

finanziamento delle spese concorrono le parti istitutive, ovvero le imprese, assumendo a proprio carico il finanziamento di alcune voci di spesa (es. beni strumentali, sede e personale, *cfr. supra paragrafo 3.1.2*).

La Tav. 3.10 illustra i costi in percentuale delle spese complessive rapportati all'attivo netto destinato alle prestazioni di fine esercizio che, nel corso del triennio 2002-2004, rilevano un *trend* decrescente: si va dallo 0,52 per cento del 2002 allo 0,47 per cento del 2003, sino ad arrivare allo 0,45 per cento dell'ultimo esercizio.

A livello dell'intero settore, nel 2004 le spese ammontano complessivamente a 25 milioni di euro, di cui 17 relativi all'attività di gestione amministrativa e 8 afferenti alla gestione finanziaria. Nell'ambito delle spese per la gestione amministrativa, le spese per servizi acquistati da terzi rappresentano circa il 44 per cento. Per il 2004 sono stati rilevati anche i proventi diversi, relativi ad interessi attivi maturati sul conto amministrativo, a sopravvenienze attive e ad arrotondamenti, che pesano per il 2,9 per cento delle spese della gestione amministrativa.

Tav. 3.10

Fondi pensione negoziali. Oneri di gestione.⁽¹⁾

(anni vari; valori percentuali salvo spese pro capite in euro e spese complessive in migliaia di euro)

	2002	2003	2004	2004 Spese complessive
Spese / Patrimonio fine esercizio	0,52	0,47	0,45	25.099
<i>gestione amministrativa</i>	0,40	0,34	0,30	17.037
oneri per servizi amministrativi acquistati da terzi	0,20	0,16	0,14	7.592
spese generali	0,13	0,12	0,11	6.349
spese per il personale	0,06	0,05	0,05	3.094
oneri diversi ⁽²⁾	0,01	0,01	0,00	2
<i>gestione finanziaria</i>	0,12	0,13	0,14	8.062
commissioni di gestione	0,10	0,10	0,11	6.429
commissioni per banca depositaria	0,02	0,03	0,03	1.633
Spese / Contribuzione	1,54	1,72	1,91	
<i>gestione amministrativa</i>	1,18	1,25	1,30	
<i>gestione finanziaria</i>	0,36	0,47	0,61	
Spese pro capite	21	25	26	
<i>gestione amministrativa</i>	16	18	18	
<i>gestione finanziaria</i>	5	7	9	

(1) Le elaborazioni riguardano i fondi negoziali che alla fine dei periodi considerati avevano conferito in gestione le risorse finanziarie.

(2) La voce "oneri diversi" include gli ammortamenti ed è riportata al netto dei proventi che confluiscono nella gestione amministrativa.

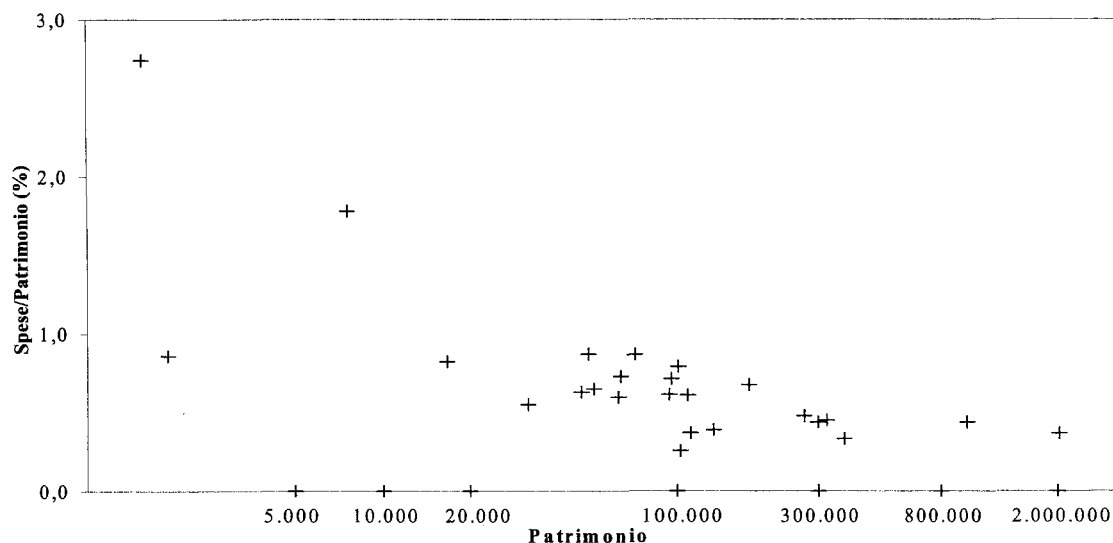
Nell'ambito delle due principali componenti in cui si articolano le spese complessive di gestione, si osserva una decisa diminuzione dell'incidenza degli oneri di natura amministrativa sul patrimonio del fondo (dallo 0,4 per cento del 2002 allo 0,3 per cento del 2004) mentre si registra una sostanziale stabilità dell'incidenza delle spese di natura finanziaria. Si tratta, quindi, di una dinamica che riflette le caratteristiche dell'attuale impostazione dei contratti che, nel caso della gestione finanziaria, prevede che le spese siano direttamente correlate alla dimensione del patrimonio del fondo mentre, nel caso della gestione amministrativa (*service amministrativo*), prevede spese correlate al numero degli aderenti al fondo pensione.

Le spese *pro capite* hanno registrato una leggera crescita nel triennio, attestandosi a 26 euro. Anche le spese in rapporto ai contributi raccolti mostrano una crescita, passando dall'1,54 per cento del 2002 all'1,91 per cento del 2004.

Tav. 3.11

Fondi pensione negoziali. Spese complessive in percentuale del patrimonio.

