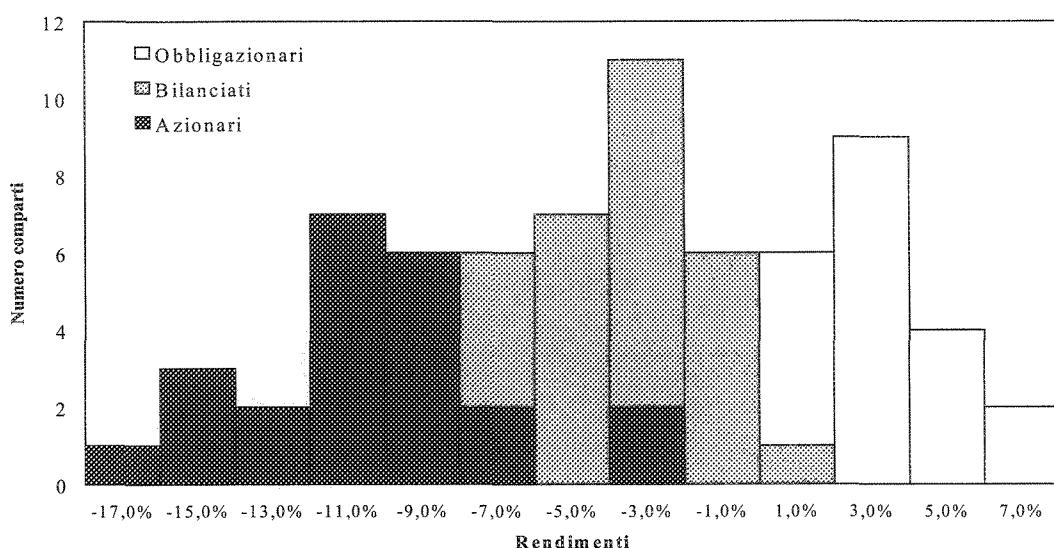


Tav 4.22

Fondi pensione aperti. Distribuzione dei rendimenti per tipologia di comparto.⁽¹⁾
 (anni 2000-2002)



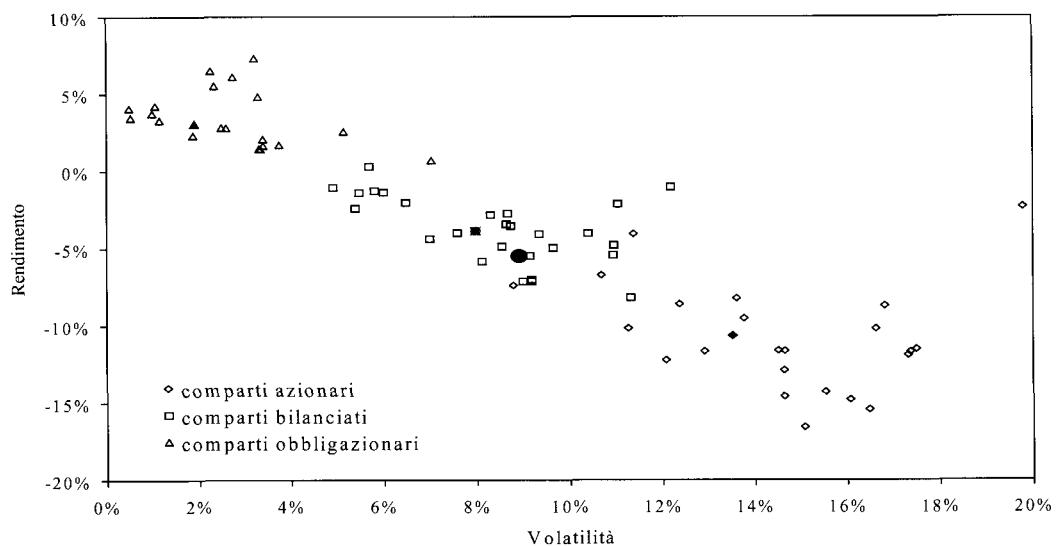
(1) Rendimenti calcolati come media annua composta della variazione periodale del valore della quota dei singoli comparti. Si sono presi in considerazione i comparti che all'inizio del periodo considerato avevano raggiunto un attivo netto destinato alle prestazioni almeno pari a 500 mila euro.

La valutazione della *performance* dei fondi pensione aperti nel periodo 2000-2002 è stata realizzata mediante la ricostruzione del profilo rischio-rendimento dei singoli comparti, calcolando il rischio sulla base dello scarto quadratico medio annualizzato dei rendimenti mensili e il rendimento mediante la media annua composta della variazione periodale del valore della quota. Dall'analisi grafica emerge una relazione rischio-rendimento che appare condizionata dall'andamento dei mercati finanziari negli ultimi tre anni, evidenziando una relazione inversa tra rendimento e rischio con un'ampia dispersione delle volatilità riscontrabile anche nell'ambito della stessa tipologia di comparto (Tav. 4.23).

L'analisi del rendimento differenziale rispetto al *benchmark* sul periodo 2000-2002, condotta sui comparti che all'inizio del 2000 avevano raggiunto un attivo netto destinato alle prestazioni almeno pari a 500 mila euro, indica che circa due comparti su tre hanno conseguito rendimenti superiori a quelli realizzati dal corrispondente portafoglio *benchmark* (Tav. 4.24). In particolare, quasi il 90 per cento dei comparti azionari e oltre il 70 per cento di quelli bilanciati hanno conseguito rendimenti differenziali positivi, mentre circa il 60 per cento dei comparti obbligazionari ha ottenuto rendimenti differenziali negativi.

Tav. 4.23

Fondi pensione aperti. Rendimenti e volatilità.⁽¹⁾
(anni 2000-2002)



(1) Rendimenti calcolati come media annua composta della variazione periodale del valore della quota dei singoli comparti; volatilità calcolata come scarto quadratico medio dei rendimenti mensili annualizzato. Si sono presi in considerazione i comparti che all'inizio del periodo considerato avevano raggiunto un attivo netto destinato alle prestazioni almeno pari a 500 mila euro. Con i simboli pieni si fa riferimento al rendimento e alla volatilità degli indici aggregati di capitalizzazione dei comparti di ciascuna tipologia, e si indica con un cerchio pieno l'indice di capitalizzazione generale.

