#### **4.5.2 Le scelte di gestione e la composizione del portafoglio**

Alla fine del 2003 il patrimonio dei fondi pensione aperti è costituito, per il 57 per cento, da investimenti diretti in titoli di debito e di capitale (pari rispettivamente a circa il 30 e il 27 per cento), per il 36 per cento da quote di Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio (OICR), per il 6 per cento circa dai depositi (i quali comprendono anche i crediti per operazioni pronti contro termine con scadenza non superiore ai 6 mesi) e per il residuo 1 per cento da altre attività e passività.

Dal confronto con l'anno precedente emerge una diminuzione dell'investimento in titoli di debito (per poco più di 2 punti percentuali) ed un incremento dell'investimento in titoli di capitale (circa l'1,5 per cento) ed in OICR (1,5 per cento). In lieve diminuzione la quota dei depositi, che risulta più elevata nei comparti con attivo netto destinato alle prestazioni particolarmente ridotto.

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

Gli investimenti diretti in titoli di debito sono pressoché interamente costituiti da titoli emessi da Stati; i titoli di altri emittenti, finanziari e non finanziari, rappresentano circa il 3 per cento del patrimonio dei fondi aperti e per la quasi totalità sono quotati su mercati regolamentati.

Tav. 4.14

**Fondi pensione aperti. Composizione del patrimonio.***(dati di fine 2003; valori percentuali)*

	Tipologia comparto			Totale
	Azionari	Bilanciati	Obbligazionari	
Depositi	7,8	4,4	5,1	5,9
Titoli di debito	10,0	33,2	58,6	30,1
Titoli di capitale	43,2	23,6	5,2	26,9
OICR	37,2	37,6	31,0	35,8
Altre attività e passività	1,8	1,2	0,1	1,2
<b>Totale</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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

La durata media finanziaria dei titoli di debito è di poco inferiore ai 4 anni; quest'ultima assume valori più elevati nei comparti azionari e bilanciati e invece più bassi nei comparti obbligazionari che, come è noto, considerano anche quelle linee di gestione maggiormente orientate verso l'investimento in strumenti del mercato monetario. Nell'ambito dei titoli di debito, i titoli con scadenza superiore ai 6 mesi costituiscono oltre il 96 per cento del totale.

Con l'emergere dei casi di compagnie in dissesto la COVIP ha ritenuto necessario effettuare anche nel comparto dei fondi aperti un approfondimento sugli investimenti dei fondi pensione in alcune particolari categorie di strumenti finanziari (tra i quali i titoli di debito privi di *rating* ovvero con *rating* inferiore a quello di *investment grade*) affiancando alla rilevazione periodica dei dati per categoria di titolo una richiesta di dettagliate informazioni per singolo titolo relative all'operatività e alle eventuali consistenze in essere alla fine del 2002 e del 2003 per tali categorie di strumenti.

Sulla base delle informazioni ricevute e delle analisi finora effettuate si può ritenere che i recenti episodi di dissesto industriale abbiano avuto un impatto sul sistema dei fondi pensione aperti estremamente contenuto e limitato a pochissimi casi isolati.

Con riferimento alle azioni della Parmalat Finanziaria SpA va innanzitutto evidenziato che nel 2003 tale titolo è entrato nella composizione del MIB-30, anche se per una quota molto contenuta (che può essere valutata in circa mezzo punto percentuale), e negli altri indicatori adottati dai fondi pensione aperti nella costruzione dei rispettivi *benchmark* (come ad esempio COMIT o MIB storico), seppure per quote ancor più ridotte. Se si considera che 30 fondi pensione aperti hanno utilizzato indicatori specifici del mercato azionario italiano, e che circa l'85 per cento dei fondi operativi ha investito in titoli azionari italiani nel corso del 2003, si può ritenere che la presenza di tale titolo nel portafoglio di ciascuno di questi fondi sarebbe potuta rientrare, per esposizioni molto limitate, nella normale operatività di gestione finanziaria. Dai riscontri effettuati è peraltro emerso che di fatto un numero molto

ridotto di fondi ha acquistato o venduto titoli Parmalat nel corso dell'anno e che, alla fine del mese di novembre, quando i corsi ancora non avevano risentito in modo pesante della crisi che si andava profilando, la quasi totalità dei fondi già non deteneva più tali titoli in portafoglio.