(anno 2004; scala logaritmica per l'ascissa; patrimonio in migliaia di euro)



La Tav. 3.11 mostra l'incidenza percentuale delle spese complessive sul patrimonio di fine esercizio, mentre la Tav. 3.12 espone le spese *pro capite* in relazione al numero degli iscritti. In merito al rapporto tra l'incidenza percentuale delle spese e il patrimonio di fine esercizio si nota che all'aumento del patrimonio dei fondi pensione l'incidenza percentuale delle spese tende a diminuire. Fanno eccezione FAMIGLIA e MEDIAFOND; con riguardo al primo, rivolto alle casalinghe, ed il cui finanziamento deriva da contribuzione che, non potendo essere definita in percentuale della retribuzione, assume carattere saltuario, l'alta incidenza delle spese è dovuta all'esiguità

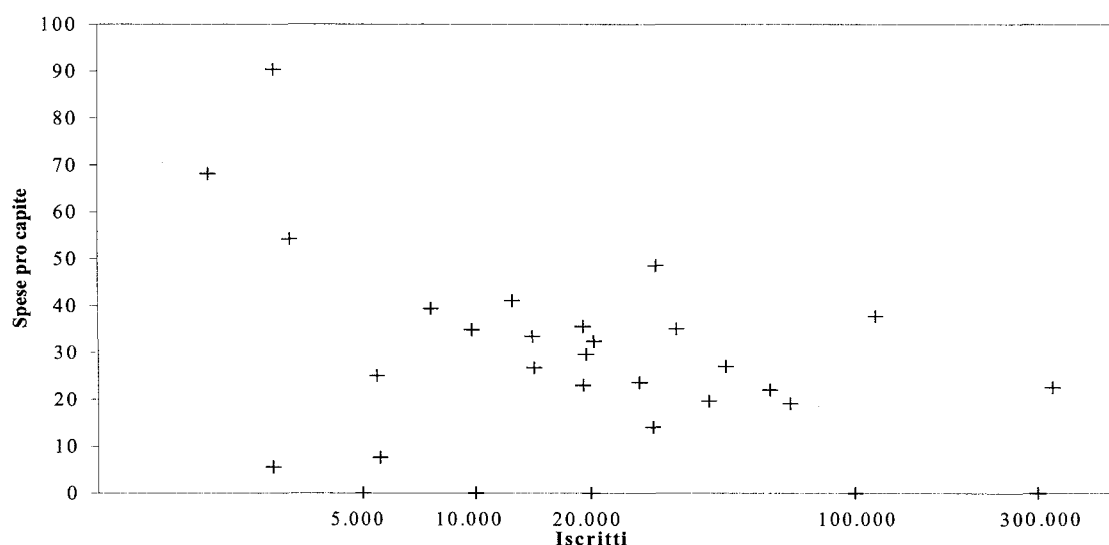
del patrimonio raccolto. Per quanto riguarda, invece, MEDIAFOND, rivolto ai dipendenti delle società del gruppo Mediaset, da Reteitalia SpA e da Medusa Video Srl, l'alta incidenza delle spese è riconducibile alle piccole dimensioni del fondo, che insiste su un bacino di circa 3.200 unità; occorre comunque precisare che nel primo triennio di attività una parte delle spese è sostenuta da Mediaset con un contributo in cifra fissa per ciascun esercizio.

In relazione al rapporto tra le spese *pro capite* e il numero degli iscritti, si osserva che all'aumentare degli iscritti le spese *pro capite* tendono a diminuire.

Tav. 3.12

Fondi pensione negoziali. Spese *pro capite*.

(anno 2004; scala logaritmica per l'ascissa)



Con riferimento ai singoli fondi, quelli che hanno raggiunto maggiori dimensioni mostrano una minore incidenza degli oneri amministrativi sul patrimonio; in particolare, per FONDENERGIA tale incidenza si attesta sullo 0,29 per cento, per COMETA sullo 0,26 per cento, per FONCHIM sullo 0,23 per cento, per FOPEN e QUADRI E CAPI FIAT sullo 0,20 per cento.

3.6 I bilanci

La COVIP con la Delibera del 17 giugno 1998 concernente “Il bilancio dei fondi pensione e altre disposizioni in materia di contabilità” e successive modifiche, ha definito le disposizioni per la tenuta della contabilità dei fondi pensione di nuova istituzione in regime di contribuzione definita, ai sensi dell’art. 3 del Decreto lgs. 124/1993.

Il bilancio assume una particolare rilevanza ai fini dell’attività di vigilanza, in particolare sotto il profilo della verifica della trasparenza informativa. Infatti, la chiarezza e la esaustività delle informazioni contenute nel documento di bilancio costituiscono un punto di partenza necessario per realizzare quella trasparenza che il fondo deve garantire, in primo luogo nei confronti degli aderenti attuali o potenziali. In secondo luogo, le informazioni significative ivi contenute, se opportunamente elaborate ed interpretate, possono rivestire un ruolo importante in relazione ad altri profili di vigilanza come ad esempio l’efficienza allocativa e tecnico operativa, e per alcuni aspetti, l’assetto organizzativo.

Proprio in ragione di tali specificità che caratterizzano la finalità del documento di bilancio, la Commissione, nel corso dell’anno, ha prestato particolare attenzione all’esame della documentazione ricevuta e dei relativi allegati; gli esiti di tale attività di analisi e approfondimento hanno fatto emergere l’opportunità di intervenire con una indicazione di carattere generale, rivolta a tutti i fondi negoziali, finalizzata ad assicurare in maniera sistematica l’inoltro alla Commissione del documento di bilancio di esercizio, composto dallo stato patrimoniale, dal conto economico e dalla nota integrativa, con le relative relazioni accompagnatorie (la relazione sulla gestione, la relazione del collegio sindacale), nonché dove previsto dallo statuto, la relazione del revisore esterno che effettua il controllo contabile e la relazione della società di revisione.