Tav. 4.24

Fondi pensione aperti. Comparti con rendimento superiore al *benchmark*.⁽¹⁾
(anni 2000-2002)

	Numero comparti	Comparti con rendimento superiore al <i>benchmark</i>	(%)
Comparti azionari	23	20	87,0
Comparti bilanciati	27	20	74,1
Comparti obbligazionari	20	8	40,0
Totale	70	48	68,6

(1) Si sono presi in considerazione i comparti che all'inizio del periodo considerato avevano raggiunto un attivo netto destinato alle prestazioni almeno pari a 500 mila euro. Il rendimento considerato può essere sia positivo che negativo.

4.4.4 Le gestioni con garanzia

L’andamento particolarmente negativo dei mercati finanziari e, specie, azionari registrato negli ultimi tre anni ha determinato un’accresciuta attenzione dei risparmiatori verso strumenti con forme di garanzia che consentono di salvaguardare il capitale versato e/o di ottenere un rendimento minimo, neutralizzando gli effetti derivanti dal possibile protrarsi dell’andamento negativo dei mercati finanziari, pur con la rinuncia ad aspettative di rendimento più elevate.

Nell’ambito della gestione collettiva del risparmio, gli strumenti garantiti sono stati tipicamente offerti dalle imprese di assicurazione. Tuttavia recentemente è stata estesa anche ai fondi comuni di investimento mobiliare la possibilità di istituire fondi con garanzia di capitale e/o di rendimento minimo; tale garanzia è prestata da un soggetto abilitato secondo le recenti disposizioni del Ministero dell’Economia e delle Finanze.

Per quanto riguarda i fondi pensione, fin dalla fase di avvio gran parte dei fondi pensione aperti si sono strutturati prevedendo l’offerta almeno di una linea garantita.

La garanzia, rilasciata dalla società che gestisce il fondo, consiste nella restituzione del capitale e, in alcuni casi, nel riconoscimento di un rendimento minimo: al verificarsi di determinati eventi stabiliti dal regolamento, nel caso in cui il valore della posizione individuale sia inferiore a quello garantito, l’iscritto ha diritto ad un importo pari alla differenza tra i due valori; tale differenza è posta totalmente a carico della società e quindi non entra a far parte del patrimonio del fondo, né tantomeno incide sul valore della quota.

Nel valutare la copertura fornita dalla garanzia va in primo luogo rilevato che quest’ultima non è sempre operativa, ma lo diventa soltanto al verificarsi degli eventi previsti nel regolamento; gli eventi generalmente previsti sono il pensionamento, la morte e l’invalidità permanente che comporti la cessazione dell’attività lavorativa e, in alcuni casi, il trasferimento derivante dal cambiamento dell’attività lavorativa; del tutto residuali sono le ipotesi di riscatto, anticipazione, trasferimento ad altra linea di investimento o ad altro fondo.

Va inoltre tenuto presente che il tasso di rendimento minimo garantito può variare nel tempo, in funzione dell’evoluzione dei tassi di mercato; in merito a tali modifiche la COVIP, con la Circolare del 29 novembre 1999 ha previsto che *le modifiche delle linee di investimento che insistono sulle condizioni di attribuzione del tasso di rendimento minimo garantito non possono rivestire carattere di ordinarietà e devono scaturire da decisioni assunte dall’organo di amministrazione della società promotrice alla luce di mutamenti del contesto economico e finanziario*; inoltre le nuove condizioni possono essere applicate solo alle contribuzioni incassate dal fondo a decorrere dalla data di efficacia della modifica. Nei fondi gestiti da compagnie di assicurazione avente sede

legale nel territorio della Repubblica il tasso di rendimento minimo garantito è peraltro vincolato al limite massimo stabilito più in generale dall'ISVAP per i contratti di assicurazione sulla vita e parametrizzato al rendimento dei titoli di Stato.

Alla fine del 2002 poco più del 60 per cento dei fondi operativi offre almeno un comparto con garanzia (in particolare si sono orientati verso l'offerta di compatti garantiti soprattutto i fondi gestiti da compagnie di assicurazione). La scelta prevalente è quella di offrire un'unica linea con garanzia, anche se in circa il 30 per cento dei casi vengono offerte più linee garantite nell'ambito dello stesso fondo (le quali si differenziano tra di loro per il livello di rendimento garantito offerto); nel complesso le linee garantite relative ai fondi operativi sono 67. Il tasso di rendimento minimo garantito, quando previsto, è espresso in termini nominali e varia tra l'1,5 ed il 2,5 per cento, ed è generalmente pari al 2 per cento; non sono attualmente previste garanzie in termini reali.

Il numero di iscritti alle linee garantite alla fine dell'anno appena trascorso rimane piuttosto contenuto e pari a circa il 5 per cento del totale degli iscritti; dal confronto con la quota di nuovi iscritti che nel corso dell'anno hanno scelto una linea con garanzia, pari al 10 per cento (rispetto al 7 per cento del 2001), emerge un tendenziale aumento delle preferenze per le linee che offrono una garanzia.

Si rileva una maggiore preferenza per le linee garantite da parte degli iscritti che aderiscono su base collettiva: quasi il 20 per cento dei nuovi aderenti su base collettiva hanno scelto una linea con garanzia, portando la percentuale di iscritti su base collettiva a tali linee all'11 per cento. Le preferenze degli aderenti su base collettiva per le linee con un grado di rischio finanziario più contenuto non trova peraltro un'analogia corrispondenza nella scelta dei compatti obbligazionari non garantiti; la percentuale di iscritti su base collettiva a tali compatti non è significativamente diversa da quella degli iscritti su base individuale.

