

Rispetto ai singoli fondi, l'ammontare medio della contribuzione per il 2001 varia, per la maggior parte di essi, da un minimo di 1.100 a un massimo di 3.200 euro; al di sotto di questo intervallo si situano fondi che hanno avviato la raccolta dei contributi solo a fine anno (PREVIMODA, FONDAPI e FONTE), i fondi destinati a lavoratori con un reddito medio annuo particolarmente basso (ARCO), i fondi territoriali (SOLIDARIETA' VENETO e LABORFONDS); riguardo a FILCOOP il contributo medio per iscritto non comprende il versamento del TFR che, per gli iscritti al 31.12.2001, si intende assolto con il versamento all'ENPAIA. Infine, al di sopra di tale intervallo si colloca PREVIVOLO con un contributo medio per iscritto pari a 6.400 euro.

Per quanto riguarda i lavoratori autonomi ed i liberi professionisti, al 31.12.2001 avevano effettivamente avviato la raccolta dei contributi FONDODENTISTI, FUNDUM, FONFIGURE e FONDARTIGIANI; se si esclude il caso di FONDODENTISTI, l'unico che a fine 2001 contava almeno un anno di gestione, per tutti gli altri fondi la misura del contributo medio per iscritto non può considerarsi significativa. In tali casi, infatti, i contributi effettivamente versati sono da ricondurre solo ad una quota molto ridotta del totale degli aderenti segnalati, non avendo la maggior parte degli stessi effettuato ancora versamenti. Per le stesse ragioni, anche il contributo medio degli iscritti a FONDO FAMIGLIA risulta non significativo.

Nel corso del 2001 le operazioni di riscatto della posizione individuale hanno interessato circa il 3 per cento dei lavoratori iscritti ai fondi; più contenuto (poco meno di mille lavoratori) risulta essere il fenomeno della mobilità fra un fondo negoziale e l'altro. Entrambi i fenomeni sono riconducibili prevalentemente ad operazioni di riorganizzazione degli assetti societari dei datori di lavoro.

Alla fine del 2001 il patrimonio dei fondi pensione negoziali è pari a 2.256 milioni di euro, con un incremento rispetto all'anno precedente di quasi il 90 per cento, dovuto per la quasi totalità ai contributi raccolti. L'ammontare medio per iscritto sale quindi a 2.500 euro. Con riferimento ai fondi destinati ai lavoratori dipendenti, il patrimonio di fine anno risulta pari a 2.244 milioni di euro, mentre il patrimonio dei fondi rivolti a lavoratori autonomi è pari, nel complesso, a 12 milioni di euro.

2.3.2 Gli oneri di gestione

Il complesso delle spese sostenute dai fondi negoziali per lo svolgimento della propria attività può essere ripartito, a seconda della relativa natura, in oneri relativi alla gestione delle risorse finanziarie (principalmente commissioni di gestione e di custodia del patrimonio) e oneri connessi alla gestione amministrativa (spese per servizi acquistati da terzi, spese per il personale, la sede, l'acquisto di beni strumentali, il funzionamento degli organi sociali, la promozione delle adesioni, etc.).

La misura delle commissioni di gestione così come quella del compenso per la banca depositaria sono generalmente stabilite in percentuale rispetto al patrimonio gestito e variano a seconda del profilo di gestione e dei servizi accessori prestati.

Alla copertura degli oneri amministrativi si provvede, in genere, attraverso l'utilizzo di una quota parte della contribuzione a carico dei lavoratori e/o delle aziende, il cui ammontare viene determinato dall'organo di amministrazione del fondo sulla base di apposite previsioni di spesa, nonché delle quote d'iscrizione versate, *una tantum*, dal lavoratore e/o dall'azienda all'atto dell'adesione.

Tav 2.9

Fondi pensione negoziali. Oneri di gestione.⁽¹⁾
(spese complessive in migliaia di euro; spese pro capite in euro)

	2000	2001
Spese complessive	7.234	10.076
<i>gestione amministrativa</i>	6.063	8.395
oneri per servizi amministrativi acquistati da terzi	3.337	4.422
spese generali	1.321	2.406
spese per il personale	1.003	1.190
oneri diversi ⁽²⁾	240	107
ammortamenti	162	270
<i>gestione finanziaria</i>	1.171	1.681
commissioni di gestione	974	1.389
commissioni per banca depositaria	197	292
Spese pro capite	16	17
<i>gestione amministrativa</i>	13	14
<i>gestione finanziaria</i>	3	3
Spese / Patrimonio medio dell'anno⁽³⁾	0,91%	0,70%
<i>gestione amministrativa</i>	0,76%	0,58%
<i>gestione finanziaria</i>	0,15%	0,12%
Spese / Patrimonio fine esercizio	0,68%	0,57%
<i>gestione amministrativa</i>	0,57%	0,47%
<i>gestione finanziaria</i>	0,11%	0,10%
Spese / Contribuzione	1,37%	1,36%
<i>gestione amministrativa</i>	1,15%	1,13%
<i>gestione finanziaria</i>	0,22%	0,23%

⁽¹⁾ Le elaborazioni riguardano i fondi negoziali che alla fine del 2001 avevano conferito in gestione le risorse finanziarie: COMETA, FONCHIM, FONDENERGIA, FONDODENTISTI, QUADRI E CAPI FIAT, LABORFONDS, SOLIDARIETÀ VENETO, COOPERLAVORO.

⁽²⁾ La voce "oneri diversi", per l'anno 2000, comprende l'imposta sostitutiva.

⁽³⁾ Il patrimonio medio dell'anno è il valore centrale tra il patrimonio di inizio anno e di fine anno.

