

di fondi pluricomparto, ed il riscatto. Questi oneri sono individuati in cifra fissa.

Gli oneri sostenuti ogni anno sono quelli relativi alle commissioni di gestione; con riferimento alla modalità di determinazione, i regolamenti dei fondi prevedono che le stesse siano alternativamente prelevate:

- solo in misura percentuale sul patrimonio;
- in misura percentuale sui versamenti e sul patrimonio;
- in cifra fissa sui versamenti ed in misura percentuale sul patrimonio.

Sono poi da considerare una serie di spese, specificatamente individuate per tipologia, la cui incidenza non può che essere determinata a consuntivo, quali gli oneri di intermediazione, le imposte e tasse e le spese legali e giudiziarie.

Per quanto riguarda le commissioni di gestione i fondi operativi si sono prevalentemente (poco più del 60 per cento) orientati verso il terzo modello, circa un 28 per cento utilizza il primo (tra i quali gli unici due fondi promossi da SIM) ed il restante 12 per cento il secondo (sette fondi promossi da compagnie di assicurazione e due fondi promossi da SGR).

Il livello degli oneri previsti nei regolamenti dei fondi pensione aperti non presenta variazioni significative rispetto agli anni precedenti. In particolare le modifiche in diminuzione, numericamente più rilevanti, sono per la quasi totalità da ricondurre agli arrotondamenti per difetto per la conversione in euro degli importi in cifra fissa espressi in lire, secondo le modifiche di regolamento definite ai sensi della procedura prevista dalla citata delibera COVIP in materia di approvazione delle modifiche dei regolamenti dei fondi pensione aperti conseguenti all'adozione dell'euro¹⁷.

Non si osservano, inoltre, variazioni riguardo alle commissioni di incentivo; il ricorso alle stesse, calcolate come quota del maggior rendimento rispetto al *benchmark* di riferimento in caso di risultati positivi, è stato previsto solo da 7 fondi, promossi da tre diverse società (si tratta di tre SGR).

Al fine di fornire una misura unica delle commissioni di gestione, che prenda in considerazione anche la commissione di iscrizione da versare *una tantum* all'atto dell'adesione e quella di trasferimento ad altro fondo o forma previdenziale individuale, si è calcolato, per ogni comparto relativo ai fondi operativi, un commissione onnicomprensiva in percentuale del patrimonio.

I valori calcolati sono riferiti convenzionalmente ad un aderente con un

¹⁷ Nel corso dell'anno appena trascorso 40 fondi si sono avvalsi di tale procedura per convertire in euro gli importi contenuti nei regolamenti; in 8 casi sono stati effettuati gli arrotondamenti per difetto (mentre per 13 fondi tali conversioni hanno riguardato unicamente gli allegati assicurativi).

versamento contributivo annuo di 1.500 euro. Si è ipotizzato inoltre un tasso di rendimento pari al 5 per cento, mentre non sono stati presi in considerazione gli eventuali effetti derivanti dall'applicazione delle commissioni di incentivo, né quelli degli altri oneri la cui incidenza viene determinata a consuntivo¹⁸.

Rispetto agli anni precedenti si può notare una sostanziale stabilità nei valori medi: gli aumenti delle commissioni apportati nel corso dell'anno sono stati in parte compensati dalle diminuzioni ed in parte dall'ingresso dei nuovi fondi operativi nel corso del 2001, i quali presentavano, in media, un regime di commissioni leggermente inferiore rispetto a quelli già operativi.

Nel caso in cui l'aderente si trasferisca dopo tre anni, le commissioni incidono mediamente sul patrimonio per circa il 2 per cento annuo e si differenziano in primo luogo in funzione delle caratteristiche delle linee di investimento (a linee di investimento più rischiose corrispondono commissioni di gestione più elevate).

Tav. 3.11

Fondi pensione aperti. Stima della commissione onnicomprensiva per tipologia comparto.
(anno 2001; valori percentuali)

| Comparti | Tipologia | N. Comp. | 3 anni | | | 10 anni | | |
|----------------|-----------------|-------------|----------------------|------------|------------|----------------------|------------|------------|
| | | | Media ⁽¹⁾ | Min | Max | Media ⁽¹⁾ | Min | Max |
| Senza garanzia | Azionario | 65 | 2,5 | 0,8 | 4,3 | 1,8 | 0,8 | 2,7 |
| | Bilanciato | 80 | 2,1 | 0,6 | 4,2 | 1,5 | 0,6 | 2,6 |
| | Obbligazionario | 81 | 1,7 | 0,6 | 4,0 | 1,1 | 0,6 | 2,4 |
| | <i>Totale</i> | <i>226</i> | <i>2,1</i> | <i>0,6</i> | <i>4,3</i> | <i>1,4</i> | <i>0,6</i> | <i>2,7</i> |
| Con garanzia | Azionario | 0 | | | | | | |
| | Bilanciato | 5 | 2,6 | 1,7 | 3,2 | 1,7 | 1,4 | 1,8 |
| | Obbligazionario | 53 | 2,3 | 0,6 | 4,1 | 1,4 | 0,6 | 2,3 |
| | <i>Totale</i> | <i>58</i> | <i>2,3</i> | <i>0,6</i> | <i>4,1</i> | <i>1,4</i> | <i>0,6</i> | <i>2,3</i> |
| Totale | Azionario | 65 | 2,5 | 0,8 | 4,3 | 1,8 | 0,8 | 2,7 |
| | Bilanciato | 85 | 2,1 | 0,6 | 4,2 | 1,5 | 0,6 | 2,6 |
| | Obbligazionario | 134 | 1,9 | 0,6 | 4,1 | 1,2 | 0,6 | 2,4 |
| | <i>Totale</i> | <i>284</i> | <i>2,1</i> | <i>0,6</i> | <i>4,3</i> | <i>1,4</i> | <i>0,6</i> | <i>2,7</i> |

⁽¹⁾ Media semplice. La media ponderata con il valore dell'attivo netto destinato alle prestazioni di ogni singolo comparto a fine 2001 presenta valori sostanzialmente analoghi.

