



Argomenti di discussione 6/03

**Analisi comparativa dell'onerosità dei prodotti
previdenziali individuali**

di

Elsa Fornero[♦], Carolina Fugazza^Φ e Giacomo Ponzetto^Φ

con un commento di Gian Maria Gros-Pietro

Torino, ottobre 2003

[♦] Università di Torino e CeRP (Center for Research on Pensions and Welfare Policies, <http://cerp.unito.it>)

^Φ CeRP

ABSTRACT*

Questo lavoro analizza i costi gravanti nella fase di accumulazione sulle forme previdenziali di terzo pilastro offerte in Italia - polizze assicurative aventi finalità previdenziale e fondi pensione aperti - a due anni dalla sistemazione normativa degli schemi pensionistici individuali, e pertanto in una fase che può ritenersi ancora di avvio di tale pilastro. A tal fine si considerano diversi scenari di simulazione, distinti in base alla durata del periodo contributivo e al rendimento lordo conseguibile sui mercati finanziari; si studiano inoltre le vicende di partecipanti di diversa situazione reddituale, e pertanto contributiva. Sulla scorta della letteratura internazionale, si presentano indicatori di costo commisurati da un lato alla riduzione del montante finale, dall'altro a quella del tasso annuo di rendimento.

Il risultato centrale dell'analisi è l'esistenza di una rilevante dicotomia all'interno del mercato: i fondi pensione aperti hanno costi contenuti, in linea con quelli riscontrati all'estero per gli schemi previdenziali volontari, e paragonabili anche con quelli del secondo pilastro; al contrario, le polizze previdenziali individuali risultano gravate da oneri alquanto più elevati. Si sono considerati diversi possibili fattori esplicativi di tale onerosità, senza addivenire a una giustificazione pienamente soddisfacente.

Si prendono inoltre in considerazione l'eventuale regressività delle struttura commissionale, nonché la penalizzazione per il riscatto anticipato della posizione previdenziale, concludendo che l'una e l'altra sono effettivamente presenti nella maggioranza dei prodotti, ma hanno una portata alquanto contenuta.

* Ringraziamo Andrea Nobili e Ines Scacchi dell'ABI e Giacomo Strinati (all'ABI durante la stesura iniziale del presente lavoro; attualmente presso SOGEI) per la preziosa collaborazione nel reperimento dei dati. La responsabilità del lavoro rimane ovviamente degli autori.

Executive Summary

Obiettivi

Gli anni 2001 e 2002 hanno rappresentato la fase di avvio della previdenza complementare individuale, disegnata dal legislatore con successivi interventi culminati nel D. Lgs.18 febbraio 2000, n. 47, e possono dunque essere intesi come un significativo banco di prova dei prodotti attualmente offerti sul nascente mercato previdenziale italiano. A fronte di un decollo lento e faticoso delle pensioni integrative private, giudicato dai più insoddisfacenti, e nell'ambito dell'attuale dibattito sull'opportunità di ulteriori innovazioni normative, volte in particolare a equiparare le diverse forme, appare utile valutare la convenienza intrinseca della previdenza individuale, a prescindere dai vincoli esogeni imposti alla loro struttura e alle loro modalità di funzionamento e fruizione.

Il presente lavoro contiene un'analisi degli oneri gravanti, nella fase di accumulazione, sui diversi prodotti pensionistici ad adesione individuale, ovvero fondi pensione aperti e polizze assicurative aventi finalità previdenziale (più spesso indicate come PIP); in altri termini, si considera la riduzione del montante disponibile al momento del pensionamento, o analogamente del tasso di rendimento fino ad allora conseguito, per effetto della struttura commissionale, tenendo debitamente conto della tassazione annuale dei risultati finanziari. La conversione in rendita e la fruizione della pensione privata non sono invece oggetto dello studio, in quanto, pur essendo interpretate come caratteristica distintiva del risparmio previdenziale e fulcro della struttura di incentivi fiscali, non appaiono a tutt'oggi oggetto di una rilevante differenziazione competitiva da parte degli operatori del mercato.

Impostazione metodologica

Il *campione di prodotti* analizzati comprende i maggiori fondi pensione aperti esistenti in Italia e 25 contratti assicurativi, con una copertura in ambo i casi di oltre i due terzi del mercato (come da elenco in appendice).

La struttura dei costi applicati ai diversi prodotti è non di rado alquanto complicata, specie per le polizze vita, sicché il calcolo di un *indicatore di onerosità* sintetico e onnicomprensivo richiede la simulazione della partecipazione dell'individuo al piano pensionistico dal momento dell'adesione a quello del pensionamento o, in subordine, del riscatto totale o del trasferimento.

Poiché l'oggetto dell'analisi sono i *costi esplicitamente previsti* dalle singole forme previdenziali, non si è ritenuto opportuno prendere in considerazione gli oneri non predeterminati gravanti su ciascuna, quali i costi di negoziazione dell'attivo o di pubblicazione del valore delle quote; a maggior ragione non si è contemplata la possibilità di sistematiche differenze nei risultati conseguiti da diversi gestori, né in generale si sono effettuate complesse, e peraltro inevitabilmente opinabili, previsioni dei rendimenti prevalenti sui mercati finanziari, preferendo invece fissare tre semplici *scenari* distinti per orizzonte temporale e per rendimento (peraltro costante entro ogni scenario). Tenendo fissa l'età di pensionamento a 65 anni, si considerano:

- un aderente di 50 anni che scelga una linea di investimento obbligazionaria dal rendimento nominale annuo del 5%;
- uno di 40 anni che scelga una linea bilanciata dal rendimento del 7%;
- uno di 30 anni che scelga una linea azionaria dal rendimento del 9%.

Per tutti i casi, il *tasso annuo di inflazione* è ipotizzato pari al 2%, con aggiornamento triennale di tutti i valori definiti in termini nominali.

Per quanto riguarda la *contribuzione annua*, frazionata trimestralmente, si è ipotizzato anzitutto che essa sia costante in termini reali e, nella prima simulazione, pari a euro 1000 (corrispondenti al valore medio riportato dalla COVIP per il 2001); si sono quindi presi in considerazione profili contributivi realistici basati su stime dei redditi dei lavoratori italiani prodotte dal *CeRP*, e pertanto con contribuzioni variabili anche in termini reali, nonché il caso limite di versamenti pari ogni anno al limite massimo di deducibilità fiscale.

La mancata considerazione della volatilità dei rendimenti finanziari implica evidentemente che, nel modello, siano prive di valore le *garanzie di risultato* minimo presenti in talune linee di investimento, e in particolare in tutte le gestioni separate delle assicurazioni su cui si basano le polizze rivalutabili. Questo non corrisponde, come è ovvio, alla realtà, ma neppure si presenta come uno scostamento tanto significativo da indurre ad escludere dall'ambito di analisi tutti i prodotti con una qualche garanzia finanziaria: si tratta infatti perlopiù di garanzie modeste, riguardanti linee di investimento comunque prudenziali, e cui non risulta corrispondere un distinto incremento delle commissioni di gestione.

