

Tav. 3.17

**Fondi pensione negoziali. Articolazione dei mandati di gestione.**

<b>Fondo/Comparto</b>	<b>N° di mandati specialistici</b>	<b>N° di mandati generalisti</b>	<b>un'unica tipologia di mandato</b>	<b>diverse tipologie di mandato</b>
FONCHIM comp. Moneta	1	-	X	-
FONCHIM comp. Stabilità	4	2	-	X
FONCHIM comp. Crescita	-	1	X	-
FONDENERGIA comp. Conservativo	2	-	X	-
FONDENERGIA comp. Bilanciato	-	3	X	-
FONDENERGIA comp. Dinamico	-	2	X	-
QUADRI E CAPI FIAT comp. Obbligazionario	1	-	X	-
QUADRI E CAPI FIAT comp. Bilanciato obbligazionario	4	-	-	X
QUADRI E CAPI FIAT comp. Bilanciato azionario	4	-	-	X
COMETA	-	6	-	X
FONDENTISTI comp. Scudo	1	-	X	-
FONDENTISTI comp. Progressione	-	1	X	-
FONDENTISTI comp. Espansione	-	1	X	-
SOLIDARIETÀ VENETO comp. Prudente	-	1	X	-
SOLIDARIETÀ VENETO comp. Reddito	-	1	X	-
SOLIDARIETÀ VENETO comp. Dinamico	-	1	X	-
PREVIAMBIENTE	4	-	-	X
ALIFOND	-	3	-	X
LABORFOND	3	2	-	X
COOPERLAVORO	-	3	X	-
FOPEN comp. Monetario	1	-	X	-
FOPEN comp. Bilanciato obbligazionario	-	1	X	-
FOPEN comp. Bilanciato	-	1	X	-
FOPEN comp. Azionario	-	1	X	-
PEGASO	-	3	X	-
FUNDUM	-	1	X	-
PREVICOOPER	-	2	X	-
TELEMACO comp. Conservativo (Blue)	6	-	-	X
TELEMACO comp. Prudente (Green)	7	-	-	X
TELEMACO comp. Bilanciato (Yellow)	7	-	-	X
TELEMACO comp. Crescita (Orange)	7	-	-	X
PREVIVOLO comp. Obbligazionario a breve	3	-	X	-
PREVIVOLO comp. Prevalentemente obbligazionario	-	3	X	-
PREVIVOLO comp. Bilanciato misto	-	3	X	-
PREVIVOLO comp. Prevalentemente azionario	-	3	X	-
ARCO	-	2	X	-
FONCER	-	3	X	-
FAMIGLIA	-	1	X	-
PREVIMODA	3	-	-	X
CONCRETO	-	2	X	-
FONTE	-	4	X	-
GOMMAPLASTICA	1	2	-	X
MEDIAFOND	-	1	X	-
EUROFER	-	4	X	-
<b>Totale</b>	<b>59</b>	<b>64</b>	<b>31</b>	<b>13</b>
		<b>123</b>		<b>44</b>

La maggior parte dei comparti (31 su 44), tuttavia, è caratterizzata dalla presenza di uno o più mandati uguali per ciò che concerne il profilo di rischio-rendimento alle linee di indirizzo del comparto di riferimento: in tal caso pur in presenza di un'alterazione nel tempo dei rapporti tra i diversi gestori in termini di masse gestite il disegno strategico del comparto rimane inalterato.

Definita l'*asset allocation* strategica dei vari comparti ed individuate le caratteristiche dei mandati che dovranno implementarla, gli organi di amministrazione dei fondi hanno il compito di avviare e portare a termine il processo di selezione dei gestori nel rispetto delle linee guida contenute nelle istruzioni emanate nel 1999 dalla COVIP (*cfr.* “Istruzioni sul processo di selezione dei gestori delle risorse dei fondi pensione”).

Sono quattro i fondi che nel corso del 2004 hanno terminato il processo di selezione dei gestori e ottenuto l'autorizzazione alla stipula delle convenzioni di gestione (BYBLOS, PRIAMO, PREVAER e FONDAPI – di cui gli ultimi tre hanno avviato la gestione delle risorse già nel mese di gennaio 2005). Per altri sei fondi i relativi processi di selezione dei gestori a fine 2004 sono ancora in corso di svolgimento: si tratta di FILCOOP, FOPADIVA, FONSER, FOPEN, SOLIDARIETÀ VENETO, e COOPERLAVORO; questi ultimi tre, in operatività finanziaria già da tempo, si apprestano a rinnovare, per motivi diversi, il *team* di gestori. LABORFOND ha concluso nel mese di novembre 2004 il processo di selezione di due nuovi gestori da inserire nell'attuale gestione monocomparto (di cui uno avviato alla gestione già a partire da novembre 2004 e l'altro nei primi mesi del 2005).

Il ruolo degli organi di amministrazione nella valutazione dei gestori, assume sempre maggiore incisività sia nell'ambito dei processi di selezione che durante l'espletamento del mandato. Ne sono una testimonianza i casi di cambiamento dei *team* di gestori in occasione della scadenza naturale delle convenzioni e il ricorso a revocate anticipate di mandati. QUADRI E CAPI FIAT, nell'aprile del 2004, in occasione dell'avvio della gestione multicompardo ha conferito le risorse ai quattro gestori selezionati: solo uno dei due gestori della precedente gestione monocomparto è stato confermato. Nell'ottobre del 2004 FONCHIM, il primo tra i fondi pensione negoziali ad aver avviato nel lontano 1999 la gestione finanziaria, in occasione della scadenza delle convenzioni a suo tempo stipulate, ha avviato la gestione con i nuovi intermediari risultati vincitori del secondo processo di selezione, terminato già a fine 2003: la scelta è stata quella di confermare nelle nuove gestioni tre dei precedenti sei gestori. Anche COMETA, il primo fondo pensione negoziale a procedere nel corso dell'anno 2001 alla sostituzione di un gestore a causa di uno stile di gestione non ritenuto soddisfacente, nell'ambito del rinnovo della squadra di gestori in scadenza e in vista del passaggio al multicompardo, ha completato il secondo processo di selezione e individuato 9 gestori: tra questi hanno ottenuto la conferma 4 dei 6 gestori al servizio del fondo nella gestione monocomparto. In altri due casi (FOPEN E TELEMACO), il ruolo attivo dell'organo di amministrazione, si è concretizzato nella revoca anticipata dei mandati, a causa delle insoddisfacenti *performance* conseguite da alcuni gestori.

