Tav 4.21

Fondi pensione aperti. Comparti con rendimento positivo e con rendimento superiore al *benchmark* netto.[1]
(valori percentuali)

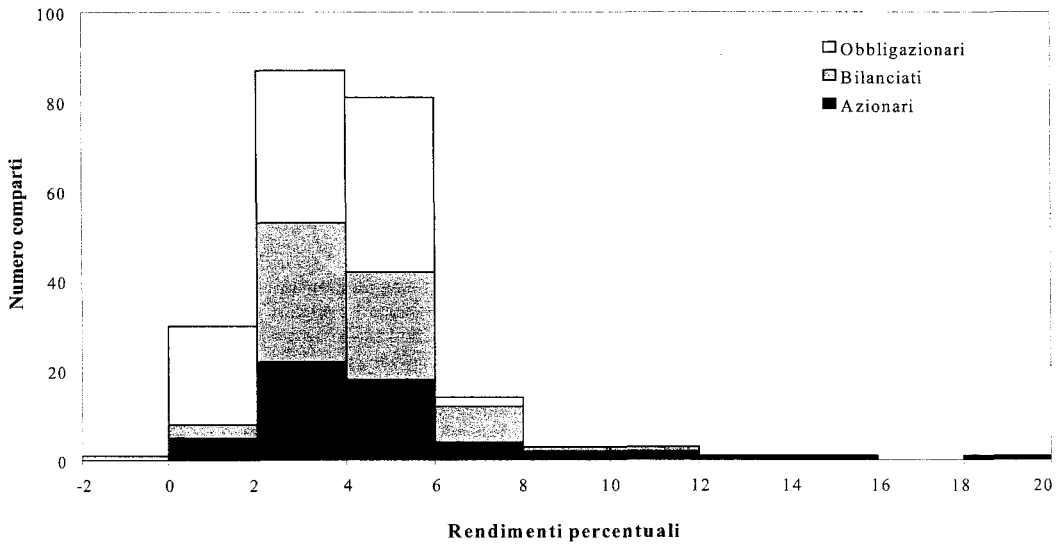
	Periodo: 3 anni (2002 - 2004)		**Periodo: 2 anni** (2003-2004)		**Periodo: 1 anno** (2004)	
	Rendimento positivo	Rendimento superiore al *benchmark*	Rendimento positivo	Rendimento superiore al *benchmark*	Rendimento positivo	Rendimento superiore al *benchmark*
Generale	48,4	29,0	99,5	20,9	99,5	18,3
Azionari	14,3	42,9	100,0	27,5	100,0	21,8
Bilanciati	29,6	27,8	100,0	21,3	100,0	16,2
Obbligazionari misti	100,0	31,0	100,0	29,4	100,0	28,6
Obbligazionari puri	100,0	0,0	97,8	6,7	98,4	11,5

(1) Si sono presi in considerazione i comparti che all'inizio di ogni periodo considerato avevano raggiunto un attivo netto destinato alle prestazioni almeno pari a 500 mila euro. I rendimenti dei comparti sono calcolati come variazione percentuale del valore della quota dei singoli comparti. I rendimenti dei portafogli *benchmark* sono al netto dell'imposta sostitutiva introdotta a partire dal 2001.

La distribuzione dei rendimenti, calcolati con riferimento ai comparti che all'inizio del 2004 avevano raggiunto un attivo netto destinato alle prestazioni almeno pari a 500 mila euro è compresa fra il -2 e il 20 per cento.

Tav 4.22

Fondi pensione aperti. Distribuzione dei rendimenti per tipologia di comparto.[1]
(anno 2004)



(1) Rendimenti calcolati come variazione percentuale del valore della quota dei singoli comparti. Si sono presi in considerazione i comparti che all'inizio del 2004 avevano raggiunto un attivo netto destinato alle prestazioni almeno pari a 500 mila euro.

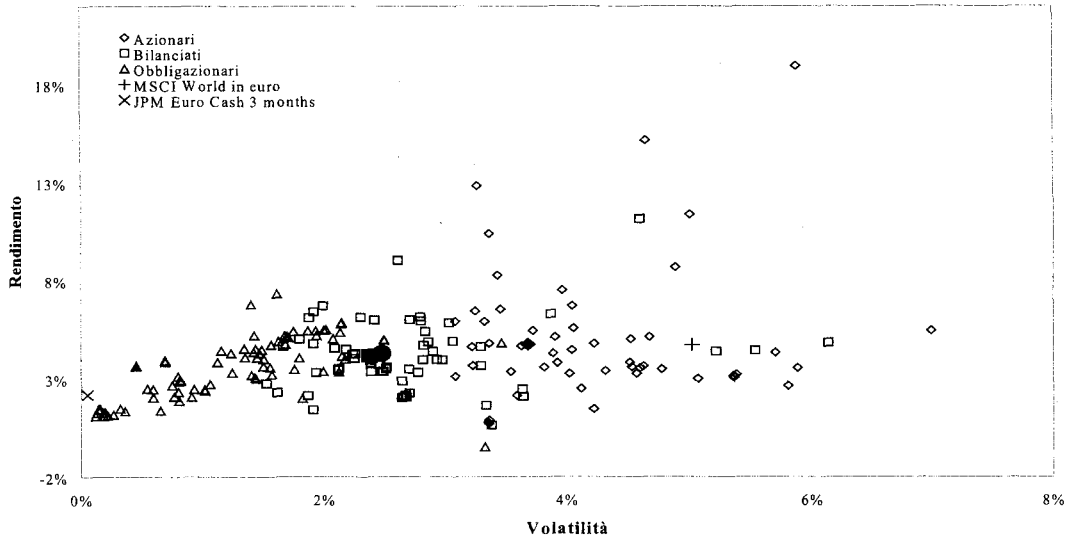
La dispersione dei rendimenti nelle diverse tipologie di comparto risulta più marcata negli azionari e, invece, più concentrata negli obbligazionari.