L'operatività nel biennio 2002-2003 su obbligazioni emesse da società del gruppo Parmalat, da obbligazioni Cirio o della Repubblica Argentina è risultata sostanzialmente nulla; nessun fondo pensione aperto ha segnalato il possesso di tali titoli nei portafogli di fine 2002 e 2003.

Complessivamente, con riferimento ai titoli di debito privi di *rating* ovvero con *rating* inferiore a quello di *investment grade*, un numero esiguo di fondi pensione aperti ha segnalato l'operatività nel biennio considerato. Tali titoli rappresentano, a fine 2003, meno dell'1 per cento del patrimonio complessivamente gestito dai fondi pensione aperti e sono costituiti, per la maggior parte, da obbligazioni bancarie.

Gli investimenti in quote di OICR riguardano esclusivamente i fondi comuni di investimento mobiliare aperti, italiani ed esteri armonizzati, e le 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 mobiliari chiusi né quote di fondi immobiliari.

Prosegue la tendenza, già emersa nei due anni precedenti, all'incremento del peso sul patrimonio dei fondi aperti assunto dalle quote di OICVM; in particolare, l'incidenza degli OICVM sale dal 59 per cento di fine 2002 al 63 per cento del 2003 nei comparti con patrimonio inferiore ai 500 mila euro, dal 53 per cento al 56 per cento nei comparti con patrimonio compreso fra 500 mila e 5 milioni di euro e dal 28 per cento al 31 per cento nei comparti con patrimonio oltre 5 milioni di euro.

E' da sottolineare che il ricorso agli OICVM si configura come una scelta di investimento perseguita principalmente nei comparti caratterizzati dalle dimensioni delle masse gestite maggiormente ridotte; in alcuni casi, tuttavia, si tratta di una politica di gestione seguita anche dalle linee di investimento con patrimoni più consistenti, rispetto alle quali, difatti, l'incremento percentuale degli investimenti in OICVM negli ultimi due anni risulta comparativamente più elevato.

L'investimento in OICVM, da effettuare esclusivamente nel perseguimento degli interessi degli aderenti, ritrova motivazioni e opportunità nel contenimento dei costi per la diversificazione del portafoglio; è quindi compito del Responsabile del fondo assicurare, da un lato, che gli investimenti tramite OICVM non comportino in alcun modo oneri addizionali 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.

Con riferimento alla natura dei titoli si nota che nell'ambito dei titoli di debito

prevale la quota degli investimenti effettuati direttamente, mentre per i titoli di capitale si osserva un ricorso maggiore agli investimenti effettuati per il tramite degli OICVM: la quota di questi detenuta a fine anno è quasi uguale a quella degli investimenti effettuati direttamente, ed è in crescita rispetto al dato di fine 2002.

Considerando sia gli investimenti diretti che gli investimenti indiretti la quota dei titoli di debito detenuti in portafoglio passa, dal 46,4 per cento di fine 2002, al 43,3 per cento mentre quella dei titoli di capitale passa dal 46 per cento al 49,6 per cento di fine 2003.

Tav. 4.15

**Fondi pensione aperti. Composizione del patrimonio e OICVM.**  
(dati di fine 2003; valori percentuali)

	Tipologia comparto			Totale
	Azionari	Bilanciati	Obbligazionari	
Depositi	7,8	4,4	5,1	5,9
Investimenti in titoli di debito	14,3	47,9	84,3	43,3
<i>Investimenti diretti in titoli di debito</i>	10,0	33,2	58,6	30,1
<i>Investimenti in titoli di debito tramite OICVM</i>	4,3	14,7	25,7	13,2
Investimenti in titoli di capitale	76,0	46,5	10,5	49,6
<i>Investimenti diretti in titoli di capitale</i>	43,2	23,6	5,2	26,9
<i>Investimenti in titoli di capitale tramite OICVM</i>	32,8	22,9	5,3	22,6
Altre attività e passività	1,8	1,2	0,1	1,2
<b>Totale</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

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 36 per cento e del 30 per cento; i titoli di emittenti statunitensi ammontano a poco meno del 25 per cento del totale mentre gli investimenti in titoli di emittenti di altre nazionalità assumono un peso più ridotto.

