

Stabile, se non in leggera diminuzione, il fenomeno dei cosiddetti *switch* (trasferimenti avvenuti nell'ambito delle linee di investimento appartenenti allo stesso fondo pensione), che ha interessato circa 1.500 posizioni, per un importo complessivo di circa 16 milioni di euro.

Tav. 4.11

Fondi pensione aperti. Trasferimenti tra comparti dello stesso fondo (*switch*).
(anno 2004; flussi in milioni di euro)

	Azionari	Bilanciati	Obbligazionari	Totale
Trasf. in entrata da altri comparti	3	4	9	16
Trasf. in uscita verso altri comparti	6	6	4	16
Saldo netto	-3	-2	5	0

L'analisi dei trasferimenti per tipologia di comparto (Tav. 4.11) evidenzia come l'opzione sia stata esercitata prevalentemente per spostamenti verso i comparti obbligazionari, che usufruiscono complessivamente di trasferimenti netti per circa 5 milioni di euro di cui circa 3 milioni provenienti dai comparti azionari e circa 2 milioni dai comparti bilanciati.

4.4 Gli oneri di gestione

L'analisi dei costi di partecipazione alle forme di previdenza complementare costituisce una tematica di notevole interesse per il settore ed alla quale la COVIP dedica ormai da tempo particolare attenzione.

Per quanto riguarda i fondi pensione aperti gli oneri sono descritti dettagliatamente nei regolamenti, i quali, essendo redatti in base ad uno schema di generale utilizzo, evidenziano in modo semplice e chiaro i costi che gravano sul patrimonio del fondo e quelli che sono invece direttamente a carico dell'aderente.

Lo schema prevede che le commissioni di gestione, che costituiscono la componente dei costi più rilevante, possano essere determinate secondo una delle seguenti modalità:

- solo in misura percentuale sul patrimonio;
- in misura percentuale sui versamenti e sul patrimonio;

- in cifra fissa sulla posizione individuale ed in misura percentuale sul patrimonio.

La maggioranza dei fondi operativi (circa il 61 per cento) è ricorsa al terzo modello, il 25 per cento ha preferito il primo ed il restante 14 per cento il secondo.

Alla fine del 2004 risulta che solo in pochi casi (sette fondi operativi promossi da quattro differenti società) sono state previste commissioni di incentivo: si tratta di commissioni di gestione calcolate come quota parte del maggior rendimento rispetto al *benchmark* di riferimento ed applicate solo in caso di risultati positivi.

Vi possono essere inoltre dei costi che l'aderente sostiene *una tantum* all'atto dell'iscrizione ovvero dell'esercizio di prerogative individuali, quali il trasferimento della propria posizione ad un altro fondo pensione o forma previdenziale individuale o ad un'altra linea di investimento, nel caso di fondi multicomparto, ed il riscatto. Questi costi sono individuati in cifra fissa e gravano sul singolo aderente.

Oltre a questi costi, la cui misura (in cifra fissa ovvero in rapporto al patrimonio o al flusso contributivo) è specificata nel regolamento, rimangono a carico del fondo una serie di spese comunque individuate nel regolamento per tipologia, quali gli oneri di intermediazione, le imposte e tasse, le spese legali e giudiziarie relative a vicende di esclusivo interesse del fondo, ed il cui importo viene determinato a consuntivo. Al di fuori delle spese previste nel regolamento non possono essere fatte gravare sul fondo ulteriori voci di spesa.

Nell'analisi dell'onerosità della partecipazione ad un fondo pensione aperto va inoltre considerato che le commissioni sugli OICR nei quali il fondo pensione investe non sono a carico del fondo; difatti i regolamenti prevedono che non vengano fatti gravare spese e diritti di qualsiasi natura relativi alla sottoscrizione e al rimborso delle parti di OICR acquisiti, né le commissioni di gestione applicate dall'OICR stesso. Questa previsione viene inserita per evitare una duplicazione delle commissioni di intermediazione.

Al fine di consentire una valutazione aggregata dei costi di partecipazione ai fondi pensione aperti e delle determinanti che maggiormente ne influenzano il livello viene presentata, come ormai consueto, un'analisi basata su un'unica misura di sintesi determinata prendendo in considerazione:

- la commissione di gestione nelle sue differenti configurazioni;
- la commissione di iscrizione da versare *una tantum* all'atto dell'adesione;
- la commissione di trasferimento ad altro fondo o forma previdenziale individuale.

La misura presentata non considera invece gli effetti che possono derivare dalla previsione delle commissioni di incentivo e quelli relativi agli altri oneri la cui incidenza viene determinata a consuntivo; si tratta difatti di costi la cui previsione è difficoltosa e/o presenta un grado di arbitrarietà rilevante; tuttavia, sulla base dei dati storici a disposizione, e considerando che i costi a consuntivo applicabili sono limitati

alle fattispecie esplicitate nei regolamenti (che riprendono quelle individuate nello schema di generale utilizzo), si può ritenere che l'effetto distorsivo di questa esclusione possa essere considerato piuttosto contenuto.