¹⁸ Il modello è sostanzialmente analogo a quello presentato nelle Relazioni precedenti, mentre le ipotesi sono state modificate per renderle coerenti con i dati del settore e per consentire una trattazione omogenea con l'analisi dei costi delle forme pensionistiche individuali attuate mediante polizze assicurative (cfr. il paragrafo 3.5.2).

Anche la previsione di forme di garanzia comporta, mediamente, un aggravamento delle commissioni annue dell'ordine di mezzo punto percentuale sia per i comparti obbligazionari e di quasi un punto percentuale per i comparti bilanciati. Va, peraltro, rilevato che tale maggior costo non sempre trova una sua giustificazione nella garanzia prestata, dato che tipicamente le scelte di investimento concretamente effettuate per le linee garantite sono comunque prudentziali e tali da massimizzare la probabilità di raggiungere il livello di rendimento minimo garantito.

Dopo tre anni di permanenza nello stesso fondo, i costi fissi sostenuti all'atto dell'adesione spiegano circa il 12 per cento del costo totale mentre i costi di trasferimento incidono per circa l'8 per cento.

All'aumentare del periodo di permanenza nello stesso fondo, l'incidenza percentuale dei costi fissi sostenuti al momento dell'ingresso e dell'uscita tende a diminuire (tende inoltre a diminuire, a causa della crescita del patrimonio gestito, il peso sulla commissione di gestione della componente in cifra fissa e di quella commisurata ai versamenti).

Se l'aderente decidesse di trasferirsi dopo dieci anni avrebbe pagato, in media, commissioni annue pari all'1,4 per cento del patrimonio; l'incidenza del costo di ingresso sarebbe stata ormai pressoché ammortizzata (più del 95 per cento dei costi risulterebbe, infatti, ormai riconducibile alla commissione di gestione annua).

L'effetto sulla commissione onnicomprensiva, che si ha all'aumentare degli anni di contribuzione, può essere colto nel grafico riportato in Tav. 3.12, dove si evidenzia che la commissione media rapportata al patrimonio tenda ad assumere valori via via più bassi, con una diminuzione maggiormente accentuata nei primi anni, per attestarsi, per periodi di permanenza lunghi, intorno all'1,3 per cento circa.

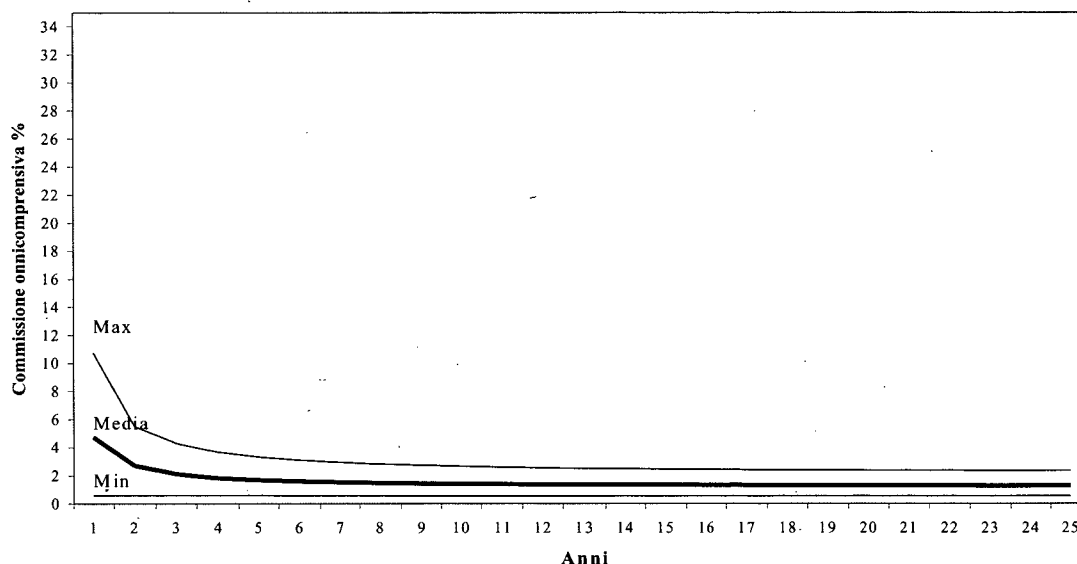
Anche la dispersione della distribuzione tende rapidamente a ridursi all'aumentare del periodo di valutazione; il campo di variazione passa dai 10 punti percentuali del primo anno a meno di 4 punti del terzo anno, per attestarsi, nel lungo periodo, su meno di 2 punti percentuali.

Occorre, infine, sottolineare che, quantomeno nella fase attuale, dove i dati sulle *performance* non sono comunque tali da consentire valutazioni esaustive, le differenze nei costi non sembrano essere correlate a particolari abilità gestionali o a stili diversi (ad es. gestione attiva o passiva).

Tav. 3.12

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

(anno 2001)



N.B.: La scala dell'asse delle ordinate è posta pari a quella dell'analogo grafico predisposto con riferimento ai prodotti Pip.