Con riferimento alle modalità di implementazione delle politiche di investimento si osservano delle innovazioni introdotte sia dai fondi avviati alla gestione finanziaria nel corso del 2004, sia da quelli che, in conseguenza del passaggio al multicomparto hanno ridefinito la politica di investimento, sia infine da parte di coloro che si accingono attraverso l'espletamento delle prime gare ad entrare nella piena operatività.

Innanzitutto, come accennato, un numero crescente di fondi è orientato ad affidare le singole classi di attività che costituiscono il *benchmark* del fondo (o del comparto per i fondi multicomparto) a gestori specializzati nella gestione di determinati segmenti di mercato. In tale ambito, interessante è la scelta di TELEMACO di applicare il principio della specializzazione non soltanto con riferimento alle singole classi di attività ma anche con riguardo allo stile di gestione richiesto per ciascuna di esse: ogni segmento del portafoglio neutrale è stato affidato a due gestori: uno passivo, con l'obiettivo di replicare il *benchmark*, uno attivo, con l'obiettivo di fare meglio del parametro di riferimento.

Anche PRIAMO, autorizzato alla gestione alla fine del 2004, sin dalla definizione della politica di investimento ha focalizzato l'attenzione sulle componenti attive e passive del portafoglio: l'85 per cento del portafoglio neutrale, rappresentativo delle classi di attività tradizionali (principalmente azioni a grande capitalizzazione e obbligazioni governative) viene gestito passivamente per mezzo di quattro gestori generalisti, mentre il 15 per cento, rappresentativo della classe di attività “piccole e medie aziende” viene gestito attivamente attraverso un gestore specialistico.

Il fondo COMETA, in occasione dell'attività di implementazione della politica di investimento per l'avvio della nuova gestione multicomparto ha optato, relativamente a due mandati del comparto Reddito, per l'attivazione di tecniche di gestione “dinamica” in base alle quali la discrezionalità del gestore nella allocazione delle risorse tra attività rischiose e impieghi a basso rischio viene limitata dalla presenza di regole automatiche (algoritmi matematici) che sono state portate a conoscenza del fondo e da questo condivise.

Nella gran parte delle convenzioni stipulate viene assegnato al gestore l'obiettivo della massimizzazione dei rendimenti compatibilmente con i vincoli di rischiosità assegnati e generalmente rappresentati, a livello assoluto, dai limiti di oscillazione delle percentuali di investimento attorno alle classi di attività prevalenti (Tav. a.8 in appendice) e, a livello relativo, dalle soglie di volatilità dell'*extra-rendimento* rispetto al *benchmark*. L'indicatore che generalmente viene 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 di *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 (attivo o passivo) che il fondo si attende dal gestore. In alcuni fondi avviati alla gestione nel corso del 2004, la diversificazione degli stili di gestione tra

mandati aventi medesime linee di indirizzo è avvenuta proprio con riferimento al limite di *TEV* assegnato.

Guardando alla tipologia degli intermediari (*cfr.* Tav. 3.18), rispetto al 2003 si avverte un forte incremento del numero delle convenzioni e quindi delle risorse affidate in gestione alle SGR che tuttavia lascia invariata la quota di mercato di pertinenza delle società di *asset management* del nostro Paese (75 per cento). Rilevante è l'incremento rispetto all'anno scorso che ha riguardato la presenza di imprese di investimento comunitarie; queste risultano raddoppiate nel numero (4 in più rispetto al 2003) e che gestiscono una porzione di patrimonio pari al 12 per cento (+5 per cento rispetto al 2003). Si riduce invece il patrimonio affidato in gestione alle imprese di assicurazione che in maggioranza gestiscono mandati di natura obbligazionaria: 714 milioni di euro contro i 753 del 2003. Queste sono risultate le più penalizzate dai processi di rinnovamento dei *team* di gestione che hanno interessato alcuni grandi fondi nel corso del 2004.

### Tav. 3.18

#### Fondi pensione negoziali. Risorse in gestione per tipologia di intermediario. (importi in milioni di euro)

Tipologia di intermediario	Intermediari			Convenzioni			Risorse in gestione					
	2002 2003 2004			2002 2003 2004			2002		2003		2004	
	Num.	Num.	Num.	Num.	Num.	Num.	Importi	%	Importi	% Importi	Importi	%
<i>Italia</i>												
Compagnie di assicurazione	2	3	3	7	12	15	551	20,0	753	19,4	714	12,7
SGR	13	16	18	36	48	93	2.019	73,4	2.847	73,4	4.220	75,3
<i>Total</i>	<i>15</i>	<i>19</i>	<i>21</i>	<i>43</i>	<i>60</i>	<i>108</i>	<i>2.570</i>	<i>93,5</i>	<i>3.600</i>	<i>93,0</i>	<i>4.934</i>	<i>88,0</i>
<i>Unione Europea</i>												
Impresa di investimento	4	4	8	10	7	15	179	6,5	281	7,2	675	12,0
<i>Total</i>	<i>19</i>	<i>23</i>	<i>29</i>	<i>53</i>	<i>67</i>	<i>123</i>	<i>2.749</i>	<i>100,0</i>	<i>3.881</i>	<i>100,0</i>	<i>5.609</i>	<i>100,0</i>

Volgendo l'attenzione alla tipologia dei mandati di gestione (*cfr.* Tav. 3.19), è possibile notare che il numero dei mandati azionari si è notevolmente incrementato passando da 7 nel 2003 a 38 attuali con un patrimonio gestito di 721 milioni rispetto ai 67 milioni del 2003. La motivazione può essere ricercata nel progressivo avvio alla gestione finanziaria di fondi con un assetto multicompardo e all'incremento di mandati specialistici.