Distinguendo tra titoli di debito e di capitale si registra, nell'ambito dei titoli di debito, un'ampia quota di titoli di Paesi appartenenti dell'UE rispetto alle altre aree geografiche (circa il 43 per cento dell'intero portafoglio di cui il 30 per cento italiani e il 13 per cento di altri Paesi dell'UE), mentre nei titoli di capitale il peso dei titoli dell'UE

(circa il 23 per cento dell'intero portafoglio di cui il 6 per cento italiani e il 17 per cento di altri Paesi dell'UE) è di poco superiore rispetto a quello dei titoli degli Stati Uniti (circa il 21 per cento) che assume quindi un peso significativo. Nelle diverse tipologie di comparto si riscontrano le stesse tendenze evidenziate a livello aggregato, tranne per comparti azionari, dove i titoli di capitale degli emittenti statunitensi sono prevalenti rispetto a quelli appartenenti ai Paesi dell'UE.

Dal confronto con la composizione del portafoglio titoli per area geografica rilevata a fine 2002 emerge la prosecuzione della tendenza alla riduzione della quota investita in titoli italiani, sia di debito che di capitale, a vantaggio principalmente dei titoli degli altri Paesi dell'UE.

Tav. 4.16

**Fondi pensione aperti. Composizione del portafoglio titoli per area geografica.<sup>(1)</sup>**  
(dati di fine 2003; valori percentuali)

	Tipologia comparto			Totale
	Azionari	Bilanciati	Obbligazionari	
<b>Titoli di debito</b>				
Italia	11,2	30,9	59,4	<b>30,4</b>
Altri Paesi Unione Europea	3,7	15,1	22,4	<b>12,5</b>
Stati Uniti	0,8	3,6	5,7	<b>3,1</b>
Giappone	0,1	0,4	0,2	<b>0,2</b>
Altri Paesi aderenti OCSE	0,1	0,4	0,8	<b>0,4</b>
Paesi non aderenti OCSE	0,1	0,3	0,5	<b>0,3</b>
<b>Totale</b>	<b>15,9</b>	<b>50,7</b>	<b>88,9</b>	<b>46,7</b>
<b>Titoli di capitale</b>				
Italia	8,4	6,2	2,1	<b>6,0</b>
Altri Paesi Unione Europea	26,0	17,3	4,6	<b>17,5</b>
Stati Uniti	36,3	17,6	2,8	<b>21,2</b>
Giappone	6,1	3,0	0,6	<b>3,6</b>
Altri Paesi aderenti OCSE	5,5	3,2	0,6	<b>3,5</b>
Paesi non aderenti OCSE	1,8	1,8	0,4	<b>1,5</b>
<b>Totale</b>	<b>84,1</b>	<b>49,3</b>	<b>11,1</b>	<b>53,3</b>
<b>Totale portafoglio titoli</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

(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.

Per quanto riguarda l'utilizzo degli strumenti derivati, solo pochi fondi hanno fatto ricorso a questo strumento: alcune operazioni sono state poste in essere con finalità

di copertura dell'esposizione valutaria, altre sono state relative all'acquisto di *futures* su titoli o su indici, prevalentemente con riferimento al mercato dei capitali. In alcuni casi, laddove il limitato patrimonio in gestione non consentiva di realizzare un'adeguata diversificazione mediante l'investimento diretto nei titoli, lo strumento del *futures* è stato utilizzato come alternativa all'investimento in OICVM. In altri casi lo stesso è stato usato in presenza di crediti di imposta rilevanti, accumulatisi nei periodi di borsa sfavorevoli, per consentire anche a questi attivi di partecipare alla gestione, in modo da evitare che il confronto con il *benchmark* potesse risultarne alterato. Tali operazioni comportano un'esposizione sul mercato azionario maggiore di quella evidenziata dalla composizione del portafoglio, per un differenziale che può essere stimato in circa il 2 per cento dell'attivo netto destinato alle prestazioni.

