

Il confronto fra gli indici di capitalizzazione dei comparti e dei rispettivi *benchmark* mostra rendimenti differenziali positivi per i comparti azionari e bilanciati, rispettivamente pari allo 0,8 per cento e allo 0,5 per cento, e invece negativi per i comparti obbligazionari di quasi mezzo punto percentuale. I rendimenti differenziali conseguiti dai comparti nel corso dei diversi trimestri registrano diversità nell'andamento. In particolare, il differenziale positivo più elevato realizzato nel 2001 viene fatto registrare nel terzo trimestre dai comparti azionari (oltre il 2 per cento, di cui quasi l'1 per cento riferito al mese di settembre), proprio nel periodo che ha visto i mercati finanziari scontare una congiuntura particolarmente negativa, per i noti attentati terroristici.

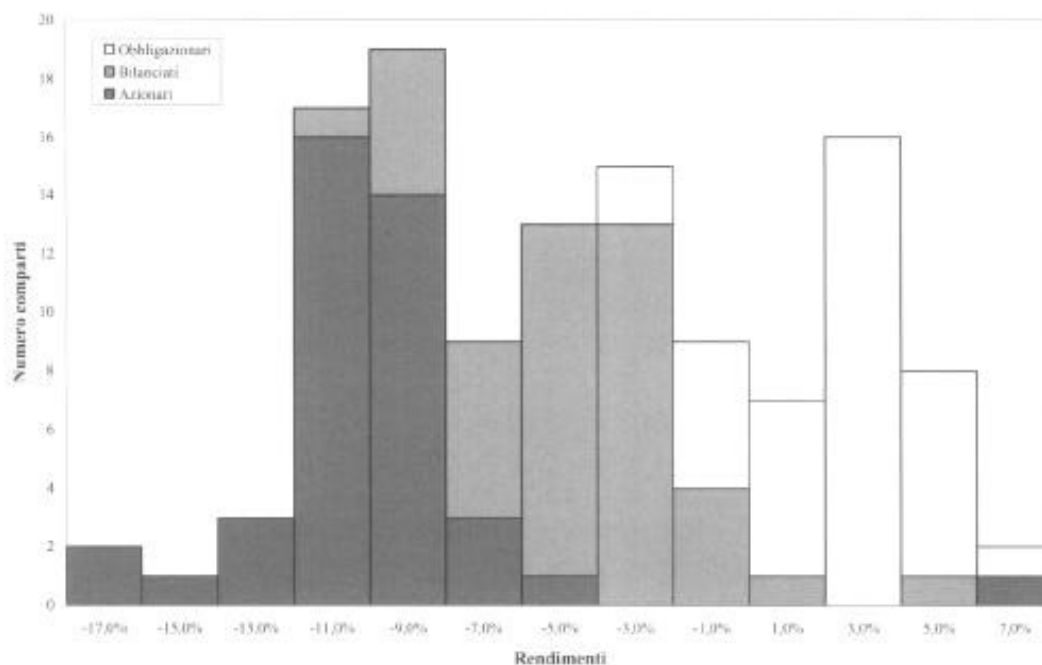
L'analisi della dispersione permette la valutazione della *performance* dei singoli comparti. Prendendo come riferimento i comparti che all'inizio del 2001 avevano raggiunto un attivo netto destinato alle prestazioni almeno pari a 500 mila euro²⁶, lo scarto quadratico medio dei rendimenti è pari a circa il 9 per cento, con rendimenti che presentano una variabilità compresa tra il -17 per cento e il 6 per cento. La dispersione risulta più elevata per i comparti azionari e anche bilanciati, caratterizzati da una composizione del portafoglio maggiormente orientata verso i titoli rischiosi e, invece, più contenuta per i comparti obbligazionari. Tuttavia, l'alta dispersione è solo in parte attribuibile alle specializzazioni; nei comparti con analogo specializzazione, infatti, si registrano notevoli differenze fra il più alto e il più basso rendimento che riflettono diversità di scelte gestionali adottate dai singoli comparti dei fondi pensione aperti.

La distribuzione dei rendimenti conseguiti dai comparti dei fondi pensione aperti risente dell'evoluzione negativa dei mercati azionari nel 2001. Infatti, mentre quasi tutti i comparti obbligazionari considerati hanno realizzato un rendimento positivo, la maggioranza dei comparti azionari e bilanciati hanno ottenuto un rendimento negativo. Nello specifico, quasi il 65 per cento dei comparti obbligazionari ha realizzato un rendimento compreso fra il 2 e il 6 per cento e circa il 70 per cento dei comparti bilanciati ha ottenuto rendimenti compresi fra lo 0 e il -6 per cento. Per quanto riguarda i comparti azionari, oltre il 70 per cento registra rendimenti fra il -8 e il -12 per cento, pur essendovi un comparto con rendimento superiore al 6 per cento.