Tutti i fondi negoziali che dal 1999 hanno trasmesso il bilancio alla Commissione hanno seguito lo schema di bilancio definito nella Delibera COVIP del 17 giugno 1998. Tuttavia, si può rilevare che, in linea generale, le relazioni degli amministratori descrivono in modo piuttosto sintetico i fatti che rilevano sull’andamento della gestione previdenziale e di quella amministrativa, non sempre evidenziano tutti gli aspetti di maggior rilievo e i fatti idonei a dare indicazioni più complete in ordine all’evoluzione prevedibile della gestione, che rappresentano il frutto di riflessioni più approfondite sull’andamento generale del fondo. In tale ambito si rileva l’importanza, come richiesto nelle disposizioni COVIP, che siano fornite anche in questa sede tutte quelle informazioni qualitative e quantitative circa le operazioni effettuate in conflitto di interesse di cui agli artt. 7 e 8 del DM Tesoro 703/1996 e circa quei fatti che, pur realizzandosi successivamente alla chiusura dell’esercizio finanziario, sono a questa direttamente connessi. Sempre in quest’ottica, per quanto riguarda più in particolare la struttura del documento contabile, appare indispensabile il comportamento uniforme da parte di tutti i fondi negoziali, e nello specifico che, laddove sia possibile l’utilizzo

nell'anno successivo delle quote di iscrizione o associative, venga indicata ai fini di chiarezza e di trasparenza delle informazioni fornite la prevista voce denominata "risconto dei contributi per la copertura degli oneri amministrativi" (Comunicazione COVIP del 3 marzo 1999).

In generale, la necessità che vi sia uniformità nella redazione del documento di bilancio appare evidente nel momento in cui si effettuano analisi comparative di tipo economico-finanziario e patrimoniale, volte ad osservare determinati aspetti della gestione e a raccogliere gli elementi di sintesi necessari ad una valutazione economica e finanziaria della gestione del fondo pensione negoziale. In particolare, l'applicazione sui bilanci di indici o quozienti offre all'analista del fondo la possibilità di compiere una serie di confronti "chiave" fra alcune grandezze significative, il cui risultato è utile per fornire indicazioni agli operatori di settore.

Si rappresenta inoltre che la normativa in materia di bilancio ha formato oggetto, a livello europeo, di un processo evolutivo volto all'armonizzazione dei diversi sistemi contabili nazionali per migliorare la trasparenza e la comparabilità dei bilanci delle società e garantire l'efficiente funzionamento del mercato dei capitali. Tale processo ha portato all'adozione da parte dell'Unione europea degli *International Accounting Standards*⁵ (IAS), quel corpo di principi contabili, già internazionalmente conosciuti, emanati dall'*International Accounting Standards Board* (IASB) e delle relative interpretazioni dello *Standing Interpretations Committee*⁶ (SIC).

Nel corso dell'anno la Commissione ha ritenuto necessario, per le innovazioni apportate dalle nuove regole contabili ai conti consolidati ed annuali, in particolare, delle società emittenti strumenti finanziari ammessi alla negoziazione in mercati regolamentati di qualsiasi Stato membro dell'Unione europea, delle banche, degli enti finanziari e delle imprese di assicurazione, avviare degli approfondimenti sulla nuova normativa contabile provvedendo a costituire uno specifico gruppo di lavoro composto da proprio personale in possesso di diversi profili professionali. Al riguardo, il gruppo di lavoro ha proceduto ad effettuare la disamina delle principali novità introdotte dagli IAS concentrando l'attenzione su alcuni principi contabili il cui contenuto è apparso maggiormente rilevante per l'informativa di bilancio dei fondi pensione.

Le riflessioni preliminari svolte dal gruppo di lavoro portano a ritenere che l'attuale normativa in materia di bilancio dei fondi pensione di nuova istituzione risulta sostanzialmente coerente con gli assunti generali e i criteri di valutazione definiti dai nuovi *standard* contabili, pur non essendoci un obbligo normativo di applicazione degli IAS ai conti annuali dei fondi pensione.

La redazione del bilancio dei fondi pensione, che per alcuni profili si conforma ai criteri dettati dal Decreto lgs. 87/1992 per i conti annuali e per i conti consolidati delle

⁵ *International Financial Reporting Standards* (IFRS), è la nuova denominazione assegnata dal Board ai principi contabili internazionali.

⁶ Successivamente denominate *International Financial Reporting Interpretations Committee* (IFRIC).

banche e degli altri enti finanziari, è ispirata innanzitutto al principio della chiarezza, e della rappresentazione veritiera e corretta della situazione patrimoniale, finanziaria e dell'andamento economico dell'esercizio del fondo pensione. Il principio della chiarezza è riferibile al grado di comprensibilità del bilancio determinato dalla struttura e dai contenuti dei documenti di bilancio. Il principio della verità e correttezza attiene alla attendibilità dei valori di bilancio che contribuiscono alla definizione della situazione economica, finanziaria e patrimoniale del fondo.

Inoltre, per quanto concerne il richiamo effettuato dagli *IAS*, nel quadro sistematico di riferimento per la preparazione e presentazione del bilancio, all'assunto di base relativo alla "continuità d'impresa", secondo cui il bilancio viene redatto nel presupposto che la società continuerà ad operare nel prossimo futuro e che non vi siano intenzioni o necessità di cessare o ridurre in modo rilevante la propria attività e alla "competenza economica", secondo il quale la rilevazione dei fatti gestionali deve avvenire nel momento della loro verifica o maturazione economica, indipendentemente dalla data nella quale si manifesteranno gli incassi ed i pagamenti, si evidenzia che tali principi risultano già recepiti nelle disposizioni contabili dei fondi pensione in quanto rappresentano i presupposti generali per la definizione dell'intero sistema contabile⁷.

Anche per quanto attiene alle principali caratteristiche qualitative, quali in particolare la comprensibilità, la significatività, l'attendibilità e la comparabilità, che, secondo gli *IAS*, le informazioni esposte in bilancio debbono possedere per essere di ausilio ai diversi utilizzatori ai fini dell'assunzione di decisioni economiche e valutazioni dell'idoneità della gestione, risulta che il bilancio dei fondi pensione è pienamente in linea con tali postulati.

Riguardo alla possibilità di consentire l'esposizione delle voci di bilancio a valori correnti, ovvero sia al *fair value*, che per gli strumenti finanziari coincide con il valore di mercato, l'attuale normativa contabile dei fondi pensione risulta in linea. Infatti, relativamente alla rilevazione degli strumenti finanziari quotati, le attuali disposizioni della Commissione prevedono che siano valutati al valore di mercato sulla base delle quotazioni del giorno cui si riferisce la valutazione; mentre gli strumenti finanziari non quotati che siano valutati sulla base dell'andamento dei rispettivi mercati tenendo conto di tutti gli altri elementi oggettivamente disponibili, al fine di pervenire ad una valutazione prudente del loro presumibile valore di realizzo alla data di riferimento del bilancio.