Nel confronto con il *benchmark* la composizione del portafoglio titoli è stata corretta per tener conto sia degli investimenti effettuati indirettamente per il tramite degli OICVM, sia degli effetti sull'esposizione nei mercati finanziari derivanti dall'acquisto di *futures*. Si è inoltre provveduto a collocare i depositi nell'ambito dei titoli di debito. La ripartizione del patrimonio in titoli di debito e di capitale così ottenuta costituisce una rappresentazione più fedele dell'esposizione effettiva sui mercati azionari e obbligazionari e consente di confrontare le scelte gestionali effettuate dai fondi pensione rispetto a quelle desumibili dal *benchmark*.

## Tav. 4.17

**Fondi pensione aperti. Esposizione sui mercati finanziari e composizione del benchmark.**<sup>(1)</sup>  
(dati di fine 2003; valori percentuali)

	Tipologia comparto						Totale	
	Azionari		Bilanciati		Obbligazionari		Effett.	Bench.
	Effett.	Bench.	Effett.	Bench.	Effett.	Bench.		
Titoli di debito	18,5	18,1	51,7	52,3	89,3	89,5	47,8	47,5
Titoli di capitale	81,5	81,9	48,3	47,7	10,7	10,5	52,2	52,5
<b>Totale</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>	<b>100,0</b>

(1) L'esposizione considera anche gli investimenti effettuati tramite gli OICVM e le posizioni in titoli di capitale derivanti dall'utilizzo di strumenti derivati; la composizione del *benchmark* è calcolata come media dei *benchmark* dei singoli comparti ponderata per i patrimoni di fine anno.

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

Rispetto all'anno precedente si evidenzia un aumento della quota relativa ai titoli di capitale di circa 6 punti percentuali, che ha comportato, per tutte le categorie di comparto, un sostanziale riallineamento rispetto alla composizione media del *benchmark*. Questa ricomposizione del patrimonio può essere ricollegata al periodo di ripresa dei mercati azionari che ha caratterizzato l'anno appena trascorso.

### 4.5.3 I risultati della gestione

A partire dal marzo del 2003 i corsi azionari dei principali mercati mondiali hanno registrato un andamento particolarmente positivo; nell'area dell'Euro l'indice *MSCI EMU* in valuta locale, rappresentativo delle azioni negoziate sui mercati dei Paesi appartenenti all'UME, ha conseguito un apprezzamento di circa il 16 per cento rispetto alla fine del 2002, mentre negli Stati Uniti, l'indice dei corsi azionari *MSCI USA* in valuta locale ha registrato un miglioramento del 27 per cento.

Con riferimento ai mercati obbligazionari l'indice *JPM EMU Government Bond* espresso in valuta locale, che registra l'andamento del mercato dei titoli di debito governativi dell'area Euro, si è apprezzato del 4 per cento rispetto al 2002; l'indice *JPM US Government Bond* espresso in valuta locale, rappresentativo del mercato dei titoli di debito governativi degli USA, ha conseguito un incremento del 2,5 per cento.

Nel 2003 è proseguita la tendenza al rafforzamento della moneta unica europea nei confronti del dollaro nonostante l'espansione dell'economia statunitense e la persistente debolezza di quella riferita ai Paesi dell'UME: il deprezzamento del dollaro rispetto all'euro nell'anno appena trascorso è stato di circa il 17 per cento.

La favorevole impostazione dei mercati azionari nel 2003 ha avuto un impatto positivo sui risultati aggregati dei fondi pensione aperti calcolati, come di consueto, mediante la costruzione di indici di capitalizzazione<sup>23</sup>. Questi ultimi, riferiti sia all'intero settore sia alle diverse tipologie di comparto, sono ottenuti calcolando mensilmente il rendimento medio ponderato sulla base della media dei rendimenti mensili dei singoli comparti ponderati per la rispettiva incidenza del patrimonio 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. Si tenga presente che il calcolo dei rendimenti mensili considera le variazioni del valore della quota dei singoli comparti e, quindi, è al netto di tutti gli oneri di amministrazione e gestione a carico del fondo, nonché degli oneri fiscali.