Diverso è il caso delle *controassicurazioni* spesso offerte, in particolare per il caso di morte, nelle polizze assicurative aventi finalità previdenziali: pur non essendo generalmente considerate un importante elemento di competizione da parte degli stessi assicuratori, esse rappresentano una componente estranea alla struttura finanziaria qui considerata, e la quota dei costi che a loro fa capo viene pertanto scorporata ed esclusa dall'analisi, se necessario stimandola nei contratti in cui essa non sia esplicitamente indicata.

Con queste premesse, si è calcolato, di trimestre in trimestre, il *valore di riscatto* teorico della posizione previdenziale individuale (tenendo presente che il riscatto totale è consentito dalla norma soltanto in casi eccezionali), fino a giungere al *montante finale* al termine della fase di accumulazione. Riveste naturalmente maggiore interesse del valore assoluto la *riduzione percentuale* rispetto al montante conseguibile con un ipotetico investimento non gravato da oneri di sorta (che prende il nome di *charge ratio*), cui si affianca specularmente la riduzione del rendimento rispetto al tasso di mercato adottato per ipotesi.

Si osserverà tuttavia che nel contesto italiano, diversamente da quanto sovente accade all'estero, l'onere così calcolato non è interamente imputabile alla remunerazione del gestore della forma previdenziale, dacché comprende altresì il *prelievo fiscale sui rendimenti* conseguiti. Per distinguere le due componenti vengono calcolati i cosiddetti “caricamento di premio equivalente” e “commissione annua di gestione equivalente”, rispettivamente pari al livello che l'una o l'altra tipologia di costo dovrebbe avere in un prodotto che, senza altri oneri di gestione, conducesse

allo stesso montante netto finale del piano previdenziale in esame, conservando peraltro la struttura ETT propria dell'ordinamento fiscale italiano. La differenza tra gli indicatori di onerosità totale (*charge ratio* e riduzione del rendimento) e quelli così ricavati (rispettivamente caricamento equivalente e commissione equivalente) è dunque una misura dell'incidenza delle imposte.

Risultati

Il risultato principale che emerge dall'analisi è l'esistenza di una netta dicotomia all'interno del mercato finanziario previdenziale italiano.

Da un lato, i fondi pensione aperti hanno costi relativamente omogenei e di importo medio sostanzialmente allineato a quello riscontrabile in analoghi prodotti in ambito internazionale, con particolare riferimento ai paesi in cui più sono sviluppati i mercati finanziari, quali ad esempio gli Stati Uniti, dove la commissione media per prodotti attivamente gestiti e ad adesione volontaria è dell'ordine di 100–150 punti base; esistono anzi alcuni fondi aperti, la cui convenienza è superiore alla media, che possono a ragione essere paragonati alle forme previdenziali di tipo collettivo, sia nel nostro paese sia in una prospettiva più ampia, con commissioni di soli 60–70 punti base.

Dall'altro lato, le PIP sono gravate da oneri alquanto variabili, ma mediamente elevati: la commissione annua equivalente si attesta intorno al 2,4%. Con il risultato che, di conseguenza, su orizzonti particolarmente lunghi quali dovrebbero essere quelli di uno schema previdenziale, fino a circa metà del montante teoricamente conseguibile può essere assorbito dalle commissioni di gestione, contro il 30% circa per i fondi aperti.

Indicatori di costo delle forme previdenziali individuali						
Contribuzione annua di € 1.000 reali						
Durata 15 anni – rendimento annuo 5%						
	Montante finale in euro (I)	<i>Charge Ratio</i> (II)	Caricamento equivalente (III)	TIR annuo (IV)	<i>Reduction in Yield</i> (V)	Commissione equivalente (VI)
Media fondi aperti (34)	21'939.36	11.22%	8.22%	3.45%	1.55%	1.07%
Peggior fondo aperto	21'034.48	14.88%	12.49%	2.90%	2.10%	1.67%
Miglior fondo aperto	22'683.25	8.21%	4.71%	3.89%	1.11%	0.60%
Deviazione Standard	471.98	1.91%	2.24%	0.28%	0.28%	0.31%
Coefficiente di variazione	2.15%	17.02%	27.25%	8.21%	18.35%	28.90%
Media PIP (24)	20'150.63	18.46%	16.64%	2.32%	2.68%	2.29%
Peggior PIP	18'608.76	24.70%	23.81%	1.27%	3.73%	3.46%
Miglior PIP	21'670.62	12.31%	9.49%	3.30%	1.70%	1.25%
Deviazione Standard	886.96	3.59%	4.21%	0.59%	0.59%	0.64%
Coefficiente di variazione	4.40%	19.44%	25.30%	25.24%	21.87%	27.95%
Durata 25 anni – rendimento annuo 7%						
	Montante finale in euro	<i>Charge Ratio</i>	Caricamento equivalente	TIR annuo	<i>Reduction in Yield</i>	Commissione equivalente
Media fondi aperti (32)	59'183.67	23.70%	16.78%	5.03%	1.97%	1.26%
Peggior fondo aperto	55'201.66	28.83%	23.12%	4.52%	2.48%	1.82%
Miglior fondo aperto	64'424.55	16.94%	8.39%	5.66%	1.34%	0.60%
Deviazione Standard	1'660.84	2.14%	2.68%	0.21%	0.21%	0.22%
Coefficiente di variazione	2.81%	9.04%	16.12%	4.15%	10.62%	17.78%
Media PIP (18)	51'071.26	34.16%	29.65%	3.91%	3.09%	2.45%
Peggior PIP	45'878.09	40.85%	37.77%	3.10%	3.90%	3.35%
Miglior PIP	59'227.58	23.64%	16.71%	5.04%	1.96%	1.26%
Deviazione Standard	3'542.94	4.57%	5.72%	0.52%	0.52%	0.56%
Coefficiente di variazione	6.94%	13.37%	19.29%	13.32%	16.83%	22.86%
Durata 35 anni – rendimento annuo 9%						
	Montante finale in euro	<i>Charge Ratio</i>	Caricamento equivalente	TIR annuo	<i>Reduction in Yield</i>	Commissione equivalente
Media fondi aperti (32)	163'799.83	39.90%	28.39%	6.60%	2.40%	1.46%
Peggior fondo aperto	144'520.65	46.98%	37.99%	5.99%	3.01%	2.11%
Miglior fondo aperto	194'582.27	28.61%	12.87%	7.43%	1.57%	0.60%
Deviazione Standard	8'393.81	3.08%	4.30%	0.25%	0.25%	0.26%
Coefficiente di variazione	5.12%	7.72%	15.15%	3.80%	10.43%	17.81%
Media PIP (18)	134'951.08	50.49%	42.70%	5.61%	3.39%	2.47%
Peggior PIP	105'722.80	61.21%	56.77%	4.41%	4.59%	3.79%
Miglior PIP	173'732.93	36.26%	23.40%	6.89%	2.11%	1.17%
Deviazione Standard	17'120.99	6.28%	8.78%	0.63%	0.63%	0.67%
Coefficiente di variazione	12.69%	12.44%	20.56%	11.28%	18.66%	27.13%