La Tav. 2.9 illustra per l'insieme dei fondi negoziali che, alla fine del 2001, avevano avviato la gestione delle risorse finanziarie (COMETA, FONCHIM, FONDENERGIA, FONDODENTISTI, QUADRI E CAPI FIAT, LABORFONDS, SOLIDARIETÀ VENETO, COOPERLAVORO) l'andamento delle spese sostenute lo scorso anno, con separata evidenza di quelle relative alla gestione finanziaria e di quelle di natura amministrativa.

A livello aggregato nel 2001 le spese ammontano a 10 milioni di euro, di cui 8,4 relativi alla gestione amministrativa (oltre il 50 per cento è rappresentato da oneri per servizi acquistati da terzi, in particolare dalle società di servizi amministrativi).

L'analisi comparativa per il biennio 2000-2001 denota come l'incidenza dei costi relativi alla gestione amministrativa sull'ammontare medio dell'attivo netto destinato alle prestazioni sia decrescente, passando dallo 0,76 per cento allo 0,58 per cento.

L'incidenza relativamente contenuta degli oneri di gestione rispetto al patrimonio deriva, in parte, da una serie di fattori connessi alla configurazione della struttura organizzativa adottata dai fondi, analizzati nel prosieguo del capitolo (cfr. il paragrafo 2.3.3), e dal fatto che l'analisi è stata effettuata con riferimento ai fondi che possono beneficiare di significative economie di scala, in ragione sia delle dimensioni in termini assoluti sia degli elevati livelli di penetrazione conseguiti nell'ambito del bacino di riferimento. V'è da dire che anche la prassi contrattuale sperimentata in taluni settori, peraltro non significativi in termini di dimensione, di porre, soprattutto nella fase di avvio dell'operatività, a carico delle fonti istitutive ovvero delle imprese, il finanziamento di specifici oneri (sede, beni strumentali, personale, etc.) contribuisce al contenimento della misura delle spese di gestione.

Relativamente agli oneri della gestione finanziaria, la misura leggermente decrescente della loro incidenza sull'attivo netto medio registrata nel 2001 (0,12 per cento) rispetto all'anno precedente (0,15 per cento), è prevalentemente dovuta alla contrazione delle commissioni di incentivo (le commissioni corrisposte al gestore solo al conseguimento di *overperformance* rispetto al parametro di riferimento), che ha interessato uno dei fondi più significativi in termini di dimensione del patrimonio gestito (COMETA).

2.3.3 L'assetto organizzativo

L'assetto organizzativo adottato dai fondi negoziali entrati nella fase di piena operatività dipende in larga misura dalla tendenza generalizzata a conferire a soggetti esterni, accanto alle attività riservate dalla legge a determinate categorie di operatori (gestione e custodia del patrimonio, assicurazione di prestazioni in rendita ovvero in

caso di invalidità e premorienza), anche quelle di natura amministrativa e contabile.

La scelta di affidare in *outsourcing* le attività di natura amministrativa scaturisce evidentemente dalla volontà di contenere l'incidenza degli oneri amministrativi, soprattutto a fronte della dimensione ridotta dei patrimoni nella fase iniziale, e dalla necessità di accelerare l'avvio dell'operatività attraverso l'utilizzo di sistemi di gestione amministrativa già strutturati.

Ciò ha comportato conseguenze significative, sia sul piano dell'organizzazione complessiva del fondo, sia su quello delle caratteristiche delle risorse professionali necessarie per lo svolgimento delle funzioni operative.

Sotto il primo profilo, nei paragrafi precedenti si è già avuto modo di rilevare come la partecipazione di una molteplicità di operatori alla realizzazione del piano previdenziale comporti la necessità, da parte del fondo, di progettare con accuratezza e monitorare con continuità il sistema dei flussi informativi che intercorrono fra il fondo ed i soggetti ai quali è attribuito lo svolgimento di specifiche funzioni.

Al riguardo, il contenuto delle informazioni e i relativi *standard* di comunicazione vengono generalmente fissati in appositi accordi che coinvolgono il fondo e tutti i principali *partner* e che disciplinano, fra l'altro, il livello minimo dei servizi che, nel corso del rapporto contrattuale, ogni parte si impegna a fornire (i cc.dd. *service level agreement*).

Per quanto concerne il secondo dei profili sopra evidenziati, l'esternalizzazione delle principali funzioni operative dei fondi negoziali condiziona le scelte operate dagli amministratori in ordine alla dimensione ed alle caratteristiche professionali del personale che costituisce la struttura del fondo. Al riguardo, per lo svolgimento delle funzioni tipicamente operative (adesioni, contribuzioni, liquidazione delle prestazioni, contabilità, controllo della gestione finanziaria, etc.), per gli adeguamenti interni conseguenti a nuove disposizioni normative, nonché per il controllo di gestione, i fondi entrati nella piena operatività si sono in genere dotati di un numero contenuto di risorse umane il cui coordinamento è affidato ad un direttore, che ha il compito di rendere esecutive le deliberazioni dell'organo di amministrazione.

E' evidente come, in una configurazione organizzativa in cui la parte prevalente delle funzioni strumentali viene svolta da soggetti terzi, deve comunque rimanere in capo al fondo la responsabilità dei controlli sul nucleo significativo delle attività esternalizzate, anche mediante l'adozione di un sistema informativo adeguato ed il costante monitoraggio dei complessivi flussi informativi.