Nel 2003 l'indice di capitalizzazione generale ha registrato un incremento di circa il 6 per cento rispetto all'anno precedente (Tav. 4.18). Tale incremento è stato in larga parte conseguito nel secondo e nel quarto trimestre dell'anno (8 per cento) e in misura minore nel terzo trimestre (1 per cento), recuperando integralmente le perdite registrate nel primo trimestre (3 per cento). Ampliando l'orizzonte temporale a tre anni, il risultato

<sup>23</sup> L'indice utilizzato rientra tra i cosiddetti indici a catena di Laspeyres e viene calcolato in base alla seguente formula:

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

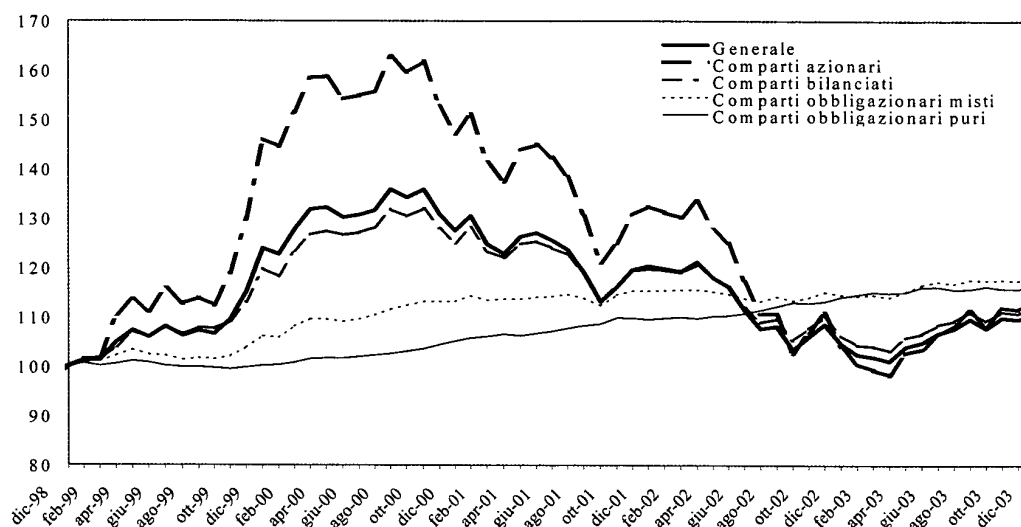
dove  $v_{it}$  è il valore della quota al tempo  $t$  dell' $i$ -esimo fondo e  $q_{it}$  è il rispettivo numero di quote in essere al tempo  $t$ .

aggregato dei fondi aperti sconta il consistente arretramento dei mercati azionari mondiali con riferimento al biennio 2002-2003 (Tav. 4.19).

Tav. 4.18

### Fondi pensione aperti. Indice di capitalizzazione.

(base 100 al 31 dicembre 1998)



Tav. 4.19

### Fondi pensione aperti. Rendimenti pluriennali.

	Rendimento a 3 anni (2001 - 2003)		Rendimento a 2 anni (2002 - 2003)		Rendimento a 1 anno (2003)	
	Comparti	Benchmark	Comparti	Benchmark	Comparti	Benchmark
Generale	-13,3	-15,6	-8,2	-10,1	5,7	6,6
Azionari	-23,2	-28,5	-14,7	-19,8	8,5	8,7
Bilanciati	-10,7	-11,5	-6,8	-7,2	4,9	6,5
Obbligazionari misti	4,3	6,0	2,4	4,1	3,1	4,0
Obbligazionari puri	10,5	14,5	6,1	8,6	1,9	2,6
<i>Per memoria:</i>						
Rivalutazione lorda del TFR <sup>(1)</sup>	10,3		6,8		3,2	

(1) Tasso di rivalutazione al lordo dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 1° gennaio 2001.

Il rendimento complessivamente realizzato dai fondi pensione aperti nel 2003 è risultato più alto del tasso di rivalutazione offerto dal TFR che nell'anno si è attestato al 3,2 per cento; estendendo l'analisi su un orizzonte temporale più ampio e pari a tre anni, caratterizzato da un andamento non particolarmente favorevole dei mercati azionari, la rivalutazione del TFR è nel complesso superiore al rendimento dei fondi aperti, con l'eccezione dei comparti obbligazionari puri.

