

Se i gestori dei fondi pensione giocano troppo in difesa

lavoce.info/archives/114079/se-i-gestori-dei-fondi-pensione-giocano-troppo-in-difesa

Giacomo Nocera, Lucia Spotorno

October 7, 2026



I fondi pensione negoziali italiani affidano gran parte delle loro risorse a gestori professionali, per ottenere rendimenti superiori a quelli del benchmark. Ma il comportamento dei professionisti è guidato anche dal rischio di perdere il mandato.

Come i fondi pensioni gestiscono le loro risorse

I fondi pensione negoziali italiani affidano gran parte delle loro risorse a gestori professionali. Al fondo spetta la scelta di come distribuire le risorse tra le principali classi di attività: azioni, obbligazioni e altre forme di investimento. A queste scelte corrisponde un benchmark, che rappresenta il portafoglio di riferimento del fondo nel lungo periodo.

Il rapporto con il gestore è disciplinato dal mandato, attraverso il quale il fondo definisce le linee guida dell'investimento, sintetizzate nel benchmark, in coerenza con le norme di legge che regolano la materia. Il mandato ha una durata definita e può prevedere che più gestori operino in concorrenza fra loro. Può inoltre stabilire che la gestione abbia natura passiva, chiedendo al gestore la mera replica del benchmark. Più spesso la gestione è attiva: entro i limiti previsti in contratto, al gestore è consentito discostarsi dal benchmark per sfruttare le opportunità offerte dai mercati, modificando il peso di singole tipologie di attività e selezionando specifici titoli.

Ma cosa succede quando il tentativo di battere il benchmark espone il gestore anche al rischio di ottenere una performance deludente e di perdere il mandato? Il timore di essere

sostituito può indurlo a ridurre gli scostamenti dal benchmark e quindi ad assumere meno rischio?

Abbiamo cercato di rispondere a queste domande in un [recente lavoro](#), analizzando i fondi pensione occupazionali italiani nel periodo 2003-2023.

A questo fine abbiamo costruito un database di 1.508 osservazioni relative a 125 mandati a gestione attiva, affidati a 40 gestori da 26 fondi pensione. Questi ultimi sono tutti i fondi negoziali con risorse in gestione superiori a 100 milioni di euro e che forniscono informazioni relative ai risultati conseguiti dai singoli gestori.

Quando aumenta il rischio di sostituzione?

Il primo passo è capire quando un gestore rischia davvero di perdere il mandato. Non sorprende che nel nostro campione le sostituzioni dipendono soprattutto dalla performance relativa rispetto al benchmark. E mentre ottenere risultati peggiori del benchmark aumenta sensibilmente la probabilità di essere sostituiti, risultati migliori non la riducono nella stessa misura.

A parità di altri fattori, la sostituzione è inoltre più probabile in fasi di mercato negative e quando più gestori operano in competizione. In quest'ultimo caso, il confronto diretto rende più difficile giustificare una sottoperformance rispetto al benchmark (e ai concorrenti). Il rischio di sostituzione aumenta anche quando il contratto si avvicina alla scadenza e quando il patrimonio gestito ha una dimensione più importante.

Questi risultati sollevano una domanda: se i gestori sono consapevoli di queste dinamiche, modificano le proprie scelte di investimento quando aumenta il rischio di perdere il mandato?

La scelta di giocare in difesa

La risposta alla domanda è sì. Il risultato più interessante riguarda il rischio attivo, cioè la misura in cui il portafoglio gestito si discosta dal benchmark. Il rischio attivo diminuisce proprio nelle circostanze in cui la probabilità di sostituzione è maggiore: quando le condizioni di mercato non sono favorevoli, quando il mandato è condiviso con altri gestori, quando il contratto si avvicina alla scadenza e quando il patrimonio gestito è più elevato.

Questo comportamento è coerente con un incentivo semplice. Quando aumenta il rischio di perdere il mandato, diventa più costoso assumere posizioni che si discostano dal benchmark, che possono produrre un buon risultato ma anche una sottoperformance.

Le commissioni di incentivo non cambiano il quadro

Spesso i mandati prevedono commissioni di incentivo, pagate se il gestore ottiene risultati migliori di quelli del benchmark. Non troviamo evidenza che la loro presenza spinga i

gestori ad assumere maggiore rischio attivo.

Una possibile spiegazione è legata alla struttura della remunerazione. Nei mandati analizzati, le commissioni fisse rappresentano la parte prevalente del compenso, mentre quelle legate alla performance hanno un peso marginale. Il beneficio economico derivante dal mantenere il mandato può quindi essere maggiore di quello ottenibile assumendo più rischio attivo.

In altre parole, il gestore potrebbe avere un incentivo più forte a non perdere che a vincere.

Un problema per chi affida il mandato

Questo comportamento non implica necessariamente che i gestori siano poco ambiziosi o incompetenti. Può essere una risposta razionale agli incentivi creati dal contratto stipulato con il fondo e dal modo in cui la performance viene valutata.

Il problema riguarda quindi il disegno dei mandati. Se un fondo pensione affida un mandato a un gestore attivo con l'obiettivo di ottenere rendimenti superiori a quelli del benchmark, i nostri risultati mostrano che non è sufficiente prevedere una commissione di incentivo. Occorre considerare anche il rischio che il gestore venga sostituito e gli incentivi che crea nelle sue decisioni di investimento.

Se il disegno del mandato e il processo di valutazione non considerano questo aspetto, il fondo pensione potrebbe pagare una gestione attiva ottenendo invece risultati molto vicini a quelli del benchmark.