In particolare, il 90 per cento dei comparti azionari ha conseguito rendimenti compresi fra lo 0 e l'8 per cento, oltre il 90 per cento dei comparti bilanciati ha realizzato guadagni compresi fra il 2 e l'8 per cento, mentre quasi la totalità dei comparti obbligazionari ha ottenuto risultati compresi fra lo 0 e il 6 per cento.

L'analisi del profilo rischio-rendimento dei singoli comparti, considerando il rischio espresso dallo scarto quadratico medio annualizzato dei rendimenti mensili e il rendimento mediante la variazione annuale del valore della quota, evidenzia una netta riduzione della volatilità anche nell'ambito dei comparti appartenenti alla medesima tipologia, fenomeno già evidenziato anche con riferimento ai fondi pensione negoziali, e che riflette la diminuzione della volatilità dei corsi azionari e obbligazionari riscontrata su tutti i principali mercati finanziari.

Tav. 4.23

Fondi pensione aperti. Rendimenti e volatilità.(1)
(anno 2004)



(1) Rendimenti calcolati come variazione percentuale 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 2004 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. L'indice *MSCI World*, in dollari USA convertito in euro, è rappresentativo della *performance* dei mercati azionari mondiali, mentre l'indice *JPM Euro Cash 3 months* costituisce una *proxy* del rendimento *risk-free* nell'area dell'euro.

5. I piani individuali pensionistici basati su polizze di assicurazione

5.1 L'evoluzione del mercato

Nel 2004 il comparto dei piani individuali pensionistici attuati mediante polizze di assicurazione (di seguito PIP) è risultato ancora in rapida crescita, mostrando tuttavia qualche segnale di rallentamento.

Alla fine del 2004 le imprese di assicurazione che hanno commercializzato prodotti PIP sono 66; due nuove compagnie sono entrate sul mercato dei prodotti PIP nel corso del 2004, di cui una è la risultante della fusione di due imprese esistenti e che già commercializzavano tali prodotti alla fine del 2003; due compagnie si sono fuse con altre che già commercializzavano prodotti PIP alla fine del 2003.

Le polizze stipulate nel corso dell'anno sono state circa 130 mila, numero ragguardevole sebbene inferiore di circa il 20 per cento rispetto all'anno precedente; se si considerano anche le polizze emesse nel triennio 2001-2003 il numero totale di polizze emesse è pari a circa 685 mila. E' da rilevare che tale dato potrebbe rappresentare una sovrastima del numero di persone che hanno aderito a questi prodotti; infatti, alcune compagnie accendono più contratti in corrispondenza di ogni fondo o gestione speciale, anche a fronte del medesimo cliente, determinando quindi una duplicazione nel conteggio delle polizze; analogo fenomeno si verifica in caso di prodotti misti, che prevedono una componente tradizionale ed una componente di tipo *unit linked*. Un ulteriore motivo che porta a sovrastimare gli aderenti deriva dal fatto che il conteggio non tiene conto della chiusura dei contratti che può intervenire per varie cause (morte dell'iscritto, scadenza del contratto, etc.), anche se si tratta nella maggior parte di fattispecie che si verificano difficilmente in questi primi anni di vita dei prodotti.

La maggior parte delle polizze emesse nel corso dell'anno (quasi il 60 per cento) fa riferimento a prodotti tradizionali; a tale tipologia corrispondono 368 milioni di euro

di premi incassati. Con prodotti di tipo *unit linked* (per la quasi totalità connessi a fondi interni), rispetto ai quali sono stati stipulati nel corso dell'anno circa il 40 per cento dei nuovi contratti, sono stati raccolti premi per 467 milioni di euro. Il totale dei premi incassati nel corso del 2004 è stato quindi pari a 834 milioni di euro; aggiungendo i premi incassati nel corso del triennio precedente si arriva ad un ammontare complessivo di 2.529 milioni di euro.