Come era ragionevole attendersi, i comparti azionari hanno maggiormente beneficiato del favorevole andamento delle borse mondiali nel 2003, conseguendo un rendimento dell'8,5 per cento rispetto al -21 per cento del 2002. A livello di dinamica trimestrale, i comparti azionari realizzano rendimenti positivi su tutti i trimestri ad eccezione del primo.

Va tuttavia sottolineato che il consistente deprezzamento del dollaro rispetto all'euro ha impedito, laddove non siano state poste in essere operazioni di copertura valutaria, di beneficiare pienamente dell'aumento dei corsi dei titoli statunitensi (l'investimento dei comparti azionari in tali titoli era, a fine 2003, pari al 37 per cento delle risorse gestite).

Anche i comparti bilanciati, che si caratterizzano per una equiripartizione del portafoglio tra azioni e obbligazioni, hanno beneficiato della ripresa dei corsi azionari, realizzando un rendimento del 5 per cento rispetto al -11 per cento del 2002. Al pari dei comparti azionari, anche la dinamica trimestrale dei rendimenti dei comparti bilanciati evidenzia un risultato positivo su tutti i trimestri, con l'eccezione del primo.

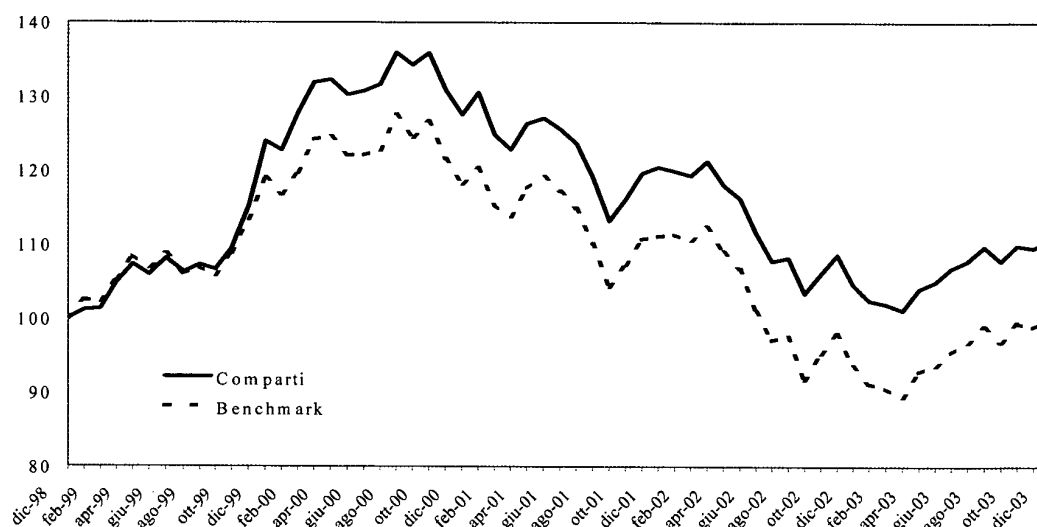
Per consentire una valutazione dei rendimenti più articolata i comparti obbligazionari sono stati scomposti sulla base della natura degli indicatori che compongono il *benchmark* in obbligazionari misti (*benchmark* composti da indicatori azionari per una percentuale non superiore al 30 per cento) e obbligazionari puri (*benchmark* composti esclusivamente da indicatori obbligazionari); in particolare, il rendimento dei comparti obbligazionari misti si è attestato al 3 per cento in virtù dei positivi risultati conseguiti a partire dal secondo trimestre del 2003 mentre i comparti obbligazionari puri hanno realizzato un guadagno di circa il 2 per cento con rendimenti positivi nei primi tre trimestri e, invece, risultati sostanzialmente invariati nell'ultimo.

Nel 2003 il rendimento riportato dall'insieme dei fondi aperti è risultato inferiore rispetto all'aggregato dei *benchmark* di circa un punto percentuale (Tav. 4.20). Il calcolo del rendimento del teorico portafoglio *benchmark* è ottenuto mediante indici di capitalizzazione costruiti seguendo la stessa metodologia utilizzata per i rendimenti dei fondi pensione: il tasso di crescita mensile dell'indice dei *benchmark* considera la media dei rendimenti teorici mensili dei portafogli *benchmark* dei singoli comparti, ponderata

con gli stessi pesi usati nell'indice di capitalizzazione dei fondi<sup>24</sup>.