²⁶ Si escludono quindi, dall'analisi che segue, quei comparti per i quali i risultati conseguiti, a causa dell'esiguità del patrimonio gestito, non possono essere considerati significativi.

Tav. 3.22

Fondi pensione aperti. Distribuzione dei rendimenti per tipologia comparto.⁽¹⁾
(anno 2001)



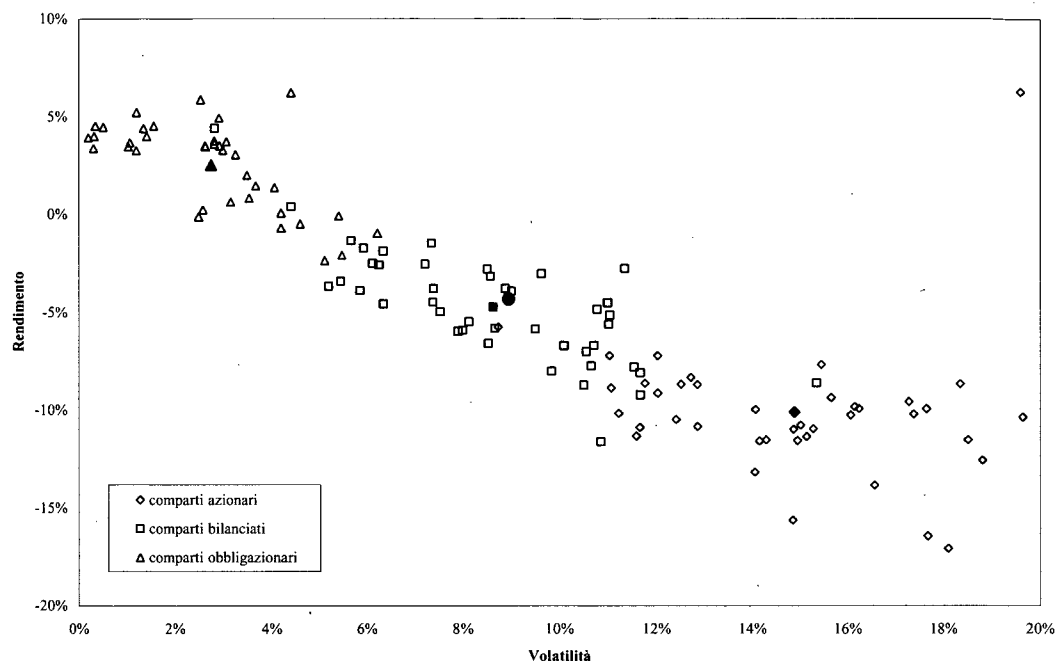
⁽¹⁾ Rendimenti calcolati come variazione annuale del valore della quota dei singoli comparti. Si sono presi in considerazione i comparti che all'inizio dell'anno avevano raggiunto un attivo netto destinato alle prestazioni almeno pari a 500 mila euro.

La misurazione della *performance* dei fondi pensione aperti viene 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 variazione annuale del valore della quota (Tav. 3.23). Dall'analisi grafica emerge un'ampia dispersione delle volatilità dei rendimenti mensili non solo nel confronto fra comparti con diversa specializzazione, ma anche all'interno dei comparti con specializzazione analoga. Il fenomeno è particolarmente evidente per i comparti azionari che mostrano un'elevata dispersione delle volatilità al loro interno, comprese fra il 9 e il 20 per cento circa, accompagnata invece da una concentrazione dei rendimenti fra il -8 e il -12 per cento.

L'analisi degli *extra-rendimenti* rispetto ai *benchmark* condotta sui comparti che all'inizio del 2001 avevano raggiunto un attivo netto destinato alle prestazioni almeno pari a 500 mila euro denota che circa un comparto su due ha conseguito rendimenti differenziali positivi. Il dato risulta particolarmente positivo per i comparti azionari che hanno superato i rispettivi *benchmark* in oltre il 60 per cento dei casi, mentre i comparti bilanciati e obbligazionari hanno ottenuto *extra-rendimenti* positivi in oltre il 40 per cento dei casi (Tav. 3.24). Va, tuttavia, sottolineato che, ad eccezione di due comparti azionari, i differenziali rispetto ai *benchmark* di riferimento presentano oscillazioni contenute entro un *range* di valori compresi tra -0,5 e 0,5 per cento.