I risultati presentati nella precedente tabella si dimostrano alquanto robusti a variazioni delle sottostanti ipotesi di simulazione. L'analisi di sensibilità mostra anzitutto che la commissione equivalente varia tutt'al più di un punto base per una diminuzione di un punto percentuale del tasso di rendimento ipotizzato: in tal caso diminuiscono invece le misure di *charge ratio* e riduzione del rendimento, che includono l'effetto delle imposte proporzionali al rendimento; decresce altresì, sia pur in misura contenuta, il caricamento equivalente, il che dimostra che gli oneri principali gravanti sulle forme previdenziali individuali in Italia sono, quantomeno per durate più

che decennali, i costi ricorrenti proporzionali al patrimonio, mentre risulta secondario l'effetto dei prelievi commensurati ai versamenti.

Occorre però osservare che la presenza di costi iniziali *una tantum* conduce invariabilmente a un'incidenza commissionale decrescente in funzione della durata della permanenza dell'aderente nella forma previdenziale: ciò è particolarmente vero per alcune PIP, non numerose ma estremamente diffuse, che gravano i versamenti del primo anno di un caricamento eccezionale che può addirittura superare l'80% del premio. In media, tuttavia, l'effetto di penalizzazione del riscatto può considerarsi sufficientemente contenuto: l'aderente che, per esempio, si avvalsesse ogni otto anni della facoltà di riscatto parziale nei limiti fissati dalla vigente disciplina fiscale, subirebbe di conseguenza un aumento medio della commissione equivalente inferiore ai 5 punti base per i fondi pensione, e prossimo ai 15 per le PIP.

Ancora meno significativi sono gli effetti regressivi, pure necessariamente presenti in prodotti che prevedono oneri in cifra fissa, se non addirittura, come avviene per le PIP, aliquote commissionali decrescenti in funzione dell'ammontare versato. Il confronto dei risultati sopra esposti con quelli delle simulazioni basate su altri e più realistici profili contributivi conferma infatti la duplice previsione che la commissione equivalente diminuisca al crescere delle contribuzioni, e che la correlazione sia più pronunciata per le polizze assicurative; ma la diminuzione massima risulta di soli 25 punti base su un orizzonte di 15 anni, e si riduce addirittura a 7 punti base (4 per i fondi aperti) nel caso di 35 anni, periodo presumibilmente più rappresentativo per un prodotto pensionistico.

Conclusioni

Dall'analisi effettuata, confortata dalla robustezza a variazioni delle ipotesi e dal raffronto con i risultati già presentati dalle Relazioni COVIP, emerge soprattutto il dato dell'elevata onerosità delle polizze individuali previdenziali, i cui costi sono superiori tanto ai livelli prevalenti negli altri schemi pensionistici – individuali o collettivi, italiani o esteri – quanto a quelli giustificati da studiosi e regolatori.

Una spiegazione di tali ingenti costi potrebbe venire dall'assunzione da parte delle compagnie di assicurazione di rischi, in particolare demografici (fissazione ex ante dei coefficienti di conversione in rendita) ma anche finanziari (eventuali garanzie di rendimento), che in una fase di avvio del mercato sono soltanto molto parzialmente conosciuti. Una simile osservazione può certo condurre ad un giudizio positivo su alcuni prodotti assicurativi, che a confronto con i fondi pensione offrono più rilevanti garanzie con riguardo ai succitati profili di rischio e maggiore flessibilità, senza per questo imporre un significativo aggravio dei costi.

La presenza di garanzie non può però spiegare, alla luce dei dati microeconomici, i costi medi delle PIP, poiché tra di esse risultano in generale meno costose proprio le polizze dotate di garanzie, e non quelle che ne sono prive.

Un futuro allineamento della generalità delle PIP verso quest'area di efficienza già raggiunta da alcuni costituirebbe una positiva direzione di sviluppo del mercato e di valorizzazione delle specificità dei prodotti assicurativi come elementi di vantaggio competitivo.

È d'altronde vero che anche nell'insieme dei fondi aperti considerati, mediamente più efficienti, esistono prodotti più costosi della media, e anche con riguardo a questi ultimi è auspicabile una progressiva riduzione dell'onerosità.

I. Il contesto della previdenza complementare e le motivazioni dello studio

Gli anni 2001 e 2002 hanno rappresentato la fase di avvio della *previdenza complementare individuale* disegnata dal legislatore con successivi interventi culminati nel D. Lgs. 18 febbraio 2000, n. 47, e possono pertanto essere intesi come un significativo banco di prova dei prodotti attualmente offerti sul nascente mercato previdenziale italiano. A fronte di un decollo lento e faticoso delle pensioni integrative private e di uno sviluppo giudicato dai più insoddisfacente, appare utile – anche nell’ambito dell’attuale dibattito sull’opportunità di ulteriori innovazioni normative¹ – analizzare la convenienza intrinseca delle forme pensionistiche individuali effettivamente offerte in Italia, quale determinata in particolare dagli oneri su di esse gravanti, ma a prescindere dai vincoli esogeni imposti alla loro struttura e alle modalità di funzionamento e fruizione².

La composizione della ricchezza delle famiglie italiane è ancora lontana dall’assolvere alle necessità previdenziali nate a seguito delle riforme dei sistemi pensionistici pubblici che hanno interessato il Paese nel corso degli Anni ’90: i fondi pensione a contribuzione definita di nuova istituzione registrano al terzo trimestre 2002 un attivo netto destinato alle prestazioni di appena 4 miliardi di euro³, che rappresenta meno dello 0,2% del totale delle attività finanziarie detenute dagli italiani⁴; la considerazione dei piani individuali pensionistici attuati tramite polizze assicurative non muta significativamente il quadro, poiché le riserve per le prestazioni da esse costituite non superano i 500 milioni di euro⁵.

Un incremento della partecipazione e degli accantonamenti a forme di previdenza complementare appare indispensabile soprattutto per le generazioni più giovani, che sono le più colpite dalle riforme restrittive che hanno riguardato il sistema pubblico, e in particolare dal passaggio alla formula contributiva di determinazione della pensione⁶. Infatti, con l’obiettivo di correggere lo squilibrio, dinamicamente insostenibile, di un sistema a ripartizione particolarmente

¹ Cambiamenti importanti, anche in tema di previdenza complementare, in particolare sotto il profilo dell’equiparazione tra le diverse forme che la costituiscono, sono contenuti nel disegno di legge delega presentato al Parlamento nel dicembre 2001 e attualmente in discussione alle Camere (Atto Camera n. 2145).