Tav. 4.20

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



La dinamica trimestrale dei rendimenti differenziali dei fondi aperti rispetto all'aggregato dei *benchmark* evidenzia risultati positivi nel primo trimestre e invece negativi nei trimestri rimanenti; il segno di tali valori è opposto al rendimento dei fondi calcolato nei diversi trimestri, che è risultato sempre positivo con l'eccezione del primo trimestre.

Nel confronto va tuttavia considerato che il rendimento aggregato riferito ai comparti è al netto sia degli oneri di amministrazione e gestione a carico del fondo, sia degli oneri fiscali, mentre il rendimento del portafoglio *benchmark* non considera tali oneri. Difatti l'imposta sostitutiva, poiché costituisce una componente economica di segno opposto a quello dei risultati finanziari conseguiti, ha l'effetto di controbilanciare in parte, e quindi smorzare, sia i risultati negativi sia quelli positivi. Inoltre va considerato che i crediti di imposta, costituendo delle risorse non immediatamente disponibili per l'investimento, non sempre hanno potuto essere utilizzati attivamente

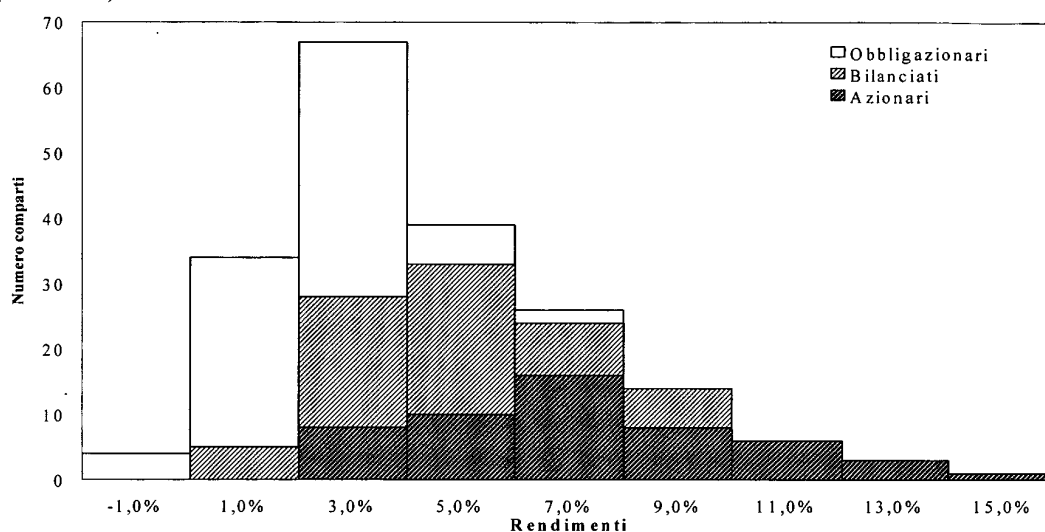
<sup>24</sup> I dati utilizzati nelle analisi che seguono derivano, in parte, dalle segnalazioni periodiche ed, in parte, sono stati ricostruiti prendendo a riferimento le composizioni e gli indicatori dichiarati ed inseriti nei prospetti informativi. Nella ricostruzione, per gli indicatori obbligazionari 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.

nella gestione. In entrambi i casi il confronto tra il rendimento del comparto e quello del portafoglio *benchmark* possono risultare alterati.

La verifica dei rendimenti differenziali nei diversi trimestri effettuata nelle singole tipologie di comparto conferma sostanzialmente le tendenze emerse a livello generale.