Per calcolare la misura di costo utilizzata nell'analisi viene condotta, per ogni comparto, una simulazione sullo sviluppo della posizione individuale e dei relativi costi sostenuti, facendo riferimento convenzionalmente ad un aderente che effettua un versamento contributivo all'inizio di ciascun anno di 2.500 euro ed ipotizzando un tasso di rendimento reale uguale per tutti i comparti e pari, al netto di tutti gli oneri di gestione finanziaria e amministrativa e delle imposte, al 2,5 per cento.

La commissione onnicomprensiva viene calcolata, per ogni anno di permanenza nel fondo, come il rapporto tra i costi mediamente sostenuti ed il patrimonio mediamente investito fino al periodo considerato; nelle valutazioni relative ai 3 e ai 10 anni si ipotizza che l'iscritto si trasferisca, e quindi viene addebitata la spesa di trasferimento, mentre nelle valutazioni riferite ai 35 anni vale l'ipotesi di pensionamento.

Rispetto agli anni precedenti, al fine di perfezionare la metodologia e di rendere le ipotesi omogenee con quelle utilizzate in altre simulazioni presentate in questa Relazione (*cfr. supra paragrafi 2.4 e 2.5*), è stata esplicitata la dipendenza al tasso di inflazione e al tasso di crescita salariale delle variabili interessate. In particolare, il contributo versato è stato rivalutato annualmente sulla base del tasso di crescita salariale reale (posto pari all'1,8 per cento) e del tasso di inflazione (pari al 2 per cento); anche i costi fissi sono stati rivalutati in base al tasso di inflazione, ipotizzando che la rivalutazione avvenga ogni 5 anni. Infine, nel calcolare la commissione, gli importi sono stati riportati finanziariamente ad una stessa data sulla base di un tasso di "equivalenza finanziaria" posto, per convenzione, pari al tasso di rendimento nominale netto.

Rispetto agli anni passati il livello degli oneri previsti nei regolamenti dei fondi pensione aperti risulta essere sostanzialmente stabile sia nei valori medi che in quelli estremi.

La commissione onnicomprensiva in percentuale sul patrimonio è, per un aderente tipo che decida di trasferire la propria posizione ad un altro fondo o forma previdenziale dopo tre anni di permanenza nello stesso fondo, in media circa l'1,9 per cento annuo e va da un minimo dello 0,6 per cento ad un massimo del 4 per cento.

A parità di periodo di riferimento le commissioni si differenziano soprattutto in funzione delle caratteristiche delle linee di investimento: a linee di investimento più rischiose corrispondono infatti, generalmente, commissioni di gestione più elevate, con

un differenziale tra una tipologia di comparto e quella immediatamente più rischiosa¹³ di circa 0,2 punti percentuali.

Tav. 4.12

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

(anno 2004; valori percentuali)

	Tipologia	N. Comp	3 anni				10 anni			35 anni		
			Media	Min	Max	Media	Min	Max	Media	Min	Max	
Senza garanzia	Azionario	75	2,2	0,8	4,0	1,7	0,8	2,7	1,6	0,8	2,3	
	Bilanciato	88	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	
	Totale	249	1,8	0,6	4,0	1,4	0,5	2,7	1,2	0,5	2,3	
Con garanzia	Azionario	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
	Bilanciato	4	2,5	1,6	3,5	1,8	1,5	2,2	1,6	1,5	1,7	
	Obbligaz.	66	2,0	0,6	3,9	1,4	0,6	2,4	1,2	0,5	2,3	
	Totale	70	2,0	0,6	3,9	1,4	0,6	2,4	1,3	0,5	2,3	
Totale	Azionario	75	2,2	0,8	4,0	1,7	0,8	2,7	1,6	0,8	2,3	
	Bilanciato	92	1,8	0,6	3,9	1,4	0,6	2,6	1,3	0,6	2,1	
	Obbligaz.	152	1,7	0,6	3,9	1,2	0,5	2,4	1,1	0,5	2,3	
	Totale	319	1,9	0,6	4,0	1,4	0,5	2,7	1,3	0,5	2,3	

N.B.: La media è calcolata come media semplice. Utilizzando la media ponderata con il valore dell'attivo netto destinato alle prestazioni a fine 2004 di ogni singolo comparto si otterrebbero valori sostanzialmente analoghi.

Un'altra componente che può comportare un innalzamento delle commissioni è la previsione di forme di garanzie finanziarie. Tali garanzie possono differenziarsi da un fondo ad un altro per il tipo di garanzia prestata (restituzione del capitale, livello del rendimento minimo garantito) e per gli eventi che danno diritto alla garanzia, elementi tutti che incidono sul valore della garanzia. Va comunque considerato che la maggiorazione dei costi dovrebbe trovare la sua giustificazione economica nel trasferimento del rischio dall'individuo al soggetto che presta la garanzia; la politica di gestione perseguita dovrebbe quindi continuare a porsi come obiettivo la massimizzazione del rendimento atteso. Viceversa, nel caso in cui la previsione della garanzia influenza la strategia di investimento, nel senso che le scelte effettuate sono volte a minimizzare il rischio di non raggiungere il livello minimo garantito, il valore stesso della garanzia tende a diminuire e può anche arrivare ad annullarsi. Nei fondi pensione aperti attualmente offerti sul mercato non si notano, in media, grandi differenze di costo tra i comparti garantiti e quelli che non presentano garanzie

¹³ Per la classificazione dei comparti secondo le caratteristiche delle linee di investimento cfr. *infra* paragrafo 4.5.1.

finanziarie.