3.4 La gestione finanziaria

3.4.1 I regolamenti e i *benchmark*

I regolamenti dei fondi pensione aperti definiscono la politica di investimento adottata da ciascun comparto, indicando in modo sintetico i criteri seguiti per l'allocazione dei portafogli, la gamma degli strumenti finanziari utilizzabili e gli eventuali limiti previsti nell'utilizzo di specifici strumenti e/o all'incidenza di determinate classi di *assets* sul patrimonio del fondo.

In relazione alle diverse caratteristiche delle singole linee di investimento descritte nei regolamenti dei fondi pensione aperti, possono individuarsi le seguenti principali categorie di comparo:

- 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);
- bilanciato¹⁹ (in tutti gli altri casi).

Le politiche di investimento seguite dai fondi pensione sono valutate, in termini di risultati di gestione, mediante il confronto con parametri oggettivi di riferimento (cosiddetti *benchmark*), definiti facendo riferimento a indicatori finanziari di uso comune. Tali parametri, riferiti ai singoli comparti, sono comunicati dai fondi pensione aperti alla COVIP, che ne accerta il possesso dei requisiti previsti con delibera del 30.12.1998, e sono quindi inseriti nei prospetti informativi dei fondi pensione stessi, depositati presso la CONSOB.

Dall'analisi dei comparti dei fondi operativi alla fine del 2001 risulta che per circa la metà i *benchmark* sono composti da uno o due indicatori, pur esistendo anche *benchmark* composti da più di 5 indicatori. In particolare, i *benchmark* composti da un unico indicatore di riferimento si riferiscono quasi esclusivamente a comparti obbligazionari, per i quali costituiscono anche la scelta più frequente; i comparti azionari utilizzano prevalentemente *benchmark* composti da 2 indicatori, mentre nei comparti bilanciati si manifesta la tendenza al prevalente utilizzo di *benchmark* composti da 4 indicatori.

Tav. 3.13

Fondi pensione aperti. Distribuzione dei *benchmark* per tipologia degli indicatori.
(anno 2001)

| | Tipologia comparto | | | Totale |
|--|--------------------|------------|------------|------------|
| | Azionari | Bilanciati | Obbligaz. | |
| <i>Benchmark</i> composti principalmente (più del 70%) da indicatori obbligazionari | 0 | 6 | 130 | 136 |
| <i>Benchmark</i> composti prevalentemente (più del 50% e fino al 70%) da indicatori obbligazionari | 0 | 29 | 4 | 33 |
| <i>Benchmark</i> composti in ugual misura da indicatori obbligazionari e azionari | 0 | 44 | 0 | 44 |
| <i>Benchmark</i> composti prevalentemente (più del 50% e fino al 70%) da indicatori azionari | 18 | 6 | 0 | 24 |
| <i>Benchmark</i> composti principalmente (più del 70%) da indicatori azionari | 47 | 0 | 0 | 47 |
| Totale | 65 | 85 | 134 | 284 |

¹⁹ Sono inclusi in tale categoria anche i comparti cosiddetti "flessibili", ovvero per i quali il regolamento prevede la possibilità di investire sia in azioni sia in obbligazioni senza ulteriori specificazioni.

L'esame della classificazione dei comparti distinta per composizione azionaria o obbligazionaria dei *benchmark* fornisce indicazioni sulla coerenza fra il parametro utilizzato e le politiche di investimento definite nei regolamenti dei fondi pensione aperti. Questa coerenza è riscontrabile in modo sostanziale nei comparti obbligazionari, caratterizzati da *benchmark* composti principalmente da indicatori obbligazionari, e anche in quelli azionari, distinti da *benchmark* composti principalmente da indicatori azionari. I comparti bilanciati, invece, palesano la tendenza a dare un peso maggiore alla componente obbligazionaria rispetto a quella azionaria (Tav. 3.13).

L'analisi sulla coerenza fra parametro oggettivo di riferimento e politica di investimento, adottata da ciascun comparto, può essere ulteriormente svolta considerando le medie delle quote assegnate alle tipologie di indicatori nell'ambito di ciascun *benchmark* dichiarato dai singoli comparti dei fondi pensione aperti (Tav. 3.14).

Oltre l'80 per cento dei *benchmark* dei comparti azionari e obbligazionari sono composti da indicatori appartenenti alla medesima tipologia dei comparti a cui fanno riferimento; i *benchmark* dei comparti bilanciati, invece, rivelano pesi del 53 per cento per la componente obbligazionaria e del 47 per cento per la componente azionaria.

Un ulteriore approfondimento sull'area geografica di riferimento degli indicatori utilizzati evidenzia, per la componente azionaria, il prevalente utilizzo di indicatori relativi a valori mobiliari italiani ed europei in generale, mentre per la componente obbligazionaria il più frequente ricorso a indicatori relativi a valori mobiliari italiani e degli altri Paesi dell'Unione Monetaria Europea.

Tav. 3.14

Fondi pensione aperti. Composizione dei *benchmark* per tipologia degli indicatori.⁽¹⁾
(anno 2001; valori percentuali)

| | Tipologia comparto | | | Totale |
|---------------------------|--------------------|--------------|----------------|--------------|
| | Azionari | Bilanciati | Obbligazionari | |
| Indicatori azionari | 82,3 | 47,3 | 12,1 | 55,6 |
| Indicatori obbligazionari | 17,7 | 52,7 | 87,9 | 44,4 |
| Totale | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |

⁽¹⁾ Media ponderata per l'attivo netto destinato alle prestazioni di ogni singolo comparto a fine 2001.