Ciò vale, evidentemente, anche rispetto alle attività fatte oggetto di *outsourcing* non per vincolo di legge, bensì per effetto di autonoma determinazione degli organi del fondo, quali i servizi amministrativi e contabili, e dal cui svolgimento si configura il c.d. rischio operativo, ovvero il rischio che operazioni improprie di gestione amministrativa possano rendere difficoltosa la preservazione dell'equilibrio del fondo pensione. Al

riguardo, la COVIP, nel corso del 2001, ha inteso richiamare l'attenzione degli amministratori e dei dirigenti dei fondi negoziali sulla necessità di esercitare costantemente adeguate funzioni di controllo in ordine alla qualità dei servizi amministrativi prodotti da enti terzi anche con riferimento alla rete di connessioni operative da assicurare nei confronti di tutti gli altri soggetti di cui il fondo si avvale⁷.

Infatti, come si è già avuto modo di mettere in evidenza, l'operatività di un fondo pensione negoziale, al pari e forse ancor più di altri investitori istituzionali, si fonda su una complessa e fitta rete di flussi informativi, scambiati a diversi livelli dai vari soggetti interessati, dalla cui corretta impostazione dipende il buon esito del progetto pensionistico posto in essere. Ci si riferisce in particolare al raccordo tra il gestore finanziario delegato ad effettuare gli investimenti in nome e per conto del fondo pensione, la banca depositaria custode e guardiano delle risorse del fondo e il *service* amministrativo nella sua veste di braccio contabile del fondo. Nello specifico, sulla base dei riscontri emersi nel corso del 2001, le aree di operatività che richiedono la maggiore interazione tra i citati soggetti, e che evidenziano i profili di maggiore criticità nell'ambito della complessiva organizzazione di un fondo pensione negoziale, sono quelle inerenti la raccolta dei contributi nonché la valorizzazione del patrimonio e la realizzazione delle misure di controllo degli investimenti.

La raccolta delle contribuzioni costituisce una procedura che coinvolge, oltre ai datori di lavoro tenuti alla contribuzione, il fondo e tutti i suoi principali *partner*, ed alla cui organizzazione viene dedicata particolare attenzione sin dalla fase di prima operatività. In tale contesto, avuto riguardo ai fondi negoziali di categoria dedicati ai lavoratori dipendenti, particolare rilevanza assume l'abbinamento dei dati relativi alle contribuzioni (effettuate dalle aziende aderenti tramite bonifico sui conti correnti del fondo in essere presso la banca depositaria) con quelli contenuti nelle distinte identificative (trasmesse dalle aziende aderenti direttamente al fondo pensione o al *service* amministrativo) contenenti il dettaglio per aderente del contributo versato.

Dall'esito di questa attività di quadratura, generalmente operata dal *service* amministrativo (con l'ausilio del personale del fondo per ciò che concerne la gestione delle anomalie), discendono una serie di effetti di particolare rilevanza: dall'attribuzione in capo agli aderenti all'atto della valorizzazione delle quote di partecipazione al fondo, al conseguente conferimento degli importi delle contribuzioni destinate agli investimenti sui conti correnti rubricati a nome dei gestori, alla movimentazione delle posizioni individuali (tutte attività la cui esecuzione richiede generalmente l'avvenuta quadratura tra i dati relativi al versamento e quelli rinvenienti dalla distinta contributiva).

L'incidenza media dei contributi non quadrati sul totale dei contributi versati costituisce uno degli indicatori in grado di sintetizzare il grado di efficienza della configurazione organizzativa del fondo e delle relative procedure gestionali. Sempre con riguardo ai fondi in gestione finanziaria, si rileva come l'attenzione dedicata

⁷ Cfr. lettera circolare inviata il 22.11.2001 a tutti i fondi pensione negoziali autorizzati all'esercizio dell'attività o alla raccolta delle adesioni.

all'organizzazione ed al monitoraggio di questa attività, l'affinamento dei sistemi di trasmissione delle informazioni e l'accresciuta collaborazione da parte delle aziende aderenti hanno contribuito ad avviare il fenomeno nell'ambito di livelli fisiologici.

Al riguardo, sono risultate determinanti le misure poste in essere dal fondo ai fini della rilevazione delle situazioni di irregolarità o anomalie contributive e le iniziative adottate per la loro gestione, con particolare riguardo alle sollecitazioni effettuate nei confronti dei soggetti inadempienti nonché all'informazione fornita al riguardo alle fonti istitutive, alle rappresentanze sindacali aziendali, oltre che naturalmente ai lavoratori interessati.

Ai fini della valorizzazione del patrimonio del fondo e della predisposizione delle misure di controllo in ordine ai limiti di investimento, siano essi dettati da norme di legge, siano fissati da previsioni contrattuali, il raccordo tra i vari soggetti richiede un elevato livello di accuratezza sia nell'impostazione della natura dei flussi informativi sia nella fissazione degli *standard* di riferimento, con particolare riguardo alle scadenze degli obblighi informativi.

In tale ambito particolare rilevanza assumono le procedure preordinate alla riconciliazione delle posizioni relative agli *stock* di titoli ed ai saldi di conto corrente fra tutti i soggetti che operano per conto del fondo, con particolare riguardo alla banca depositaria, la quale, in chiave dialettica rispetto agli altri soggetti, contribuisce in modo significativo a conferire alle variazioni di valore del patrimonio del fondo requisiti di certezza. La corretta impostazione delle suddette procedure consente infatti di rilevare tempestivamente eventuali errori nella trasmissione e ricezione delle informazioni relative all'attività di compravendita posta in essere e di operare agevolmente i necessari interventi correttivi.

Al riguardo, giova ricordare che la Commissione, con la citata circolare in materia di *outsourcing* dei servizi amministrativi, ha inteso richiamare l'attenzione degli esponenti dei fondi sull'esigenza di preservare i profili di separatezza delle attività che, in base al dettato normativo, sono soggette al principio di autonomia fra controllante e controllore. Sulla scorta di tale principio, si è pertanto ritenuto non in linea con le regole generali di corretta e trasparente amministrazione il conferimento della funzione di valorizzazione del patrimonio e calcolo della valore della quota allo stesso soggetto incaricato di svolgere le funzioni di banca depositaria e si è richiamata l'attenzione degli esponenti del fondo in merito alla necessità che i richiamati profili di autonomia e separatezza siano salvaguardati nel caso in cui si tratti di società del medesimo gruppo.