Si è infine osservato che le commissioni dei fondi che raccolgono le adesioni prevalentemente (per più del 70 per cento) tramite sportelli bancari risultano, in media e per singola tipologia di comparto, più basse rispetto alle commissioni degli altri fondi (che raccolgono prevalentemente le adesioni tramite rete assicurativa, tramite promotori finanziari o canali di distribuzione misti).

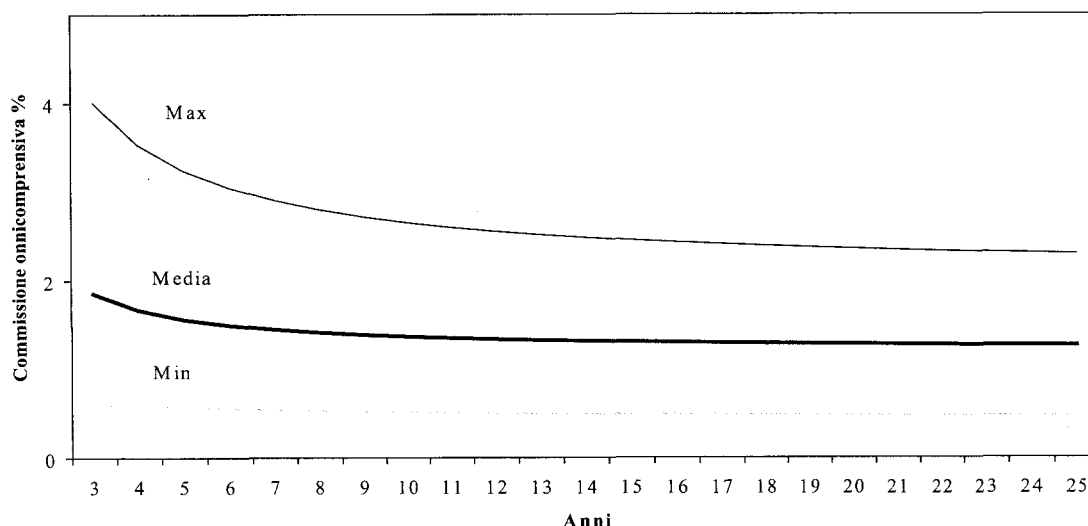
All'aumentare del periodo di riferimento il livello della commissione onnicomprensiva sul patrimonio tende a ridursi progressivamente; difatti all'aumentare della permanenza nel fondo aumenta il patrimonio gestito e quindi diminuisce l'incidenza delle spese in cifra fissa e di quelle in percentuale sui versamenti.

Se l'aderente decidesse di trasferirsi dopo 10 anni pagherebbe, in media, commissioni annue pari all'1,4 per cento del patrimonio, e dopo 35 anni, all'1,3 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 minimo e massimo della commissione.

Tav. 4.13

Fondi pensione aperti. Stima della commissione onnicomprensiva e orizzonte temporale di riferimento.

(anno 2004)



Ovviamente, nel lungo periodo l'effetto più rilevante sui costi è quello che deriva dalla commissione in percentuale sul patrimonio, che arriva a spiegare quasi il 100 per

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

L'effetto sulla commissione onnicomprensiva che si ha all'aumentare degli anni di permanenza nello stesso fondo, sia con riferimento ai livelli medi che ai valori minimi e massimi, può essere colto dal grafico riportato in Tav. 4.13, dove si evidenzia che la commissione tende ad assumere valori via via più bassi.

Anche la dispersione della distribuzione tende a ridursi all'aumentare del periodo di valutazione; il campo di variazione, pari a circa 3,5 punti percentuali nel terzo anno, si attesta, per periodi di permanenza lunghi, a 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 articolati su più linee di investimento, dette comparti, che si caratterizzano per l'adozione di politiche di investimento differenti, e a cui risultano associati diversi profili di rischio e rendimento. In questo modo i fondi aperti offrono un insieme di opportunità con l'obiettivo di soddisfare le diverse preferenze dei potenziali aderenti.

Le caratteristiche delle politiche di investimento dei singoli comparti sono descritte nei regolamenti dei fondi aperti, dove sono specificate le tipologie di strumenti finanziari utilizzabili, la politica di gestione e gli eventuali limiti agli investimenti che si aggiungono a quelli già previsti dalla normativa.

Sulla base dell'esame di tali caratteristiche i singoli comparti dei fondi pensione aperti sono stati classificati in categorie omogenee per politiche di investimento dichiarate. Le categorie individuate sono riconducibili essenzialmente alle seguenti:

- azionario (almeno il 50 per cento del patrimonio del comparto è investito in azioni);
- obbligazionario (almeno il 50 per cento del patrimonio è investito in obbligazioni, mentre l'investimento in azioni assume carattere residuale e comunque non superiore al 30 per cento);

– bilanciato¹⁴ (in tutti gli altri casi).