I *benchmark* dei fondi pensione aperti palesano una prevalenza di indicatori prodotti da *JP Morgan* per le componenti obbligazionarie e da *Morgan Stanley Capital International* per quelle azionarie. Per entrambe le componenti, nel 65 per cento dei casi i *benchmark* adottati risultano composti da almeno un indicatore prodotto da queste società. In particolare, il *JP Morgan (JPM) Government Bond Index EMU Traded*, nella versione in euro, costituisce l'indicatore obbligazionario largamente più utilizzato,

mentre il *Morgan Stanley Capital International (MSCI) World Index*, nella versione in dollari USA convertito in euro, rappresenta l'indicatore azionario di uso più frequente. L'indice *JPM Government Bond EMU Traded* è composto da un paniere di titoli di debito a tasso fisso con scadenza almeno pari a un anno emessi da Paesi aderenti all'Unione Monetaria Europea e, invece, l'indice *MSCI World* considera titoli di capitale negoziati nelle principali borse valori mondiali.

Un fondo pensione aperto ha previsto una linea etica di tipo bilanciato; gli investimenti vengono selezionati privilegiando i titoli di paesi e società che si caratterizzano per comportamenti ed attività "socialmente responsabili", come la tutela dei diritti dell'uomo, la sensibilità nei confronti dell'ambiente ed il miglioramento della qualità della vita e l'impegno, per quanto riguarda gli Stati, a risolvere pacificamente situazioni di conflitto, ed escludendo i titoli relativi a imprese con quote rilevanti nella produzione o commercializzazione di armi, tabacco, alcolici e prodotti lesivi della dignità dell'uomo, o nella realizzazione di impianti nucleari, e relativi a Stati caratterizzati da regimi statali oppressivi o coinvolti in azioni militari che non sono condotte sotto l'egida di Organizzazioni sovranazionali.

3.4.2 Le scelte di gestione e la composizione del portafoglio

Nel complesso la composizione del patrimonio dei fondi pensione aperti di fine 2001 risulta in linea di massima analoga a quella di fine 2000: gli investimenti risultano sostanzialmente equiripartiti, con quote medie intorno al 30 per cento, tra titoli di debito, titoli di capitale ed investimenti in quote di OICR. Si evidenzia, per contro, una diminuzione dell'incidenza della voce "Depositi" (la quale comprende anche i crediti per operazioni pronti contro termine con scadenza non superiore ai sei mesi) che si dimezza quasi, passando dall'11,5 per cento al 6 per cento, a conferma di una tendenza già emersa e legata principalmente alla crescita dei volumi dei singoli patrimoni gestiti (i comparti con patrimoni di dimensioni ridottissime, inferiori ai 100 mila euro, rappresentano circa il 20 per cento del totale dei comparti operativi), derivante da un maggiore sviluppo dell'operatività dei fondi.

Tav. 3.15

Fondi pensione aperti. Composizione del patrimonio.*(dati di fine 2001; valori percentuali)*

| | Tipologia comparto | | | Totale |
|----------------------------|--------------------|--------------|----------------|--------------|
| | Azionari | Bilanciati | Obbligazionari | |
| Depositi | 6,5 | 5,9 | 5,3 | 6,0 |
| Titoli di debito | 11,0 | 36,6 | 64,5 | 31,1 |
| Titoli di capitale | 50,1 | 24,6 | 6,8 | 31,9 |
| OICR | 31,6 | 32,5 | 23,2 | 30,4 |
| Altre attività e passività | 0,8 | 0,4 | 0,2 | 0,5 |
| Totale | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |

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

I titoli di debito sono per quasi il 95 per cento composti da titoli di Stato ed il residuo 5 per cento è in larga misura composto da titoli quotati. I titoli di debito con scadenza superiore ai 6 mesi (che costituiscono più del 90 per cento dei titoli di debito detenuti in portafoglio) presentano una durata finanziaria media²⁰, riferita a tutti i comparti, pari a circa 4 anni; la stessa si distribuisce tra i singoli comparti in maniera abbastanza uniforme, per valori che vanno dai 6 mesi ai 6 anni, mentre risulta leggermente più bassa in media per i comparti obbligazionari (3 anni e mezzo circa²¹). Se si considerano anche i titoli di debito con durata inferiore ai sei mesi²², la durata finanziaria media scende a 3 anni e 8 mesi.

I titoli di capitale fanno riferimento interamente a titoli quotati.

Per quanto riguarda gli investimenti in OICR non risultano presenti in portafoglio quote di fondi chiusi; tali investimenti fanno quindi riferimento unicamente a fondi comuni di investimento mobiliari aperti, italiani ed esteri armonizzati, ed alle Società di investimento a capitale variabile (di seguito definiti, nel complesso, OICVM).

Il ricorso agli OICVM è, nella maggior parte dei casi, determinato, più che da vere e proprie scelte di gestione, dalla disponibilità di risorse limitate, tali da non consentire un'adeguata diversificazione tramite gli investimenti diretti: dall'analisi

²⁰ Per una definizione di durata finanziaria cfr. nota 9 paragrafo 2.4.3. La durata finanziaria media dei titoli di debito con vita residua superiore ai 6 mesi, riferita ai singoli comparti, viene calcolata come media delle durate finanziarie dei titoli di debito con vita residua superiore a 6 mesi, ponderate per l'ammontare in portafoglio di tali titoli, valutati al valore corrente. Il dato aggregato è stato ottenuto ponderando le durate finanziarie medie segnalate con riferimento ai singoli comparti con l'ammontare dei titoli di debito con vita residua superiore a 6 mesi.