Tav. 5.1

Polizze individuali pensionistiche. Evoluzione del mercato.
(flussi 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] fine 2004
	Triennio 2001-03		2004		Totale 2001-04		Triennio 2001-03		2004		Totale 2001-04		
		%		%		%		%		%		%	
Prodotti PIP													
prodotti tradizionali	225.752	41	75.994	58	301.746	44	621	37	368	44	989	39	793
prodotti *unit linked*	328.939	59	54.207	42	383.146	56	1.074	63	467	56	1.541	61	1.357
Totale	**554.691**	**100**	**130.201**	**100**	**684.892**	100	**1.695**	**100**	**834**	**100**	**2.529**	**100**	**2.150**
quote di mercato (%) delle prime 5 società [2]							*73,6*		*59,1*				
Canali distributivi													
Agenzie [3]	298.165	54	73.738	57	371.903	54	811	48	450	54	1.261	50	
Promotori finanziari	163.108	29	30.123	23	193.231	28	629	37	239	29	868	34	
Sportelli bancari	93.418	17	26.340	20	119.758	18	256	15	145	17	401	16	

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

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 2.150 milioni di euro; la ragione per la quale, nonostante i rendimenti accumulati, le riserve sono tuttora inferiori del 15 per cento rispetto alla raccolta premi è da ricondurre alle spese che vengono fatte gravare sul primo versamento effettuato nell'anno di accensione del contratto.

La concentrazione del settore si è attenuata: la quota delle prime cinque compagnie in termini di raccolta dei premi relativi ai PIP, che era pari a quasi l'80 per

cento nel 2001, al 67 per cento nel 2002 e al 62 per cento nel 2003, è diminuita a circa il 59 per cento nell'anno appena trascorso.

Con riferimento ai canali di vendita, nel 2004 il 57 per cento delle polizze sottoscritte sono state collocate da agenti, il 23 per cento da promotori finanziari ed il 20 per cento tramite sportelli bancari; il numero di polizze stipulate tramite agenzie e sportelli bancari è rimasto all'incirca invariato rispetto al 2003, mentre emerge un ridimensionamento del numero di polizze collocate tramite promotori finanziari, che risulta diminuito di circa il 50 per cento, passando dalle 60.500 polizze nel 2003 alle 30.000 polizze nel 2004.

5.2 Le caratteristiche dei prodotti

I PIP sono stati introdotti dal Decreto lgs. 47/2000, che ne rese possibile il collocamento da parte delle imprese di assicurazione a partire dal 1° gennaio 2001. 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, del tutto analoghe a quelle previste per i fondi pensione. Si consente pertanto ai prodotti PIP di usufruire del medesimo regime fiscale agevolato riconosciuto ai fondi pensione.

Come noto, 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 PIP si configurano come contratti di assicurazione a fini previdenziali, prevedendo il pagamento di una rendita, in caso di sopravvivenza dell'assicurato, al termine del periodo di differimento; la previsione dell'erogazione della prestazione in forma di rendita costituisce elemento essenziale di tutte le forme di previdenza complementare, come previsto dal Decreto lgs. 124/1993. Per quanto riguarda le polizze PIP, la Circolare ISVAP 434/D del 12 febbraio 2001 stabilisce che tali prodotti devono prevedere l'assunzione di un impegno di natura demografica fin dall'origine. Tuttavia, poiché tali prodotti insistono su un orizzonte temporale di lungo periodo, e considerando i rischi derivanti dalle difficoltà di effettuare stime circa i futuri miglioramenti della mortalità per la valutazione del rischio demografico su un orizzonte di lungo periodo, la stessa Circolare ha previsto la possibilità per le imprese di

rideterminare le basi demografiche individuate al momento della stipulazione del contratto, analogamente a quanto può avvenire nei fondi pensione aperti.

In aggiunta la Circolare dell'ISVAP ha previsto che tale modifica sia subordinata al rispetto di alcune condizioni – tra cui la necessità che la revisione sia giustificata dai dati ISTAT, o di altro qualificato organismo pubblico, e dalla effettiva mortalità della popolazione degli assicurati. E' inoltre stabilito che l'ultima variazione deve precedere di almeno tre anni l'erogazione della rendita, salvo che il contratto preveda la modificabilità dei coefficienti solo con riguardo ai versamenti di premio successivi alla data della variazione stessa.

Con riferimento alle garanzie di mantenimento della base demografica, i prodotti PIP possono essere quindi distinti in:

- prodotti che prevedono il mantenimento della base demografica con riferimento ai premi già versati alla data di variazione della stessa;
- prodotti che prevedono la modificabilità dei coefficienti sia con riferimento ai premi già versati sia ai versamenti successivi. In questo caso l'ultima variazione deve precedere di almeno tre anni l'erogazione della rendita.

Nel primo caso, la protezione prestata dalle compagnie è sicuramente maggiore, soprattutto con riferimento ai versamenti iniziali, rispetto ai quali l'impegno a mantenere il coefficiente di conversione ha effetto per un periodo di tempo che può essere molto lungo. Possono essere ricondotti a questa fattispecie i prodotti di rendita differita, per i quali non vi è una netta separazione tra la fase di accumulo e quella di erogazione: la conversione in rendita avviene all'atto del pagamento del premio e le singole parti di rendita si consolidano anno per anno.