In merito altresì alle disposizioni dei principi contabili internazionali più specificamente riferiti ai fondi di previdenza, in particolar modo alla contabilizzazione e all'informativa da fornire sui programmi previdenziali, si rappresenta che l'attuale configurazione degli schemi di bilancio ed i criteri di redazione e valutazione previsti dalle disposizioni contabili COVIP dettate per i fondi pensione a contribuzione definita di nuova istituzione, risultano coerenti con le nuove regole contabili internazionali.

⁷ La deroga al principio della competenza economica è prevista per il trattamento contabile dei contributi per le prestazioni da ricevere.

3.7 La gestione finanziaria

3.7.1 L'asset allocation strategica

In tema di gestione delle risorse finanziarie dei fondi pensione negoziali di nuova istituzione, il Legislatore, nell'intento di mobilitare tutte le competenze utilizzabili per una sana e prudente gestione, ha inteso ripartire le funzioni tra organi di amministrazione dei fondi e gestori professionali. L'impianto complessivo del Decreto lgs. 124/1993, riformato nel merito dalla Legge 335/1995, da una parte prevede, salvo limitate eccezioni⁸, l'affidamento della gestione delle risorse finanziarie del fondo pensione ad intermediari professionali specializzati, quali appunto banche, SIM, SGR e compagnie di assicurazione, con riguardo alle società con sede legale in Italia o in uno dei Paesi aderenti all'Unione europea, dall'altro lo stesso assegna agli organi di amministrazione dei fondi rilevanti funzioni in tema di indirizzo e di controllo. Tra le prime particolare importanza rivestono le decisioni inerenti la definizione della strategia di lungo periodo (*asset allocation* strategica) in considerazione del contributo che esse forniscono nella produzione dei risultati della gestione. Si tratta del processo finalizzato alla determinazione della combinazione delle classi di strumenti finanziari in grado di soddisfare l'obiettivo finanziario del fondo pensione (o del singolo comparto per i fondi multicomparto) nell'orizzonte temporale prefissato, compatibilmente con il grado di avversione al rischio della collettività di riferimento. Quest'ultimo aspetto implica che alla base del processo di individuazione vi sia l'analisi delle caratteristiche socio-demografiche della popolazione di riferimento nonché dei bisogni previdenziali degli stessi: attività che assume una diversa valenza a seconda dell'assetto monocomparto o multicomparto che caratterizza il singolo fondo pensione. Il tutto si traduce nella determinazione di un insieme di classi di attività la cui combinazione in termini di pesi percentuali costituisce il portafoglio neutrale (o *benchmark*) del singolo fondo pensione (o del singolo comparto per i fondi multicomparto).

Il 2004 è stato l'anno che ha visto il maggior numero di fondi pensione entrare nella fase della piena operatività caratterizzata dal primo conferimento di risorse ai gestori finanziari esterni. A fine 2004, sono 25 i fondi pensione negoziali che, dopo aver definito l'allocazione strategica delle risorse e scelto i gestori finanziari, sono entrati nella piena operatività: ai 18 fondi in attività finanziaria alla fine del 2003, nel corso del 2004 se ne sono progressivamente aggiunti 7 (TELEMACO, PREVIVOLO, FONDOFAMIGLIA, PREVIMODA, FONTE, GOMMAPLASTICA ed EUROFER), di cui due multicomparto (TELEMACO e PREVIVOLO); complessivamente il numero di comparti

⁸ La Legge riserva spazi residuali per le forme di gestione c.d. "diretta", peraltro circoscritte alle acquisizioni di azioni o quote di società immobiliari e di fondi comuni di investimento immobiliare e mobiliare chiusi, queste ultime nei limiti del 20 per cento del patrimonio del fondo pensione e del 25 per cento di quello del fondo chiuso.

operativi è salito a 44 (15 in più rispetto al 2003) di cui 27 relativi agli 8 fondi multicomparto. Tra questi sono tre (FONDODENTISTI, TELEMACO e PREVIVOLO) ad aver adottato la struttura multicomparto sin dall'avvio della gestione finanziaria.

Tav. 3.13

Fondi pensione negoziali. Composizione del benchmark per tipologia di indicatori.⁽¹⁾
(anno 2004; valori percentuali)

Fondo/Comparto		Indicatori azionari	Indicatori obbligazionari
Monocomparto	COMETA	19,2	80,8
	PREVIAMBIENTE	30,7	69,2
	ALIFOND	34,8	65,2
	LABORFONDS	32,6	67,5
	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
	FAMIGLIA	30,0	70,0
	CONCRETO	25,0	75,0
	FONTE	20,0	80,0
	GOMMA PLASTICA	30,0	70,0
	PREVIMODA	32,9	67,1
	EUROFER	20,0	80,0
MEDIAFOND	20,0	80,0	
Media dei fondi monocomparto		23,0	77,0
Multicomparto	FONCHIM comp. Moneta	-	100,0
	FONCHIM comp. Stabilità	30,7	69,3
	FONCHIM comp. Crescita	60,0	40,0
	FONDENERGIA comp. Conservativo	-	100,0
	FONDENERGIA comp. Bilanciato	33,0	67,0
	FONDENERGIA comp. Dinamico	60,0	40,0
	QUADRI E CAPI FIAT comp. Obbligazionario	-	100,0
	QUADRI E CAPI FIAT comp. Bilanciato obbligazionario	28,9	71,1
	QUADRI E CAPI FIAT comp. Bilanciato azionario	48,6	51,4
	FONDODENTISTI comp. Scudo	-	100,0
	FONDODENTISTI comp. Progressione	30,0	70,0
	FONDODENTISTI comp. Espansione	75,0	25,0
	SOLIDARIETA' VENETO comp. Prudente	5,0	95,0
	SOLIDARIETA' VENETO comp. Reddito	20,0	80,0
	SOLIDARIETA' VENETO comp. Dinamico	45,0	55,0
	FOPEN comp. Monetario	-	100,0
	FOPEN comp. Bilanciato obbligazionario	30,0	70,0
	FOPEN comp. Bilanciato	50,0	50,0
	FOPEN comp. Azionario	70,0	30,0
	TELEMACO comp. Conservativo (Blue)	9,6	90,4
	TELEMACO comp. Prudente (Green)	23,9	76,1
	TELEMACO comp. Bilanciato (Yellow)	48,8	51,2
	TELEMACO comp. Crescita (Orange)	68,9	31,2
	PREVIVOLO comp. Obbligazionario a breve	-	100,0
	PREVIVOLO comp. Prevalentemente obbligazionario	14,9	85,1
	PREVIVOLO comp. Bilanciato misto	39,9	60,1
	PREVIVOLO comp. Prevalentemente azionario	75,0	25,0
Media dei fondi multicomparto		29,6	70,4
MEDIA GENERALE		25,7	74,3