²¹ Tra i comparti obbligazionari sono ricompresi anche quelli maggiormente orientati verso strumenti del mercato monetario. Si tratta di comparti destinati ad accogliere per lo più le posizioni individuali degli iscritti prossimi al pensionamento, i quali decidono di consolidare i rendimenti fino a quel momento accumulati, minimizzando i rischi derivanti dalle oscillazioni dei mercati finanziari. In questi casi, a ben vedere, il limite di liquidità previsto dal DM Tesoro 703/1996 potrebbe rivelarsi troppo stringente.

²² A tali titoli è stata attribuita, convenzionalmente, una durata finanziaria modificata di 3 mesi.

dell'incidenza degli investimenti in OICVM sul patrimonio rispetto alla dimensione dello stesso emerge infatti che tale percentuale scende al 29 per cento se riferita ai comparti con un patrimonio superiore al milione di euro, al 25 per cento se riferita ai comparti con patrimonio superiore ai 5 milioni di euro fino ad arrivare al 18 per cento per i comparti con patrimoni di oltre 10 milioni di euro. Non mancano, però, casi di comparti con patrimoni rilevanti e comunque con investimenti fortemente sbilanciati verso gli OICVM (ad esempio, con riferimento ai comparti con patrimonio superiore ai 5 milioni di euro, per il 70 per cento circa dei comparti il ricorso agli OICVM è quasi sempre inferiore al 5 per cento, ma il restante 30 per cento dei comparti presenta percentuali prossime al 90 per cento).

Il ricorso agli strumenti derivati risulta essere non significativo; si osserva, tuttavia, la presenza a fine anno di alcune posizioni debitorie su valuta per un ammontare rilevante: le stesse, che fanno riferimento ai fondi di una sola società, derivano da operazioni di vendita a termine di valuta (principalmente dollari statunitensi, sterline e yen) effettuate con finalità di copertura del rischio di cambio.

Considerando sia gli investimenti effettuati direttamente dai fondi pensione sia gli investimenti effettuati dagli OICVM, le cui quote sono detenute dai fondi, si può ottenere una percezione più immediata della ripartizione degli investimenti tra componente obbligazionaria e azionaria: nel complesso, l'investimento in titoli di debito è pari a circa il 45 per cento, mentre l'investimento in titoli di capitale è pari a circa il 48 per cento. Con riferimento alle singole tipologie, si osserva, inoltre, come la struttura del patrimonio in aggregato ne rispecchi le caratteristiche: per i comparti azionari l'investimento in titoli di capitale è superiore al 70 per cento, mentre i comparti obbligazionari investono più dell'80 per cento delle risorse in titoli di debito; per i comparti bilanciati si osserva una leggera prevalenza della componente obbligazionaria, pari al 54 per cento, rispetto alla componente azionaria, pari a poco meno del 40 per cento.

Rispetto alla fine del 2000 si osserva una sostanziale stabilità nelle percentuali di investimento relative ai titoli di capitale, sia nel complesso che con riferimento alle singole tipologie di comparto (ad eccezione del comparto obbligazionario, dove si nota una lieve crescita della componente azionaria) mentre si osserva un aumento della percentuale investita in titoli di debito, che sostanzialmente compensa la diminuzione dell'incidenza della voce "Depositi". Diminuisce, inoltre, per entrambe le tipologie di titoli, la percentuale relativa di investimenti effettuati per il tramite degli OICVM.

Tav. 3.16

Fondi pensione aperti. Composizione del patrimonio e OICVM.*(dati di fine 2001; valori percentuali)*

| | Tipologia comparto | | | Totale |
|---|--------------------|--------------|----------------|--------------|
| | Azionari | Bilanciati | Obbligazionari | |
| Depositi | 6,5 | 5,9 | 5,3 | 6,0 |
| Investimenti in titoli di debito | 18,9 | 54,0 | 84,1 | 45,2 |
| <i>Investimenti diretti in titoli di debito</i> | <i>11,0</i> | <i>36,6</i> | <i>64,5</i> | <i>31,1</i> |
| <i>Investimenti in titoli di debito tramite OICVM</i> | <i>8,0</i> | <i>17,4</i> | <i>19,6</i> | <i>14,0</i> |
| Investimenti in titoli di capitale | 73,8 | 39,7 | 10,4 | 48,4 |
| <i>Investimenti diretti in titoli di capitale</i> | <i>50,1</i> | <i>24,6</i> | <i>6,8</i> | <i>31,9</i> |
| <i>Investimenti in titoli di capitale tramite OICVM</i> | <i>23,7</i> | <i>15,1</i> | <i>3,6</i> | <i>16,4</i> |
| Altre attività e passività | 0,8 | 0,4 | 0,2 | 0,5 |
| Totale | 100,0 | 100,0 | 100,0 | 100,0 |

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

L'analisi della composizione del portafoglio titoli a fine anno, comprensivo della componente detenuta tramite OICVM, suddiviso per area geografica di residenza degli emittenti dei titoli nei quali risultano investite le disponibilità, evidenzia, per quanto riguarda i titoli di debito, una prevalenza di titoli italiani (con una quota del 35 per cento dell'intero portafoglio titoli) rispetto al 9 per cento di titoli di altri Paesi dell'Unione Europea ed al 3 per cento di titoli statunitensi. Per quanto riguarda i titoli di capitale, viceversa, si osserva una prevalenza relativa dei titoli statunitensi, con una quota del 22 per cento dell'intero portafoglio titoli, che eguaglia quasi la quota di titoli di capitale relativi a Paesi appartenenti all'Unione Europea (circa il 23 per cento di cui il 9 per cento italiani ed il 14 per cento di altri Paesi dell'Unione Europea).