Con riferimento ai trasferimenti in entrata, sia da altri fondi che da altri compatti dello stesso fondo, il fenomeno ha riguardato il 5 per cento degli iscritti di fine anno, una percentuale comparativamente più elevata rispetto ai compatti non garantiti, per i quali la percentuale è dell'1 per cento (e del 2,5 per cento se si considerano unicamente i compatti obbligazionari non garantiti); il 25 per cento dei trasferimenti in entrata da altri compatti ha riguardato i compatti garantiti ed il 35 per cento compatti obbligazionari non garantiti.

Infine, è interessante notare che il tasso di sottoscrizione di prestazioni assicurative accessorie da parte degli aderenti a linee garantite è molto più basso rispetto a quello generale relativo a tutti gli iscritti.

Dal punto di vista delle politiche di investimento descritte nei regolamenti la quasi totalità delle linee garantite risulta di tipo obbligazionario (63 linee, delle quali 42 con un *benchmark* composto al 100 per cento da indicatori obbligazionari); solo in tre casi si dichiara una politica di tipo bilanciato.

Alla fine del 2002 l'ANDP relativo alle linee con garanzia è pari a 83 milioni di euro, costituendo circa il 7 per cento del totale complessivo del patrimonio dei fondi aperti; solo in 31 comparti l'ammontare dell'ANDP supera i 500 mila euro; alla fine del 2001 i comparti garantiti con un ANDP superiore ai 500 mila euro erano 20.

Data la dimensione piuttosto ridotta delle risorse a disposizione, risulta prematuro trarre valutazioni sulle politiche di investimento effettivamente perseguiti e sui risultati ottenuti dai comparti garantiti; è peraltro possibile fare alcune considerazioni preliminari di carattere generale.

Nel complesso il portafoglio dei comparti garantiti è composto per la maggior parte da titoli di debito italiani (73 per cento) e di altri paesi UE (16 per cento); l'investimento in titoli di capitale, orientato sostanzialmente verso titoli europei, non supera il 5 per cento del capitale; intorno al 5 per cento si attesta anche la voce "depositi". E' interessante notare come, nonostante le dimensioni ridotte, nella gestione dei comparti garantiti vi è una maggiore preferenza per gli investimenti diretti; il ricorso agli OICR è difatti più limitato rispetto alle tipologie di comparto senza garanzia, e si attesta al 16 per cento dell'attivo netto destinato alle prestazioni rispetto al 35 per cento circa dei comparti obbligazionari non garantiti.

Nell'anno appena trascorso il rendimento aggregato³² ottenuto dai comparti garantiti è stato del 2,5 per cento rispetto al 3,8 per cento dei comparti obbligazionari puri senza garanzia, anche per la presenza di una componente azionaria nell'ambito dei comparti garantiti; estendendo l'orizzonte temporale agli ultimi tre anni, il rendimento medio annuo dei comparti garantiti è risultato pari al 3,5 per cento rispetto al 4,1 per cento realizzato dai comparti obbligazionari puri senza garanzia.

Nel valutare i risultati delle gestioni con garanzia bisogna in primo luogo considerare che la presenza della garanzia determina una divergenza tra il rischio dal punto di vista dell'aderente, le cui perdite sono limitate dalla garanzia stessa, e il rischio in capo alla società che gestisce, che invece dipende dalle politiche effettivamente seguite.

Per l'iscritto la scelta di aderire ad un comparto garantito è funzione sia delle politiche di investimento dichiarate nei regolamenti, sia delle caratteristiche della garanzia prestata (restituzione del capitale, livello di rendimento minimo garantito, eventi che danno diritto alla garanzia). Ma a parità di quest'ultime condizioni, maggiore è la rischiosità della politica di investimento dichiarata, più elevato è il valore teorico *ex ante* della garanzia.

³² I rendimenti aggregati sono calcolati come variazione degli indici di capitalizzazione costruiti sulla base del valore della quota; gli stessi pertanto non incorporano il valore della garanzia.

Dal punto di vista della società di gestione, viceversa, più è rischiosa la politica seguita, maggiori sono le probabilità di dover corrispondere, al verificarsi degli eventi, gli importi a copertura delle garanzie.

Il problema che si pone è quindi quello della corretta quantificazione del livello di rischio che è ragionevole attendersi dalla gestione effettiva, dato peraltro che le condizioni contrattuali non prevedono esplicitamente una misura di rischio alla quale far riferimento; elementi utili a tale fine sono la descrizione della politica di investimento nel regolamento, la composizione del *benchmark* (considerando peraltro che in questo modo gli si attribuisce un significato parzialmente diverso da quello originario, che è quello di strumento di valutazione dei risultati) ed il prezzo stesso della garanzia, inteso come differenziale di costo rispetto a gestioni analoghe non garantite.

Può quindi accadere che il livello di rischio assunto dalla società nella gestione sia inferiore a quello implicitamente previsto nel contratto. Tale eventualità deriva dal rapporto di agenzia che si instaura tra l'acquirente della garanzia e il prestatore, giacché quest'ultimo in generale è anche il gestore del portafoglio garantito ed è incentivato pertanto a realizzare di fatto una politica di gestione appiattita sul conseguimento dell'obiettivo minimo garantito, attenuando i rischi di conseguire rendimenti inferiori a quelli garantiti, ma riducendo, anche fino ad annullarla, l'opportunità di conseguire extra-rendimenti positivi.

Tale situazione sembra peraltro non essersi per ora determinata con riferimento alle gestioni dei compatti garantiti operativi; se si considerano i compatti che all'inizio del 2002 avevano più di 500 mila euro i valori dei rendimenti risultano abbastanza dispersi, e vanno da -0,8 per cento al 7,7 per cento; in quattro casi i rendimenti conseguiti sono stati inferiori a quelli minimi previsti, in tre di questi sono stati negativi.