(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 nella composizione del *benchmark* di ogni singolo comparto (*cf.* Tav. 3.13) è rimasto, per quanto riguarda i fondi monocomparto, sostanzialmente prudentiale: la percentuale dei titoli di capitale presente nel *benchmark* del fondo non supera il 35 per cento (ALIFOND) toccando il minimo (5 per cento) nel caso di FUNDUM. In media la percentuale dei titoli di capitale nel portafoglio neutrale dei 17 fondi monocomparto operativi è pari al 23 per cento.

Alla base dell'atteggiamento prudentiale, facilmente individuabile anche in quei fondi monocomparto che hanno avviato la gestione finanziaria nel corso del 2004 (FAMIGLIA, FONTE, GOMMAPLASTICA, PREVIMODA e EUROFER), vi è l'orizzonte temporale tipicamente di breve periodo (3-5 anni) che guida i processi di allocazione ottimale delle risorse dei fondi monocomparto in questa prima fase di operatività: ciò sia in considerazione delle esigenze dei più prossimi al pensionamento che della prospettiva di passaggio al multicomparto trascorso detto lasso di tempo.

Gli otto fondi multicomparto (tre in più rispetto all'anno precedente grazie all'avvio alla gestione finanziaria di TELEMACO e PREVIVOLO e alla trasformazione in multicomparto di QUADRI E CAPI FIAT), presentano tre o quattro comparti caratterizzati da diverse combinazioni di rischio-rendimento, dalle più conservative (comparti obbligazionari puri) alle più aggressive (comparti azionari) ferma restando la presenza di comparti bilanciati e obbligazionari misti. In media la percentuale dei titoli di capitale nel portafoglio neutrale degli 8 fondi multicomparto operativi è pari al 29,6 per cento.

A livello generale, la percentuale dei titoli di capitale nel portafoglio neutrale dei 25 fondi negoziali in operatività finanziaria è pari al 25,7 per cento, invariata rispetto al 2003.

L'attività di allocazione strategica delle risorse, sin qui illustrata prendendo a riferimento soltanto la combinazione di azioni e di obbligazioni presente nei portafogli neutrali dei fondi in operatività finanziaria, può essere meglio apprezzata scendendo nel dettaglio delle caratteristiche dei singoli indicatori che compongono i *benchmark* dei 44 comparti operativi al 31 dicembre 2004.

A tal riguardo, con riferimento al Paese di residenza degli emittenti i titoli oggetto di attenzione a livello strategico, si osserva innanzitutto una preferenza da parte degli organi di amministrazione per indicatori relativi ad aree geografiche allargate o globali rispetto a quelli riferiti ad uno specifico Paese (indicatori locali) (*cf.* Tav. 3.14).

Tav. 3.14

Fondi pensione negoziali. Composizione del benchmark per area geografica degli indicatori.*(anno 2004; valori percentuali)*

Indicatori	Obbligazionari	Azionari	Totale
Italia	0,4	0,5	0,9
Euro	73,3	6,2	79,5
Euro escluso Italia	-	0,7	0,7
Europa	-	7,1	7,1
Usa	0,1	1,4	1,5
Giappone	-	0,2	0,2
Pacifico	-	0,1	0,1
Mondo escluso area euro	0,4	4,5	4,9
Mondo escluso Europa	-	2,3	2,3
Mondo	0,1	2,7	2,8
Totale	74,3	25,7	100,0

Il peso preponderante assegnato agli indicatori costituiti esclusivamente da titoli di soggetti residenti nell'area dell'euro (80 per cento circa) è la conseguenza della scelta di indirizzare gli investimenti obbligazionari (come visto prevalenti nell'ambito dei portafogli neutrali) verso impieghi che non richiedono la copertura dal rischio cambio. Il peso sulla sola componente obbligazionaria assunto dagli indicatori costituiti esclusivamente da titoli di soggetti residenti nell'area dell'euro, pari al 99 per cento, infatti, è di molto superiore al peso che gli stessi hanno nell'ambito della sola componente azionaria (27 per cento circa).

L'esposizione teorica in valuta diversa dall'euro⁹ che emerge osservando le caratteristiche degli indicatori costituenti i *benchmark*, con particolare riguardo alla valuta di denominazione di quelli di natura azionaria (come ricordato, maggiormente caratterizzati da titoli di soggetti residenti in Paesi diversi da quelli dell'area euro), è mediamente pari al 12 per cento.

Nell'ambito dei *benchmark* azionari si osserva un crescente utilizzo di indicatori etici: la scelta di PREVIAMBIENTE, il primo fondo ad indirizzare parte delle risorse verso impieghi socialmente responsabili, è stata seguita nel corso del 2004 da FONDOFAMIGLIA, EUROFER e FONTE che hanno scelto indicatori etici per l'intera quota azionaria dei rispettivi *benchmark* strategici.

In alcuni casi, in tendenziale aumento considerando anche le previsioni della Legge delega in materia di TFR, si osserva la presenza di garanzie di risultato.