Il primato in termini di patrimonio gestito rimane ai mandati la cui componente azionaria non supera il 30 per cento (obbligazionari misti) che insieme ai bilanciati detengono il 65 per cento del patrimonio complessivo in gestione.

**Tav. 3.19**

**Fondi pensione negoziali. Risorse in gestione per tipologia di mandato.**  
*(dati di fine 2004; importi in milioni di euro)*

<b>Tipologia di mandato</b>	<b>Convenzioni</b>	<b>Risorse in gestione</b>	
	Numero	Importi	%
Obbligazionario puro	32	1.216	21,7
Obbligazionario misto	29	2.175	38,8
Bilanciato	24	1.497	26,7
Azionario	38	721	12,9
<b>Totale</b>	<b>123</b>	<b>5.609</b>	<b>100,0</b>

### 3.7.4 Le scelte di gestione e la composizione del portafoglio

Alla fine del 2004 i 41 fondi negoziali autorizzati all'esercizio delle attività dispongono di un patrimonio che si aggira intorno ai 5.881 milioni di euro di cui il 95 per cento (rispetto all'84 per cento del 2003) è attribuibile ai 25 fondi in gestione finanziaria che le gestiscono attraverso 123 mandati di gestione attivati con 29 intermediari finanziari.

Nell'analizzare la composizione effettiva del portafoglio è possibile (*cfr.* Tav. a.9 in appendice) notare che, sia per i fondi monocomparto che per i fondi multicomparto, permane la predominanza degli investimenti in titoli di debito (in media pari a circa il 73 per cento), che raggiungono quote massime dell' 88 per cento circa tra i fondi monocomparto (FUNDUM) ed è quasi totalitaria per i compatti monetari di FONCHIM, FONDENERGIA e FOPEN. La durata finanziaria media dei titoli di debito è pari a 2,38. La media ponderata dell'investimento diretto in titoli di capitale si aggira, invece, intorno al 22 per cento, raggiungendo il massimo del 33 per cento circa di PREVIMODA, tra i fondi monocomparto e del 76 per cento del comparto Prevalentemente azionario di PREVIVOLO. Gli OICR, prevalentemente di natura azionaria e maggiormente diffusi tra i fondi multicomparto, incidono in media dell'1,8 per cento (un punto in più rispetto al 2003), raggiungendo il massimo del 59 e 75 per cento per i compatti Bilanciato e Crescita del fondo TELEMACO. I depositi si attestano intorno al 2,2 per cento. Rispetto al 2003, per i fondi multicomparto, si è registrato un incremento di circa 4 punti percentuali a favore dei titoli di debito rispetto all'investimento diretto in titoli di capitale, che passano dal 22 per cento di fine 2003 al 20 per cento di fine 2004. Nell'ambito dei fondi monocomparto non si osservano variazioni degne di nota rispetto alla situazione di fine 2003.

Le ultime due colonne riportano l'esposizione in titoli di capitale così come risulta dal *benchmark* (il calcolo prevede che le percentuali dei titoli di capitale del *benchmark* vengano ponderate per le risorse di ciascun gestore a fine anno), nonché l'effettiva

esposizione. Quest'ultima è stata ottenuta aggiungendo alla quota percentuale di risorse investite direttamente in titoli di capitale, la percentuale di risorse impiegate per l'acquisto di OICR e strumenti derivati, entrambi di natura azionaria. Sia a livello complessivo, soffermandosi sulla media di settore, che scendendo nel dettaglio dei singoli comparti, si osserva una generale riconferma della quota azionaria del *benchmark* nei comportamenti effettivi dei gestori. Analogi risultati si ottiene osservando i medesimi dati riferiti ad intervalli diversi nel corso dell'anno, a testimonianza dell'atteggiamento prevalentemente passivo che caratterizza le gestioni dei fondi pensioni negoziali in questo primo scorciò di operatività.

Quindi, rispetto alla situazione dell'anno precedente si evidenzia una contrazione, per i fondi multicomparto, di mezzo punto percentuale sia sulla quota azionaria presente nel *benchmark* che su quella effettiva, bilanciata da un incremento di pari importo per quanto riguarda i fondi monocomparto. Il tutto lascia inalterata la media a livello di settore.

La medesima analisi condotta per tipologia di mandato, evidenzia una tendenza generalizzata da parte delle gestioni ad attenersi alla percentuale di titoli di capitale indicata dal *benchmark* ad esclusione dei mandati azionari che a fine 2004 sovrappesano di due punti percentuali la componente azionaria.

Tav. 3.20

**Fondi pensione negoziali. Composizione delle risorse in gestione per tipologia di mandato.  
(dati di fine 2004; valori percentuali)**

Tipologia di mandato	Depositi	Titoli di debito	Titoli di capitale	OICR	Altre attività e passività	Totale	Esposizione in titoli di capitale da benchmark <sup>(1)</sup>	Esposizione in titoli di capitale effettiva <sup>(2)</sup>
Obbligazionario puro	0,7	97,0	-	0,6	1,7	100,0	-	-
Obbligazionario misto	0,8	83,5	11,7	2,6	1,4	100,0	13,5	14,3
Bilanciato	4,4	61,4	31,7	1,3	1,2	100,0	40,5	39,2
Azionario	4,2	23,5	68,4	2,5	1,4	100,0	75,5	77,5
<b>Totale</b>	<b>2,2</b>	<b>72,8</b>	<b>21,8</b>	<b>1,8</b>	<b>1,4</b>	<b>100,0</b>	<b>25,7</b>	<b>25,9</b>

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

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

Volendo localizzare l'impiego delle risorse dei 25 fondi in gestione finanziaria a seconda dell'area di maggiore investimento, osservando la Tav. 3.21 è possibile notare che il 90,7 per cento è impiegato in titoli di emittenti residenti nell'Unione europea (analogia incidenza – 91,4 per cento – a fine 2003) mentre un marginale 7,5 per cento è impiegato in titoli di emittenti statunitensi e percentuali residuali in titoli emessi dal Giappone e da altri Paesi OCSE.