² In altre parole, mentre la *convenienza complessiva* – che ovviamente richiede l’adozione di un qualche termine di confronto – è determinata da tutti i parametri che caratterizzano il programma di risparmio pensionistico individuale (quali ad esempio la devoluzione del TFR, i possibili vincoli di liquidità derivanti da una contribuzione rigida, i benefici fiscali accordati al programma e così via), il presente lavoro non considera tali elementi, focalizzando invece l’attenzione sulle commissioni e sugli altri oneri di gestione (vedi Riquadro 1).

³ COVIP – COMMISSIONE DI VIGILANZA SUI FONDI PENSIONE, *I Fondi pensione: principali aspetti quantitativi, Aggiornamento al 30 settembre 2002 (con alcuni dati aggiornati al 30 novembre 2002)*, Roma, dicembre 2002, Tav.1.

⁴ Il cui ammontare risulta pari a 2.373 miliardi di euro a fine settembre 2002. Cfr. BANCA D’ITALIA, “Aggregati monetari e creditizi dell’area dell’euro: le componenti italiane”, *Supplementi al Bollettino Statistico – Indicatori monetari e finanziari Aggregati monetari e creditizi dell’area dell’euro*, Nuova serie, Anno XIII Numero 7 – 31 gennaio 2003, Tav. 12.

⁵ A fine 2001 esse ammontavano precisamente a 193 milioni di euro, a fronte di premi incassati per 355 milioni (cfr. COVIP – COMMISSIONE DI VIGILANZA SUI FONDI PENSIONE, *Relazione per l’anno 2001*, Roma, maggio 2002, p. 151), e nei primi tre trimestri del 2002 la raccolta dei premi è stata pari a 325 milioni di euro (cfr. COVIP, *I Fondi pensione: principali aspetti quantitativi al 30 settembre 2002*, cit., p. 4).

⁶ Com’è noto, tale formula determina la pensione secondo un principio di equivalenza attuariale, ossia in funzione diretta dei contributi versati durante tutta vita lavorativa (e “capitalizzati” in funzione del tasso di crescita del Pil) e dell’età al pensionamento; per un dato “montante contributivo”, quanto maggiore è l’età tanto maggiore è l’importo della pensione.

“generoso” e di conseguenza gravato da un deficit strutturale, tali riforme hanno necessariamente condotto a una riduzione (contenuta per il presente, ma assai più incisiva per il futuro), del *tasso di sostituzione*, ossia del rapporto fra la prima pensione e l'ultima retribuzione, fino ad oggi attestato a livelli tra i più alti d'Europa. Alcune simulazioni comparate degli effetti della riforma Amato e della riforma Dini⁷, sviluppate considerando diverse dinamiche di crescita reddituale e diversi orizzonti di contribuzione, evidenziano ad esempio che la copertura della riforma Amato per 35 e 40 anni di versamenti corrisponde a tassi rispettivamente del 66,4% e del 72,7%, mentre con la riforma Dini si scende rispettivamente al 46,7% e al 63,6%.

A parte la reintegrazione, in un'ottica microeconomica, di adeguati tassi di sostituzione, sotto il profilo macroeconomico la realizzazione di un sistema previdenziale misto, con una riduzione della copertura pubblica e un parallelo sviluppo dell'offerta privata, dovrebbe avere molteplici ricadute positive in termini di riduzione del fabbisogno finanziario pubblico e di miglioramento dell'efficienza, realizzabile attraverso l'eliminazione (o almeno il contenimento) di svariate distorsioni oggi operanti sul mercato del lavoro, nonché sulla formazione e sull'allocazione del risparmio. Per limitarci a quest'ultimo profilo, l'allungamento – anche a lunghissimo termine – degli orizzonti di impiego della ricchezza conseguibile attraverso lo sviluppo del mercato finanziario previdenziale potrà conferire al finanziamento dell'attività produttiva maggiore stabilità ed efficacia rispetto a un'allocazione caratterizzata da orizzonti temporali più ristretti.

È opportuno perciò interrogarsi sulle caratteristiche dell'attuale stato dell'offerta di copertura pensionistica integrativa. Mentre rinviamo a un diverso studio⁸ per un'analisi della segmentazione indotta dalla normativa nel mercato previdenziale italiano, il presente lavoro si concentra sui prodotti di terzo pilastro⁹, proponendo un'analisi dei profili di differenziazione delle principali alternative proposte dal mercato, con riguardo soprattutto agli oneri gravanti sull'aderente, i quali rappresentano – ammettendo che non vi siano sistematiche differenziazioni nei rendimenti lordi e a prescindere dai benefici fiscali – un elemento cruciale nella determinazione del rendimento netto conseguibile dai partecipanti in un sistema a contribuzione definita.

Prima di passare al tema specifico del lavoro, è opportuno richiamare brevemente l'inquadramento giuridico della previdenza cosiddetta di terzo pilastro. Esso è definito, come già ricordato, dal D. Lgs. 47/2000, che ha apportato significative integrazioni all'originaria regolamentazione delle forme pensionistiche complementari di cui al D. Lgs. 21 aprile 1993, n. 124, introducendo in particolare un'organica disciplina delle forme individuali, attuate¹⁰ mediante

⁷ ABI – ASSOGESTIONI, *Rapporto sulla previdenza complementare in Italia*, cit., p. 48. Si vedano anche le simulazioni e i commenti contenuti in: Elsa FORNERO e Onorato CASTELLINO, ed., *La riforma del sistema previdenziale italiano*, Bologna, Il Mulino – Studi e Ricerche, 2001, pp. 48-49.

⁸ Cfr. Elsa FORNERO e Carolina FUGAZZA, “Un mercato troppo segmentato? Uniformità e differenze nel mercato previdenziale italiano”, *Working Paper MEFOP*, N. 4/2002.

⁹ Con tale definizione il libro verde sui regimi pensionistici presentato dalla Commissione europea nel giugno 1997 indica “i regimi pensionistici destinati ad integrare il primo o il secondo pilastro, o entrambi, la cui partecipazione, pur presentando essi molte delle caratteristiche dei fondi a contribuzione definita del secondo pilastro, non è legata ad una determinata occupazione o all'esercizio di una libera professione ed è concordata su base individuale mediante un contratto stipulato direttamente con il fornitore del prodotto”.

¹⁰ Ai sensi rispettivamente degli artt. 9-bis e 9-ter, D. Lgs. 124/1993.

l'adesione su base individuale ai fondi pensione aperti¹¹, oppure con la sottoscrizione di specifici contratti di assicurazione sulla vita, comunemente indicati come PIP (polizza individuale previdenziale).