Tav. 3.23

Fondi pensione aperti. Rendimenti e volatilità. ⁽¹⁾
(anno 2001)



⁽¹⁾ Rendimenti calcolati come variazione annuale 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 dell'anno 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. 3.24

Fondi pensione aperti. Comparti con *extra*-rendimento positivo.
(anno 2001)

	Numero comparti	Comparti con <i>extra</i> -rendimento positivo	(%)
Azionari	41	25	61,0
Bilanciati	43	18	41,9
Obbligazionari	37	16	43,2
Totale	121	59	48,8

3.5 Le forme pensionistiche individuali attuate tramite polizze assicurative

L'anno 2001 ha registrato l'avvio operativo della nuova categoria di prodotti previdenziali introdotta dal Decreto lgs. 47/2000: le forme pensionistiche individuali attuate mediante polizze di assicurazione (di seguito Pip).

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 al quale contribuisce con una quota del proprio risparmio, e, rispetto al quale, la 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. 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 ISVAP 434/D del 12.02.2001 e 445/D del 01.06.2001.

In base alla disciplina regolamentare citata, 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); secondo le disposizioni dettate dall'ISVAP 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*, nel quale i rischi di carattere attuariale sono presenti solo nella fase di erogazione. 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: ciò può realizzarsi se il capitale da convertire al termine della fase di accumulo è dato dalla capitalizzazione dei singoli versamenti (al netto di tutte le spese applicate dalla compagnia) in base al rendimento retrocesso realizzato nella gestione speciale a cui il contratto è agganciato. Altri prodotti Pip del ramo I sono invece definiti nella forma di capitale differito.

Ovviamente l'uso di una tipologia di prodotto rispetto ad un'altra ha un significativo impatto in relazione al complessivo rapporto che si instaura con l'aderente, sia con riferimento alle prestazioni sia con riferimento ai costi del prodotto stesso.

In particolare, con riferimento alla prestazione, bisogna sottolineare che 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 prevedere una garanzia finanziaria di rendimento o di conservazione del capitale investito.

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

Anche la struttura dei costi presenta notevoli differenze rispetto ai fondi pensione aperti, risultando più articolata. Tale circostanza risulta problematica con riferimento al profilo della confrontabilità dei prodotti Pip con i fondi pensione aperti.

Occorre constatare che questo tipo di confronto dovrebbe poter essere attuato, non solo, come in questa sede, a livello di analisi del settore, ma anche da parte del singolo risparmiatore: infatti, la valutazione dei costi è elemento essenziale per affrontare con consapevolezza sia la scelta iniziale del piano previdenziale sia l'esercizio di diritti quali il trasferimento o il riscatto. 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. 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, in data 28.01.2002, ha emanato una circolare con la quale è stata avviata la rilevazione sistematica di informazioni relative ai prodotti Pip.

L'iniziativa è il risultato di una proficua collaborazione con ANIA e ISVAP che ha avuto come obiettivo il raggiungimento di 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.

In particolare, si è stabilito che la COVIP acquisisce, con riferimento alle caratteristiche contrattuali dei Pip, le cc.dd. "segnalazioni sistematiche" che le imprese di assicurazione inoltrano ordinariamente all'ISVAP in relazione a tutti i prodotti assicurativi del ramo vita che vengono posti in essere o modificati. In tal modo la COVIP è in grado di integrare, con un flusso di informazioni strutturato in modo informatico, le informazioni acquisite dalle compagnie su supporto cartaceo in base alla richiamata disposizione di legge.

Riguardo poi ai dati statistici sulla raccolta dei Pip, è stata richiesta alle compagnie una segnalazione trimestrale (c.d. "segnalazione quantitativa") che costituisce un estratto di quella che l'ISVAP riceve ai sensi della Circolare 461/S del 21.12.2001. E' inoltre stato richiesto all'ANIA di rendere disponibili alla COVIP i dati raccolti dalla stessa associazione e messi a disposizione delle compagnie stesse con finalità di tipo operativo. Infine, allo scopo di disporre anche per il comparto dei Pip di una valutazione degli impegni complessivi accumulati, la COVIP ha richiesto alle compagnie di integrare le segnalazioni destinate all'ISVAP e all'ANIA con l'indicazione di una stima delle riserve tecniche relative a prodotti Pip.

La descritta organizzazione delle segnalazioni ha consentito quindi di rispondere alle esigenze informative della COVIP senza un aggravio dei costi per le compagnie.

3.5.1 L'attività di raccolta

Alla fine del 2001 erano 63 le compagnie di assicurazione che avevano avviato la commercializzazione di prodotti Pip, per un totale di circa 220.000 polizze²⁷ stipulate nel corso dell'anno.

²⁷ E' da rilevare che il numero delle polizze non sempre è rappresentativo del fenomeno: infatti 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

La maggior parte delle polizze emesse (circa il 55 per cento) fanno riferimento a prodotti di tipo *unit linked* (per la quasi totalità connesse a fondi interni), a cui corrispondono circa 212 milioni di euro di premi incassati. Con i prodotti tradizionali, che fanno riferimento a circa il 45 per cento dei contratti stipulati, sono stati raccolti premi per circa 144 milioni di euro. Il totale dei premi incassati nel corso del 2001 è stato quindi pari a 355 milioni di euro.