Inoltre, per la verifica dei risultati della gestione, la società di gestione individua, separatamente per ciascun comparto, i cosiddetti *benchmark*, ovvero parametri oggettivi di riferimento definiti ricorrendo a indicatori finanziari di comune utilizzo. Tali parametri devono essere preventivamente comunicati alla COVIP per la verifica dei requisiti previsti con propria Delibera del 30 dicembre 1998, e sono quindi inseriti nei prospetti informativi dei fondi pensione aperti depositati successivamente presso la CONSOB.

Va peraltro evidenziato che l'utilizzo del *benchmark* come strumento di valutazione dei risultati non sempre appare pienamente compatibile con alcune politiche di gestione particolari che anche il settore dei fondi pensione aperti inizia ad avvertire la necessità di introdurre.

Si fa in particolare riferimento alle strategie di gestione cosiddette “flessibili”, dove si vuole mantenere la possibilità di modificare la politica di investimento seguita in presenza di particolari andamenti dei mercati mobiliari senza predeterminati vincoli rispetto alle classi di strumenti finanziari in cui investire, con l'obiettivo di massimizzare il rendimento “assoluto” della gestione. Alcune difficoltà di interpretazione nell'utilizzo del *benchmark* come strumento di valutazione dei risultati possono derivare anche per le gestioni cosiddette “protette”, ovvero quelle caratterizzate da politiche di investimento che tendono al contenimento della massima perdita probabile entro un determinato livello del patrimonio, utilizzando metodologie di gestione basate su strumenti quantitativi.

La maggior parte dei fondi operativi alla fine del 2004 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.

Con riferimento all'area geografica degli indicatori utilizzati nei *benchmark* dei fondi pensione aperti si evidenzia una prevalenza dell'area dell'euro, 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 obbligazionarie e da *Morgan Stanley Capital International* per quelle azionarie. In particolare, il *JP Morgan (JPM) Government Bond Index EMU Traded*, composto da un paniere di titoli a tasso fisso con scadenza

¹⁴ Sono inclusi in tale categoria anche i comparti cosiddetti “flessibili”, ovvero quelli per i quali il regolamento prevede la possibilità di investire sia in azioni sia in obbligazioni, senza ulteriori specificazioni. Con riferimento ai fondi operativi al 31 dicembre 2004, i casi di comparti classificati come “flessibili” sono solo tre.

almeno pari a un anno emessi da Stati sovrani, 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 2004 il patrimonio dei fondi pensione aperti è composto per il 58 per cento da investimenti diretti in titoli di debito e di capitale (rispettivamente pari al 33 e al 25 per cento), per il 35 per cento da quote di Organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) e per il 6 per cento da depositi (i quali comprendono anche i crediti per operazioni pronti contro termine con scadenza non superiore ai 6 mesi); le altre attività e passività costituiscono infine una voce residuale (meno dell'1 per cento).

Rispetto al 2003 emerge un significativo incremento dell'incidenza percentuale dei titoli di debito (3 per cento) e, al contrario, una riduzione del peso dei titoli di capitale (1,5 per cento) e delle quote di OICR (poco meno dell'1 per cento).

Tav. 4.14

Fondi pensione aperti. Composizione del patrimonio.
(dati di fine 2004; valori percentuali)

	Tipologia comparto			Totale
	Azionari	Bilanciati	Obbligazionari	
Depositi	7,5	5,3	4,7	6,0
Titoli di debito	10,9	35,4	64,7	33,1
Titoli di capitale	41,6	22,1	4,7	25,4
OICR	38,8	37,0	26,0	34,9
Altre attività e passività	1,2	0,3	0,1	0,6
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0

Nell'ambito dei titoli di debito, i titoli con scadenza superiore ai 6 mesi costituiscono circa il 95 per cento del totale; la durata media finanziaria dei titoli di debito risulta di poco inferiore ai 4 anni, assumendo valori più elevati nei comparti azionari e bilanciati e invece più bassi nei comparti obbligazionari, i quali comprendono anche quelle linee di gestione maggiormente orientate verso l'investimento in strumenti

del mercato monetario.

Gli investimenti diretti in titoli di debito sono quasi interamente costituiti da titoli emessi da Stati sovrani; i titoli di altri emittenti finanziari e non finanziari rappresentano non più del 4 per cento del patrimonio dei fondi aperti e sono per la quasi totalità quotati su mercati regolamentati.

Anche gli investimenti diretti in titoli di capitale sono per la quasi totalità costituiti da titoli quotati.

Le quote di OICR in portafoglio riguardano esclusivamente fondi comuni di investimento mobiliare aperti, italiani ed esteri armonizzati, e 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.

Rispetto al 2003 si è leggermente ridotta l'incidenza degli investimenti in quote di OICVM sul patrimonio dei fondi aperti, soprattutto con riferimento ai comparti obbligazionari; in particolare risultano diminuiti gli investimenti tramite gli OICVM in titoli di debito, che sono stati sostituiti da investimenti diretti.