Oltre allo schema contrattuale delle garanzie analizzato, che è quello al quale fanno attualmente riferimento le garanzie offerte dai fondi pensione aperti operativi, è possibile pensare ad una modalità diversa di offrire la garanzia, che è quella di impegnarsi a realizzare la protezione del capitale mediante l'utilizzo di una particolare tecnica gestionale, senza però impegnarsi contrattualmente alla restituzione del capitale o alla corresponsione di un rendimento minimo.

Tale meccanismo, già sperimentato nel contesto dei fondi comuni di investimento mobiliare, rappresenta una novità per i fondi pensione ed è stato per la prima volta previsto in una recente modifica del regolamento di un fondo gestito da una SGR.

La modifica prevede infatti l'introduzione di una linea di investimento “protetta”, il cui obiettivo dichiarato è quello di adottare una strategia di investimento tesa a contenere la massima perdita probabile entro un determinato livello del patrimonio.

La società che gestisce il fondo assume pertanto un obbligo di mezzi e non di risultato nella prestazione della garanzia; la convenienza per l'iscritto dipende dai benefici realmente conseguibili rispetto ai costi delle strategie di protezione, e va

valutata anche in ragione della possibilità che la strategia non consegua in concreto i suoi obiettivi. Va inoltre ricordato che anche nel caso delle gestioni protette si pongono problemi di agenzia analoghi a quelli discussi con riferimento alle gestioni garantite.

4.5 I piani pensionistici individuali basati su polizze di assicurazione

Nel 2002 è proseguita la fase di sviluppo iniziale della nuova categoria di prodotti previdenziali introdotta dal Decreto lgs. 47/2000: i piani pensionistici individuali attuati mediante polizze di assicurazione (di seguito PIP).

Come noto, con tale tipologia di prodotto si è inteso dare maggiore articolazione al terzo pilastro della previdenza, ossia della previdenza su base individuale, già realizzabile tramite l'adesione individuale ad un fondo pensione aperto. L'aderente ad un PIP stipula un contratto di assicurazione la cui caratterizzazione previdenziale è data dalla presenza di specifiche clausole, relative, in particolare, al tipo di prestazione, alla modalità di erogazione e ai termini e alle condizioni per il trasferimento o il riscatto della posizione, analoghe a quelle previste per i fondi pensione. Tali clausole consentono ai prodotti PIP di usufruire del medesimo regime fiscale agevolato riconosciuto ai fondi pensione.

A seguito della modifica legislativa, le compagnie di assicurazione hanno avviato la definizione delle caratteristiche di questi nuovi prodotti, collocabili a partire già dall'1° gennaio 2001, e che hanno poi trovato una compiuta disciplina regolamentare con le circolari emanate dall'ISVAP.

In base a tale disciplina regolamentare, i PIP possono essere attuati sia tramite prodotti tradizionali con prestazioni rivalutabili collegate a gestioni interne (ramo I), sia attraverso contratti *unit linked* con prestazioni legate a fondi comuni di investimento o a fondi interni organizzati in maniera analoga (ramo III); non è, invece, possibile attuare tali forme mediante polizze *index linked* pure del ramo III ovvero tramite prodotti di capitalizzazione rientranti nel ramo V.

I prodotti attivati dalle compagnie sono stati strutturati, nella maggior parte dei casi, in modo analogo ai fondi pensione aperti, ovverosia distinguendo la fase di accumulo e la fase di erogazione della rendita. Ciò vale in primo luogo in tutti i casi nei quali il prodotto è strutturato tramite un contratto di tipo *unit linked*, dove l'andamento dell'investimento è legato alla *performance* di uno o più fondi (tipicamente interni alle compagnie) che investono in strumenti finanziari, e in cui il rischio di natura finanziaria resta a carico dell'aderente, mentre vi è un'incidenza minima del rischio demografico. Ma ciò spesso vale anche nel caso di PIP basati su prodotti di tipo tradizionale, nei quali

i rischi di tipo demografico sono di regola rilevanti fin dall'inizio del rapporto. Infatti, nel caso dei PIP, anche con riferimento alle polizze del ramo I, le compagnie hanno spesso preferito strutturare i prodotti mantenendo separate le fasi di accumulo e di erogazione e riducendo al minimo l'incidenza del rischio demografico durante la fase di accumulo. Solo nel caso di rendita differita all'atto di ciascun pagamento del premio avviene la conversione in rendita e le singole parti di rendita si consolidano anno per anno.

In particolare, con riferimento alla prestazione i prodotti tradizionali prevedono una rivalutazione della stessa la cui misura dipende dal rendimento prodotto dagli attivi inseriti nella gestione speciale e dall'aliquota di partecipazione agli utili riconosciuta contrattualmente: si attua, pertanto, un consolidamento delle prestazioni maturate. Questo tipo di struttura non viene riproposta né dai prodotti *unit linked* né dai fondi aperti.

Le polizze *unit linked*, invece – come, del resto, gli analoghi schemi attuati tramite fondi pensione aperti – possono o meno prevedere una garanzia finanziaria di rendimento o di conservazione del capitale investito.

Si nota che i PIP offrono in genere una elevata flessibilità di scelta per l'aderente. Infatti, è possibile attraverso la sottoscrizione ad un PIP accedere ad una gamma ampia di combinazioni essendo possibile investire contemporaneamente in diverse linee; inoltre, alle polizze PIP sono spesso collegate garanzie accessorie quali le *long term care*, che vengono offerte, peraltro, anche da alcuni fondi pensione aperti.

La struttura dei costi presenta notevoli differenze rispetto ai fondi pensione aperti, risultando più articolata e, spesso, meno facilmente apprezzabile da parte dei potenziali sottoscrittori. Diversamente dai fondi aperti, non è infatti generalizzato l'uso di commissioni di tipo onnicomprensivo. Come appare evidente dall'analisi compiuta nei successivi paragrafi, tale circostanza risulta problematica con riferimento al profilo della confrontabilità dei prodotti PIP con i fondi pensione aperti.