Lo svolgimento della delicata funzione di valorizzazione del patrimonio, che, nella prassi, i fondi hanno ritenuto di affidare alle società di servizi amministrativi, risulta strettamente connesso all'assetto dei flussi informativi riguardanti, da un lato, l'attività di compravendita degli strumenti finanziari che costituiscono il patrimonio del fondo e, dall'altro, a quella di raccolta delle contribuzioni.

Con la procedura di compravendita dei titoli, l'attività di valorizzazione condivide

l'aspetto relativo alla contabilizzazione delle operazioni eseguite dal gestore finanziario, mentre con quella di raccolta delle contribuzioni essa condivide le operazioni connesse alla conversione in quote dei versamenti previdenziali.

In genere, il dettaglio delle informazioni inerenti i titoli acquistati o venduti in un dato giorno perviene al *service* amministrativo il giorno successivo, direttamente dal gestore finanziario che le ha concluse (o talvolta per suo conto dalla banca depositaria) attraverso canali informatici appositamente predisposti. Le altre informazioni, indispensabili ai fini di una corretta valorizzazione del patrimonio del fondo pensione e relative a poste la cui competenza economica precede o segue la manifestazione monetaria (interessi, dividendi, commissioni di gestione e di banca depositaria, affitti etc.) o inerenti ad eventi societari relativi all'emittente i titoli in possesso del fondo (aumenti di capitale con assegnazione di azioni gratuite o scontate, fusioni, frazionamenti di azioni, etc.), provengono al *service* amministrativo per vie diverse: o direttamente dal fondo (nel caso delle poste amministrative), o dalla banca depositaria (soprattutto per gli eventi societari) oppure dagli *information provider* assunti a riferimento nell'ambito dei *service level agreement*; quest'ultima è la fonte principale di estrapolazione dei prezzi necessari per la valutazione dei titoli in portafoglio sulla base del principio del *mark to market* previsto dalle vigenti disposizioni normative in materia di contabilità.

Parte integrante della procedura di valorizzazione è la determinazione del numero di quote in circolazione, attività quest'ultima fortemente correlata con l'accennata procedura di raccolta contributi.

Nel merito, con riferimento ai fondi pensione rivolti ai lavoratori dipendenti, i contributi versati dalle aziende tenute alla contribuzione, comprensivi della quota a carico del datore di lavoro, del TFR e della quota a carico del lavoratore, affluiscono su un conto corrente di transito in essere presso la banca depositaria e intestato al fondo pensione, dove rimangono, in attesa di essere trasferiti sui conti correnti di gestione, fino alla data della successiva valorizzazione. Alla prima valorizzazione utile il fondo pensione, per mezzo del *service* amministrativo, emette e assegna a ciascun aderente, i cui contributi sono stati riconciliati (ovvero abbinati alle distinte identificative), un numero di quote pari all'importo del versamento (al netto della quota destinata a copertura degli oneri amministrativi) suddiviso per il valore unitario della quota determinato con riferimento a tale giorno. Contestualmente il fondo pensione emette un ordine di "giroconto" alla banca depositaria in modo tale che gli importi trasformati in quote transitino, con valuta pari a quella del giorno di valorizzazione, dal conto di transito verso i conti rubricati a nome dei gestori finanziari affinché questi li investano sulla base delle linee di indirizzo stabilite nelle apposite convenzioni di gestione stipulate con il fondo pensione.

2.4 La gestione finanziaria

2.4.1 La scelta dei gestori finanziari

L'art. 6 del Decreto lgs. 124/1993 prevede che il fondo pensione negoziale conferisca l'amministrazione delle risorse a soggetti specializzati nella gestione di patrimoni mobiliari (banche, SIM, SGR e imprese assicurative), attraverso la stipula di apposite convenzioni, provvedendo comunque a definire le linee generali di indirizzo dell'attività di investimento e controllando i rischi assunti e le *performance* ottenute dai gestori. Di conseguenza viene preclusa al fondo la possibilità di gestire direttamente le risorse, fatta eccezione per alcune tipologie di strumenti finanziari previsti dal sopra citato art. 6 del Decreto lgs. 124/1993. Il principio della gestione in delega affermato dal legislatore risponde, infatti, all'esigenza di affidare la funzione di gestire le risorse destinate al risparmio previdenziale ad operatori dotati di un'adeguata professionalità ed esperienza.

Le istruzioni della COVIP del 09.12.1999 disciplinano l'intero processo di selezione dei gestori al fine del rilascio dell'autorizzazione della convenzione di gestione da parte della Commissione. Il processo di selezione deve esser condotto secondo i principi della trasparenza e della coerenza fra gli obiettivi e le modalità di gestione stabiliti preventivamente dal consiglio di amministrazione e i criteri di scelta dei gestori.

Il processo di selezione dei gestori si articola in più fasi. Innanzitutto, il consiglio di amministrazione, con una deliberazione preliminare, delinea le linee generali della gestione finanziaria delle risorse, tenendo conto delle caratteristiche della popolazione e dei bisogni previdenziali, delle dimensioni del patrimonio e delle sue prospettive di crescita. Nell'ambito delle deliberazioni preliminari l'organo di amministrazione definisce l'*asset allocation* strategica, ossia le linee generali della politica di investimento sotto il profilo di rischio e di rendimento e le tipologie di investimento in termini di classi di attività finanziarie e di aree geografiche, nel rispetto del DM Tesoro 703/1996 con riguardo alle regole prudenziali relative a particolari profili di rischio (concentrazione, valuta e paese).