Nel secondo caso, invece, gli obblighi di mantenimento dei coefficienti di conversione in rendita sono circoscritti ai tre anni precedenti la conversione in rendita.

Le polizze PIP effettivamente commercializzate sul mercato si sono sostanzialmente indirizzate verso queste due fattispecie, anche se in alcuni casi le compagnie hanno ritenuto opportuno estenderne in parte la portata, ad esempio, prevedendo anche nel primo caso il mantenimento dei coefficienti negli ultimi tre anni precedenti l'erogazione della rendita. Viceversa, non sono stati istituiti prodotti in grado di garantire che i coefficienti di conversione applicati saranno quelli individuati nel contratto fin dall'origine.

Sotto il profilo delle garanzie finanziarie va rilevato che generalmente, per i prodotti collegati a contratti 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, il rischio di natura finanziaria resta interamente a carico dell'aderente. Sono, infatti, molto rari i casi in cui è stata prevista una garanzia di restituzione dei premi versati e di rendimento minimo. In questi casi la garanzia non viene riconosciuta alla fine di ogni anno, ma soltanto al verificarsi di determinati eventi

individuati nelle condizioni (e comunque sempre nel caso di erogazione della prestazione pensionistica).

Nei prodotti tradizionali invece viene generalmente garantito il consolidamento, anno per anno, della posizione maturata, rivalutata in base alla retrocessione di una parte del rendimento prodotto dalla gestione speciale alla quale è collegata, ovvero, se previsto, e qualora superiore, del rendimento minimo. Questa garanzia finanziaria è più ampia rispetto a quella descritta con riferimento ai prodotti *unit linked*, e quindi comporta, a parità di condizioni, l'assunzione di rischi maggiori per la compagnia di assicurazione; va, tuttavia, considerato che la composizione tipicamente prudenziale delle gestioni separate è tale da minimizzare la probabilità di non conseguire quantomeno il rendimento minimo promesso. Si rileva infine che, sebbene sia una modalità tipicamente utilizzata nei prodotti di ramo I, non è stata adottata per tutti i prodotti istituiti nell'ambito di tale ramo; in alcuni casi è stata infatti preferita una garanzia finanziaria di tipo analogo a quella offerta per i prodotti *unit linked.*

I contratti possono inoltre prevedere delle garanzie in caso di morte dell'assicurato: quelle adottate più frequentemente sono la restituzione, oltre che dell'intera posizione individuale, di una maggiorazione percentuale della stessa (comunque contenuta e generalmente dell'ordine dell'1 per cento) oppure la restituzione del maggior valore tra il cumulo dei premi versati e la posizione individuale maturata, maggiorato di una percentuale (in questo caso la situazione può essere assimilata ad una garanzia di rendimento, dove l'evento che dà diritto alla garanzia è, appunto, il caso morte).

Infine, alle polizze PIP sono spesso collegate garanzie accessorie quali le *long term care.*

Recentemente l'ISVAP, con la Circolare 551/D del 1° marzo 2005, ha fornito un testo unitario di regole di riferimento in materia di informativa e trasparenza dei prodotti di assicurazione sulla vita. Le nuove disposizioni in esso contenute entreranno in vigore progressivamente tra il 1° aprile e la fine di dicembre 2005.

Diversamente da quanto in un primo tempo annunciato, nella Circolare è previsto che le nuove disposizioni si applicheranno anche ai prodotti PIP.

Con riferimento alle disposizioni di interesse riguardo a tali prodotti, una delle novità di rilievo riguarda l'obbligo di predisporre una scheda sintetica che consenta l'immediata visione delle caratteristiche principali del prodotto.

La scheda di sintesi contiene anche un indicatore di costo denominato "costo percentuale medio annuo", riferito a tutti i costi gravanti sul contratto. L'obiettivo è quello di fornire un'indicazione complessiva dei costi che gravano a vario titolo nella fase di accumulo della prestazione previdenziale. Tale misura indica di quanto si riduce ogni anno, per effetto dei costi, il potenziale tasso di rendimento del contratto rispetto a quello di una analoga operazione che ipoteticamente non fosse gravata da costi (nella

letteratura internazionale tale misura viene generalmente denominata *reduction in yield*).

Il calcolo dell'indicatore è condizionato alle ipotesi sul premio, sulla durata, sull'età e sul sesso dell'assicurato, e per tale motivo l'ISVAP riconosce a tale indicatore unicamente una valenza orientativa.

L'indicatore proposto dall'ISVAP, sebbene basato su una metodologia in parte differente, può essere considerato sostanzialmente analogo alla commissione onnicomprensiva calcolata dalla COVIP e utilizzata già da diversi anni nella Relazione annuale con riferimento all'analisi dei costi condotta sia sui prodotti PIP che sui fondi pensione aperti (*cfr. supra paragrafo 4.4* e *infra paragrafo 5.3*).

La Circolare in esame ha apportato alcune novità che ci si attende producano effetti anche sul livello dei costi del settore dei PIP.

In particolare, uno degli elementi oggetto di attenzione è stato il cosiddetto "preconto", ovvero il recupero dei costi sostenuti per finanziare la rete distributiva effettuato in un'unica soluzione sul primo o sui primi premi versati.