Concentrando l'attenzione sulla tipologia dei soli titoli di debito prima e di capitale poi, si osserva una concentrazione della quasi totalità delle risorse investite in titoli di debito nei Paesi dell'area euro, rispetto ad una diversificazione maggiore che interessa i titoli di capitale, nell'ambito dei quali, circa il 26 per cento delle risorse risulta impiegato in titoli statunitensi (contro il 21 per cento del 2003) ed il 67 per cento nell'area euro.

Tav. 3.21

**Fondi pensione negoziali. Composizione delle risorse in gestione per area geografica e per tipologia di mandato.<sup>(1)</sup>**  
*(dati di fine 2004; valori percentuali)*

	<b>Tipologia di mandato</b>				<b>Totale</b>
	Obbligazionario puro	Obbligazionario misto	Bilanciato	Azionario	
<b>Titoli di debito</b>					
Italia	40,0	48,3	37,4	7,4	38,5
Altri Paesi area euro	54,6	37,0	25,5	17,3	35,4
Altri Paesi Unione europea	1,2	..	0,5	-	0,4
Stati Uniti	3,7	..	1,5	0,1	1,2
Giappone	0,2	-	-	-	..
Altri Paesi aderenti OCSE	0,1	-	0,1	..	..
Paesi non aderenti OCSE	0,2	-	-	-	-
<b>Totali</b>	<b>100,0</b>	<b>85,4</b>	<b>65,0</b>	<b>24,9</b>	<b>75,7</b>
<b>Titoli di capitale</b>					
Italia	-	2,2	1,5	5,6	2,0
Altri Paesi area euro	-	8,0	19,1	34,6	12,5
Altri Paesi Unione europea	-	1,5	2,7	4,9	1,9
Stati Uniti	-	2,3	9,6	23,2	6,3
Giappone	-	0,3	0,9	4,8	1,0
Altri Paesi aderenti OCSE	-	0,2	1,0	1,2	0,5
Paesi non aderenti OCSE	-	..	0,1	0,8	0,1
<b>Totali</b>	<b>-</b>	<b>14,6</b>	<b>35,0</b>	<b>75,1</b>	<b>24,3</b>
<b>Totali risorse in gestione</b>	<b>100,0</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 OICR, che pertanto vengono trattati come un "velo".

Per quanto riguarda l'esposizione al rischio cambio si osserva che 622,6 milioni di euro, l'11,1 per cento delle risorse dei 25 fondi in gestione finanziaria alla fine del 2004, è investito in attività denominate in valute diverse dall'euro, percentuale che si riduce lievemente (11 per cento) se si considerano anche le operazioni in valuta poste in essere da sei fondi attraverso contratti a termine e finalizzate alla copertura dal rischio cambio

e alla replica delle caratteristiche dei *benchmark* assegnati. Il dato, in linea con l'esposizione teorica al rischio cambio che emerge osservando le caratteristiche dei *benchmark* (12 per cento), conferma anche sul versante "valutario" la predilezione per approcci tendenti a replicare i parametri oggettivi di riferimento assegnati. La massima esposizione in valuta registrata nell'ambito dei 44 compatti operativi alla fine del 2004, relativa al comparto Bilanciato azionario di QUADRI E CAPI FIAT è pari al 38,5 per cento. Sono 13 i compatti che non contemplano investimenti denominati in valuta diversa dall'euro.

### 3.7.5 I risultati della gestione

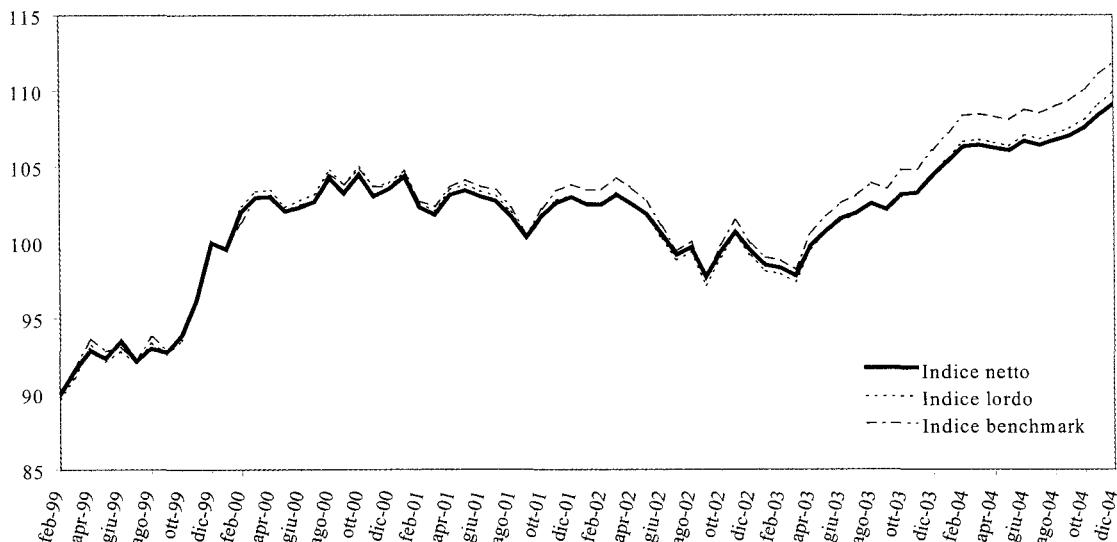
La rappresentazione dei risultati della gestione finanziaria dei 25 fondi pensione negoziali che hanno conferito le risorse in gestione viene condotta elaborando appositi indici di capitalizzazione<sup>10</sup> sia per la totalità dei fondi (*cfr.* Tav. 3.25), che per le diverse tipologie in cui sono classificati i compatti e i mandati attivi al 31 dicembre 2004 (*cfr.* Tav. 3.23).