Appare necessario rilevare che il confronto dovrebbe poter essere attuato, non solo, come in questa sede, a livello di analisi del settore, ma anche da parte del singolo potenziale aderente: infatti, la valutazione dei costi è elemento essenziale per affrontare con consapevolezza la scelta del piano previdenziale. Le difficoltà incontrate a livello di analisi, quindi, sono significativamente indicative anche della effettiva possibilità che sia garantita la confrontabilità e la concorrenza tra prodotti diversi, tutti volti alla realizzazione di un medesimo fine previdenziale.

La presenza di diverse forme attraverso le quali è possibile attuare la previdenza complementare di III pilastro pone pertanto il problema, per le Autorità di controllo coinvolte, di rendere coerente l'informativa fornita al risparmiatore per tipologie di prodotti differenti, sia a livello di rapporto individuale con la società che fornisce il prodotto, sia con riguardo al complesso dell'informazione reperibile nel mercato. Infatti,

l'informativa costituisce la base essenziale per l'esercizio dei diritti connessi al contratto e, quindi, in ultima analisi, la condizione per un corretto funzionamento del mercato.

Con riferimento alle informazioni utilizzate nell'analisi condotta in questa sede, occorre ricordare che il Decreto lgs. 47/2000 dispone che le imprese assicuratrici trasmettano alla COVIP le condizioni di polizza relative ai PIP prima della loro commercializzazione. Inoltre, al fine di poter svolgere compiutamente i propri compiti istituzionali e con l'obiettivo di soddisfare la necessità di disporre di un quadro informativo completo riguardo all'evoluzione dell'intero settore della previdenza complementare, la COVIP ha avviato la regolare rilevazione di informazioni anche quantitative relative ai prodotti PIP; ciò a seguito di un fruttuoso lavoro di collaborazione con l'ANIA, l'associazione di categoria, e in raccordo con l'ISVAP. L'iniziativa ha realizzato infatti una duplice finalità: da un lato individuare modalità organizzative tali da soddisfare le esigenze informative della COVIP, dall'altro limitare il più possibile gli oneri a carico delle compagnie.

Nella delega in materia previdenziale attualmente all'esame del Senato, i poteri di vigilanza della COVIP in materia di informativa in occasione dell'offerta contrattuale vengono estesi a tutte le forme di previdenza di cui al Decreto lgs. 124/1993. In particolare, la delega prevede la competenza della COVIP sulle modalità di offerta al pubblico di tutte le predette forme, al fine di tutelare *l'adesione consapevole* dei soggetti destinatari. In ragione di ciò, la COVIP ha nominato un gruppo di esperti incaricato di analizzare, tra l'altro, gli aspetti connessi con la valutazione delle promesse pensionistiche deducibili dalle informative pervenute in COVIP, al fine anche di una definizione dei criteri per un monitoraggio critico delle informazioni contrattuali ed *extra* contrattuali inerenti. Il gruppo è attivo da marzo 2003, e protrarrà i propri lavori, presumibilmente, per buona parte dell'anno in corso.

4.5.1 L'attività di raccolta

Alla fine del 2002 le compagnie di assicurazione che hanno avviato la commercializzazione dei prodotti PIP sono 68, sette in più rispetto all'anno precedente; due compagnie che lo scorso anno avevano iniziato la commercializzazione di prodotti sono state interessate da un processo di fusione con altre compagnie che commercializzano prodotti PIP.

Le polizze stipulate nel corso dell'anno sono state circa 170.000; se si considerano anche le polizze emesse nel corso del 2001 il numero totale di polizze emesse sale a 390.000. E' da rilevare che tale dato potrebbe rappresentare una sovrastima del numero di persone che hanno aderito a tali prodotti; difatti alcune compagnie accendono più

contratti in corrispondenza di ogni fondo o gestione speciale anche a fronte del medesimo cliente, determinando quindi una duplicazione del conteggio delle polizze; analogo fenomeno si verifica in caso di prodotti misti, che prevedono una componente tradizionale ed una componente di tipo *unit linked*³³. Un ulteriore motivo che potrebbe comportare una sovrastima nel conteggio del numero degli iscritti è rappresentato dalla chiusura dei contratti che potrebbero intervenire per varie cause (morte dell'iscritto, scadenza del contratto ecc); si tratta però di eventualità estremamente improbabili in questi primi anni di vita dei prodotti.

Tav. 4.25

Polizze individuali pensionistiche. Struttura del mercato.

(flussi annui per polizze emesse e premi incassati; consistenze di fine periodo per riserve destinate alle prestazioni; importi in milioni di euro)

	Polizze emesse				Premi incassati			Riserve D.P. ⁽¹⁾	
	2001	2002	Totale	%	2001	2002	Totale	%	fine 2002
Polizze PIP									
prodotti tradizionali	98.489	60.222	158.711	40,7	144	218	362	38,1	219
prodotti <i>unit linked</i>	120.776	110.087	230.863	59,3	212	375	587	61,9	398
Totale	219.265	170.309	389.574	100,0	356	593	949	100,0	617
<i>quote di mercato (%) delle prime 2 società⁽²⁾</i>							64,0	49,6	
<i>quote di mercato (%) delle prime 5 società⁽²⁾</i>							78,8	67,4	
Canali distributivi									
Agenzie ⁽³⁾	140.387	82.176	222.563	57,1	193	280	473	49,8	
Promotori finanziari	51.909	50.659	102.568	26,4	129	213	342	36,1	
Sportelli bancari	26.969	37.474	64.443	16,5	34	100	134	14,1	

(1) Riserve destinate alle prestazioni: si tratta delle riserve matematiche per i prodotti tradizionali e del valore complessivo delle quote in essere per le *unit linked*.

(2) Per ammontare dei premi PIP incassati.

(3) Agenzie con mandato, in economia e gerenze; comprende anche i *brokers* e forme di vendita diretta.