Si osserva inoltre la presenza nel portafoglio aggregato di titoli di capitale relativi a Paesi aderenti all'OCSE diversi dai Paesi dell'Unione Europea e dagli Stati Uniti (nei comparti azionari tale quota è pari a circa il 10 per cento, ed è per poco più della metà costituita da titoli giapponesi); al contrario, può considerarsi residuale l'investimento in titoli di debito relativi a tali paesi. Si rileva infine come, per tutte le tipologie di comparto, il complesso dei titoli emessi da Paesi non aderenti all'OCSE e da soggetti ivi residenti sia quasi nullo.

Tav. 3.17

Fondi pensione aperti. Composizione del portafoglio titoli per area geografica.⁽¹⁾
(dati di fine 2001; valori percentuali)

| | Tipologia comparto | | | Totale |
|----------------------------------|--------------------|--------------|----------------|--------------|
| | Azionari | Bilanciati | Obbligazionari | |
| Titoli di debito | | | | |
| Italia | 16,8 | 40,3 | 64,9 | 35,4 |
| Altri Paesi Unione Europea | 2,7 | 11,9 | 17,0 | 9,1 |
| Stati Uniti | 0,7 | 4,5 | 4,6 | 2,9 |
| Giappone | 0,1 | 0,3 | 0,2 | 0,2 |
| Altri Paesi aderenti OCSE | 0,1 | 0,4 | 2,2 | 0,6 |
| Paesi non aderenti OCSE | 0,1 | 0,2 | 0,2 | 0,1 |
| Totale | 20,4 | 57,6 | 89,0 | 48,3 |
| Titoli di capitale | | | | |
| Italia | 10,9 | 9,4 | 2,4 | 8,7 |
| Altri Paesi Unione Europea | 21,5 | 11,7 | 4,0 | 14,2 |
| Stati Uniti | 36,7 | 15,5 | 3,1 | 21,9 |
| Giappone | 5,4 | 2,9 | 0,7 | 3,5 |
| Altri Paesi aderenti OCSE | 4,5 | 2,6 | 0,8 | 3,0 |
| Paesi non aderenti OCSE | 0,7 | 0,3 | 0,1 | 0,4 |
| Totale | 79,6 | 42,4 | 11,0 | 51,7 |
| 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".

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

Da un confronto con la composizione del portafoglio titoli per area geografica di fine 2000 emerge una diminuzione della quota investita in titoli italiani, sia di debito che di capitale: per quanto riguarda i titoli di debito tale diminuzione (particolarmente evidente nei comparti obbligazionari con una riduzione della quota dal 77 al 65 per cento) è compensata soprattutto da un aumento della quota dei titoli degli altri Paesi dell'Unione Europea²³; mentre per i titoli di capitale tale diminuzione è compensata, soprattutto nei comparti azionari, da un aumento della quota dei titoli statunitensi.

Si evidenzia, infine, con riferimento sia all'aggregato complessivo che alle singole tipologie di comparto, una lieve diminuzione della componente azionaria rispetto a quella obbligazionaria (di circa due punti percentuali), già emersa in precedenza e derivante dalla trasformazione di depositi in titoli di debito.

²³ Tale fenomeno è principalmente da ricondurre al processo di convergenza economica e monetaria che interessa i Paesi dell'area Euro a seguito del Trattato di Maastricht.

3.4.3 I risultati della gestione

L'anno appena trascorso è stato caratterizzato da un indebolimento della crescita economica a livello mondiale per il persistere delle incertezze legate alle prospettive di ripresa delle principali economie. Le stime sul prodotto interno lordo (PIL) indicano un rallentamento del tasso di crescita rispetto all'anno precedente di oltre 2 punti percentuali nei principali paesi industrializzati e di oltre un punto percentuale per quanto riguarda i Paesi appartenenti all'area dell'Euro. Il quadro generale è stato condizionato dagli attacchi terroristici accaduti lo scorso 11 settembre negli Stati Uniti, anche se non è ancora chiaro in che misura tali eventi incideranno sul comportamento delle imprese e dei consumatori.

I mercati azionari hanno registrato un andamento negativo nel 2001 pressoché in tutti i principali paesi avanzati. Le incertezze sulle prospettive economiche insieme alle tensioni prodotte dagli eventi dell'11 settembre hanno alimentato diminuzioni delle quotazioni e forti aumenti della volatilità sui mercati azionari, solo in parte attenuati nel corso dell'ultimo trimestre dell'anno. L'indice *MSCI World Index* espresso in valuta locale, che rappresenta l'andamento dei mercati azionari internazionali, ha subito una flessione di circa il 14 per cento nel 2001 e, l'indice *MSCI EMU* espresso in valuta locale, che rappresenta l'evoluzione dei mercati europei, ha registrato un arretramento di quasi il 18 per cento.

Le difficoltà del ciclo economico hanno inciso sull'evoluzione dei tassi di interesse nei principali paesi industrializzati e, quindi, sull'andamento dei mercati obbligazionari, che comunque hanno conseguito risultati migliori rispetto ai mercati azionari. L'indice *JPM Global Government Bond* espresso in valuta locale, che rappresenta l'evoluzione dei mercati obbligazionari internazionali, ha avuto un incremento di oltre il 5 per cento, mentre l'indice *JPM EMU Aggregate All Maturities* espresso in valuta locale, che rappresenta l'andamento dei mercati obbligazionari europei, ha realizzato una variazione positiva di oltre il 5 per cento.