Guardando al lato della domanda, la partecipazione alle due tipologie di prodotto previdenziale individuale è disciplinata in modo omogeneo per quanto riguarda sia i requisiti di adesione, sia le modalità di fruizione, sia il trattamento fiscale. In particolare, si rileva che un piano pensionistico complementare può essere sottoscritto da chiunque, senza limitazioni connesse allo svolgimento di un'attività lavorativa, alla percezione di un reddito imponibile, ovvero alla titolarità di posizioni previdenziali obbligatorie; pur tuttavia, l'art. 1 del D. Lgs. 47/2000 ha previsto, con riferimento ai redditi da lavoro dipendente, una disciplina fiscale che finisce nei fatti per rendere entrambi gli schemi di terzo pilastro meramente residuali per i lavoratori dipendenti, poiché vincola la deducibilità fiscale dei contributi e dei premi versati alla previa devoluzione di quote di TFR a forme di previdenza collettive, ossia fondi pensione negoziali e, in subordine, adesioni collettive ai fondi aperti¹².

Esistono, per contro, alcune importanti differenze normative dal lato dell'offerta. Anzitutto il patrimonio dei fondi pensione può essere affidato in gestione a compagnie di assicurazione unicamente tramite contratti del ramo VI (operazioni di gestione di fondi collettivi costituiti per l'erogazione di prestazioni in caso di morte, in caso di vita o, ancora, in caso di cessazione o riduzione dell'attività lavorativa), mentre dal silenzio del D. Lgs. 124/1993 si deduce che i contratti di assicurazione sulla vita aventi finalità previdenziali possono essere offerti nell'ambito dei rami I (assicurazioni sulla durata della vita umana) e III (assicurazioni di cui al ramo I connesse con fondi di investimento). Inoltre i fondi pensione sono soggetti alla vigilanza della COVIP, nonché a quella della CONSOB per gli aspetti concernenti la sollecitazione del pubblico risparmio, e segnatamente all'obbligo di redigere il prospetto informativo secondo le modalità stabilite da tale Autorità. Le PIP ricadono invece nell'ambito di vigilanza dell'ISVAP, e sono tenute unicamente a rispettare le disposizioni di quest'ultimo in tema di nota informativa ai potenziali aderenti. Di conseguenza, tra i due documenti di offerta sussistono molteplici differenze, e per esempio soltanto i fondi pensione aperti sono tenuti a confrontare i rendimenti conseguiti con un *benchmark*, scelto in conformità con le modalità indicate dalla COVIP.

L'effetto netto di queste differenze sulla *performance* dei prodotti previdenziali è di difficile valutazione. Più direttamente influente sulle prestazioni previdenziali offerte agli aderenti dai differenti prodotti pensionistici ad adesione individuale, e anche di più facile misurazione, è però l'eventuale diversità degli oneri richiesti dal gestore durante la fase di accumulazione, oneri che costituiscono, come già anticipato, l'oggetto della presente analisi.

Viene qui presa in considerazione la riduzione del montante disponibile al momento del pensionamento, o analogamente del tasso di rendimento fino ad allora conseguito, determinata

¹¹ Istituiti da banche, società di gestione del risparmio (SGR), società di intermediazione mobiliare (SIM) e imprese assicurative.

¹² Cfr. E. FORNERO e C. FUGAZZA, "Un mercato troppo segmentato? Uniformità e differenze nel mercato previdenziale italiano", cit.

dalla struttura commissionale, tenendo doverosamente conto della tassazione annuale dei risultati finanziari. La limitazione dell'analisi alla fase di accumulazione, e pertanto la non considerazione delle modalità di conversione in rendita e di fruizione della pensione privata, può essere giustificata in quanto, pur essendo la rendita la caratteristica distintiva del risparmio previdenziale e il fulcro della struttura di incentivi fiscali, non sembra, a tutt'oggi, che le modalità della sua determinazione siano oggetto di una rilevante differenziazione competitiva da parte degli operatori del mercato. Giova sottolineare che, per conseguenza, è esclusa dall'ambito di analisi anche la valutazione della portata delle agevolazioni fiscali accordate alla previdenza integrativa.

II. Impostazione metodologica

Le forme previdenziali individuali si presentano, per quanto riguarda la fase di accumulazione, quali prodotti finanziario-assicurativi di impiego del risparmio aventi un orizzonte di lungo periodo e una specifica finalità, consistente nel finanziamento del consumo nella fase post-lavorativa del ciclo vitale. Tale finalità si riflette nella modalità di fruizione in forma di rendita del montante accumulato al momento del pensionamento e giustifica un trattamento fiscale di favore rispetto ad altri tipi di impiego del risparmio, generalmente considerati meno meritevoli.

Ai fini di un'analisi degli oneri gravanti su tali prodotti è pertanto opportuno impiegare i metodi tipici del calcolo dei costi dei prodotti finanziari, in particolare di quelli aventi un orizzonte di molti anni o decenni. Tali metodi non sono, ovviamente, privi di ambiguità né di difficoltà, le quali pertanto emergono anche nel presente lavoro.

Il problema fondamentale è notoriamente che non risulta possibile misurare i costi puntualmente in ogni dato istante: gli unici indicatori significativi sono quelli riferiti all'intero periodo di capitalizzazione, che va, nel caso specifico qui considerato, dal momento dell'adesione al piano previdenziale sino a quello del pensionamento. Simili misurazioni richiedono evidentemente una simulazione dei versamenti periodici e dei rendimenti conseguiti, sulla base di ipotesi che non possono non influire, almeno parzialmente, sul risultato finale.

Esistono inoltre, in teoria e in pratica, numerosissime tipologie di costo che possono venire applicate a un prodotto finanziario o previdenziale: costi *una tantum* o ricorrenti, proporzionali o in cifra fissa, determinati *a priori* o a consuntivo; ne discende la necessità, anzitutto, di delimitare con precisione l'ambito degli oneri presi in considerazione, ed altresì di scegliere indicatori idonei a riassumere chiaramente in un unico numero una complessa struttura commissionale.

1. Le ipotesi su rendimenti e contribuzioni

Poiché il *focus* del presente lavoro è un'analisi dei costi gravanti sugli strumenti previdenziali di terzo pilastro attualmente offerti in Italia, è parso fuori luogo effettuare in questa sede complesse, e peraltro inevitabilmente opinabili, previsioni dei rendimenti conseguibili in futuro sui mercati finanziari e della loro variabilità; si è invece preferito fissare tre semplici scenari

illustrativi differenziati per durata e per tasso di rendimento, ipotizzato però costante all'interno di ciascuno.

Tenendo fissa l'età di pensionamento a 65 anni, si considerano:

- un aderente di 50 anni che sceglie una linea di investimento obbligazionaria dal rendimento nominale annuo del 5%;
- uno di 40 anni che sceglie una linea bilanciata dal rendimento nominale annuo del 7%;
- uno di 30 anni che sceglie una linea azionaria dal rendimento nominale annuo del 9%.