Di seguito, si illustrano graficamente gli indici di capitalizzazione al netto e al lordo delle spese complessivamente sostenute (oneri di gestione finanziaria e amministrativi) e delle imposte. L'indice netto, espressione della rivalutazione nel tempo dei contributi versati dagli aderenti è calcolato come media delle variazioni mensili del valore della quota ponderate per il peso dell'attivo netto destinato alle prestazioni del particolare fondo sul totale dei fondi all'inizio del mese; quello lordo, espressione del risultato realizzato dai gestori impiegando le risorse finanziarie a loro disposizione, è una media dei rendimenti mensili realizzati da ciascun mandato, ponderati per il peso che le risorse di ciascuno ha sul totale dei mandati attivi all'inizio di ogni mese.

<sup>10</sup> Gli indici di capitalizzazione sono calcolati secondo la formula dell'indice di *Laspeyres* concatenato (*cfr. infra paragrafo 4.5.3*). Ciascun fondo viene considerato nel calcolo dell'indice a partire dal mese in cui conferisce le risorse in gestione.

Tav. 3.22

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



La prosecuzione nel corso del 2004 della ripresa dei mercati finanziari che aveva preso avvio a partire dal marzo del 2003 porta l'indice di capitalizzazione netto di settore a registrare nel solo anno 2004 un incremento del 4,5 per cento, due punti percentuali superiore alla rivalutazione registrata nel medesimo periodo dal TFR, confermando per il secondo anno consecutivo una supremazia rispetto a quello che, anche alla luce delle innovazioni previste dalla Legge delega, viene sempre più considerato come un *benchmark* per il settore. Il fenomeno diventa ancora più interessante se si esaminano i risultati degli ultimi due anni: il rendimento netto cumulato per il biennio 2003-2004 registrato dai fondi pensione negoziali (pari al 9,7 per cento) determina un aumento dello scarto esistente rispetto al rendimento del TFR (+4,3 per cento).

Il *trend* positivo in termini di *performance* prosegue anche con riferimento al primo trimestre dell'anno in corso che ha visto il rendimento netto dei fondi negoziali attestarsi intorno a valori (1,4 per cento) doppi rispetto a quelli del TFR (0,7 per cento) e quello lordo (1,6 per cento) raggiungere il *benchmark* di settore.

Anche i risultati ottenuti tenendo separati i fondi monocomparto da quelli multicomparto e, nell'ambito di questi, le diverse tipologie di comparto, offrono interessanti spunti di riflessione. Con particolare riguardo ai soli fondi monocomparto, il divario tra il rendimento netto medio registrato nel 2004 e il TFR è in linea con il dato generale (+2 per cento circa). Scendendo nel dettaglio delle diverse tipologie di comparto, nel 2004 quelli più conservativi (obbligazionari puri) che di fatto sono rappresentati per lo più da gestioni monetarie, sono stati gli unici a fornire un

rendimento netto (2,2 per cento) inferiore alla rivalutazione del TFR (2,5 per cento); le altre tipologie di comparto, viceversa, registrano degli scarti rispetto al TFR, tanto più elevati quanto maggiore è stato il contenuto azionario delle rispettive gestioni: +3,4 per cento gli azionari, +2,5 per cento i bilanciati e +1,2 per cento gli obbligazionari misti. Tali risultati sono amplificati se si considera il biennio 2003-2004: i compatti obbligazionari puri presentano un rendimento cumulato di poco inferiore a quello del TFR (0,2 per cento in meno) mentre il differenziale a favore dei fondi pensione assume proporzioni via via crescenti in relazione alle altre tipologie di comparto (+2,7 per cento gli obbligazionari misti, + 5,8 per cento i bilanciati e + 9,3 per cento gli azionari).

Da segnalare che nel biennio 2003-2004, l'unico fondo ad offrire la garanzia di risultato (FUNDUM) ha ottenuto un rendimento medio annuo al lordo di tutti gli oneri complessivamente sostenuti (3,8 per cento medio annuo) e al netto (2,8 per cento medio annuo) superiore al rendimento minimo garantito dal gestore finanziario (2 per cento annuo).

### Tav. 3.23

#### Fondi pensione negoziali. Rendimenti pluriennali. (valori percentuali)

Fondi/Comparti	Rendimento (2002 – 2004)			Rendimento (2003 – 2004)			Rendimento (2004)	
	Netto <sup>(1)</sup>	Lordo <sup>(2)</sup> Benchmark	Netto <sup>(1)</sup>	Lordo <sup>(2)</sup> Benchmark	Netto <sup>(1)</sup>	Lordo <sup>(3)</sup> Benchmark		
<b>Fondi monocomparto</b>			<b>8,9</b>	<b>10,3</b>	<b>11,5</b>	<b>4,4</b>	<b>5,0</b>	<b>5,4</b>
<b>Fondi multicomparto</b>								
Obbligazionario puro			5,2	6,2	5,6	2,2	2,5	2,2
Obbligazionario misto			8,1	9,3	9,6	3,7	4,3	4,7
Bilanciato			11,2	13,8	14,0	5,0	6,0	6,0
Azionario			14,7	15,4	18,3	5,9	6,9	7,1
<b>Rendimento generale</b>	<b>6,0</b>	<b>6,7</b>	<b>7,8</b>	<b>9,7</b>	<b>11,0</b>	<b>12,0</b>	<b>4,5</b>	<b>5,2</b>
<i>Per memoria:</i>								
Rivalutazione del TFR <sup>(3)</sup>		8,7			5,4		2,5	

(1) Rendimento netto calcolato sulla base dell'andamento delle quote di ciascun fondo/comparto e rappresentativo della *performance* media della gestione al netto di tutti gli oneri gravanti sui fondi.

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

(3) Al netto dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 2001.