Tav. 3.25

Polizze individuali pensionistiche. Struttura del mercato.

(anno 2001; 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 per le prestazioni ⁽¹⁾	%
Polizze PIP						
prodotti tradizionali	98.489	44,9	144	40,4	46	24,0
prodotti <i>unit linked</i>	120.776	55,1	212	59,6	147	76,0
Totale	219.265	100,0	355	100,0	193	100,0
di cui prodotti delle maggiori 5 società per premi Pip incassati	166.802	76,1	280	78,8	124	64,0
Canali distributivi						
Agenzie con mandato	132.867	60,6	181	50,9		
Promotori finanziari	51.909	23,7	128	36,1		
Sportelli bancari	26.969	12,3	34	9,6		
Agenzie in economie e gerenze	7.435	3,4	12	3,3		
Brokers	64	0,0	0	0,0		
Altre forme di vendita diretta	21	0,0	0	0,0		

⁽¹⁾ Si tratta delle riserve matematiche per i prodotti tradizionali e del valore complessivo delle quote in essere per le *unit linked*

Le riserve complessivamente accumulate per le prestazioni (per i prodotti tradizionali, le riserve matematiche e, per i prodotti di tipo *unit linked*, il valore complessivo delle quote in essere) risultano pari a fine anno a 193 milioni di euro e sono pertanto inferiori di oltre il 40 per cento rispetto alla raccolta premi.

La differenza tra i due valori può essere ricondotta solo marginalmente all'andamento negativo dei mercati finanziari che ha caratterizzato l'anno appena trascorso, mentre per la parte preponderante deriva dalle spese che sono fatte gravare sul versamento effettuato nell'anno di accensione del contratto.

tradizionale ed una componente di tipo *unit linked*; in questa sede i prodotti misti vengono comunque trattati come due prodotti separati.

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 46 milioni di euro (circa il 32 per cento dei premi versati), mentre per i prodotti di tipo *unit linked* il valore delle riserve di fine anno è di 147 milioni di euro, pari a circa il 70 per cento dei premi versati.

L'analisi dei dati a livello di singole compagnie conferma che quelle che hanno realizzato la maggiore raccolta di premi relativi a prodotti Pip prevedono un caricamento sul premio iniziale maggiorato rispetto a quelli gravanti sui premi successivi. Tale costo è destinato principalmente a remunerare la rete di vendita, incentivando pertanto il collocamento di tale strumento, e giustifica i risultati di raccolta rapidamente ottenuti dai prodotti Pip. Il fenomeno risulta in particolare evidente confrontando i dati della raccolta con quelli dei fondi pensione aperti, che al più prevedono un costo di iscrizione in cifra fissa sostanzialmente destinato alla copertura delle spese amministrative; con riferimento ai solo fondi aperti gestiti dalle compagnie di assicurazione la raccolta dei contributi per il 2001 è stata infatti pari a 73 milioni di euro, con una crescita in termini di numero di iscritti pari a circa 15.500 unità.

Il settore risulta, in questa fase iniziale, estremamente concentrato: due sole società di assicurazione hanno raccolto, ripartendosi quasi in parti uguali, il 64 per cento dei premi. Se si considerano le prime cinque tale percentuale sale a quasi l'80 per cento, cui corrispondono circa 167 mila polizze emesse.

I prodotti offerti dalla compagnia che ha realizzato la maggiore raccolta sono di tipo tradizionale; essi sono stati collocati tutti tramite agenzia e prevedono un caricamento di acquisizione che mediamente è risultato pari a circa l'80 per cento del premio di prima annualità. I prodotti offerti dalla seconda compagnia in termini di raccolta sono, viceversa, di tipo *unit linked* e sono stati collocati tramite promotori finanziari; la commissione di acquisizione in questo caso ha inciso mediamente per circa il 50 per cento sul versamento del primo anno.

Con riferimento ai canali di vendita, nel complesso il 64 per cento delle polizze sottoscritte sono state acquisite da agenti di assicurazione, il 24 per cento da promotori finanziari e solo il 12 per cento tramite sportelli bancari.

3.5.2 La struttura dei costi

In questo paragrafo si intende fornire, analogamente a quanto proposto per i fondi pensione aperti, un'illustrazione delle diverse voci di costo generalmente previste nei contratti Pip, onde delineare il quadro complessivo di riferimento. Occorre comunque considerare che una rappresentazione esaustiva delle stesse non risulta agevole, data l'utilizzazione di schemi contrattuali caratterizzati da una significativa eterogeneità.