⁹ L'esposizione teorica in valuta diversa dall'euro è la porzione di patrimonio esposta al rischio cambio nell'ipotesi in cui i gestori si limitino a replicare fedelmente il *benchmark* assegnato. Essa non necessariamente coincide con la porzione di *benchmark* rappresentata da titoli emessi da soggetti residenti al di fuori dell'area dell'euro (pari a circa il 15 per cento) in considerazione dell'adozione da parte dei fondi di indicatori in valuta locale o *hedged*.

In particolare, alle gestioni monocomparto di FUNDUM e EUROFER sono associate determinate tipologie di garanzie. Entrambe i fondi, attraverso gli intermediari finanziari incaricati della gestione delle risorse (imprese di assicurazione), offrono, al verificarsi di determinati eventi in capo agli aderenti, la garanzia di restituzione del capitale e di corresponsione di un rendimento minimo (ovviamente nel caso sia superiore a quello ottenuto mediante l'investimento delle risorse nei mercati finanziari). Diverse sono le modalità con cui sono contrattualmente definite le garanzie. Innanzitutto è diverso il tasso di rendimento annuo composto minimo garantito, fissato al due per cento per FUNDUM e al 2,5 per cento per EUROFER; diversa è la percentuale di contributi degli aderenti oggetto di garanzia (100 per cento per FUNDUM e 60 per cento per EUROFER); diverso infine è il novero degli eventi garantiti dagli intermediari di cui si avvalgono i fondi: per EUROFER la garanzia opera al verificarsi di determinati eventi in capo all'aderente (esercizio del diritto alla prestazione pensionistica, decesso e invalidità) mentre nel caso di FUNDUM la garanzia opera anche alla scadenza della convenzione. In particolare, nel caso di FUNDUM il gestore (un'impresa di assicurazione) si impegna a fornire la garanzia, oltre che in corso di durata della convenzione al verificarsi di dette tipologie di eventi anche in relazione alla scadenza del mandato: ciò consente al fondo di coniugare l'esigenza di fornire agli aderenti una garanzia che abbracci l'intero orizzonte temporale di partecipazione al fondo con la circostanza che il soggetto che fornisce la stessa è vincolato contrattualmente per un periodo determinato.

Tra i fondi multicomparto non vi sono linee di investimento che presentano qualche forma di garanzia fatta esclusione per il comparto Sicurezza di COMETA (operativo dal 1° maggio 2005) il quale, attraverso i due intermediari incaricati della gestione, prevede una garanzia di restituzione del capitale e di rendimento minimo (fissato al tasso del 2,5 per cento annuo), che sarà riconosciuta agli aderenti la cui posizione risulti investita nel comparto alla scadenza della convenzione, stabilita in cinque anni, nel caso i rendimenti prodotti dalla gestione siano inferiori. A differenza dei due menzionati fondi monocomparto che prevedono la corresponsione di una garanzia di rendimento minimo, la garanzia offerta da COMETA non prevede il riconoscimento del rendimento minimo anche al verificarsi di eventi legati alla vita dell'aderente quali l'ingresso in quiescenza, il decesso, il sopraggiungere di un'invalidità permanente o a scadenza. La suddetta tipologia di garanzia impegna, pertanto, il gestore a mettere a disposizione del fondo, alla scadenza della convenzione, un importo minimo garantito, corrispondente all'importo delle risorse conferite in gestione, relative alle posizioni individuali degli aderenti che hanno scelto il comparto Sicurezza, diminuite di eventuali anticipazioni e smobilizzi, capitalizzate ad un tasso di rendimento annuo composto del 2,5 per cento. Alla scadenza della convenzione il gestore conferirà al fondo il maggior valore tra il rendimento realizzato nella gestione finanziaria ed il rendimento minimo garantito.

La remunerazione media prevista contrattualmente nei mandati di gestione che offrono garanzie di risultato, calcolata in percentuale sul patrimonio gestito, si aggira intorno allo 0,23 per cento annuo rispetto ad una commissione di gestione media che per i 123 mandati attivi al 31 dicembre 2004 è dello 0,16 per cento.

3.7.2 L'introduzione delle gestioni multicomparto

Come accennato nel precedente paragrafo, ai cinque fondi multicomparto in gestione finanziaria al dicembre 2003 (FONCHIM, FONDENERGIA, FONDODENTISTI, SOLIDARIETA' VENETO e FOPEN), nel corso del 2004 si sono aggiunti TELEMACO, PREVIVOLO e QUADRI E CAPI FIAT; quest'ultimo, già in operatività finanziaria sulla base di un assetto monocomparto, ha concluso il processo di trasformazione verso il multicomparto conferendo le risorse ai nuovi gestori selezionati nel mese di aprile del 2004. Anche COMETA, il più grande dei fondi pensione negoziali, dopo aver portato a termine il procedimento di modifica statutaria per il passaggio alla struttura multicomparto già nel mese di dicembre dell'anno 2003 e concluso il processo di selezione dei gestori nel corso del 2004, a partire dal 1° maggio del 2005 ha avviato l'operatività finanziaria di quattro comparti. Altri due fondi in gestione finanziaria sulla base di un assetto monocomparto (PEGASO e COOPERLAVORO) hanno apportato nei primi mesi del 2005 le modifiche statutarie per il passaggio al multicomparto e si apprestano entro la fine dell'anno in corso a completare il processo di selezione dei gestori e ad avviare la gestione finanziaria dei nuovi comparti istituiti. FOPEN, infine, nel mese di dicembre del 2004 ha introdotto, dal punto di vista statutario, una quinta linea (che si colloca per profilo di rischio-rendimento tra il comparto Monetario e quello Bilanciato obbligazionario) che ha intenzione di avviare alla gestione finanziaria a partire dal 1° gennaio 2006

Dall'osservazione del patrimonio gestito dai 25 fondi in gestione finanziaria al dicembre 2004, risulta che il 42 per cento fa capo agli 8 fondi multicomparto, percentuale che quasi raddoppia se si considera anche il recente ingresso nel suddetto gruppo di COMETA, PEGASO e COOPERLAVORO.