Negli anni passati, la COVIP aveva in più occasioni posto l'attenzione sugli effetti distorsivi che gli elevati caricamenti iniziali possono avere sull'effettività del diritto alla portabilità della posizione previdenziale e quindi sul corretto funzionamento del mercato.

Nella Circolare dell'ISVAP è stato previsto che, in caso di trasferimento e/o di riscatto della posizione previdenziale, i costi di acquisizione gravanti sulla prima annualità del premio, oppure mediante l'imputazione sulle prime annualità di costi di ammontare superiore al prelievo effettuato in misura costante sui premi successivi, vengano restituiti per la quota parte che fa riferimento agli anni o frazioni di anno della fase di accumulo mancanti rispetto a quelli complessivamente previsti.

Parimenti è previsto che gli oneri amministrativi connessi al riscatto e al trasferimento della posizione previdenziale individuale siano indicati esclusivamente in cifra fissa e in misura tale da non ledere l'esercizio di tali diritti.

Inoltre, con riferimento alla duplicazione delle commissioni determinata dall'investimento in OICR, è stato previsto che, nel caso in cui il patrimonio del fondo interno venga investito in parti di OICR "collegati" (ovvero promossi, istituiti o gestiti da società dello stesso gruppo al quale appartiene l'impresa di assicurazione), non siano fatti gravare sul fondo oneri di sottoscrizione e/o di rimborso delle parti di OICR e che le commissioni di gestione del fondo non siano addebitate sulla parte di patrimonio rappresentata da OICR "collegati", ad eccezione della parte delle commissioni individuata dall'impresa per il servizio prestato per l'*asset allocation* degli OICR e per l'amministrazione dei contratti.

E' da rilevare che entrambe le disposizioni riguardano unicamente i nuovi contratti: quella relativa al trasferimento della posizione si applicherà ai contratti stipulati a partire dal 1° settembre 2005 e quella relativa alle commissioni sugli OICR a quelli sottoscritti a partire dal 1° dicembre 2005.

La stessa Circolare è intervenuta anche sulla questione della revisione delle basi demografiche, modificando la Circolare 434/2001 e stabilendo che il preavviso della revisione delle basi venga fornito al contraente almeno sessanta giorni prima della data di decorrenza delle variazioni (la Circolare precedentemente prevedeva un "congruo preavviso"), che vi siano allegati i nuovi coefficienti di conversione del capitale maturato e che siano precisate le conseguenze economiche sulla prestazione di rendita. Al contraente viene inoltre riconosciuto un termine non inferiore a sessanta giorni per chiedere l'eventuale trasferimento della propria posizione previdenziale individuale ad altra forma di previdenza complementare, senza che siano fatti gravare gli oneri amministrativi eventualmente previsti in caso di trasferimento.

Le nuove disposizioni introdotte dall'ISVAP con riferimento ai prodotti PIP costituiscono un'utile base sulla quale, una volta che sia data attuazione alla Legge delega in materia previdenziale, la COVIP potrà esercitare i nuovi compiti a essa attribuiti in materia regolamentare e di vigilanza.

5.3 L'analisi dei costi

In questo paragrafo viene fornita un'illustrazione delle principali voci di costo generalmente previste nei contratti PIP, e viene quindi presentata un'analisi dei costi basata su una metodologia analoga a quella adottata per i fondi pensione aperti.

Occorre tuttavia preliminarmente evidenziare che la struttura dei costi dei prodotti PIP presenta notevoli differenze rispetto ai fondi pensione aperti, risultando più articolata e, spesso, meno facilmente apprezzabile da parte dei potenziali sottoscrittori: tale circostanza può sollevare problemi in merito alla confrontabilità dei menzionati prodotti. Una rappresentazione esaustiva delle principali voci di costo non risulta affatto agevole; difatti, in assenza di uno schema di riferimento che prevedesse l'applicazione di commissioni onnicomprensive, le compagnie si sono orientate verso l'utilizzazione di schemi contrattuali caratterizzati da una elevata eterogeneità.

I costi applicati nella gran parte dei prodotti possono essere suddivisi in due principali categorie:

- costi gravanti direttamente sul contraente (costi gravanti sul premio e costi per riscatto e *switch*);

– costi gravanti sul patrimonio.

Rientrano nella prima categoria sia 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), sia le spese di trasferimento e di *switch*[17]; possono essere inoltre previsti 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 collocamento ("preconto");
– il costo fisso di ingresso, applicato *una tantum* al momento dell'iscrizione;
– i diritti generici (in cifra fissa, prelevati su ogni versamento o una sola volta nell'anno);
– i costi di riscatto[18].

Fanno parte della seconda categoria 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 posizione per l'intero rendimento realizzato, ma ne trattiene una parte, in genere non inferiore ad un minimo prestabilito), le quali possono essere aumentate dalle commissioni per la garanzia di restituzione del capitale o di rendimento minimo, se prevista, e dalla eventuale commissione di *performance*.