Il ricorso alle quote di OICVM rappresenta una scelta di investimento maggiormente sperimentata nei comparti caratterizzati da dimensioni più ridotte delle masse gestite; tuttavia tale tipologia di investimento assume rilievo anche nell'ambito delle scelte di allocazione del portafoglio dei comparti con patrimoni più rilevanti.

Nei comparti con patrimonio inferiore a 500 mila euro le quote di OICVM sono pari al 61 per cento del patrimonio, rispetto al 52 per cento dei comparti con un patrimonio compreso fra 500 mila e 5 milioni di euro, ed al 32 per cento dei comparti con un patrimonio superiore ai 5 milioni di euro.

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, anche attraverso la ricerca di economie di scala nella gestione finanziaria, in particolare con riguardo a fondi caratterizzati da patrimoni di dimensione più ridotta o dall'investimento in classi di attività finanziarie riferite a particolari aree geografiche o settori.

Al riguardo, è compito del *responsabile del fondo* assicurare che gli investimenti tramite OICVM non comportino in alcun modo oneri addizionali per gli iscritti, così come espressamente previsto nei regolamenti dei fondi pensione aperti. Inoltre, rientra tra i compiti del responsabile del fondo, in un'ottica di sana e prudente gestione, far sì che il sistema dei controlli sia impostato in maniera tale da monitorare, con continuità e in maniera agevole, la coerenza degli investimenti effettivamente posti in essere, inclusi quelli effettuati indirettamente, sia con la politica di investimento delle singole linee, sia

con i limiti previsti dalla normativa o dal regolamento, predisponendo allo scopo idonei flussi informativi e strumenti di analisi.

Differenziando l'analisi degli investimenti diretti e indiretti per tipologia di titolo (azionario/obbligazionario) e di comparto si evidenzia come, nell'ambito dei titoli di debito, la quota rappresentata dagli investimenti effettuati direttamente risulta prevalente nel complesso e per ogni singola categoria di comparto considerata. Invece, per quanto riguarda i titoli di capitale, la prevalenza degli investimenti diretti rimane solo con riferimento ai comparti azionari, mentre nell'ambito dei comparti bilanciati e obbligazionari si registra una sostanziale equipartizione fra investimenti effettuati direttamente e investimenti effettuati per il tramite degli OICVM.

Considerando sia gli investimenti diretti che gli investimenti indiretti, la quota dei titoli di debito detenuti in portafoglio sale dal 43,3 per cento del 2003 al 44,8 per cento del 2004, mentre quella costituita dai titoli di capitale scende dal 49,6 per cento del 2003 al 48,6 per cento del 2004.

Tav. 4.15

Fondi pensione aperti. Composizione del patrimonio e OICVM.

(dati di fine 2004; valori percentuali)

	Tipologia comparto			Totale
	Azionari	Bilanciati	Obbligazionari	
Depositi	7,5	5,3	4,7	6,0
Investimenti in titoli di debito	15,2	49,0	85,2	44,8
<i>Investimenti diretti in titoli di debito</i>	<i>10,9</i>	<i>35,4</i>	<i>64,7</i>	<i>33,1</i>
<i>Investimenti in titoli di debito tramite OICVM</i>	<i>4,3</i>	<i>13,6</i>	<i>20,5</i>	<i>11,7</i>
Investimenti in titoli di capitale	76,1	45,4	10,1	48,6
<i>Investimenti diretti in titoli di capitale</i>	<i>41,6</i>	<i>22,1</i>	<i>4,7</i>	<i>25,4</i>
<i>Investimenti in titoli di capitale tramite OICVM</i>	<i>34,4</i>	<i>23,4</i>	<i>5,4</i>	<i>23,2</i>
Altre attività e passività	1,2	0,3	0,1	0,6
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0

La suddivisione del portafoglio titoli per area geografica, che considera anche la componente detenuta tramite OICVM, non ha registrato nell'insieme variazioni significative rispetto al 2003. Il peso costituito dai titoli di emittenti italiani e di altri Paesi dell'UE risulta prevalente con una quota complessivamente pari al 67 per cento; i

titoli di emittenti degli Stati Uniti costituiscono circa il 23 per cento del totale, mentre i titoli di emittenti di altre nazionalità assumono un peso più ridotto.

A livello di tipologia di titoli, nell'ambito dei titoli di debito un'ampia quota, pari a circa il 31 per cento dell'intero portafoglio, è rappresentata dai titoli italiani e quasi un 14 per cento da titoli di altri Paesi dell'UE. Viceversa, nell'ambito dei titoli di capitale, il peso assunto dai titoli italiani è più ridotto, pari a poco più del 6 per cento; considerando anche gli altri emittenti dell'UE, il peso dei titoli di capitale emessi da Paesi appartenenti all'UE sul portafoglio complessivo sale al 23 per cento, di poco superiore a quello dei titoli di emittenti degli Stati Uniti, pari al 20 per cento. Questi ultimi assumono un peso più consistente nei comparti azionari nei quali la loro incidenza sul portafoglio (34,2 per cento) è all'incirca pari a quella dei titoli di emittenti dell'UE (34,7 per cento).