I costi applicati nella gran parte dei prodotti Pip sono i seguenti:

- il cosiddetto “caricamento”, applicato in via ordinaria su tutti i premi versati (in cifra fissa o in percentuale) che può variare a seconda dell’importo del premio versato, del cumulo degli stessi e della durata della polizza;
- le commissioni di gestione in percentuale sul patrimonio²⁸;
- le spese di trasferimento e di *switch*.

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).

Sono inoltre da considerare una serie di spese che gravano sul patrimonio del fondo o della gestione speciale e la cui incidenza effettiva non può che essere determinata a consuntivo; si tratta, in primo luogo, degli oneri di intermediazione e delle spese connesse all’investimento in quote di OICR²⁹, nonché di 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.

Da quanto descritto emerge una elevata articolazione della struttura dei costi, del resto in linea con la tradizione assicurativa, mentre con riferimento ai fondi aperti la struttura utilizzata in modo diffuso – anche grazie alla presenza di uno schema di regolamento adottato nella generalità dei casi – risulta piuttosto semplificata e tendente alla onnicomprensività delle singole voci.

In alcuni casi sono inoltre previste forme di incentivazione alla permanenza, riconoscendo, ad esempio, un *bonus* connesso alla fedeltà dell’aderente. Ciò comporta ulteriori difficoltà nell’analisi del complessivo costo dell’investimento, soprattutto ai fini del confronto con prodotti che non presentano analoghe caratteristiche.

Con riferimento alla fase di adesione, si deve notare che il costo più rilevante, applicato nel 50 per cento dei casi, è il costo di caricamento sul primo premio versato

²⁸ 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.

²⁹ 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.

(caricamento di acquisizione), che si attesta mediamente sul 23,5 per cento del premio versato inizialmente, con punte che arrivano anche all'80 per cento. Questo costo assume rilevanza se si considera che è adottato dalle 5 compagnie che congiuntamente hanno realizzato i risultati migliori in termini di raccolta.

La scelta di incidere con spese iniziali significative sul primo versamento risponde, come accennato, ad una strategia di incentivazione della rete di vendita nella fase di partenza del mercato. Questa scelta ha consentito una maggiore penetrazione del prodotto, che risulta significativa se confrontata con la raccolta realizzata dai fondi pensione aperti nei 3 anni di attività, ma comporta di fatto un ostacolo alla portabilità della posizione individuale.

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 prodotto nonché dalla presenza di incentivi di fidelizzazione.

Al fine di limitare le distorsioni che tale situazione comporta per il corretto funzionamento del mercato, di recente l'ISVAP ha posto in essere un'attività di intervento nei confronti delle compagnie; in particolare, sulla base della Circolare 434/D del 12.02.2001. La circolare prevede che "... gli effetti economici sulla posizione previdenziale, derivanti dal trasferimento o dal riscatto della posizione individuale presso altra forma di previdenza, compresi gli oneri di natura amministrativa, dovranno essere fissati in misura coerente con il diritto al trasferimento o al riscatto"; l'ISVAP ha richiesto che, nel caso in cui i clienti intendano esercitare precocemente le proprie prerogative per il trasferimento o il riscatto della posizione individuale, essi non devono essere eccessivamente penalizzati.

Per circa l'80 per cento dei prodotti sono, inoltre, previsti costi direttamente applicabili in caso di trasferimento; gli stessi sono espressi nella maggior parte dei casi in cifra fissa e negli altri casi come percentuale del patrimonio accumulato. Nel 40 per cento dei casi sono previsti costi di riscatto.

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).

Nelle pagine che seguono è stato effettuato un primo tentativo di applicare una metodologia per la valutazione dei costi dei prodotti Pip in modo tale da ricostruire un costo "onnicomprensivo", da esprimere come percentuale sul patrimonio, che sia da un lato di facile interpretazione e dall'altro consenta un raffronto, seppur non agevole, date le differenti caratteristiche degli strumenti, con i fondi pensione aperti. Una definizione

più accurata della metodologia di valutazione dei costi potrà avvenire anche grazie ai contributi degli interlocutori interessati, ed in particolare dell'ANIA che, come si è detto, ha partecipato fattivamente alla raccolta dei dati, facendo peraltro presente le particolari difficoltà, vista l'eterogeneità dei prodotti, di pervenire a valutazioni quantitative di sintesi relative ai costi dei Pip.

Al fine di valutare puntualmente i costi dei Pip è necessario tenere conto che tali prodotti consentono al sottoscrittore di costruire in maniera personalizzata la struttura degli investimenti.

Generalmente il sottoscrittore può infatti ripartire il premio, od anche l'ammontare delle risorse già investite, in più fondi (interni o esterni) con caratteristiche differenti e, a volte, anche in 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. Alcune compagnie hanno inoltre previsto combinazioni *standard* predeterminate di fondi e/o gestioni speciali ad una delle quali l'investitore può direttamente accedere (piani di investimento).