Oltre a questi costi, sul patrimonio dei fondi e/o delle gestioni speciali nei quali sono investiti i premi destinati ai PIP gravano una serie di altri costi la cui incidenza effettiva viene determinata a consuntivo quali, ad esempio, gli oneri di negoziazione, le spese di amministrazione e di custodia, le spese di revisione e di certificazione del fondo e le spese di pubblicazione del valore della quota.

Sul patrimonio gravano inoltre i costi di sottoscrizione e di rimborso delle quote di OICR in cui il prodotto PIP investe, nonché le relative commissioni di gestione.

In alcuni casi sono previsti degli incentivi alla fidelizzazione sotto forma di *bonus* da riconoscere durante il periodo di permanenza (ad esempio ogni 5 anni) ovvero alla scadenza del contratto (prima della trasformazione in rendita) e che, il più delle volte, consistono in una restituzione, parziale o totale, delle spese di caricamento iniziali.

Le analisi sui costi di seguito presentate sono riferite ad un ampio campione di prodotti PIP, rappresentativo del mercato: in particolare si è fatto riferimento all'insieme dei PIP commercializzati dalle compagnie che nel corso del 2004 hanno raccolto circa il

[17] 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).

[18] 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.

98 per cento dei premi incassati sia con polizze PIP relative al ramo I, sia al ramo III. Nel complesso sono stati valutati i prodotti di 39 compagnie di assicurazione.

La metodologia di valutazione dei costi dei prodotti PIP utilizzata è analoga a quella già adoperata nelle Relazioni precedenti; la stessa ha l'obiettivo 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) e dall'altro di fornire uno strumento di immediata comprensione e di facile lettura.

La misura di sintesi individuata a tale scopo è la stessa di quella adoperata per le analisi riferite ai fondi pensione aperti (*cfr. supra paragrafo 4.4*) ed è data dal rapporto tra i costi mediamente sostenuti ogni anno da un sottoscrittore ipotetico ed il patrimonio mediamente investito ogni anno (commissione onnicomprensiva).

E' da rilevare che, come già evidenziato nel paragrafo precedente, la misura ha un'interpretazione sostanzialmente analoga all'indicatore di costo di sintesi di recente previsto dall'ISVAP con la Circolare 551/2005, definito "costo percentuale medio annuo".

La misura si basa su alcune ipotesi necessarie a rendere omogenee le differenti strutture di costo (ovviamente anche le ipotesi adottate sono coerenti con quelle contenute nelle analisi riferite ai fondi pensione aperti); i prodotti PIP difatti sono caratterizzati da strutture di costo differenti, e talvolta complesse. Ad esempio, in molti casi i costi, espressi sia in cifra fissa, sia in misura percentuale, non sono uguali per ogni sottoscrittore, ma possono variare in funzione della durata della polizza sottoscritta, dell'importo del premio versato o del cumulo dei premi stessi.

In particolare, nei calcoli viene fatto riferimento ad un aderente con un versamento contributivo annuo di 2.500 euro e ad un tasso di rendimento reale pari, al netto di tutti gli oneri di gestione finanziaria e amministrativa e delle imposte, al 2,5 per cento.

Coerentemente con tali ipotesi, nel caso in cui il costo (in cifra fissa o in percentuale) 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; nel caso in cui viene determinato in funzione della durata del contratto, la stessa è stata posta pari a 25 anni. In tutti gli altri casi si è cercato di scegliere il valore che si è ritenuto più probabile oppure il valore medio.

Va inoltre evidenziato che non è sempre agevole potersi riferire ad un concetto univoco di prodotto. Questo accade perché le compagnie, nel consentire al sottoscrittore di personalizzare il più possibile la struttura degli investimenti, 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. Alcuni

prodotti prevedono inoltre delle combinazioni già predeterminate di fondi e/o gestioni speciali ad una delle quali l'investitore può direttamente accedere (piani di investimento).

Nelle analisi si è ritenuto di prendere come unità di riferimento direttamente i singoli elementi che compongono il prodotto, ovvero i fondi interni e le gestioni tradizionali. Tuttavia, laddove la medesima compagnia propone prodotti formalmente diversi, ma che prevedono un'articolazione in fondi sostanzialmente analoghi per strategie di gestione perseguite e per struttura di costi (e per i quali l'unico elemento di differenziazione deriva, ad esempio, dal canale distributivo), si è preferito includere nel campione tali prodotti soltanto una volta, in modo da evitare possibili effetti distorsivi nei valori medi. I prodotti tradizionali sono stati considerati sempre in maniera distinta dalle *unit linked.*

Le analisi presentate fanno riferimento, nel complesso, a 282 linee (fondi o gestioni tradizionali) individuate secondo il criterio descritto, che corrispondono a 89 prodotti PIP commercializzati da 39 compagnie.

Concettualmente i costi gravanti sull'iscritto sono stati suddivisi in costi ricorrenti, sostenuti ogni anno di permanenza nel contratto, e in costi *una tantum*, applicati solo una volta, all'atto dell'adesione o 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, le altre spese previste con cadenza di pagamento annuale e le commissioni calcolate come percentuale del rendimento.