Tav. 4.16

Fondi pensione aperti. Composizione del portafoglio titoli per area geografica.⁽¹⁾
(dati di fine 2004; valori percentuali)

	Tipologia comparto			Totale
	Azionari	Bilanciati	Obbligazionari	
Titoli di debito				
Italia	10,7	31,0	59,8	30,6
Altri Paesi Unione europea	4,1	16,2	24,6	13,7
Stati Uniti	1,7	3,7	4,1	3,0
Giappone	0,1	0,4	0,2	0,2
Altri Paesi aderenti OCSE	0,1	0,3	0,3	0,2
Paesi non aderenti OCSE	0,1	0,2	0,3	0,2
Totale	16,7	51,9	89,4	48,0
Titoli di capitale				
Italia	9,2	6,5	2,1	6,4
Altri Paesi Unione europea	25,5	16,8	4,3	16,9
Stati Uniti	34,2	17,1	2,8	20,0
Giappone	6,7	3,4	0,6	3,9
Altri Paesi aderenti OCSE	6,3	3,4	0,7	3,8
Paesi non aderenti OCSE	1,4	1,1	0,1	1,0
Totale	83,3	48,1	10,6	52,0
Totale portafoglio titoli	100,0	100,0	100,0	100,0

(1) Per l'allocazione geografica si fa riferimento al paese di residenza degli emittenti. La tavola comprende gli investimenti in titoli per il tramite di OICVM, che pertanto vengono trattati come un "velo".

Rispetto agli anni precedenti, rimane sostanzialmente stabile la composizione per

area geografica dei titoli di capitale, mentre prosegue la tendenza alla ricomposizione del portafoglio titoli di debito riducendo la quota investita in titoli italiani a vantaggio principalmente dei titoli degli altri Paesi dell'UE.

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 *future* 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 *future* è stato utilizzato come alternativa all'investimento in OICVM.

Queste operazioni comportano un'esposizione sul mercato azionario maggiore di quella evidenziata dalla composizione del portafoglio; pertanto 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 *future*. 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 effettiva sui mercati finanziari e composizione del *benchmark*.⁽¹⁾

(dati di fine 2004; valori percentuali)

	Tipologia comparto						Totale	
	Azionari		Bilanciati		Obbligazionari			
	Effett.	Bench.	Effett.	Bench.	Effett.	Bench.	Effett.	Bench.
Titoli di debito	18,6	18,1	52,7	52,3	89,6	89,9	48,7	48,3
Titoli di capitale	81,4	81,9	47,3	47,7	10,4	10,1	51,3	51,7
Totale	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

(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.

Dalla tavola si nota come l'esposizione effettiva sia molto simile alla composizione teorica derivante dalla riagggregazione dei singoli *benchmark*; rispetto all'anno precedente inoltre l'esposizione è rimasta sostanzialmente stabile, con una leggera ricomposizione verso i titoli di debito (di circa un punto percentuale) che ha interessato soprattutto i comparti bilanciati.

4.5.3 I risultati della gestione

I fondi pensione aperti hanno tratto beneficio dall'andamento positivo registrato nel 2004 dai mercati dei valori mobiliari pressoché in tutti i principali Paesi. Al riguardo, i risultati aggregati dei fondi aperti sono stati calcolati, come di consueto, mediante il ricorso agli indici di capitalizzazione¹⁵. Questi ultimi, riferiti sia all'intero settore sia alle diverse tipologie di comparto, sono ottenuti calcolando su base mensile il rendimento medio ponderato per il patrimonio di inizio mese; ciascun comparto entra nella composizione degli indici a partire dal mese nel quale si verifica la prima valorizzazione. Il calcolo dei rendimenti mensili considera le variazioni del valore della quota dei singoli comparti ed è quindi al netto di tutti gli oneri di amministrazione e gestione a carico del fondo, nonché degli oneri fiscali.

Inoltre, al fine di consentire una più articolata valutazione dei rendimenti, i comparti obbligazionari sono stati scomposti sulla base della natura degli indicatori che compongono il *benchmark* in obbligazionari puri (*benchmark* composti esclusivamente da indicatori obbligazionari) e obbligazionari misti.

L'indice di capitalizzazione generale ha registrato un incremento del 4,3 per cento rispetto al valore registrato alla fine del 2003; alla formazione di tale risultato hanno contribuito in larga misura i rendimenti conseguiti nel primo e nell'ultimo trimestre, a fronte di un andamento sostanzialmente stabile nella parte centrale del 2004.

Estendendo l'orizzonte temporale agli ultimi tre anni, il risultato aggregato dei fondi aperti resta negativo, specie per il consistente arretramento subito dai mercati azionari mondiali nel 2002.

Nell'anno appena trascorso, il rendimento generale dei fondi pensione aperti è risultato più alto del tasso di rivalutazione del TFR che, considerato al netto dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 2001, si è attestato al 2,5 per cento. Il confronto con il TFR resta favorevole nell'ultimo biennio, mentre per orizzonti temporali più estesi la rivalutazione del TFR è nel complesso superiore al rendimento dei fondi aperti, con l'eccezione dei comparti obbligazionari puri che non hanno risentito dell'andamento sfavorevole che ha caratterizzato i mercati azionari nel periodo ottobre 2000-marzo 2003.