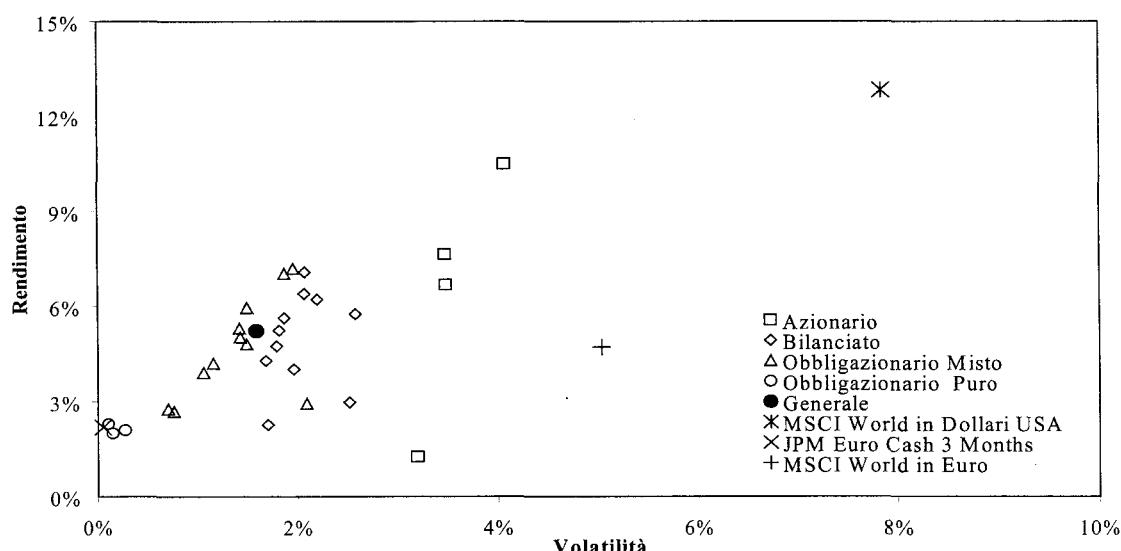
Il grafico della Tav. 3.24 mette in relazione, per i 29 compatti che sono risultati attivi nel corso di tutto il 2004, il rendimento netto realizzato con la rischiosità sostenuta misurata dallo scarto quadratico medio annualizzato dei rendimenti mensili netti.

In particolare, per i 3 compatti classificati come obbligazionari puri (tutti afferenti a fondi multicomparto) a rendimenti netti compresi tra il +2,0 e +2,3 per cento, corrispondono livelli di volatilità annua compresi tra lo 0,1 e lo 0,3 per cento. Gli 11

comparti obbligazionari misti (di cui 8 rappresentati da fondi monocomparto) registrano rendimenti compresi tra +2,7 e +7,2 per cento a cui si accompagnano valori annualizzati di volatilità oscillanti tra lo 0,7 e il 2,1 per cento. Per gli 11 comparti bilanciati (7 dei quali sono fondi monocomparto) i rendimenti, variano tra +2,3 e +7,1 per cento e sono associati a valori di volatilità annua compresi tra 1,7 e 2,6 per cento. Per i 4 comparti azionari (tutti operativi nell’ambito di fondo multicompardo), i rendimenti oscillano da un minimo di +1,3 per cento ad un massimo del +10,5 per cento a cui corrispondono livelli di volatilità annua che variano dal 3,2 per cento al 4,1 per cento. Si osserva una riduzione generalizzata dei livelli di volatilità (il fenomeno sta interessando tutti i mercati finanziari negli ultimi anni) che è risultata tanto maggiore nei mandati a più elevato contenuto azionario in cui si assiste, rispetto al 2003, ad un abbattimento di più della metà dei valori massimi di rischiosità annua sostenuta.

Tav. 3.24

**Fondi pensione negoziali. Rendimenti e volatilità dei singoli comparti.<sup>(1)</sup>**  
(anno 2004)



(1) Rendimenti annuali; volatilità calcolata come scarto quadratico medio dei rendimenti mensili annualizzati dei mandati di gestione aggregati per tipologia di comparto. Si sono presi in considerazione i comparti attivi dall’inizio del 2004.

Per consentire il confronto tra l’andamento della gestione ed i *benchmark* individuati nei mandati di gestione, viene calcolato, per singola tipologia di mandato, di comparto e per l’intero settore, l’indice di capitalizzazione dei *benchmark*, ottenuto ponderando le variazioni medie mensili degli indici riferiti ai *benchmark* delle singole convenzioni di gestione, sulla base del valore dei portafogli in gestione all’inizio del mese.

Si riduce nel corso del 2004 il divario negativo tra il rendimento lordo delle gestioni (5,2 per cento) e il risultato del *benchmark* (5,5 per cento): sono solo 30 i punti base che in media separano i rendimenti delle gestioni da quelli dei parametri oggettivi di riferimento rispetto al differenziale medio di 100 *basis points* del 2003. L'*underperformance* media del 2004 è in linea con il dato medio annuo riferito all'ultimo triennio: nell'orizzonte temporale 2002-2004, la differenza sempre a favore del *benchmark*, è pari al 1,1 per cento su base periodale (0,4 per cento medio annuo). Considerando congiuntamente i 13 fondi monocomparto e le 16 linee di investimento dei cinque fondi multicomparto, operativi durante tutto il 2004, si osserva come il 45 per cento delle gestioni abbia realizzato rendimenti lordi migliori di quelli del *benchmark*.

L'analisi dei risultati di gestione a livello di profili di investimento viene condotta costruendo, sulla base della metodologia sopra indicata, indici lordi di capitalizzazione per ciascuna delle quattro tipologie di mandato.

Tav. 3.25

**Fondi pensione negoziali. Rendimenti pluriennali per tipologia di mandato.  
(valori percentuali)**

	Rendimento (2001 – 2004)		Rendimento (2002 – 2004)		Rendimento (2003 – 2004)		Rendimento (2004)	
	Convenzioni	Benchmark	Convenzioni	Benchmark	Convenzioni	Benchmark	Convenzioni	Benchmark
Obbligazionario puro	19,9	20,1	13,1	13,4	7,3	7,3	4,3	4,3
Obbligazionario misto	12,5	15,1	10,1	11,1	9,5	9,9	4,9	4,9
Bilanciato	-4,9	-2,7	1,3	2,7	13,5	15,4	5,6	6,1
Azionario	-18,4	-17,2	-10,5	-9,4	13,4	15,8	5,7	7,2
<b>Rendimento generale lordo<sup>(1)</sup></b>	<b>5,8</b>	<b>8,0</b>	<b>6,7</b>	<b>7,8</b>	<b>11,0</b>	<b>12,0</b>	<b>5,2</b>	<b>5,5</b>
<i>Per memoria:</i>								
Rendimento generale netto <sup>(2)</sup>	<b>5,4</b>		<b>6,0</b>		<b>9,7</b>		<b>4,5</b>	
Rivalutazione del TFR <sup>(3)</sup>	11,9		8,7		5,4		2,5	

(1) Rendimento lordo, calcolato in base all'andamento di ciascun mandato di gestione conferito, rappresentativo della *performance* media al lordo degli oneri di gestione (finanziaria e amministrativa) e delle imposte.