Le scelte relative all'*asset allocation* strategica si completano con la definizione dell'orizzonte temporale di investimento, dello stile di gestione, del *benchmark* di riferimento, dei vincoli quantitativi alle diverse classi di investimento e, eventualmente, ai *rating* degli emittenti. Il consiglio di amministrazione individua, inoltre, gli incarichi da assegnare ai gestori definendo le modalità di ripartizione delle risorse fra i gestori, ossia incarichi per quote o per classi di attività.

Nell'ambito delle deliberazioni preliminari viene stabilito il contenuto del questionario con il quale il consiglio di amministrazione procederà a valutare le candidature: i requisiti qualitativi e quantitativi che i candidati devono possedere

(patrimonio netto consolidato del gruppo, volumi di risparmio gestito, tipologia di clientela, etc.), la durata dell'incarico, la rappresentazione dei rendimenti e della volatilità di portafogli coerenti con il mandato di gestione. Il consiglio di amministrazione delibera, inoltre, i criteri di valutazione delle offerte al fine di consentire un'adeguata comparazione delle diverse candidature e l'elaborazione, se ritenuto opportuno, di griglie di punteggi da assegnare ai diversi elementi di valutazione. Infine, il consiglio di amministrazione provvede a dare adeguata pubblicità alla sollecitazione di offerte attraverso la pubblicazione del bando di gara su almeno due quotidiani a diffusione nazionale o internazionale.

Non appena pubblicato il bando, il fondo è tenuto a presentare alla COVIP una relazione che illustri le principali caratteristiche del processo decisionale, allegando bando e questionario. Sulla base dei suddetti documenti, e delle eventuali integrazioni di informazioni opportunamente acquisite, la COVIP conduce accurate valutazioni in ordine alla coerenza, da una parte, della politica di investimento con le fonti statutarie e, dall'altra, del bando e del questionario con i criteri preventivamente deliberati.

Le istruzioni COVIP stabiliscono inoltre che, una volta terminata la presentazione delle offerte da parte dei candidati, il consiglio di amministrazione proceda alla valutazione dei questionari sulla base dei criteri fissati nelle deliberazioni preliminari. Questa fase si conclude con l'individuazione di una *short list*, ovvero una rosa di candidati ritenuti maggiormente qualificati ai quali chiedere l'offerta economica.

Completato il processo di valutazione delle candidature, il consiglio di amministrazione procede, con apposita delibera, alla designazione dei candidati incaricati della gestione e alla stesura, per ogni mandato di gestione, del testo di convenzione per la gestione delle risorse. La convenzione verrà successivamente presentata alla COVIP per l'istanza di autorizzazione, insieme a una relazione illustrativa dello svolgimento del processo di selezione.

La convenzione di gestione, redatta secondo degli schemi adottati dalla COVIP il 07.01.1998, è un contratto di delega che definisce, per ogni mandato, la politica di investimento e il profilo di rischio; si individua inoltre nel contratto il *benchmark* di riferimento, gli strumenti finanziari nei quali è possibile investire, i limiti quantitativi all'investimento, le modalità di ripartizione delle risorse destinate alle prestazioni fra i gestori, i termini e le modalità con cui il fondo può esercitare la facoltà di recesso.

Sulla base della documentazione sopra menzionata, oltre che delle integrazioni di informazioni opportunamente acquisite, la COVIP verifica sulla base di idonee procedure di analisi la compatibilità della convenzione con la normativa vigente e le decisioni assunte dall'organo di amministrazione nel corso del processo di selezione.

Alla fine del 2001 hanno conferito le risorse in gestione 8 fondi pensione negoziali. Tra questi, FONDODENTISTI è l'unico che prevede un assetto pluricomparto, con tre comparti di investimento con differenti caratteristiche di rischio e rendimento, ognuno dei quali affidato a due gestori. Gli iscritti sono tenuti ad operare la scelta del

comparto di gestione all'atto dell'adesione, con la possibilità di rivedere successivamente tale scelta.

Gli altri fondi che hanno conferito le risorse in gestione (FONCHIM, COMETA, QUADRI E CAPI FIAT, FONDENERGIA, COOPERLAVORO, LABORFONDS e SOLIDARIETA' VENETO) prevedono un assetto monocomparto, in cui la ripartizione per mandato delle complessive risorse finanziarie del fondo è effettuata sulla base delle modalità generalmente riconducibili a due criteri di riferimento.

Il primo criterio prevede la ripartizione delle complessive risorse del fondo, fra più gestori, per quota (COOPERLAVORO e FONDENERGIA). Il secondo criterio, scelto dalla maggior parte dei fondi (FONCHIM, QUADRI E CAPI FIAT, COMETA, LABORFONDS e SOLIDARIETA' VENETO), prevede l'individuazione di più mandati di gestione, differenziati per politica di investimento, affidati ciascuno a uno o più gestori. In questo caso, la ripartizione delle risorse fra i mandati può essere in proporzioni costanti o assegnando a ciascun mandato un peso differente. In particolare, FONCHIM prevede 2 tipologie di mandati, equamente ripartiti in termini di risorse gestite, affidati ciascuno a 3 gestori; il fondo QUADRI E CAPI FIAT attribuisce in modo differente le risorse ai 2 mandati, ripartendo per quota le risorse di ogni mandato fra 2 gestori; infine, il fondo COMETA affida le risorse a 6 gestori, 2 per ciascuno dei 3 mandati, aventi un peso differente nella ripartizione complessiva delle risorse. Diversamente, LABORFONDS e SOLIDARIETA' VENETO prevedono 3 mandati di gestione, ciascuno dei quali affidato a 3 gestori.