Peraltro, l'analisi di sensibilità successivamente sviluppata (cfr. tabella 3) consente di concludere che la specifica scelta dei rendimenti ipotizzati non è sostanzialmente influente sui risultati del lavoro.

In tutti e tre i casi si ipotizza che il tasso di inflazione sia pari al 2% annuo; in base a tale parametro si procede all'aggiornamento di tutti i valori definiti in termini nominali: si è tuttavia scelto di rivedere gli importi ogni tre anni e non annualmente, salvo che per i prodotti ove si riscontri una precisa previsione di indicizzazione. L'ipotesi sottostante è che meccanismi inerziali e la presenza di *menu costs* inducano a non effettuare variazioni più frequenti e di ammontare assai contenuto (per bassi tassi di inflazione, quale quello qui ipotizzato).

Per quanto riguarda le contribuzioni, di cui si è anzitutto stabilita la periodicità trimestrale¹³, la prima ipotesi presa in considerazione è stata quella di massima semplicità, benché non necessariamente di massimo realismo, tra l'altro già adottata dalla COVIP nelle sue relazioni annuali: sono stati cioè considerati versamenti costanti in termini reali, ovvero indicizzati all'inflazione secondo la procedura sopra descritta, con un ammontare per il primo anno di € 1.000, equivalente al valore medio delle contribuzioni effettive riportato dalla COVIP per il 2001. Al fine di verificare la potenziale regressività delle strutture commissionali, si è esaminato, accanto a tale importo relativamente modesto, il caso di versamenti pari al limite annuo di deducibilità fiscale¹⁴.

Successivamente si sono analizzati profili contributivi basati su stime del reddito dei lavoratori italiani, distinti per qualifica, per coorte e per età, ricavate dalla banca dati del CeRP¹⁵. In particolare, si sono scelti come indicativi i valori della mediana, del venticinquesimo e del settantacinquesimo percentile della distribuzione dei redditi della generalità dei lavoratori dipendenti del settore privato iscritti al FPLD; oltre a questi profili si sono considerati, come rappresentazione dei percettori di redditi elevati, il profilo del settantacinquesimo percentile della distribuzione dei redditi dei lavoratori con qualifica impiegatizia, e quello di una categoria di professionisti il cui reddito esibisce un tasso di crescita assai elevato, tipico dei lavoratori altamente qualificati¹⁶. Poiché tutti i profili di reddito considerati sono, più o meno segnatamente,

¹³ La possibilità di versamenti trimestrali non è effettivamente contemplata dalla totalità delle PIP, ma ciò non costituisce un ostacolo sostanziale per l'analisi.

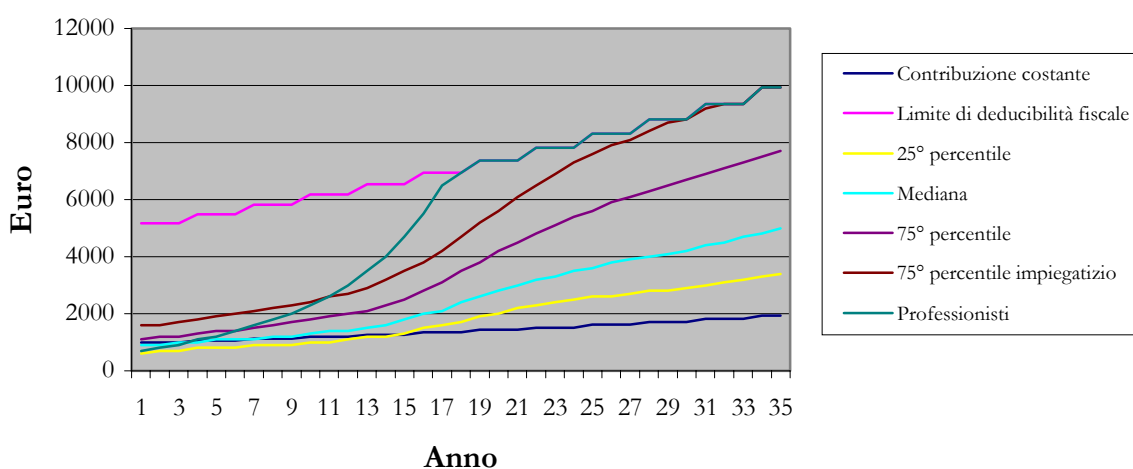
¹⁴ Attualmente fissato in € 5.164,57 ossia L. 10.000.000.

¹⁵ Siamo grati a Margherita Borella, ricercatrice presso il CeRP, per avere fornito le stime dei profili di reddito.

¹⁶ Nel seguito, per semplicità, si è indicato il profilo di questa categoria come quello dei "professionisti".

crescenti in termini reali, una nota previsione della teoria del consumo è che anche il tasso di risparmio cresca nel tempo; si è pertanto adottata l'ipotesi di un'aliquota contributiva crescente fino ad un valore limite finale del 10%, partendo da un livello fissato al 5% per gli aderenti trentenni, al 7% per i quarantenni e al 9% per i cinquantenni¹⁷. In considerazione del fatto che, nelle adesioni individuali, i versamenti sono decisi dall'aderente in valore nominale, e non in proporzione al reddito corrente, si è poi ritenuto psicologicamente plausibile arrotondare la contribuzione così ricavata alle centinaia di euro; si è altresì assunto che il versamento annuo non superi mai il limite di deducibilità fiscale¹⁸.

**Fig. 1 Profili contributivi considerati
orizzonte di 35 anni**



2. L'ambito di analisi

La simulazione qui svolta della fase di accumulazione dei piani pensionistici individuali tiene conto delle sole caratteristiche contrattualmente prefissate dei medesimi. Tale scelta, dettata dalla limitata disponibilità di informazioni su un mercato ancora nella prima fase di sviluppo (e non a caso adottata anche dalle Relazioni COVIP), implica che siano trascurati tutti i costi che gravano sugli aderenti ma non vengono determinati che a consuntivo alla chiusura di ogni esercizio. Tra questi figurano le eventuali spese legali e giudiziarie, le imposte di bollo, nonché, per le PIP ma non per i fondi aperti, le spese di revisione e quelle di pubblicazione del valore delle quote¹⁹.

Si tratta di voci di costo la cui esclusione non ha presumibilmente una sostanziale influenza sui risultati; l'unica componente problematica è rappresentata dagli oneri di negoziazione del patrimonio. La letteratura internazionale²⁰ evidenzia infatti il rischio di una distorsione degli incentivi che può emergere laddove la negoziazione sia affidata a società dello stesso gruppo cui

¹⁷ Precisamente, la crescita del tasso di contribuzione è ricavata da una funzione logistica.