Nell'analisi che segue si è cercato comunque di scomporre i prodotti composti in prodotti elementari caratterizzati da una struttura dei costi analoga; i prodotti tradizionali sono stati considerati sempre in maniera distinta dalle *unit linked*; si è preferito peraltro considerare i piani di investimento come prodotti elementari piuttosto che separatamente i singoli elementi che li compongono³⁰.

Ai fini dell'analisi i costi sostenuti dall'iscritto sono stati suddivisi in costi ricorrenti, sostenuti ogni anno di permanenza nel contratto, e 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.

Fanno parte del primo tipo di costi 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. Le commissioni calcolate come percentuale dei rendimenti sono state considerate sulla base dell'ipotesi del rendimento medio annuo del 5 per cento; non sono invece state prese in considerazione eventuali commissioni di incentivo. Inoltre, qualora il fondo al quale è collegato il prodotto Pip abbia indicato l'intenzione di ricorrere all'investimento in parti di OICR, fornendone conseguentemente la misura delle commissioni, queste ultime sono state aggiunte alle commissioni specifiche del fondo per un ammontare posto pari, convenzionalmente, alla metà.

³⁰ Non è stato quindi 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 molto ampio di fondi nei quali scegliere di allocare i premi; considerarli tutti in maniera distinta avrebbe comportato oltretutto una distorsione dei valori medi verso i costi di tali prodotti.

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. Viceversa, per quanto riguarda i costi sostenuti al momento dell'uscita sono stati considerati unicamente i costi di trasferimento ad altro prodotto Pip o ad un fondo pensione aperto, mentre non si è tenuto conto dei costi di riscatto, dei costi di *switch* e dei *bonus* di fidelizzazione.

Sono state inoltre adottate una serie di ipotesi semplificatrici per scegliere quale misura di costo applicare qualora nella polizza fosse prevista una griglia di valori³¹; per ogni prodotto è stata quindi simulata l'intera vita dell'investimento³² individuando, per ogni anno, l'ammontare complessivo dei costi sostenuti dall'aderente. E' stata quindi stimata la commissione annua onnicomprensiva in percentuale sul patrimonio, tale, cioè, da prendere in considerazione tutti i costi individuati. Tale commissione rappresenta, per ogni anno esaminato, il costo medio annuo sostenuto dal contraente fino a quel momento nell'ipotesi che lo stesso decida di trasferirsi.

Dall'analisi si evidenzia che un aderente che decidesse di trasferirsi dopo tre anni avrebbe pagato, in media, una commissione onnicomprensiva annua del 7,2 per cento su Pip collegati a prodotti tradizionali e del 7,9 per cento su prodotti collegati a *unit linked*; se decidesse di trasferirsi dopo dieci anni avrebbe pagato una commissione annua del 2,4 per cento nel primo caso e del 3,2 per cento nel secondo. Si nota, tuttavia, che le differenze di costo vanno valutate tenendo in considerazione le differenti modalità di gestione ed i diversi profili di rischio che caratterizzano le due tipologie di prodotto. Si osserva inoltre una dispersione dei valori delle commissioni più elevata per i prodotti tradizionali per i primi anni, mentre già a partire dal sesto anno la dispersione dei Pip attuati tramite *unit linked* risulta maggiore (il campo di variazione tende, per i primi, ad attestarsi sui 2 punti percentuali rispetto ai 3 punti e mezzo dei secondi).

Dall'analisi emerge inoltre che 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 il 12 per cento sul patrimonio investito, rispetto al 5 per cento degli aderenti a polizze che non prevedono tale maggiorazione; le commissioni sostenute al momento dell'iscrizione spiegano, nei prodotti che prevedono il caricamento maggiorato, circa la metà del costo complessivo.

³¹ 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 1.500 euro, mentre nel caso in cui dipenda dal patrimonio accumulato si è fatto riferimento a valori coerenti con versamenti annuali di 1.500 euro. In tutti gli altri casi si è cercato di scegliere il valore che si è ritenuto più probabile, oppure il valore medio.

³² Per ogni prodotto è stata simulata l'intera vita dell'investimento, ipotizzando un versamento annuo pari a 1.500 euro, effettuato all'inizio del periodo, ed un tasso di rendimento del 5 per cento. Non sono state prese in considerazione le eventuali commissioni di incentivo, né gli altri oneri la cui incidenza viene determinata a consuntivo.