Nel corso del 2001 un fondo pensione ha proceduto ad operare la sostituzione di uno dei gestori selezionati nella fase di avvio a causa dell'andamento insoddisfacente dei risultati conseguiti dal gestore, affidando il medesimo incarico ad altro soggetto individuato attingendo alle risultanze del processo selettivo già esperito, dopo aver verificato l'attualità dei giudizi a suo tempo espresse (cfr. comunicazione COVIP del 24.05.2001 in materia di sostituzione di soggetto gestore delle risorse dei fondi negoziali nel corso del rapporto contrattuale). Si è trattato del primo caso di risoluzione anticipata del rapporto contrattuale di gestione delle risorse finanziarie che ha interessato un fondo negoziale.

I fondi negoziali impegnati, a fine 2001, nell'attività di selezione degli intermediari finanziari sono 15, di cui 9 (PEGASO, FOPEN, FUNDUM, FONFIGURE, PREVICOOPER, FONCER, ALIFOND, PREVIAMBIENTE, FONDO FAMIGLIA) hanno concluso il processo di selezione deliberando la stipula della convenzione di gestione che affida agli intermediari finanziari il patrimonio del fondo in gestione.

Quattro dei fondi negoziali che hanno avviato il processo di selezione dei gestori prevedono una gestione multicomparto, individuando diverse linee di gestione a ciascuna delle quali corrisponde una specifica politica di investimento ed un diverso profilo di rischio. In particolare, 3 di essi hanno associato ad una delle linee una garanzia, ossia il diritto alla corresponsione di un rendimento minimo garantito, a prescindere dai risultati di gestione al verificarsi di determinati eventi (esercizio del

diritto alla prestazione pensionistica, decesso e invalidità permanente che comporti cessazione dell'attività lavorativa). Si rileva infine che, per PREVIAMBIENTE, due convenzioni di gestione prevedono il ricorso ad un *benchmark* di tipo etico (*Ethical Index Euro*).

2.4.2 Le convenzioni di gestione e i *benchmark*

Alla fine del 2001 i fondi negoziali che hanno conferito le risorse in gestione sono saliti a 8, con l'ingresso nel gruppo in settembre di COOPERLAVORO e, in dicembre, di SOLIDARIETA' VENETO e di LABORFONDS.

I mandati di gestione adottati dai fondi sono stati convenzionalmente classificati in quattro tipologie:

- obbligazionario puro (l'investimento prevalente è in titoli obbligazionari e l'investimento azionario è residuale e comunque non superiore al 10 per cento);
- obbligazionario misto (la componente azionaria non supera il 30 per cento);
- bilanciato (l'esposizione azionaria varia dal 30 al 70 per cento);
- azionario bilanciato (l'investimento in titoli di capitale è almeno del 50 per cento).

I fondi pensione che hanno affidato le risorse in gestione hanno stipulato complessivamente 34 convenzioni di gestione, di cui 14 rappresentano contratti relativi a mandati di tipo bilanciato. Le convenzioni di tipo obbligazionario puro sono 9, così come quelle di tipo obbligazionario misto. Solo 2 sono le convenzioni contemplate dai mandati azionari bilanciati.

Tav. 2.10

Fondi pensione negoziali. Classificazione dei mandati di gestione.
(anno 2001; valori percentuali)

Tipologia mandato	Fondo	Limiti agli strumenti finanziari			
		Azioni		Obbligazioni	
		min	max	min	max
OBBLIGAZIONARIO PURO	FONCHIM	0,0	0,0	100,0	100,0
	QUADRI E CAPI FIAT	0,0	0,0	100,0	100,0
	COMETA	0,0	10,0	90,0	100,0
	LABORFONDS	0,0	0,0	100,0	100,0
	SOLIDARIETA' VENETO	0,0	10,0	90,0	100,0
OBBLIGAZIONARIO MISTO	FONDODENTISTI comp. <i>Scudo</i>	0,0	20,0	80,0	100,0
	COMETA	10,0	30,0	70,0	90,0
	LABORFONDS	0,0	25,0	75,0	100,0
	COOPERLAVORO	10,0	25,0	75,0	90,0
	SOLIDARIETA' VENETO	0,0	30,0	70,0	100,0
BILANCIATO	FONCHIM	0,0	100,0	0,0	100,0
	FONDODENTISTI comp. <i>Progressione</i>	0,0	55,0	45,0	100,0
	FONDOENERGIA	28,0	38,0	62,0	72,0
	QUADRI E CAPI FIAT	25,0	55,0	45,0	75,0
	COMETA	30,0	60,0	40,0	70,0
	LABORFONDS	0,0	100,0	0,0	100,0
AZIONARIO BILANCIATO	SOLIDARIETA' VENETO	0,0	60,0	40,0	100,0
	FONDODENTISTI comp. <i>Espansione</i>	55,0	100,0	0,0	45,0

Come più sopra menzionato, il consiglio di amministrazione definisce in termini qualitativi e quantitativi i limiti all'investimento che caratterizzano l'*asset allocation* strategica del fondo. Tali vincoli definiscono, dunque, i margini operativi entro i quali i gestori possono attuare le scelte di investimento al fine di cogliere le opportunità di mercato (*asset allocation* tattica).

La Tav. 2.11 descrive per i diversi fondi pensione i vincoli all'investimento in titoli di debito o di capitale. Con riferimento ai fondi monocomparto, la massima esposizione possibile all'investimento azionario è mediamente pari al 35 per cento per QUADRI E CAPI FIAT, FONDOENERGIA, LABORFONDS e SOLIDARIETA' VENETO, mentre per COMETA e COOPERLAVORO l'esposizione si riduce al 25 per cento circa. Diverso è il caso di FONCHIM per il quale il limite di investimento azionario sale oltre il 50 per cento per effetto delle caratteristiche di alcuni mandati, nei quali non sono previsti minimi o massimi sulle diverse categorie di investimento. Per FONDODENTISTI l'esposizione azionaria è diversa nei tre comparti di investimento, crescendo in relazione al profilo di rischio-rendimento: l'esposizione azionaria sale infatti dal 20 per cento del comparto Scudo al 100 per cento nel comparto Espansione.