¹⁸ Non si è invece tenuto conto dei livelli minimi di contribuzione fissati da talune polizze assicurative.

¹⁹ Diversamente da quanto avviene per i fondi aperti, che adottano tutti un identico schema di regolamento, ogni PIP può in effetti prevedere una diversa suddivisione delle spese tra compagnia e assicurati; in particolare si osserverà che, come è naturale, la spesa per la pubblicazione del valore delle quote esiste solamente per le polizze *unit linked*.

²⁰ Cfr. David BLAKE e John BOARD, "Measuring Value Added in the Pensions Industry", *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, Vol. 25 No. 4 (October 2000): 539-567.

appartiene il gestore: quest'ultimo potrebbe infatti effettuare un numero di operazioni eccessivo per incrementare la commissione versata alla consociata, a detrimento dell'interesse degli aderenti (il cosiddetto *churning*). Non pare tuttavia che questo timore sia fondato nel caso specifico del mercato finanziario previdenziale italiano: i rendiconti annuali a fine 2001 dei fondi pensione del gruppo che detiene le massime quote di mercato riportano spese di negoziazione generalmente inferiori a un centesimo delle commissioni di gestione, e la spesa dovrebbe essere addirittura inferiore per le PIP, dato che esse investono prevalentemente in OICR.

A tale proposito giova rilevare che l'eventuale commissione di gestione indiretta derivante dall'investimento in strumenti del risparmio gestito grava sugli assicurati nel caso delle polizze previdenziali, mentre è a carico della società promotrice nel caso dei fondi pensione aperti. Si tratta, come è evidente, di un onere estremamente significativo, che nella presente analisi viene stimato:

- in una prima simulazione (i cui risultati sono riportati nella tabella 1) in misura pari al valore medio dell'intervallo potenziale dichiarato dalla nota informativa o dalle condizioni contrattuali di ogni singola polizza assicurativa;
- in una seconda simulazione (i cui risultati sono riportati nella tabella 2), in misura al valore minimo della fascia, in modo da fornire una sorta di livello minimo di onerosità dei prodotti considerati.

Ulteriori ipotesi sulle caratteristiche dei prodotti analizzati discendono poi dallo schema sopra descritto di simulazione dei mercati finanziari. Anzitutto, come già anticipato, non si è contemplata la possibilità di sistematiche differenze nei risultati conseguiti da diversi gestori, d'altronde non desumibili *a priori*: i tassi adottati, pertanto, sono stati attribuiti a tutti i tipi di prodotti considerati, soltanto tenendo conto del differente orizzonte temporale (a cui si associa un diverso portafoglio).

Più problematico è il fatto che, avendo escluso ogni considerazione circa la volatilità dei rendimenti, appaiono del tutto prive di valore le garanzie di risultato minimo presenti in talune linee di investimento, e in particolare in tutte le gestioni separate delle assicurazioni su cui si basano le polizze rivalutabili. Questo non corrisponde, come è ovvio, alla realtà, ma neppure si presenta come uno scostamento tanto significativo da indurre ad escludere dall'ambito di analisi tutti i prodotti con una qualche garanzia finanziaria: le garanzie sono difatti relativamente modeste, ed il regolatore osserva per di più che "tipicamente le scelte di investimento concretamente effettuate per le linee garantite sono comunque prudenziali e tali da massimizzare la probabilità di raggiungere il livello di rendimento minimo garantito"²¹, giungendo all'identica decisione di non imputare alle garanzie una specifica quota dei costi. Il fatto che le garanzie riguardino essenzialmente linee di investimento obbligazionarie, e segnatamente le gestioni speciali assicurative, implica inoltre che la problematica riguardi prevalentemente lo scenario quindicennale.

²¹ COVIP, *Relazione per l'anno 2001*, cit., p. 131.

Diverso è il caso delle controassicurazioni spesso offerte, in particolare per il caso di morte, nelle polizze assicurative aventi finalità previdenziali: pur non essendo generalmente considerate un importante elemento di competizione da parte degli stessi assicuratori, esse rappresentano una componente estranea alla struttura finanziaria qui considerata, e la quota dei costi che a loro fa capo viene pertanto scorporata ed esclusa dall'analisi, se necessario stimandola nei contratti in cui essa non sia esplicitamente indicata.

Riquadro 1

Le tipologie di costo previste dalle forme previdenziali individuali offerte in Italia

Gli oneri connessi alla partecipazione a un **fondo pensione aperto** sono stabiliti dai regolamenti dei fondi medesimi, redatti secondo uno schema di generale utilizzo predisposto dalle Associazioni di categoria ABI, ANIA e Assogestioni e presentato alla COVIP, la quale da ultimo, con delibera dell'11 ottobre 2000, lo ha ritenuto compatibile con la normativa vigente e coerente con gli orientamenti interpretativi adottati dalla commissione stessa. I costi risultano sì molteplici, ma in numero limitato e chiaramente individuabili.

Esistono anzitutto oneri *una tantum* invariabilmente definiti in cifra fissa: è sempre presente una commissione prelevata all'adesione, e talora ne sono previste anche in caso di riscatto, di trasferimento ad altra forma previdenziale, e più raramente di passaggio tra linee di investimento all'interno del fondo.

I costi ricorrenti comprendono universalmente una commissione di gestione annua calcolata in percentuale del patrimonio; inoltre è ammesso dal citato schema di regolamento, ed è generalmente presente, un prelievo annuo sui versamenti, fissato in misura percentuale degli stessi o più spesso in cifra fissa.

Assai più complessi e differenziati, e sovente meno trasparenti nonostante siano evidenziati nella documentazione contrattuale, sono i costi gravanti sulle **polizze assicurative aventi finalità previdenziale**, che compongono un'eterogenea galassia di ipotesi commissionali.

Per quanto riguarda gli oneri *una tantum*, sono per lo più previsti in cifra fissa, pur non mancando casi di definizione percentuale all'interno di limiti prefissati, i costi di riscatto e di trasferimento, come pure quelli, più rari, di modifica della ripartizione del portafoglio tra fondi interni di investimento.

All'atto dell'adesione non è inusitato un costo fisso di ingresso, ma è più diffusa una maggiorazione del caricamento percentuale del premio versato, talvolta dipendente dalla durata prevista della fase di accumulazione. Il caricamento proporzionale alle contribuzioni è sempre presente, ma non di rado l'aliquota è funzione decrescente dell'ammontare del premio, oppure del patrimonio accumulato.

Altri costi ricorrenti sono i diritti generici in cifra fissa, prelevati su ogni versamento ovvero sul primo di ogni anno, o più raramente sul patrimonio a fine anno anche in assenza di contribuzioni nel periodo. Universale è inoltre la presenza di commissioni di gestione, calcolate in percentuale del patrimonio per le polizze del tipo *unit linked*, e in proporzione al rendimento, ma con un minimo prefissato, per quelle rivalutabili collegate a gestioni separate. Tali commissioni sono per lo più duplicate dalla ricaduta sul fondo interno di investimento della commissione di gestione degli OICR in cui esso investe.