Con riferimento alle singole tipologie di comparto, gli azionari hanno beneficiato del positivo andamento delle borse mondiali conseguendo un rendimento di quasi il 5

¹⁵ L'indice utilizzato rientra tra i cosiddetti "indici a catena" di Laspeyres e viene calcolato in base alla seguente formula:

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

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

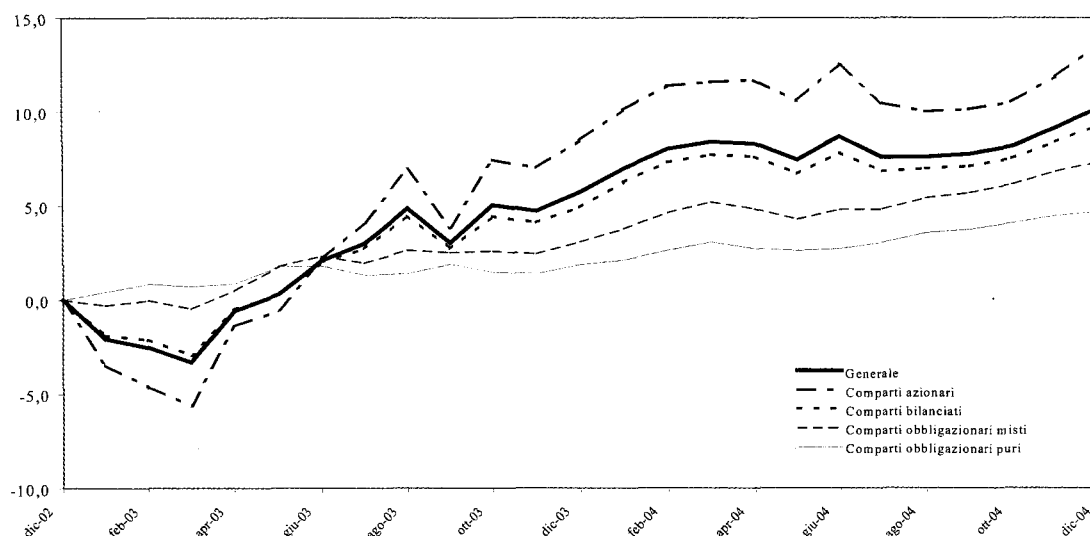
per cento nel 2004, con risultati positivi in tutti i trimestri dell'anno ad eccezione del terzo.

Il risultato dei comparti azionari è tuttavia inferiore ai guadagni mediamente realizzati dalle borse mondiali nel 2004; l'ulteriore deprezzamento subito dal dollaro nel corso del 2004 ha difatti impedito ai comparti azionari, laddove non siano state poste in essere operazioni di copertura valutaria, di beneficiare dell'incremento dei corsi delle azioni americane (alla fine del 2004, l'investimento dei comparti azionari in questa categoria di titoli era pari al 34 per cento delle risorse gestite).

I comparti bilanciati, caratterizzati da una sostanziale equipartizione del portafoglio tra azioni e obbligazioni, hanno anch'essi ottenuto un risultato positivo, pari al 4 per cento; a livello di dinamica trimestrale, al pari dei comparti azionari, i comparti bilanciati realizzano risultati positivi su tutti i trimestri con l'eccezione del terzo.

Tav. 4.18

Fondi pensione aperti. Rendimenti medi cumulati.
(valori percentuali)



Il rendimento dei comparti obbligazionari misti si è attestato al 4 per cento, mentre quelli obbligazionari puri hanno realizzato un guadagno di circa il 3 per cento. Entrambe le tipologie di comparto obbligazionario hanno conseguito risultati positivi in tutti i trimestri dell'anno con l'eccezione del secondo, anche a causa dei riflessi sui mercati dei titoli di debito determinati dall'inversione, a partire da giugno 2004, dell'orientamento della politica monetaria della *Federal Reserve*.

Al fine di consentire una valutazione dei rendimenti dei fondi pensione aperti anche in termini relativi, sono stati calcolati, per ciascuna tipologia di comparto, i rendimenti dei rispettivi portafogli *benchmark* teorici. Gli stessi sono ottenuti ricorrendo a indici di capitalizzazione costruiti seguendo la stessa metodologia utilizzata per i rendimenti dei fondi pensione: il tasso di crescita mensile dell'indice dei *benchmark* è pari alla media dei rendimenti mensili dei portafogli *benchmark* dei singoli comparti ponderata con gli stessi pesi usati nell'indice di capitalizzazione dei fondi¹⁶.

Inoltre, per rendere più omogeneo il confronto con i rendimenti dei fondi aperti, viene presentata una versione dei rendimenti dei portafogli *benchmark* calcolati al netto dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 2001. Nel confronto va tuttavia considerato che i rendimenti dei portafogli *benchmark* così calcolati, a differenza dei rendimenti dei singoli comparti, sono ancora al lordo degli oneri di amministrazione e di gestione.