La maggior parte delle polizze emesse nel corso dell'anno (circa il 65 per cento) fa riferimento a prodotti di tipo *unit linked* (per la quasi totalità connesse a fondi interni), a tale tipo di prodotti corrispondono circa 375 milioni di euro di premi incassati. Con prodotti tradizionali, rispetto ai quali sono stati stipulati nel corso dell'anno circa il 35 per cento dei nuovi contratti, sono stati raccolti premi per 218 milioni di euro. Il totale dei premi incassati nel corso del 2002 è stato quindi pari a quasi

³³ Nelle analisi che seguono i prodotti misti vengono comunque trattati come due prodotti separati.

600 milioni di euro; aggiungendo i premi incassati nel corso del 2001 si arriva ad un ammontare di premi incassati pari a quasi 950 milioni di euro.

A fronte di tali premi le riserve complessivamente accumulate per le prestazioni (riserve matematiche per i prodotti tradizionali e valore complessivo delle quote in essere per i prodotti di tipo *unit linked*) a fine anno risultano pari a 617 milioni di euro; la differenza rispetto alla raccolta premi, pari a circa il 35 per cento, è da ricondurre principalmente alle spese che vengono fatte gravare sul primo versamento effettuato nell'anno di accensione del contratto, ed in via residuale all'andamento negativo dei mercati finanziari che ha caratterizzato lo scorso biennio.

Con riferimento alle due tipologie di prodotti la differenza tra i premi versati e il valore delle riserve è comparativamente maggiore nel caso dei prodotti tradizionali, per i quali il valore delle riserve matematiche di fine anno è pari a 220 milioni di euro (circa il 60 per cento dei premi versati), mentre per i prodotti di tipo *unit linked* il valore delle riserve di fine anno è di 398 milioni di euro, pari al 68 per cento dei premi versati.

Il settore risulta ancora estremamente concentrato, sebbene in misura minore rispetto l'anno precedente: la quota delle due compagnie che nel corso del 2001 avevano raccolto il 64 per cento dei premi è difatti scesa al 50 per cento per l'anno appena trascorso; circa il 67 per cento dei premi è stato raccolto da cinque compagnie (rispetto a quasi l'80 per cento dell'anno precedente).

Con riferimento ai canali di vendita, nel complesso il 48 per cento delle polizze sottoscritte nel 2002 sono state acquisite da agenti, il 30 per cento da promotori finanziari ed il 22 per cento tramite sportelli bancari.

4.5.2 La struttura dei costi

In questo paragrafo si intende fornire un'illustrazione delle principali voci di costo generalmente previste nei contratti PIP. Occorre comunque preliminarmente considerare che una rappresentazione esaustiva delle stesse non risulta affatto agevole; difatti, in assenza di uno schema di riferimento che preveda l'applicazione di commissioni onnicompreensive, le compagnie si sono orientate verso l'utilizzazione di schemi contrattuali caratterizzati da una significativa eterogeneità.

I costi applicati nella gran parte dei prodotti sono:

- il cosiddetto "caricamento", applicato in via ordinaria su tutti i premi versati (in cifra fissa o, nella maggior parte dei casi, come percentuale sul versamento);

- le commissioni di gestione in percentuale sul patrimonio (nelle gestioni speciali le commissioni di gestione sono definite in termini di rendimento trattenuto; la compagnia, infatti, non rivaluta la prestazione per l'intero rendimento realizzato, ma ne trattiene una parte, in genere non inferiore ad un minimo prestabilito);
- le spese di trasferimento e di *switch*³⁴.

Sono inoltre previsti, in numerosi casi, altri tipi di costi, tra i quali si segnalano:

- un caricamento più elevato da applicare sul primo premio versato, destinato a finanziare le spese di acquisizione;
- il costo fisso di ingresso, applicato *una tantum* al momento dell'iscrizione;
- i diritti generici (in cifra fissa, prelevati su ogni versamento od una sola volta nell'anno);
- costi di riscatto³⁵.

In molti casi i costi fissi od i valori percentuali non sono uguali per ogni sottoscrittore, ma possono variare, ad esempio, in funzione della durata della polizza individuata in sede di sottoscrizione, dell'importo del premio versato o del cumulo degli stessi.

Oltre a tali costi, gravano sul patrimonio dei fondi e/o delle gestioni speciali nei quali sono investiti i premi destinati alle polizze individuali pensionistiche una serie di altri costi, la cui incidenza effettiva viene determinata a consuntivo, quali gli oneri di intermediazione e le spese connesse all'investimento in quote di OICR, nonché altre voci di spesa di importo minore quali, ad esempio, le spese di pubblicazione del valore della quota e le spese per la società di revisione.

Un elemento di costo che caratterizza i prodotti PIP rispetto ai fondi pensione aperti è dato dal costo di caricamento sul primo premio versato (caricamento di acquisizione); tale commissione, applicata nel 54 per cento dei casi, costituisce una componente di costo molto significativa: mediamente si attesta sul 23 per cento del premio versato inizialmente, ma in alcuni casi può raggiungere anche l'80 per cento.

La scelta di gravare con spese iniziali significative sul primo versamento, che risponde per lo più ad una strategia di incentivazione della rete di vendita (ad esempio, le cinque compagnie che congiuntamente hanno realizzato i risultati migliori in termini di raccolta prevedono una maggiorazione del caricamento iniziale), rende necessari da parte del sottoscrittore, per ammortizzare l'incidenza delle stesse sul patrimonio

³⁴ Alcune compagnie hanno stabilito un trattamento privilegiato per lo *switch* automatico da un comparto all'altro che prevede il passaggio gratuito al maturare di una certa età dell'aderente. Si tratta, quindi, di una forma di adeguamento automatico del portafoglio (dal comparto azionario, a quello bilanciato, a quello obbligazionario) connesso con il passaggio dell'aderente in fasce di età successive (*redirection automatica*).

³⁵ Si fa riferimento alle ipotesi di cui all'art. 10 comma 1-bis del Decreto lgs. 124/1993 che richiama la disciplina delle anticipazioni dei fondi pensione.

destinato ai fini previdenziali, periodi di permanenza presso la stessa forma individuale piuttosto lunghi, comportando, di fatto, un ostacolo alla portabilità della posizione.