Il passaggio al multicomparto richiede interventi di responsabilità da parte dell'organo di amministrazione che comportano modifiche statutarie, riassetamento della politica di investimento e una serie di misure volte a consentire una scelta consapevole da parte degli aderenti. Quest'ultimo aspetto ha indotto i fondi interessati ad avviare particolari iniziative.

Il fondo COMETA, ad esempio, ha sviluppato una sezione speciale del sito *internet* all'interno della quale è possibile acquisire le principali informazioni circa la tempistica dell'avvenuto passaggio al multicomparto, caratteristiche fondamentali di ciascuna linea ed i criteri di scelta a supporto degli aderenti (l'obiettivo di investimento, l'età lavorativa, il reddito attuale, il bilancio familiare, le aspettative previdenziali e finanziarie del mercato, gli investimenti in essere e i prodotti finanziari preferiti nonché la propensione personale al rischio); sempre sul sito *internet* è stato messo a disposizione uno strumento informatico di simulazione utile per chi desidera effettuare una proiezione della propria posizione previdenziale. Oltre alla stesura di una scheda informativa contenente le principali informazioni sui vari comparti e alla predisposizione di una comunicazione diretta a ciascun iscritto, al fine di agevolare il contatto diretto con gli stessi, il fondo ha provveduto ad ampliare il servizio di *call*

center. Analoghe iniziative sono state poste in essere dagli altri fondi interessati dal processo di trasformazione verso un assetto multicomparto.

Le oggettive difficoltà nel reperire le informazioni necessarie all'organo di amministrazione del fondo, per quanto riguarda la distribuzione del grado di avversione al rischio nell'ambito della platea degli aderenti, hanno determinato scelte di combinazioni di rischio-rendimento delle diverse linee di investimento non troppo dissimili da fondo a fondo. I profili di rischio-rendimento individuati dai fondi sono riconducibili alle seguenti categorie:

- obbligazionario puro (escluso l'investimento in azioni);
- obbligazionario misto (la componente azionaria è inferiore al 30 per cento);
- azionario (la componente azionaria non è inferiore al 50 per cento);
- bilanciato (in tutti gli altri casi).

Osservando le percentuali effettive di adesione ai singoli comparti e, per il fondo COMETA, i dati relativi alle preadesioni, si evidenzia come i comparti di *default* (prosecuzione delle gestioni monocomparto per i fondi interessati dal passaggio ad un assetto multicomparto, come ricordato caratterizzati da una strategia prudentiale) presentano la percentuale più elevata di partecipazione in quanto raccolgono le posizioni individuali di tutti gli aderenti che non esprimono direttamente la loro preferenza (cosiddetti silenti). Tale percentuale, rimasta quasi invariata rispetto al 2003, varia da un minimo del 50 per cento di SOLIDARIETA' VENETO fino ad arrivare a punte dell'85-90 per cento dei fondi FONCHIM, FONDENERGIA, QUADRI E CAPI FIAT e COMETA.

Il perdurare dell'atteggiamento di inerzia nella fase di prima scelta da parte degli aderenti dei fondi pensione interessati alla transizione verso il multicomparto, fenomeno peraltro già manifestatosi nei paesi dove la previdenza complementare è in una fase più matura, è un elemento che deve essere preso in seria considerazione da parte degli organi di amministrazione dei fondi. Se da un lato la non irreversibilità della prima scelta (agli aderenti è consentito di cambiare comparto nel corso del tempo) è un elemento che potrebbe avere inciso nelle decisioni dei singoli in questa prima fase di avvio delle gestioni multicomparto, non si possono trascurare gli effetti negativi che un'inerzia prolungata nel tempo potrebbero generare sul capitale accumulato a fini previdenziali. Il supporto agli aderenti per una scelta consapevole di impiego dei propri risparmi previdenziali, sia nella fase iniziale che durante tutto l'orizzonte temporale di partecipazione al piano previdenziale, da realizzare per lo meno attraverso l'individuazione di percorsi di *default* per gli aderenti meno intraprendenti, appare in prospettiva, una delle attività su cui dovranno impegnarsi maggiormente gli organi di amministrazione dei fondi.

Tav. 3.15

Fondi pensione negoziali. Multicomparto e preferenze degli aderenti.

Fondo	Denominazione Comparto ⁽¹⁾	Tipologia comparto	% azioni nel benchmark	% iscritti per comparto	
				31.12.2003	31.12.2004
FONCHIM	Moneta	obbligazionario puro	-	4,8	4,3
	Stabilità	bilanciato	30,7	93,2	93,6
	Crescita	azionario	60,0	2,0	2,1
FONDENERGIA	Conservativo	obbligazionario puro	-	5,6	6,0
	Bilanciato	bilanciato	33,0	92,7	91,6
	Dinamico	azionario	60,0	1,8	2,4
QUADRI E CAPI FIAT ⁽²⁾	Obbligazionario	obbligazionario puro	-	12,3	11,0
	Bilanciato obbligazionario	obbligazionario misto	28,9	84,8	85,4
	Bilanciato azionario	bilanciato	48,6	2,9	3,6
COMETA ⁽³⁾	Monetario plus	obbligazionario puro	-	-	1,8
	Sicurezza	obbligazionario misto	5,0	-	11,0
	Reddito	obbligazionario misto	20,0	-	85,1
	Crescita	bilanciato	45,0	-	2,1
FONDODENTISTI	Scudo	obbligazionario misto	-	10,3	11,4
	Progressione	bilanciato	30,0	39,4	39,1
	Espansione	azionario	75,0	50,3	49,5
SOLIDARIETA' VENETO	Prudente	obbligazionario misto	5,0	55,2	51,3
	Reddito	obbligazionario misto	20,0	25,0	30,6
	Dinamico	bilanciato	45,0	19,8	18,1
FOPEN	Monetario	obbligazionario puro	-	17,0	14,9
	Bilanciato obbligazionario	bilanciato	30,0	75,0	74,7
	Bilanciato	bilanciato	50,0	5,4	7,0
	Azionario	azionario	70,0	2,6	3,4
TELEMACO ⁽²⁾	Conservativo	obbligazionario misto	9,6	3,7	4,6
	Prudente	obbligazionario misto	23,9	89,4	86,8
	Bilanciato	bilanciato	48,8	4,5	5,8
	Crescita	azionario	68,9	2,4	2,8
PREVIVOLO	Obbligazionario a breve	obbligazionario puro	-	-	5,8
	Prevalentemente obbligazionario	obbligazionario misto	14,9	-	19,3
	Bilanciato misto	azionario	39,9	-	55,3
	Prevalentemente azionario	azionario	75,0	-	19,6

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

(2) Dati 2003 relativi alle preadesioni ai singoli comparti, acquisiti mediante apposite comunicazioni trasmesse dai fondi.