Tav. 2.11

Fondi pensione negoziali. Limiti di investimento per singolo fondo.
(anno 2001; valori percentuali)

Fondo	Limiti agli strumenti finanziari			
	Azioni		Obbligazioni	
	min	max	min	max
COMETA	10,5	28,6	71,4	89,5
COOPERLAVORO	10,0	25,0	75,0	90,0
FONCHIM	0,0	51,8	48,2	100,0
FONDODENTISTI comp. <i>Scudo</i>	0,0	20,0	80,0	100,0
FONDODENTISTI comp. <i>Progressione</i>	0,0	55,0	45,0	100,0
FONDODENTISTI comp. <i>Espansione</i>	55,0	100,0	0,0	45,0
FONDENERGIA	28,0	38,0	62,0	72,0
LABORFONDS	0,0	39,3	60,7	100,0
QUADRI E CAPI FIAT	17,0	37,5	62,5	83,0
SOLIDARIETA' VENETO	0,0	33,5	66,5	100,0

Un altro elemento che caratterizza l'*asset allocation* dei singoli mandati di gestione, e di conseguenza del fondo, è il *benchmark*. Come è noto, il *benchmark* rappresenta il parametro oggettivo di riferimento inserito nelle convenzioni di gestione per la verifica dei risultati. Lo stesso, quindi, nell'individuare il profilo di rischio e le opportunità del mercato in cui tipicamente il fondo investe, fornisce una rappresentazione sintetica e trasparente dell'*asset allocation* strategica del fondo.

Analizzando gli indicatori dei *benchmark* utilizzati dai fondi, ponderati con le risorse in gestione alla fine del 2001, si può osservare che in media i fondi hanno un'allocazione delle risorse di tipo obbligazionario misto: la componente obbligazionaria è pari al 77 per cento mentre quella azionaria è pari al 23 per cento. Rispetto alle indicazioni emerse dai limiti di investimento dei fondi pensione, il *benchmark* di riferimento presenta un'esposizione azionaria inferiore di 4 punti percentuali. Rispetto allo scorso anno, inoltre, l'*asset allocation* espressa dal *benchmark* evidenzia un minor peso della componente azionaria (2 punti percentuali).

Tav. 2.12

Fondi pensione negoziali. Composizione del *benchmark* per tipologia di indicatori.
(anno 2001; valori percentuali)

Fondo	Indicatori azionari	Indicatori obbligazionari
COMETA	19,6	80,4
COOPERLAVORO	20,0	80,0
FONCHIM	28,9	71,1
FONDENERGIA	33,0	67,0
FONDODENTISTI comp. <i>Scudo</i>	0,0	100,0
FONDODENTISTI comp. <i>Progressione</i>	30,0	70,0
FONDODENTISTI comp. <i>Espansione</i>	75,0	25,0
LABORFONDS	23,7	76,3
QUADRI E CAPI FIAT	28,3	71,7
SOLIDARIETA' VENETO	23,5	76,5
Totale ⁽¹⁾	23,1	76,9

⁽¹⁾ Gli indicatori del complesso dei fondi sono calcolati come media ponderata per le rispettive risorse finanziarie degli indicatori previsti dai singoli mandati.

E' importante ricordare che i gestori, nell'effettuare le concrete scelte di investimento, possono più o meno differenziarsi rispetto all'allocazione corrispondente al *benchmark*, secondo le modalità stabilite nella convenzione. La gestione può, infatti, essere di tipo attivo, in tal caso il gestore ha maggiori margini di scostamento rispetto al *benchmark*, oppure di tipo passivo, in tal caso la politica di investimento del fondo e dei singoli mandati deve riflettere completamente il profilo di rischio del *benchmark*.

In entrambi i casi i gestori, che hanno l'obiettivo di massimizzare il rendimento in un orizzonte temporale normalmente pari alla durata della convenzione (3-5 anni), sono vincolati al rispetto dei limiti sugli scostamenti nei confronti del *benchmark*. Generalmente le convenzioni di gestione prevedono come misura di tale scostamento un indicatore della volatilità delle differenze dei rendimenti mensili realizzati rispetto a quelli relativi al *benchmark* (*Tracking Error Volatility*, di seguito in forma abbreviata TEV).

La misura del TEV, espressa generalmente su base semestrale o annuale, viene calcolata alla fine del semestre o alla fine dell'anno, sulla base di rilevazioni settimanali o mensili. Il TEV varia in funzione del mandato e della modalità di gestione. LABORFONDS, l'unico fondo con una gestione di tipo attivo, è caratterizzato da una misura di rischio superiore rispetto ai fondi che prevedono una gestione di tipo non attivo. Per i mandati obbligazionari puri il TEV (semestrale) varia nell'intervallo dallo 0,7 al 3,10 per cento mentre per i mandati obbligazionari misti l'indicatore di rischio varia dall'1,4 al 4,2 per cento. Nei mandati bilanciati, a maggior contenuto azionario, l'intervallo di variazione del TEV è maggiore: dal 2,5 al 7,10 per cento.