(2) Rendimento netto calcolato sulla base dell'andamento delle quote di ciascun fondo e rappresentativo della *performance* media della gestione al netto di tutti gli oneri gravanti sui fondi.

(3) Al netto dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 2001.

I profili bilanciati e azionari hanno registrato nel corso del 2004 il miglior risultato in termini assoluti (rispettivamente 5,6 per cento e 5,7 per cento). I mandati azionari, sebbene ben performanti nel complesso (il risultato di gran parte delle gestioni è in linea con il rendimento del *benchmark* che in media ha registrato un rendimento del 7,2 per cento), hanno risentito delle scadenti *performance* registrate da due singole gestioni aventi un peso rilevante nell'ambito del gruppo di riferimento. Per tale ragione nel confronto con il *benchmark* la categoria dei mandati azionari è quella che ha perduto

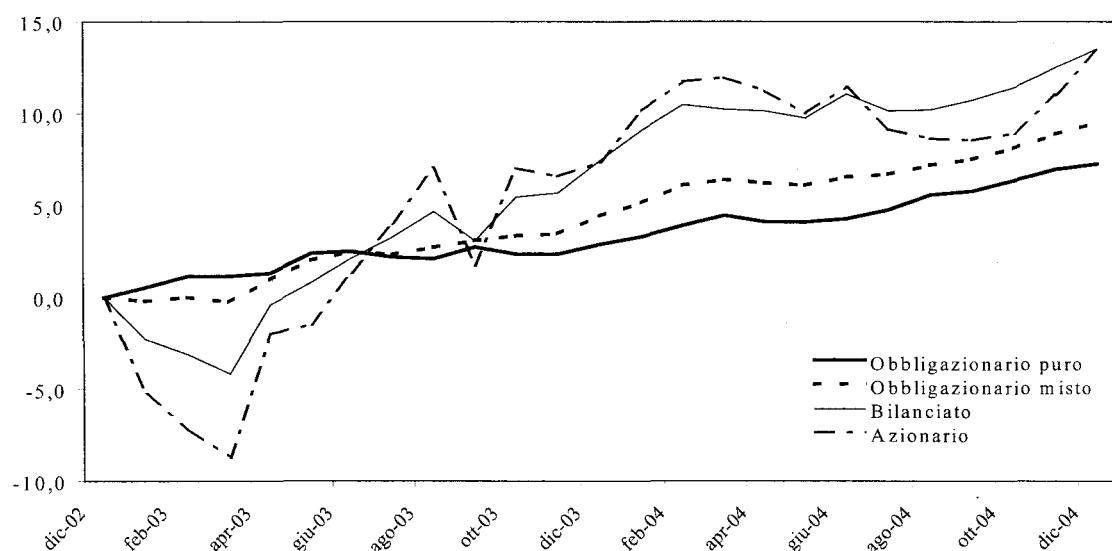
maggiori terreno registrando un *underperformance* di circa un punto e mezzo percentuale.

Per i mandati obbligazionari (puri e misti), l'anno 2004 si è chiuso con un risultato in linea con quello del relativo *benchmark*: 4,3 per cento per gli obbligazionari puri e 4,9 per cento per gli obbligazionari misti.

Nella Tav. 3.26 vengono rappresentati gli indici lordi di capitalizzazione a partire dal dicembre 2002.

Tav. 3.26

**Fondi pensione negoziali. Rendimenti medi cumulati per tipologia di mandato di gestione. (valori percentuali)**



Il grafico della Tav. 3.27 mette in relazione, per i 49 mandati che sono risultati attivi nel corso di tutto il 2004, il rendimento realizzato con la rischiosità sostenuta misurata dallo scarto quadratico medio annualizzato dei rendimenti mensili.

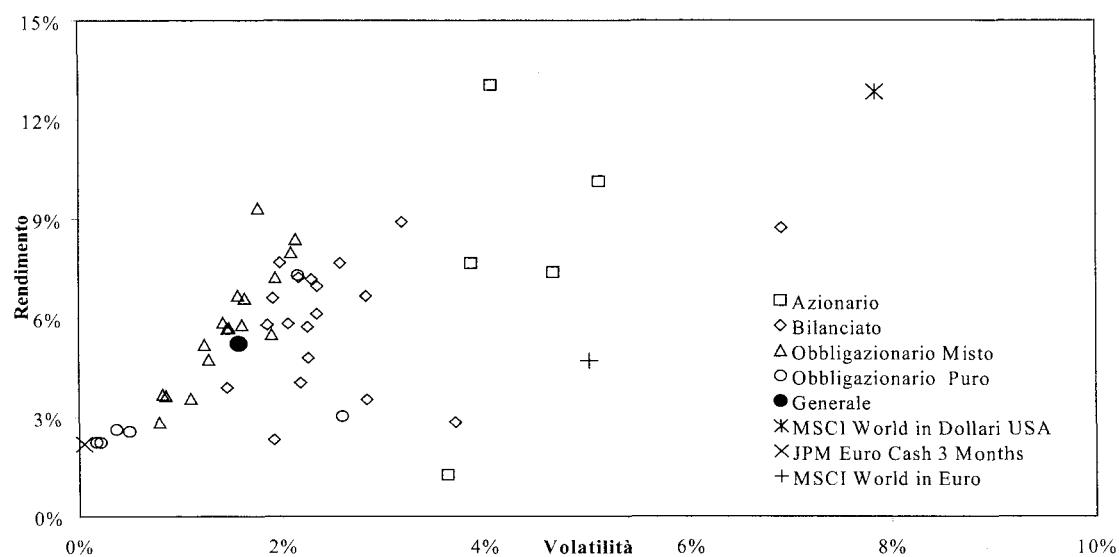
In particolare, per le gestioni classificate come mandati obbligazionari puri a rendimenti compresi tra il +2,2 e +7,3 per cento, corrispondono livelli di volatilità annua compresi tra lo 0,2 e il 2,6 per cento. I mandati obbligazionario misto registrano rendimenti compresi tra +2,8 e +9,3 per cento a cui si accompagnano valori annualizzati di volatilità oscillanti tra lo 0,8 e il 2,1 per cento. Per i mandati bilanciati i rendimenti, variano tra +2,3 e +8,9 per cento e sono associati a valori di volatilità annua compresi tra 1,5 e 6,9 per cento. Per le gestioni azionarie, i rendimenti oscillano da un minimo di