Tav. 3.26

Polizze individuali pensionistiche. Stima delle commissioni onnicomprensive per tipologia di prodotto.*(anno 2001; valori percentuali)*

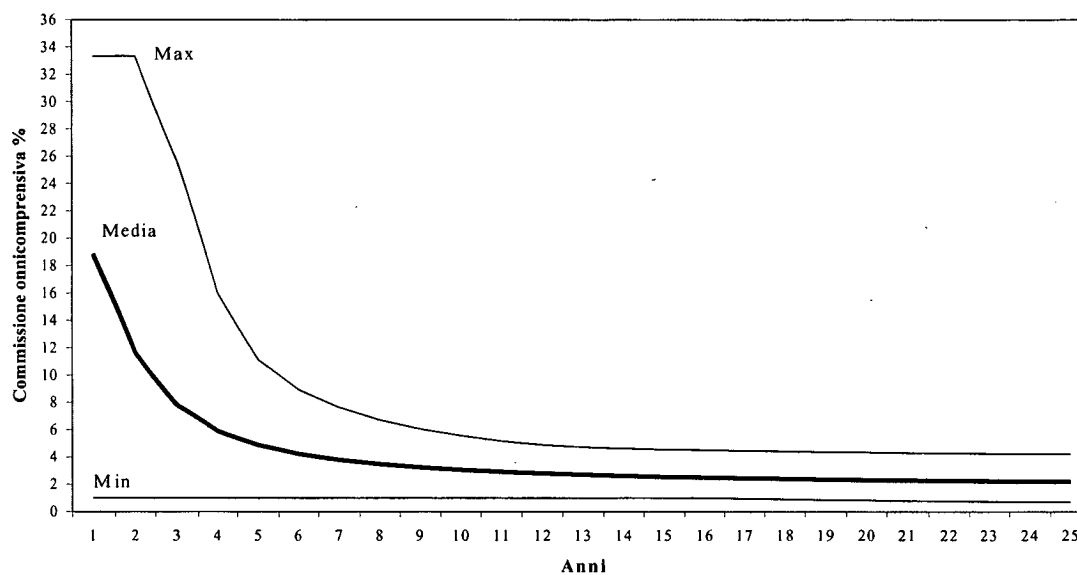
Tipologia	Caricamento sul I° premio	3 anni			10 anni		
		Media ⁽¹⁾	Min	Max	Media ⁽¹⁾	Min	Max
<i>Unit linked</i>	Previsto	11,9	5,0	22,7	3,8	1,8	5,6
	non previsto	5,2	1,5	8,6	2,9	1,1	5,0
	<i>Totale</i>	7,9	1,5	22,7	3,2	1,1	5,6
Tradizionale	Previsto	11,4	7,3	25,6	3,1	2,2	4,2
	non previsto	4,7	1,0	7,3	2,0	1,0	2,7
	<i>Totale</i>	7,2	1,0	25,6	2,4	1,0	4,2
Totale	Previsto	11,8	5,0	25,6	3,7	1,8	5,6
	non previsto	5,0	1,0	8,6	2,7	1,0	5,0
	<i>Totale</i>	7,8	1,0	25,6	3,1	1,0	5,6

⁽¹⁾ Medie semplici. Le medie ponderate con pesi rappresentativi della dimensione sul mercato dei prodotti si attestano ad un livello superiore rispetto ai valori presentati, a causa dei caricamenti iniziali delle compagnie che detengono, in questo primo anno di attività, le maggiori quote di mercato.

Tali differenze tendono a ridursi se si fa riferimento ad orizzonti temporali più ampi; dopo dieci anni di permanenza, infatti, il costo medio annuo dei prodotti con la maggiorazione sul caricamento iniziale è di un punto percentuale superiore rispetto ai prodotti che non la prevedono.

L'effetto sulla commissione onnicomprensiva che si ha all'aumentare degli anni può essere meglio colto dal grafico riportato in Tav. 3.27, dove si evidenzia come l'elevata dispersione dei valori nei primi anni di permanenza e gli elevati costi medi tendono entrambi a ridursi all'aumentare dell'orizzonte temporale di permanenza; i costi medi tendono ad attestarsi intorno al 2 per cento nel complesso, corrispondente all'1,3 per cento nel caso dei prodotti tradizionali ed al 2,2 per cento nei prodotti *unit linked*.

Tav. 3.27

Polizze individuali pensionistiche. Stima delle commissioni onnicomprensive e orizzonte temporale di riferimento.⁽¹⁾*(anno 2001; valori percentuali)*

⁽¹⁾ Le stime tengono conto degli interventi posti in essere dall'ISVAP per limitare l'effetto sul diritto al trasferimento dei costi che gravano sui primi anni di durata del contratto.

4. I fondi pensione preesistenti

4.1 L'evoluzione del settore

I fondi preesistenti, cosiddetti in quanto già operanti prima dell'avvento della nuova disciplina di settore, continuano a svolgere un ruolo di rilievo nell'ambito della previdenza complementare.