Tav. 2.13

Fondi pensione negoziali. Limiti di *Tracking Error Volatility*.
(anno 2001; valori percentuali)

Tipologia mandato	Fondo	TEV massima (semestrale)
OBBLIGAZIONARIO PURO	QUADRI E CAPI FIAT	0,70
	FONCHIM	1,00
	COMETA	1,50
	SOLIDARIETA' VENETO	2,10
	LABORFONDS	3,10
OBBLIGAZIONARIO MISTO	FONDODENTISTI comp. <i>Scudo</i>	1,40
	COOPERLAVORO	2,80
	SOLIDARIETA' VENETO	2,10
	LABORFONDS	4,20
	COMETA	3,50
BILANCIATO	FONCHIM	3,00
	FONDODENTISTI comp. <i>Progressione</i>	3,50
	SOLIDARIETA' VENETO	4,90
	QUADRI E CAPI FIAT	2,50
	LABORFONDS	7,10
	FONDOENERGIA	3,00
	COMETA	4,00
AZIONARIO BILANCIATO	FONDODENTISTI comp. <i>Espansione</i>	7,10

I *benchmark* sono costituiti da indicatori finanziari di comune utilizzo. Dei 12 indicatori obbligazionari adottati nelle convenzioni 6 sono prodotti dalla *Salomon Smith Barney* e 3 dalla *Morgan Stanley*; minore è invece il contributo degli indicatori prodotti dalla *JP Morgan* (2 indicatori) e dalla *Lehman Brothers* (un solo indicatore). Per quanto concerne gli indicatori azionari, 4 degli 8 indicatori utilizzati vengono prodotti dalla *Morgan Stanley*, mentre i restanti 4 si riferiscono ad indici di borsa. Nello specifico, tra gli indicatori obbligazionari quelli maggiormente utilizzati sono il *Salomon Smith Barney (SSB) Emu Government Bond Index (EGBI)* e il *SSB EGBI 1-3 years*, che rappresentano un paniere di titoli di Stato a tasso fisso dei Paesi aderenti all'Unione Monetaria Europea, senza distinzione di scadenza finanziaria, nel primo caso, o considerando solo titoli con scadenza finanziaria compresa fra 1-3 anni, nel secondo caso. Tra gli indicatori azionari, il più utilizzato rimane il *Morgan Stanley Capital International (MSCI) Europe*, rappresentativo dei titoli azionari emessi da società residenti nei Paesi europei e il *MSCI World ex-Europe*, che considera i titoli azionari emessi dalle società dei principali paesi industrializzati, esclusi quelli europei.

Dall'analisi degli indicatori per area geografica emerge che, per la componente obbligazionaria, vi è una prevalenza di indicatori relativi a titoli di stato della zona EMU (58 per cento) mentre più limitato è il peso che assumono gli indicatori di tipo globali o di quelli relativi ai titoli di stato europei (25 e 17 per cento). Per quanto

riguarda gli indicatori azionari, anche se gli indici di borse di alcuni paesi (Usa, Giappone e Italia) costituiscono una parte rilevante, si osserva una prevalenza degli indicatori globali (50 per cento) o di quelli riferiti ai Paesi europei (25 per cento).

Tav. 2.14

Fondo pensione negoziali. Commissioni di gestione.*(anno 2001; valori percentuali)*

Tipologia Mandato	Fondo	Commissione di base	Commissioni di incentivo
OBBLIGAZIONARIO PURO	FONCHIM	0,075	non prevista
	QUADRI E CAPI FIAT	0,14 ⁽¹⁾	40% (Rg-Rb+40 punti base) ⁽²⁾
	COMETA	0,06	10% (Rg-Rb) ⁽⁴⁾
	LABORFONDS	0,18	non prevista
	SOLIDARIETA' VENETO	0,07	20% (Rg-Rb)
OBBLIGAZIONARIO MISTO	FONDODENTISTI comp. <i>Scudo</i>	0,10	10% (Rg-Rb)
	COMETA	0,08	10% (Rg-Rb) ⁽¹⁾
	LABORFONDS	0,28	non previsto
	COOPERLAVORO	0,12 ⁽⁵⁾	non previsto
	SOLIDARIETA' VENETO	0,07	10% (Rg-Rb)
BILANCIATO	FONCHIM	0,15	non previsto
	FONDODENTISTI comp. <i>Progressione</i>	0,15	15% (Rg-Rb)
	FONDOENERGIA	0,08	15% (Rg-Rb)
	QUADRI E CAPI FIAT	0,14 ⁽¹⁾	45% (Rg-Rb+ 65 punti base) ⁽³⁾
	COMETA	0,10	10% (Rg-Rb) ⁽¹⁾
	LABORFONDS	0,20	non previsto
	SOLIDARIETA' VENETO	0,22	10% (Rg-Rb)
AZIONARIO BILANCIATO	FONDODENTISTI comp. <i>Espansione</i>	0,20	20% (Rg-Rb)

Legenda: Rg: rendimenti di gestione; Rb: rendimenti dei *benchmark*;

⁽¹⁾ Medie delle commissioni attribuite ai due gestori.

⁽²⁾ In caso di risultato negativo la commissione è: 25 per cento (Rg-Rb + 40 punti base)

⁽³⁾ In caso di risultato negativo la commissione è: 25 per cento (Rg-Rb+25 punti base)

⁽⁴⁾ In caso di risultato negativo la commissione non è dovuta

⁽⁵⁾ La commissione è una media delle commissioni attribuite ai tre gestori, distinte in tre commissioni in base alla dimensione del patrimonio gestito.

La convenzione definisce, inoltre, le commissioni di gestione che il fondo riconosce agli intermediari finanziari per l'attività di gestione svolta. Si nota che, all'aumentare dell'esposizione azionaria del mandato, maggiore è la commissione di gestione applicata. L'importo sul quale viene applicata la commissione di gestione può essere una media del valore del patrimonio mensile o trimestrale ovvero il valore della