(3) Dati 2004 relativi alle preadesioni ai singoli comparti, acquisiti mediante apposite comunicazioni trasmesse dai fondi.

Tav. 3.16

Fondi pensione negoziali. Multicomparto e limiti di investimento.

Tipologia comparto	Comparto	Limiti agli strumenti finanziari			
		Azioni		Obbligazioni	
		min	max	min	max
Obbligazionario puro	FONCHIM comp. Moneta	0	0	100	100
	FONDENERGIA comp. Conservativo	0	0	100	100
	QUADRI E CAPI FIAT comp. Obbligazionario	0	0	100	100
	FOPEN comp. Monetario	0	0	100	100
	COMETA comp. Monetario plus	0	0	100	100
	PREVIVOLO comp. Obbligazionario a breve	0	0	100	100
Obbligazionario misto	SOLIDARIETA' VENETO comp. Prudente	0	10	90	100
	COMETA comp. Sicurezza	0	10	90	100
	TELEMACO comp. Conservativo	0	10	90	100
	FONDODENTISTI comp. Scudo	0	20	80	100
	SOLIDARIETA' VENETO comp. Reddito	0	30	70	100
	COMETA comp. Reddito	0	30	70	100
	QUADRI E CAPI FIAT comp. Bilanciato obbligazionario	28,5	30	70	71,5
	FONCHIM comp. Stabilità	0	29,5	70,5	100
	TELEMACO comp. Prudente	15	25	75	100
PREVIVOLO comp. Prevalentemente obbligazionario	0	25	75	100	
Bilanciato	FOPEN comp. Bilanciato obbligazionario	25	35	65	75
	FONDENERGIA comp. Bilanciato	28	38	62	72
	TELEMACO comp. Bilanciato	40	50	50	60
	QUADRI E CAPI FIAT comp. Bilanciato azionario	47,5	50	50	52,5
	FONDODENTISTI comp. Progressione	0	55	45	100
	PREVIVOLO comp. Bilanciato misto	25	70	30	75
	FOPEN comp. Bilanciato	42	58	42	58
	SOLIDARIETA' VENETO comp. Dinamico	0	60	40	100
COMETA comp. Crescita	0	60	40	100	
Azionario	FONDENERGIA comp. Dinamico	57	63	37	43
	TELEMACO comp. Crescita	60	70	30	40
	FOPEN comp. Azionario	60	80	20	40
	FONDODENTISTI comp. Espansione	55	100	0	45
	FONCHIM comp. Crescita	0	100	0	100
	PREVIVOLO comp. Prevalentemente azionario	60	100	0	40

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

Al 31 dicembre 2004, per i 25 fondi in operatività finanziaria risultano attive 123 convenzioni di gestione (56 in più rispetto alle 67 di fine 2003) distribuite nell'ambito di 44 comparti di investimento. Se si considerano i mandati di gestione autorizzati alla fine del 2004, relativamente a PRIAMO, PREVAER, BYBLOS e FONDAPI (operativi, ad esclusione di BYBLOS, nei primi mesi del 2005), il numero di convenzioni sale a 135 e quello dei comparti a 47. Il forte incremento nel numero delle convenzioni in gestione è attribuibile, da un lato, alla richiamata semplificazione amministrativa attuata con la Delibera COVIP del 4 dicembre del 2003 che ha accelerato i tempi che intercorrono tra la data di presentazione dell'istanza e la data del rilascio da parte della COVIP dell'autorizzazione preventiva alla stipula delle convenzioni e, dall'altro, alla presenza di alcuni mandati specialistici nell'ambito di assetti multicomparto che numericamente moltiplicano il numero di convenzioni in essere pur in presenza di mandati identici affidati a medesimi intermediari.

Le diverse scelte adottate dai 25 fondi in gestione finanziaria relativamente alle modalità di articolazione dei mandati nell'ambito delle attività di implementazione delle politiche di investimento dei singoli comparti sono sintetizzate nella Tav. 3.17.

Rispetto al 2003, si è assistito ad un notevole incremento in termini percentuali del numero dei mandati specialistici (il mandato riguarda la gestione di un'unica *asset class*), passati dai 15 del 2003 (pari al 22,4 per cento) agli attuali 59 (pari al 48 per cento del totale). L'incremento è prevalentemente spiegato dall'avvio in gestione dei fondi multicomparto TELEMACO e PREVIVOLO, del fondo monocomparto PREVIMODA ed alla trasformazione in multicomparto di QUADRI E CAPI FIAT che complessivamente considerati apportano 42 nuovi mandati, tutti di natura specialistica. La maggioranza dei mandati operativi, tuttavia, insistendo su più di un'*asset class*, continua ad avere connotazioni generaliste (64 rispetto ai 52 del 2003).

Cresce, sempre rispetto al 2003, la presenza di comparti che al loro interno prevedono tipologie di mandato differenti per ciò che attiene al profilo di rischio-rendimento: questi sono passati dai 6 del 2003 (20,6 per cento) ai 13 del 2004 (29,5 per cento). I fondi che hanno optato per tale soluzione, che come noto può porre dei problemi di alterazione involontaria dell'*asset allocation* strategica (possibilità che per effetto dell'andamento difforme delle diverse classi di attività, il portafoglio neutrale del comparto si discosti dalla sua configurazione originaria) hanno previsto, nell'ambito delle deliberazioni inerenti la politica di investimento, di far fronte a tale eventualità attraverso un attento monitoraggio dell'andamento delle quote di patrimonio conferite ai singoli intermediari, e di agire, se del caso, attraverso la leva dei flussi delle contribuzioni.