Inoltre, sono state prese in considerazione le commissioni sugli OICR nei quali il prodotto PIP investe; difatti, a differenza dei fondi aperti, dove 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, nei prodotti PIP l'investimento in OICR determina delle duplicazioni delle commissioni.

Per consentire una valutazione di tali costi ad ogni prodotto è stata attribuita una percentuale presunta di investimento in OICR, in base a quanto rilevabile dalla lettura delle condizioni contrattuali: la percentuale di investimento è stata posta pari al 100 per cento laddove il contratto 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.

Viceversa, l'aliquota della commissione di OICR applicata è stata scelta in funzione del grado di rischiosità dichiarato del fondo, in un intervallo che va 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; sono stati inoltre tenuti in considerazione i limiti massimi applicabili alle commissioni quando previsti espressamente.

Si è ritenuto invece di poter trascurare le commissioni di OICR con riferimento ai prodotti tradizionali, tenuto conto che generalmente nelle gestioni separate l'investimento in OICR è contenuto.

Viceversa, ed analogamente alle analisi effettuate con riferimento ai fondi pensione aperti, non sono stati presi in considerazione gli effetti che possono derivare dagli altri oneri il cui peso viene determinato a consuntivo; tuttavia, in questo caso, una valutazione dell'incidenza di tali effetti sul costo totale è resa ancora più complicata dalle difficoltà di individuare le categorie da considerare, le quali possono essere di vario genere (come, ad esempio, le spese di pubblicazione del valore della quota o quelle sostenute per la società di revisione).

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 rispetto ai versamenti successivi.

L'ISVAP, che, come ricordato nel paragrafo precedente, nella Circolare 551/2005 ha previsto una particolare disciplina dei costi di caricamento sulla prima annualità, aveva già in precedenza effettuato un intervento volto a limitare gli effetti di tali caricamenti iniziali sulla portabilità della posizione, spingendo alcune compagnie a prevedere esplicitamente, nelle condizioni contrattuali, la restituzione di parte dei caricamenti iniziali, in caso di trasferimento o di riscatto; tuttavia le formule concretamente implementate dalle compagnie nella maggior parte dei casi producono effetti unicamente se il trasferimento avviene nei primissimi anni successivi alla sottoscrizione.

Nelle simulazioni effettuate si è tenuto conto di questo intervento iniziale sia considerando le formule di retrocessione esplicitate in alcune condizioni di polizza, sia ipotizzando, in ogni caso, la restituzione di almeno i due terzi dei premi versati.

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, tranne che nelle statistiche relative ai trentacinque anni di età, dove si è ipotizzato che l'aderente fosse giunto alla fase di trasformazione in rendita; in questo caso, se previsti, sono stati inclusi nel calcolo i *bonus* alla scadenza, portandoli in diminuzione dei costi sostenuti fino a quel momento e considerandoli quindi come "costi negativi".

Con lo stesso criterio del costo negativo sono stati presi in considerazione i *bonus* riconosciuti durante il periodo di permanenza.

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

La misura sintetica di costo è stata calcolata simulando, sulla base delle ipotesi adottate, e per ogni prodotto incluso nel campione, l'intera vita dell'investimento. Per ogni anno è stato individuato 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.

Analogamente a quanto previsto nelle analisi relative ai fondi pensione aperti è stata esplicitata la dipendenza al tasso di inflazione ed al tasso di crescita salariale di alcune variabili. In particolare, il contributo versato è stato rivalutato annualmente sulla base del tasso di crescita salariale reale (posto pari all'1,8 per cento) e del tasso di inflazione (pari al 2 per cento); anche i costi fissi sono stati rivalutati in base al tasso di inflazione, ipotizzando che la rivalutazione avvenga ogni 5 anni. Infine, nel calcolare la commissione, gli importi sono stati riportati finanziariamente ad una stessa data sulla base di un tasso di "equivalenza finanziaria" posto, per convenzione, pari al tasso di rendimento nominale netto.

Tav. 5.2

Polizze individuali pensionistiche. Stima delle commissioni onnicomprensive per tipologia di prodotto e caricamento sul primo premio.
(anno 2004; valori percentuali)

Tipo	Caricamento sul I Premio	Num. Linee	3 anni	10 anni	35 anni
	Previsto	179	9,6	3,5	2,4
Unit linked	Non previsto	57	4,5	2,9	2,4
	Totale	***236***	***8,4***	***3,3***	***2,4***
	Previsto	28	8,2	2,7	1,6
Tradizionale	Non previsto	18	4,7	2,3	1,6
	Totale	***46***	***6,8***	***2,6***	***1,6***
	Previsto	207	9,4	3,4	2,3
Totale	Non previsto	75	4,6	2,8	2,2
	Totale	***282***	***8,1***	***3,2***	***2,3***

I risultati che si ottengono sono sostanzialmente analoghi a quelli presentati nella Relazione dello scorso anno: dall'analisi emerge che un aderente che decide di trasferirsi dopo tre anni pagherebbe, in media, una commissione onnicomprensiva annua di quasi il 7 per cento su PIP collegati a prodotti tradizionali e dell'8,4 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 del 9,4 per cento sul patrimonio investito rispetto al 4,6 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 14 punti percentuali per i prodotti che prevedono un caricamento iniziale, rispetto al 6 per cento degli altri.