L'analisi aggregata dei risultati della gestione finanziaria dei fondi pensione viene condotta, come di consueto e conformemente ad altri settori dell'industria finanziaria, mediante la costruzione di appositi indici di capitalizzazione²⁴ riferiti sia all'intero settore dei fondi pensione aperti, sia alle diverse tipologie di comparto. Il tasso di crescita mensile degli indici di capitalizzazione assume il significato di rendimento medio ponderato, essendo pari alla media dei rendimenti mensili dei singoli comparti ponderati per l'incidenza del patrimonio di ciascuno di essi sul patrimonio complessivo dei comparti considerati all'inizio dell'intervallo di calcolo; ciascun comparto entra nella composizione degli indici a partire dal mese nel quale si verifica la prima valorizzazione. Vale precisare che i rendimenti mensili sono calcolati sulla base della

²⁴ 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 .

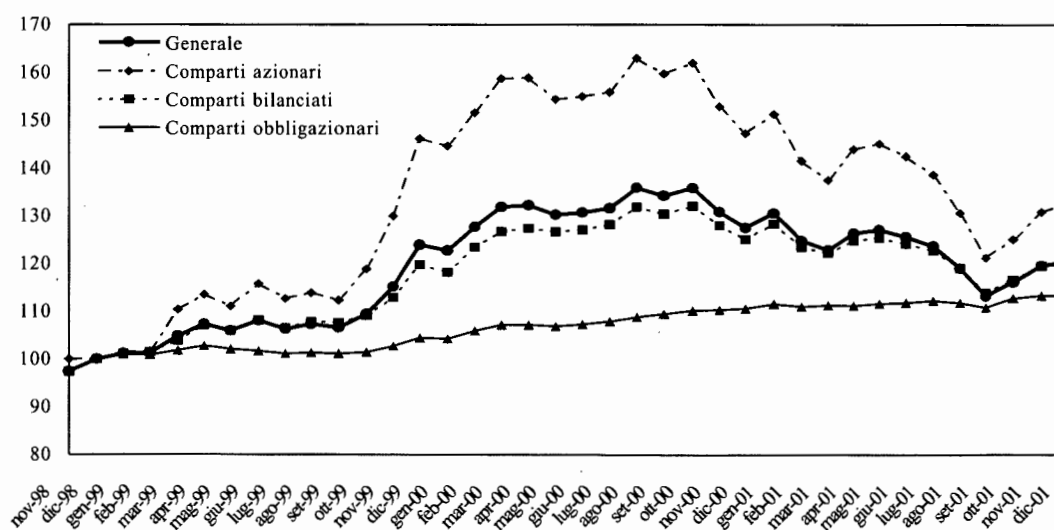
variazione del valore della quota dei singoli comparti e, quindi, sono da considerarsi al netto di tutti gli oneri di amministrazione e gestione a carico del fondo, nonché degli oneri fiscali.

Il confronto fra i rendimenti conseguiti dall'insieme dei comparti rispetto a quelli teorici riferibili ai portafogli *benchmark* prescelti consente una valutazione delle scelte gestionali adottate dai fondi pensione aperti. Per poter effettuare delle considerazioni a livello aggregato si è proceduto alla costruzione di un indice di capitalizzazione riferito ai *benchmark* con la stessa metodologia utilizzata per l'indice di capitalizzazione dei fondi pensione: il tasso di crescita mensile dell'indice dei *benchmark* è ottenuto calcolando la media dei rendimenti mensili teorici dei portafogli *benchmark* dei singoli comparti, ponderata con gli stessi pesi usati nell'indice di capitalizzazione dei fondi pensione (pertanto, l'indicatore aggregato riferito ai *benchmark* differisce dall'indice di capitalizzazione dei fondi unicamente per i rendimenti ai quali fare riferimento²⁵).

Tav. 3.18

Fondi pensione aperti. Indice di capitalizzazione.

(base 100 al 31 dicembre 1998)



²⁵ 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. Va tuttavia sottolineato che i dati utilizzati sono da considerarsi provvisori e suscettibili di future revisioni. Difatti la varietà e la complessità degli indicatori prodotti ed utilizzabili, le differenti alternative metodologiche nell'aggregazione degli stessi per la determinazione dei rendimenti del singolo *benchmark* e la scarsa familiarità degli operatori con l'utilizzo di tale strumento a fini esterni rendono particolarmente problematica e lunga l'attività di revisione e di omogeneizzazione dei dati.

Dal grafico riportato nella tavola 3.18 si evidenzia come l'andamento dei mercati finanziari abbia avuto ripercussioni sui risultati della gestione dei fondi pensione aperti. L'indice di capitalizzazione generale ha infatti perso circa il 5,6 per cento rispetto all'inizio dell'anno, registrando rendimenti negativi nel primo e, soprattutto, nel terzo trimestre e, invece, rendimenti positivi nel secondo e nel quarto trimestre, quest'ultimo caratterizzato da una forte ripresa dei valori di quota. Vale sottolineare che, se si fa riferimento ad un orizzonte temporale più ampio, il rendimento complessivo per il triennio 1999-2001 resta ampiamente positivo e pari a oltre il 20 per cento (che corrisponde ad un tasso di rendimento medio annuo composto del 6,4 per cento). Il rendimento nei tre anni considerati risulta comunque superiore, con riferimento sia al complesso dei comparti che alle singole tipologie, al tasso di rivalutazione del trattamento di fine rapporto che, nel medesimo periodo, si è attestato a circa il 10 per cento.