Ne deriva che, pur essendo applicabili sia ai PIP sia ai fondi aperti le medesime regole disciplinanti la libertà di trasferimento o riscatto della posizione individuale, l’effettività di tale previsione è per i PIP negativamente influenzata dalla frequente applicazione di elevati costi iniziali per la sottoscrizione del prodotto³⁶.

Anche la presenza di incentivi di fidelizzazione influenza la scelta di trasferire liberamente la propria posizione individuale: difatti in alcuni casi sono previsti *bonus* da riconoscere durante il periodo di permanenza (ad esempio ogni 5 anni) e che, il più delle volte, consistono in una restituzione, parziale o totale, delle spese di caricamento iniziali; in altri casi è previsto un *bonus* connesso alla fedeltà dell’aderente da riconoscere alla scadenza del contratto (prima della trasformazione in rendita).

La prospettiva di percepire un *bonus*, il quale può costituire anche un importo di rilievo, spinge quindi il sottoscrittore a rimanere vincolato al contratto sottoscritto e contribuisce a rendere poco conveniente il trasferimento della posizione individuale.

Si è pertanto cercato di adottare una metodologia di valutazione dei costi dei prodotti PIP che consentisse di pervenire ad una misura di costo sintetica, in grado, da un lato, di tener conto delle differenze nelle strutture dei costi presenti nei vari prodotti, omogeneizzandole, per quanto possibile, sulla base di ipotesi ad *hoc*, e dall’altro di fornire uno strumento che possa essere di immediata comprensione e di facile lettura.

In maniera analoga a quanto proposto per i fondi pensione aperti la misura individuata, che costituisce una commissione “onnicomprensiva” in percentuale sul patrimonio, può essere vista come il costo mediamente sostenuto ogni anno da un ipotetico sottoscrittore, espresso in percentuale del patrimonio mediamente investito ogni anno, nel caso in cui decida di trasferirsi, ovvero al momento del pensionamento (per le statistiche relative ai trentacinque anni).

La metodologia adottata è analoga a quella utilizzata nella Relazione dello scorso anno, con alcune differenze derivanti da una maggiore attenzione data ad alcuni elementi di dettaglio (ad esempio il calcolo delle commissioni sugli OICR o l’inclusione dei *bonus*). Si è inoltre preferito limitare la simulazione ad un campione rappresentativo di prodotti; in particolare si è fatto riferimento all’insieme dei prodotti delle compagnie che hanno raccolto complessivamente, nel corso del 2002, più dell’80 per cento dei premi.

Per quanto riguarda le principali ipotesi utilizzate per rendere omogenee le differenti strutture di costo sono state adottate le stesse dell’analogo studio effettuato

³⁶ Anche i costi di trasferimento e/o di riscatto come percentuale del patrimonio accumulato risultano particolarmente penalizzanti; gli stessi comunque sono stati previsti con tale modalità in un numero ridotto di prodotti.

per i fondi pensione aperti, ed in particolare si fa riferimento ad un aderente con un versamento contributivo annuo di pari a 2.500 euro e ad un tasso di rendimento nominale uguale per tutti i prodotti e pari al 4,5 per cento.

Va peraltro preliminarmente osservato che i prodotti PIP presentano delle caratteristiche peculiari che rendono particolarmente complessa l'analisi.

In primo luogo non è sempre agevole potersi riferire ad un concetto di prodotto che sia omogeneo tra quanto offerto dalle varie compagnie. Difatti gran parte dei contratti PIP consente al sottoscrittore di costruire in maniera personalizzata la struttura degli investimenti: il sottoscrittore può ripartire il premio, od anche l'ammontare delle risorse già investite, in più fondi (interni o esterni) con caratteristiche differenti e, a volte, anche nelle gestioni speciali. Per consentire tali combinazioni le compagnie hanno strutturato l'offerta secondo modalità differenti: in alcuni casi è sufficiente sottoscrivere un unico contratto ed all'interno dello stesso il contraente sceglie la ripartizione preferita; in altri è necessario stipulare più polizze per ottenere lo stesso tipo di combinazione. In alcuni casi sono inoltre presenti delle combinazioni *standard* di fondi e/o gestioni speciali già predeterminate, ad una delle quali l'investitore può direttamente accedere (piani di investimento).

Data questa varietà di configurazioni, nell'analisi che segue si è cercato comunque di scomporre i prodotti composti in prodotti elementari; non è stato però ritenuto opportuno condurre un'analisi che individuasse univocamente come unità elementare il singolo fondo o la gestione speciale: in alcuni casi, infatti, le condizioni di polizza propongono un ventaglio così ampio di fondi nei quali scegliere di allocare i premi che considerarli tutti in maniera distinta avrebbe comportato oltretutto una distorsione dei valori medi verso i costi di tali prodotti.

Si è invece preferito scomporre i prodotti composti riferendosi per lo più alla struttura dei costi analoghi come elemento caratterizzante; inoltre i prodotti tradizionali sono stati considerati sempre in maniera distinta dalle *unit linked*.

I costi sostenuti dall'iscritto sono stati suddivisi in costi ricorrenti, sostenuti ogni anno di permanenza nel contratto, e in costi *una tantum*, sostenuti solo una volta, all'atto dell'adesione od al momento dell'uscita e la cui incidenza tende a diminuire all'aumentare del numero di anni trascorsi.

Nella prima categoria di costi sono state considerate le commissioni di gestione in cifra fissa o in percentuale sui premi da pagare ogni anno, le commissioni di gestione in percentuale sul patrimonio, i diritti generici e le altre spese previste con cadenza di pagamento annuale.

Sono state considerate inoltre le commissioni calcolate come percentuale del rendimento, mentre sono state tralasciate eventuali previsioni di commissioni di incentivo nonché alcuni altri oneri la cui incidenza può essere determinata solo a consuntivo.