Tav 4.21

**Fondi pensione aperti. Distribuzione dei rendimenti per tipologia di comparto.<sup>(1)</sup>**  
(anno 2003)

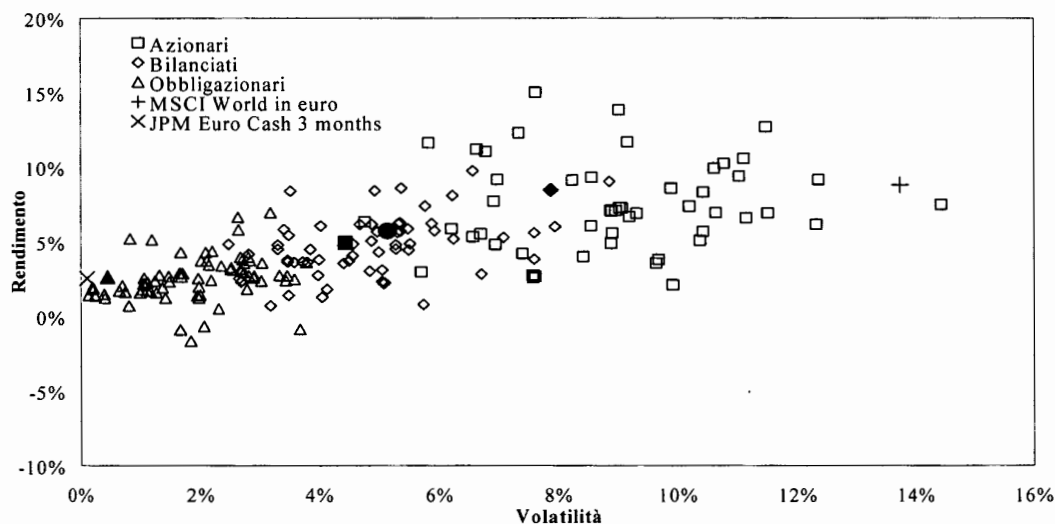


(1) Rendimenti calcolati come variazione percentuale del valore della quota dei singoli comparti. Si sono presi in considerazione i comparti che all'inizio dell'anno avevano raggiunto un attivo netto destinato alle prestazioni almeno pari a 500 mila euro.

La distribuzione dei rendimenti, calcolati con riferimento ai comparti che all'inizio del 2003 disponevano di un attivo netto destinato alle prestazioni almeno pari a 500 mila euro<sup>25</sup>, è compresa fra il -2 per cento e il 16 per cento con uno scarto quadratico medio del 5 per cento (Tav. 4.21). La dispersione dei rendimenti nell'ambito dei diversi comparti ne rispecchia largamente la specializzazione risultando più elevata nei comparti azionari e anche bilanciati, caratterizzati da una maggiore quota del patrimonio investita in titoli rischiosi, e invece più ridotta nei comparti obbligazionari. In particolare, il 90 per cento dei comparti azionari ha conseguito rendimenti compresi fra il 2 e il 12 per cento; il rendimento di circa l'80 per cento dei comparti bilanciati è risultato compreso fra il 2 e l'8 per cento; circa l'85 per cento dei comparti obbligazionari, infine, ha registrato rendimenti fra lo 0 e il 4 per cento.

<sup>25</sup> 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. 4.22

**Fondi pensione aperti. Rendimenti e volatilità.<sup>(1)</sup>**  
(anno 2003)

(1) Rendimenti calcolati come variazione percentuale del valore della quota dei singoli comparti; volatilità calcolata come scarto quadratico medio dei rendimenti mensili annualizzato. Si sono presi in considerazione i comparti che all'inizio del 2003 avevano raggiunto un attivo netto destinato alle prestazioni almeno pari a 500 mila euro. Con i simboli pieni si fa riferimento al rendimento e alla volatilità degli indici aggregati di capitalizzazione dei comparti di ciascuna tipologia, e si indica con un cerchio pieno l'indice di capitalizzazione generale. L'indice *MSCI World*, in dollari USA convertito in euro, è rappresentativo della *performance* dei mercati azionari mondiali, mentre l'indice *JPM Euro Cash 3 months* costituisce una *proxy* del rendimento *risk free* nell'area dell'euro.

L'analisi del profilo rischio-rendimento dei singoli comparti è stata condotta, come di consueto, considerando il rischio espresso dallo scarto quadratico medio annualizzato dei rendimenti mensili e il rendimento mediante la variazione annuale del valore della quota. Dall'analisi grafica emerge una relazione sostanzialmente positiva fra rendimento e rischio, risultante dal favorevole andamento dei mercati azionari nel 2003, pur sussistendo un'ampia dispersione delle volatilità anche nell'ambito dei comparti appartenenti alla medesima tipologia.