Al crescere del periodo di riferimento la commissione onnicomprensiva tende a diminuire, un aderente che decidesse di trasferirsi dopo dieci anni pagherebbe una commissione annua del 2,6 per cento per i prodotti di tipo tradizionale e del 3,3 per cento per i prodotti collegati alle *unit linked*; dopo trentacinque anni pagherebbe, per ogni anno di permanenza, una commissione sul patrimonio dell' 1,6 per cento nel primo caso e del 2,4 per cento nel secondo (*cfr.* Tav. 5.2).

Ovviamente, all'aumentare degli anni di permanenza si riducono anche le differenze di costo tra i prodotti dovute ai caricamenti iniziali.

Soltanto nel lungo periodo i costi dei prodotti che prevedono un caricamento iniziale maggiorato tendono ad allinearsi a quelli dei prodotti che non li prevedono, e tale situazione evidenzia il problema dell'effettività delle previsioni relative alla libertà di trasferimento trattato nel precedente paragrafo.

All'allungarsi del periodo di permanenza tende anche a ridursi la dispersione delle commissioni medie tra i prodotti; nelle valutazioni va tuttavia considerato che, per lunghi periodi di permanenza, differenze su commissioni espresse in percentuale del patrimonio, anche se contenute, possono determinare effetti rilevanti sugli importi monetari.

Nell'interpretazione dei risultati e nei confronti andrebbero inoltre tenute in considerazione le diverse caratteristiche dei prodotti.

Considerando i principali elementi di garanzie demografiche e finanziarie individuati nel paragrafo precedente è possibile proporre una classificazione dei prodotti che individua:

- i prodotti che non prevedono garanzie finanziarie e per i quali le modifiche delle basi demografiche sono riferite a tutti i premi versati;
- i prodotti che non prevedono garanzie finanziarie e per i quali le modifiche delle basi demografiche non interessano la conversione dei premi già versati;
- i prodotti che prevedono garanzie finanziarie e per i quali le modifiche delle basi demografiche sono riferite a tutti i premi versati;
- i prodotti che prevedono garanzie finanziarie e per i quali le modifiche delle basi demografiche non interessano la conversione dei premi già versati.

Le prime due tipologie possono essere sostanzialmente viste come una ripartizione dei prodotti di tipo *unit linked*, essendo molto rari i casi in cui è prevista una garanzia finanziaria su questi prodotti; per gli stessi motivi le ultime due si riferiscono quasi esclusivamente a prodotti tradizionali.

Implementando l'analisi precedente per tener conto di tale classificazione (*cfr.* Tav. 5.3) si può notare come le differenze di costo siano ancora principalmente ascrivibili al caricamento sul primo premio, mentre l'effetto delle garanzie appare estremamente contenuto (tanto che bastano pochi prodotti con costi più alti presenti solo in alcuni sottogruppi a modificare, in alcuni casi, il segno delle differenze che sarebbe ragionevole attendersi a priori, ovvero che a prodotti che offrono maggiori garanzie corrispondano, in media, livelli di costo più elevati).

Tav. 5.3

Polizze individuali pensionistiche. Stima delle commissioni onnicomprensive per tipologia di prodotto, garanzie demografiche[1] e caricamento sul primo premio.
(anno 2004; valori percentuali)

Tipo	Caricamento sul I Premio	Garanzie demografiche [1]	Num. Linee	3 anni	10 anni	35 anni
Unit linked	Sì	Previste	55	10,1	3,5	2,4
		Non previste	124	9,3	3,5	2,4
	No	Previste	20	4,5	2,6	2,1
		Non previste	37	4,6	3,1	2,6
Tradizionale	Sì	Previste	15	8,4	2,8	1,6
		Non previste	13	8,0	2,6	1,5
	No	Previste	9	4,4	2,2	1,4
		Non previste	9	5,0	2,5	1,7
Totale			***282***	***8,1***	***3,2***	***2,3***

(1) Per garanzia demografica si fa riferimento alla previsione di mantenimento delle basi demografiche per i versamenti già versati al momento della modifica.

Le analisi precedenti fanno riferimento ai contratti attualmente commercializzati, e quindi non tengono conto delle novità previste dalla Circolare 551/2005, che è stabilito si applichino, per quanto riguarda le disposizioni relative alla trasferibilità della posizione individuale, sui contratti stipulati a partire dal 1° settembre del 2005, e per quanto riguarda le disposizioni relative alla duplicazione delle commissioni sugli OICR, sui contratti stipulati a partire dal 1° dicembre del 2005.

Tuttavia, al fine di valutarne il presumibile impatto sui costi, viene presentato un esercizio di simulazione nel quale si ipotizza di applicare le modifiche citate ai contratti individuati nel campione utilizzato per le analisi precedenti.