Le commissioni di gestione sul patrimonio dei fondi ai quali sono collegati i prodotti PIP di tipo non tradizionale sono state corrette per tenere in considerazione le commissioni sugli OICR^{37,38}: in particolare la percentuale di investimento in OICR è stata posta pari al 100 per cento laddove il regolamento indica un investimento in OICR totale, al 70 per cento per investimenti in OICR prevalenti ed al 30 per cento in tutti gli altri casi.

L’aliquota della commissione di OICR applicata è stata scelta in funzione del grado di rischiosità dichiarato del fondo, andando dallo 0,5 per cento per i fondi con un livello di rischio dichiarato basso all’1,8 per cento per un livello di rischio dichiarato elevato; qualora previsti sono stati inoltre tenuti in considerazione i limiti massimi alle commissioni.

Si è ritenuto viceversa di poter trascurare le commissioni di OICR con riferimento ai prodotti tradizionali, tenuto conto che per le gestioni separate l’investimento in OICR è estremamente contenuto.

Con riferimento ai costi sostenuti all’atto della sottoscrizione, sono stati inclusi in questa categoria sia i costi di iscrizione in cifra fissa, sia la maggiorazione del caricamento sul primo premio versato rispetto ai versamenti successivi.

Per quanto riguarda i costi sostenuti al momento dell’uscita non sono stati presi in considerazione i costi di riscatto, mentre sono stati considerati i costi di trasferimento ad altro prodotto PIP o ad un fondo pensione aperto.

Una metodologia di calcolo particolare è stata utilizzata con riferimento al trentacinquesimo anno di età, anno nel quale si è ipotizzato che l’aderente fosse giunto alla scadenza del contratto. In questo caso non solo non sono stati considerati i costi di trasferimento, ma sono stati anche inclusi nel calcolo i *bonus* alla scadenza previsti da alcuni prodotti, portandoli in diminuzione dei costi sostenuti fino a quel momento, e considerandoli quindi come se si trattasse di “costi negativi”.

Laddove previsti sono stati inoltre presi in considerazione, con la stessa metodologia appena descritta per i *bonus* a scadenza, i *bonus* riconosciuti durante il periodo di permanenza calcolando un importo pari, a seconda della tipologia, o al 12,5 per cento delle spese di caricamento inizialmente sostenute e accreditato allo scadere di ogni quinquennio di permanenza nel contratto, ovvero ad una percentuale del premio versato, differente per ogni prodotto, e accreditato al quindicesimo anno di permanenza.

³⁷ Con riferimento a questo tipo di spese si ricorda che, nel caso dei fondi pensione aperti, tutti 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.

³⁸ Nella Relazione dello scorso anno tali commissioni erano state considerate unicamente per i fondi che avevano indicato l’intenzione di ricorrere all’investimento in parti di OICR, fornendone conseguentemente la misura delle commissioni. In questo caso le commissioni sugli OICR erano state aggiunte alle commissioni specifiche del fondo per un ammontare posto pari, convenzionalmente, alla metà.

Nel caso in cui, per alcune spese, la polizza preveda, al posto di una indicazione puntuale, una griglia di valori, la misura è stata individuata ricorrendo ad ulteriori ipotesi semplificatrici; in particolare, laddove il costo (in cifra fissa od in percentuale) è determinato in funzione della durata del contratto, la stessa è stata posta pari a 25 anni; nel caso in cui dipenda dall'ammontare del versamento lo stesso è stato ipotizzato pari a 2.500 euro, mentre nel caso in cui dipenda dal patrimonio accumulato si è fatto riferimento a valori coerenti con versamenti annuali di 2.500 euro. In tutti gli altri casi si è cercato di scegliere il valore che si è ritenuto più probabile, oppure il valore medio.

Infine, non sono stati considerati i costi di *switch*.

Per ogni prodotto è stata quindi prodotta una simulazione relativa all'intera vita dell'investimento individuando, per ogni anno, l'ammontare complessivo dei costi sostenuti dall'aderente al netto degli eventuali *bonus* di permanenza. A questi sono stati aggiunti, nelle valutazioni relative ai tre anni e ai dieci anni, i costi di trasferimento, mentre, nel caso dei trentacinque anni, i costi complessivi sono stati depurati anche del valore del *bonus* a scadenza; il valore così ottenuto è stato rapportato al patrimonio dell'anno. La commissione individuata rappresenta quindi, per ogni anno esaminato, il costo medio annuo sostenuto dal contraente fino a quel momento, nell'ipotesi che lo stesso decida di trasferirsi ovvero alla scadenza del contratto.

Nella simulazione si è inoltre tenuto conto dell'intervento dell'ISVAP volto a limitare le distorsioni sul corretto funzionamento del mercato dovute ai caricamenti iniziali elevati, sia considerando le formule di retrocessione di parte delle commissioni che sono state esplicitate in alcune condizioni di polizza, sia ipotizzando, in ogni caso, la restituzione di almeno i 2/3 dei premi versati.

Dall'analisi emerge che un aderente che decidesse di trasferirsi dopo tre anni avrebbe pagato, in media, una commissione onnicomprensiva annua di quasi l'8 per cento su PIP collegati a prodotti tradizionali e di quasi il 10 per cento su prodotti collegati a *unit linked*.

Gli aderenti a prodotti che prevedono una maggiorazione del caricamento sul primo premio risultano particolarmente penalizzati se decidono di trasferirsi dopo tre anni di permanenza: gli stessi, infatti, avrebbero sostenuto un costo globale medio annuo di quasi l'11 per cento sul patrimonio investito rispetto al 5 per cento dei prodotti che non prevedono la maggiorazione del caricamento sul primo premio. Si osserva peraltro un'elevata dispersione dei valori delle commissioni medie tra i differenti prodotti analizzati, il campo di variazione, che in linea di massima prescinde dalla tipologia (tradizionale o *unit linked*), è di circa 12 punti percentuali per i prodotti che prevedono un caricamento iniziale, rispetto al 4 per cento dei rimanenti.