+1,3 per cento ad un massimo del +13 per cento a cui corrispondono livelli di volatilità annua che variano dal 3,6 per cento al 7,2 per cento.

I dati sopra riportati evidenziano per la prima volta dall'avvio all'operatività finanziaria dei mandati afferenti i fondi pensione negoziali di nuova istituzione l'assenza di gestioni caratterizzate da rendimenti negativi unitamente ad una riduzione generalizzata dei livelli di volatilità.

Tav. 3.27

**Fondi pensione negoziali. Rendimenti e volatilità dei singoli mandati di gestione.<sup>(1)</sup>**  
(anno 2004)



(1) Rendimenti annuali; volatilità calcolata come scarto quadratico medio dei rendimenti mensili annualizzati. Si sono presi in considerazione i mandati di gestione attivi dall'inizio del 2004.

## 4. I fondi pensione aperti

### 4.1 L’evoluzione del settore

L’anno 2004 ha costituito per il settore dei fondi pensione aperti un’ulteriore fase di attesa. Tuttavia, il settore presenta potenzialità di crescita elevate, che potranno meglio realizzarsi con l’attuazione della Legge delega in materia previdenziale.

I dati dell’anno trascorso confermano la stasi delle iniziative e una qualche tendenza al consolidamento del settore: è stato autorizzato alla costituzione un nuovo fondo pensione (FONDO PENSIONE APERTO PENSPLAN SUPER); sette fondi pensione sono stati trasferiti per effetto di fusioni societarie e uno per cessione di ramo d’azienda; due fondi non operativi sono stati cancellati dall’Albo in seguito all’accertamento del venir meno dell’interesse alla prosecuzione dell’iniziativa da parte dei soggetti promotori.

**Tav. 4.1**

**Fondi pensione aperti autorizzati e operativi.<sup>(1)</sup>**  
*(dati di fine periodo)*

	2002	2003	2004
Autorizzati all’esercizio dell’attività <sup>(2)</sup>	91	95	90
<i>di cui operativi</i> <sup>(2)</sup>	80	82	80
Autorizzati alla costituzione	4	1	2
<b>Totale</b>	<b>95</b>	<b>96</b>	<b>92</b>

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

(2) Il numero di fondi di fine 2003 comprende anche tre fondi incorporati in altri con operazioni di fusione deliberate nel corso dell’anno e che hanno effetto a partire dall’inizio del 2004; il numero di fondi operativi di fine 2004 diminuisce di due unità in quanto diviene operativo, nell’anno, un nuovo fondo pensione.

Alla fine del 2004 gli iscritti ai fondi pensione aperti hanno complessivamente superato le 382.000 unità, registrando un incremento di circa il 5 per cento rispetto all'anno precedente, e confermando sostanzialmente le percentuali di ripartizione per tipologia di società che gestisce il fondo rilevate nel 2003: quasi il 31 per cento degli iscritti aderisce ai 23 fondi gestiti dalle società di gestione del risparmio, il 28 per cento agli 8 fondi gestiti da società di intermediazione mobiliare, il 21 per cento ai 4 fondi gestiti da banche ed il restante 20 per cento ai 45 fondi delle compagnie di assicurazione.

**Tav. 4.2**

**Fondi pensione aperti. Struttura del mercato.**  
*(dati al 31.12.2004; importi in milioni di euro)*

	<b>Fondi/ Comparti</b>	<b>Iscritti</b>		<b>ANDP</b>	
		Numero	%	Importo	%
<b>Fondi aperti operativi gestiti da:</b> <sup>(1)</sup>					
Imprese di assicurazione	45	76.418	20,0	522	23,4
Banche	4	81.516	21,3	297	13,3
SGR	23	116.523	30,5	844	37,8
SIM	8	107.692	28,2	566	25,4
<b>Totale fondi aperti operativi</b>	<b>80</b>	<b>382.149</b>	<b>100,0</b>	<b>2.230</b>	<b>100,0</b>
<b>Comparti</b>					
Azionari	75	147.741	38,7	890	39,9
Bilanciati	92	135.046	35,3	778	34,9
Obbligazionari	152	99.362	26,0	562	25,2
<b>Totale comparti relativi a fondi operativi</b>	<b>319</b>	<b>382.149</b>	<b>100,0</b>	<b>2.230</b>	<b>100,0</b>
Fondi delle maggiori 5 società promotrici per numero di iscritti	21	259.834	68,0	1.350	60,5
Comparti con ANDP superiore a 5 mln di euro	95	329.892	86,3	1.913	85,8
Comparti con ANDP compreso tra 500 mila e 5 mln di euro	149	50.302	13,2	307	13,8
Altri comparti	75	1.955	0,5	10	0,5

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

Per effetto delle fusioni societarie aumenta il numero di fondi gestiti dalle prime cinque società, che passa dai 18 di fine 2003 ai 21 di fine 2004. Non aumenta invece il livello di concentrazione, che rimane su valori comunque elevati: oltre due terzi degli aderenti sono iscritti ai fondi gestiti dalle prime cinque società.