Tav. 4.19

Fondi pensione aperti. Rendimenti pluriennali.
(valori percentuali)

	Rendimento a 3 anni (2002 - 2004)			Rendimento a 2 anni (2003-2004)			Rendimento a 1 anno (2004)		
	Comparti	Bench lordo	Bench netto ⁽¹⁾	Comparti	Bench lordo	Bench netto ⁽¹⁾	Comparti	Bench lordo	Bench netto ⁽¹⁾
Generale	-4,2	-4,9	-4,3	10,3	12,8	11,3	4,3	5,8	5,2
Azionari	-10,6	-15,2	-13,4	13,6	14,9	13,2	4,8	5,7	5,0
Bilanciati	-2,9	-1,3	-1,1	9,3	13,3	11,8	4,2	6,3	5,6
Obblig. misti	6,6	9,7	8,6	7,3	9,8	8,7	4,1	5,9	5,3
Obblig. puri	9,0	13,3	11,7	4,7	7,0	6,3	2,8	4,3	3,8
<i>Per memoria:</i>									
Rivalut. TFR ⁽¹⁾		8,7			5,4			2,5	

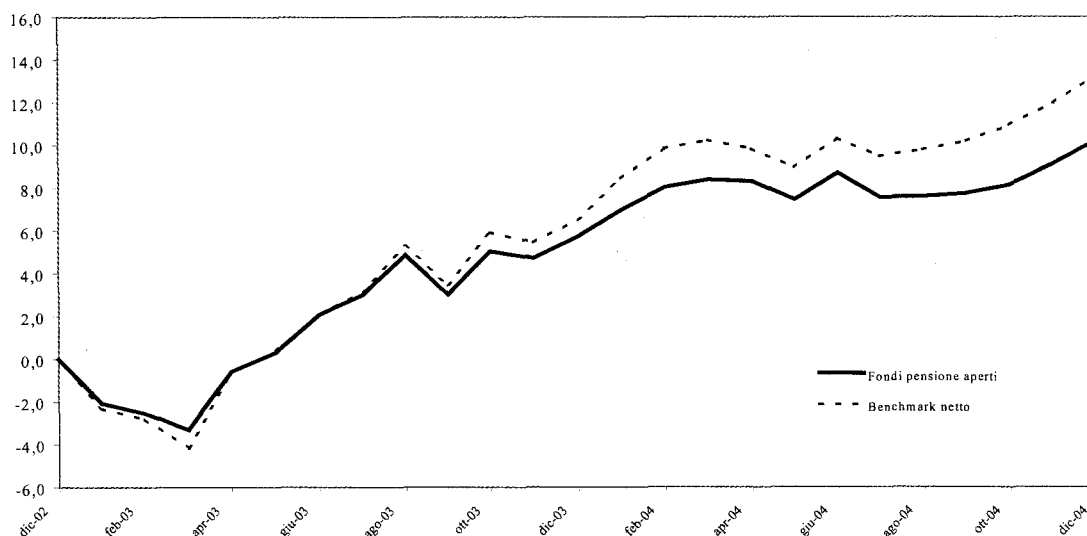
(1) Al netto dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 2001.

Nel 2004 il rendimento aggregato dei fondi aperti è risultato inferiore rispetto a quello del portafoglio *benchmark* di quasi un punto percentuale.

¹⁶ I dati utilizzati nelle analisi che seguono, in parte derivano dalle segnalazioni periodiche ed in parte sono stati ricostruiti prendendo a riferimento le composizioni e gli indicatori dichiarati ed inseriti nei prospetti informativi. Nella ricostruzione, per gli indicatori obbligazionari è stato ritenuto più coerente l'utilizzo, se esistente, della versione *return index*, che considera il reinvestimento delle cedole maturate; per gli indicatori azionari, laddove non diversamente specificato, è stata utilizzata la versione *price index*, che non considera il reinvestimento dei dividendi distribuiti, essendo questa la scelta più frequentemente adottata dai fondi, principalmente per le difficoltà di reperimento delle versioni *return index* di tali indicatori.

Tav. 4.20

Fondi pensione aperti. Rendimenti medi cumulati e variazione del *benchmark* netto.
(valori percentuali)



In questo periodo i comparti che sono riusciti a realizzare un rendimento superiore al proprio *benchmark* di riferimento sono poco meno del 20 per cento; pressoché la totalità dei comparti ha comunque realizzato un rendimento positivo in termini assoluti.

Rendimenti positivi sono stati realizzati da tutti i comparti anche se si fa riferimento ad un periodo di due anni; viceversa, se si estende l'analisi agli ultimi tre anni, includendo anche l'anno 2002, caratterizzato da un andamento dei mercati azionari particolarmente negativo, la percentuale di comparti con rendimento positivo è condizionata dal comportamento dei comparti azionari e bilanciati e si riduce a poco meno della metà.

Tuttavia, nello stesso periodo aumenta la percentuale dei comparti che hanno realizzato un *extra*-rendimento positivo (ossia un rendimento più elevato di quello del proprio *benchmark*), e che raggiunge quasi il 30 per cento.