Tav. 3.19

Fondi pensione aperti. Rendimenti pluriennali.

| | Rendimento a 3 anni (1999 - 2001) | | Rendimento a 2 anni (2000 - 2001) | | Rendimento ad un anno (2001) | |
|-----------------|--------------------------------------|--------------|--------------------------------------|--------------|---------------------------------|--------------|
| | Comparti | Benchmark | Comparti | Benchmark | Comparti | Benchmark |
| Azionari | 32,6% | 13,3% | -9,3% | -14,4% | -10,0% | -10,8% |
| Bilanciati | 19,9% | 14,1% | 0,1% | -3,7% | -4,1% | -4,5% |
| Obbligazionari | 13,3% | 13,5% | 8,4% | 8,0% | 2,4% | 2,8% |
| Generale | 20,4% | 11,1% | -2,8% | -6,7% | -5,6% | -6,1% |

I comparti azionari sono risultati i più penalizzati dal negativo andamento dei mercati borsistici nazionali e internazionali. L'indice di capitalizzazione dei comparti in discorso ha perso il 10 per cento rispetto all'inizio dell'anno, rivelando una dinamica particolarmente altalenante nei diversi trimestri. Infatti, alla pesante diminuzione registrata nel terzo trimestre e, in misura più attenuata, anche nel primo trimestre, si è contrapposto un andamento positivo nel secondo trimestre e, soprattutto, nel quarto trimestre dell'anno che ha visto un sostanziale recupero del valore delle quote dei comparti azionari. E' da sottolineare che l'elevata variabilità nel tempo costituisce un elemento tipico dei valori mobiliari azionari e, quindi, la valutazione dei connessi investimenti sottintende l'analisi su un periodo temporale più ampio; prendendo come riferimento il triennio 1999-2001, il rendimento dei comparti azionari risulta pari a quasi il 33 per cento (circa il 10 per cento su base annua).

I comparti bilanciati rivelano un andamento simile a quello dei comparti azionari, pur registrando una flessione dell'indice di capitalizzazione assai meno marcata rispetto alla fine dell'anno precedente, pari a circa il 4 per cento, in virtù dei rendimenti positivi offerti dai valori mobiliari obbligazionari. Al pari dei comparti azionari, anche quelli bilanciati mostrano tendenze alterne nei diversi trimestri, con variazioni negative del

corrispondente indice di capitalizzazione nel primo e nel terzo trimestre e variazioni positive nel secondo e nel quarto trimestre. Considerando il triennio 1999-2001, si osserva che i comparti bilanciati hanno conseguito un rendimento di circa il 20 per cento (corrispondente a circa il 6 per cento su base annua).

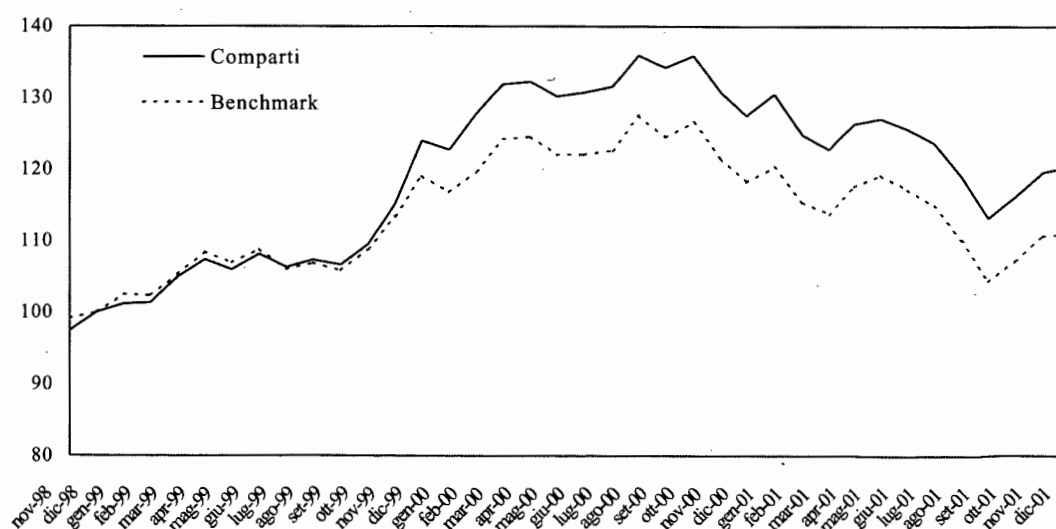
Per quanto riguarda i comparti obbligazionari, l'indice di capitalizzazione ha avuto un rendimento positivo nel 2001 e pari a circa il 2,4 per cento; l'andamento nel corso dei diversi trimestri mostra anche in questo caso una flessione nel terzo trimestre seguita da un forte variazione positiva nel corso dell'ultimo trimestre. Prendendo come riferimento il triennio 1999-2001, si nota che i comparti obbligazionari hanno ottenuto un rendimento pari a più del 13 per cento (poco più del 4 per cento su base annua).

Nonostante l'andamento negativo e l'elevata volatilità che hanno caratterizzato i mercati finanziari nel 2001, l'insieme dei fondi pensione aperti conferma la tendenza a realizzare *performance* in media migliori rispetto all'aggregato dei *benchmark*, sebbene il differenziale tra i tassi di crescita dei due indici, pari a circa mezzo punto percentuale se riferito a tutti i comparti, sia più contenuto rispetto agli anni precedenti. Il contributo più significativo alla creazione del differenziale positivo rispetto ai *benchmark* di riferimento è stato ottenuto nel terzo trimestre dell'anno (oltre un punto percentuale), mentre nell'ultimo trimestre i fondi pensione aperti hanno conseguito un rendimento in linea con i *benchmark*, a testimonianza della sostanziale correttezza delle scelte di allocazione adottate proprio nel periodo di maggiore turbolenza dei mercati finanziari mondiali.

Tav. 3.20

Fondi pensione aperti. Indici di capitalizzazione dei fondi e dei *benchmark*.

(base 100 al 31 dicembre 1998)



Tav. 3.21

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