Anzitutto, essi costituiscono ancora, in termini numerici, più dell'80 per cento del totale dei fondi. Alla fine dell'anno trascorso i fondi della specie iscritti all'Albo sono 575: 399 sono provvisti di soggettività giuridica autonoma, i restanti sono fondi costituiti come poste contabili all'interno del bilancio dell'impresa in cui lavorano i destinatari dei fondi stessi. I fondi interni a banche sono 149 e quelli interni a compagnie di assicurazione sono 8; essi sono vigilati dalle Autorità rispettivamente competenti per il soggetto all'interno del quale sono costituiti. I fondi interni a imprese ed enti diversi sono 19 e, insieme ai fondi autonomi, sono soggetti alla vigilanza della COVIP.

In termini di iscritti, l'insieme dei fondi preesistenti continua ad attestarsi intorno alle 700.000 unità. E' invece cresciuta la dimensione del comparto in termini di risorse. La quota delle risorse facenti capo ai fondi preesistenti rispetto al totale del settore resta preponderante: essa è pari a circa il 90 per cento delle risorse complessive destinabili alle prestazioni da parte dell'insieme dei fondi pensione complementari.

La tendenza alla razionalizzazione del settore non accenna ad attenuarsi; tale dinamica aveva manifestato i suoi effetti in modo rilevante già nella fase di ricognizione operata dalla COVIP allo scopo di verificare la sussistenza dei presupposti per l'iscrizione all'Albo e aveva favorito la diminuzione del numero dei soggetti che originariamente avevano segnalato la propria esistenza. Alla fine del 2001, una trentina di fondi risultano avere avviato le operazioni di liquidazione, la maggior parte delle volte prevedendo il trasferimento delle posizioni previdenziali ad altro fondo pensione.

La razionalizzazione del sistema ha interessato in modo particolarmente rilevante i fondi interni bancari. In tale ambito, infatti, la disciplina fiscale definita con il Decreto lgs. 47/2000 ha reso meno conveniente che in passato questa tipologia di forma pensionistica, incentivando le banche a prevederne l'esternalizzazione ovvero la liquidazione, spesso con trasferimento delle posizioni a fondi aperti gestiti nell'ambito dello stesso gruppo bancario. Il numero delle forme pensionistiche interne alle banche

iscritte all'Albo è, pertanto, destinato a ridursi non appena saranno completate le verifiche avviate dalla COVIP in collaborazione con la Banca d'Italia circa l'effettivo esaurimento di ciascuna forma pensionistica. Le prime verifiche hanno, peraltro, evidenziato che in numerosi casi la forma pensionistica deve comunque rimanere iscritta all'Albo in quanto rimane vivo l'impegno della banca, da registrarsi puntualmente in bilancio, ad erogare la rendita pensionistica nei confronti dei pensionati in essere.

Concentrando l'attenzione sui 418 fondi pensione di competenza della COVIP, insieme per il quale sono disponibili dati aggiornati e più dettagliati, si rileva anzitutto che gli iscritti ai fondi sono 615.000, con un aumento, rispetto allo scorso anno, di 25.000 unità. Le risorse complessivamente destinate alle prestazioni hanno superato i 24,6 miliardi di euro, con un aumento nell'anno di 3,4 miliardi. Entrambi gli aumenti sono dovuti, in parte rilevante, a una operazione di esternalizzazione di un fondo interno bancario di grandi dimensioni (cfr. il paragrafo 4.3).

Tav. 4.1

Fondi pensione preesistenti. Dati di sintesi.⁽¹⁾*(dati di fine periodo, salvo flussi annui per contributi e prestazioni; importi in milioni di euro)*

	2000	2001
Numero di fondi	418	418
Iscritti ⁽²⁾	591.555	615.116
Pensionati diretti	80.220	88.660
Pensionati indiretti	27.988	31.391
Contributi	1.788	1.945
<i>a carico del datore di lavoro</i>	981	1.060
<i>a carico del lavoratore</i>	523	538
<i>TFR</i>	285	348
Prestazioni	1.568	2.106
<i>in rendita</i>	602	627
<i>in capitale</i>	966	1.479
Risorse complessivamente destinate alle prestazioni	21.269	24.626
<i>patrimonio destinato alle prestazioni</i>	15.477	18.219
<i>riserve matematiche presso compagnie di assicurazione</i>	5.792	6.407
<i>Per memoria (migliaia di euro):</i>		
Contributi per iscritto attivo	3,4	3,5
Prestazioni per pensionato	5,6	5,2
Risorse destinate alle prestazioni per iscritto / pensionato	30,4	33,5

⁽¹⁾ Fondi pensione preesistenti la cui vigilanza è affidata alla COVIP; dati parzialmente stimati.⁽²⁾ Attivi e iscritti che non versano e non ricevono prestazioni (indicati anche come differiti o sospesi).

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