In prodotti poco numerosi ma assai diffusi sul mercato, in cui è particolarmente elevato l'ammontare dei costi iniziali (con caricamenti fino all'80% nel primo anno), si riscontrano infine ipotesi di *bonus* e di parziale rimborso dei costi già sostenuti per gli aderenti che permangano nel piano previdenziale fino al momento del pensionamento senza interruzioni nel versamento dei premi; d'altro canto, a seguito di precisa disposizione dell'ISVAP, parte del caricamento iniziale è altresì rimborsata in caso di trasferimento ad altra forma previdenziale.

3. Gli indicatori di onerosità

Con gli elementi appena presentati, e tenendo altresì conto del regime fiscale vigente, che assoggetta ogni anno ad imposta sostitutiva dell'11% i redditi e le plusvalenze conseguite dalle forme previdenziali complementari, si perviene al fondamentale risultato del montante finale ottenuto dall'aderente al momento del pensionamento, nonché, per ogni trimestre precedente, al teorico valore di riscatto della posizione previdenziale individuale²². Benché tali valori siano sufficienti a stabilire una graduatoria di convenienza tra i prodotti esaminati, è evidente che essi non si prestano ad essere interpretati direttamente come indicatori sintetici di onerosità.

A tal fine sono invece calcolate due misure ampiamente diffuse in letteratura:

- i. la riduzione delle contribuzioni, o rapporto di onerosità (*charge ratio*);
- ii. la riduzione del rendimento (*reduction in yield*).

La prima discende dal confronto tra il montante effettivamente conseguito e quello che sarebbe risultato capitalizzando le contribuzioni senza applicare oneri di sorta²³; la seconda dal confronto tra il tasso interno di rendimento della fase di accumulazione del piano pensionistico e il tasso di rendimento di mercato adottato per ipotesi²⁴.

Si tratta di due indicatori complementari, la relazione tra i quali dipende dai parametri della simulazione: durata del periodo di accumulazione, tasso annuo di rendimento, profilo temporale delle contribuzioni; in particolare, è evidente che quanto maggiore è l'orizzonte di investimento tanto più elevato sarà il rapporto di onerosità corrispondente a una stessa riduzione del rendimento²⁵.

È pertanto intuitivo che al variare delle succitate ipotesi di simulazione i due indicatori subiranno variazioni diverse²⁶; quel che più rileva è che l'entità di tali variazioni è tanto minore quanto più l'indicatore rispecchia le commissioni effettivamente prelevate. Infatti è chiaro che una commissione annua in percentuale del patrimonio ha come effetto una riduzione del rendimento di identico ammontare: ciò implica evidentemente che, nel caso in cui una siffatta commissione costituisca l'unico costo gravante sul prodotto, la riduzione del rendimento sarà invariante rispetto a tutte le altre ipotesi. Specularmente, una commissione di ingresso in percentuale delle contribuzioni determina un'identica riduzione percentuale del montante finale: ne consegue quindi che sia invariante il rapporto di onerosità laddove l'unico costo sia appunto un caricamento proporzionale ai versamenti²⁷. In casi realistici in cui sussistano costi di genere diverso nessuno dei due indicatori è completamente invariante: nei prodotti previdenziali italiani

²² Valore teorico poiché il riscatto totale è consentito dalla norma soltanto in casi eccezionali.

²³ Precisamente l'indicatore è calcolato come $1 - (\text{montante effettivo} / \text{montante conseguibile senza oneri})$.

²⁴ L'indicatore è semplicemente la differenza tra il tasso ipotizzato ed il TIR.

²⁵ Si osserverà inoltre in seguito (p. 20) che quanto più il profilo contributivo è crescente nel tempo, tanto minore è il *charge ratio* corrispondente a una data riduzione del rendimento.

²⁶ Le variazioni possono addirittura, e non raramente, essere di segno opposto.

²⁷ Cfr. Edward WHITEHOUSE, "Administrative Charges for Funded Pensions: Comparison and Assessment of 13 Countries", in: OECD, *Private Pensions Systems: Administrative Costs and Reforms*, Private Pensions Series No.2, Paris, OECD Publications, 2002, pp. 85-153.

qui considerati, adottando il criterio della variazione minima, si osserva però una netta prevalenza dell'effetto dei costi ricorrenti proporzionali al patrimonio²⁸.

Occorre tuttavia rilevare che nel contesto italiano, diversamente da quanto di norma accade all'estero, le misure di costo così calcolate non sono interamente imputabili alla remunerazione del gestore della forma previdenziale, dacché comprendono anche il prelievo fiscale sui risultati finanziari conseguiti annualmente²⁹.

Si possono proporre diversi metodi per scomporre gli effetti degli oneri commissionali e di quelli fiscali; in ogni caso, l'operazione è problematica sotto vari aspetti³⁰, e le soluzioni proponibili hanno sempre un elemento di ambiguità. Il procedimento più intuitivo consisterebbe forse nel calcolare l'incidenza dei diversi tipi di oneri gestionali supponendo un regime di assenza di tassazione dei rendimenti (cioè il regime EET). Nel presente lavoro si è seguito un procedimento sostanzialmente analogo, ma più rigoroso, consistente nel calcolo dei cosiddetti "caricamento di premio equivalente" e "commissione annua di gestione equivalente", ossia del livello che ciascuna tipologia di costo dovrebbe avere in un prodotto che, senza altri oneri di gestione, conducesse allo stesso montante netto finale del piano previdenziale in esame, conservando peraltro la struttura ETT propria dell'ordinamento fiscale italiano³¹. La differenza tra gli indicatori di onerosità totale (*charge ratio* e riduzione del rendimento) e quelli così ricavati (rispettivamente caricamento equivalente e commissione equivalente) è dunque pari all'incidenza delle imposte³².

²⁸ Cfr. p. 1.

²⁹ Nella maggior parte dei sistemi previdenziali privati esteri non è invece prevista tassazione dei rendimenti, ossia è adottato lo schema cosiddetto EET (*Exempt-Exempt-Taxed*, con tassazione della sola prestazione pensionistica) oppure quello TEE (*Taxed-Exempt-Exempt*, con contributi tratti dal reddito già assoggettato a imposizione).

³⁰ Il nocciolo del problema è l'ineliminabile correlazione inversa tra prelievo fiscale e oneri di gestione: in presenza di imposte, infatti, a ogni aumento delle commissioni corrisponde un aumento meno che proporzionale dei costi complessivi, poiché mentre aumenta la quota direttamente attribuibile alle commissioni diminuisce quella imputata alla tassazione.

³¹ Ad ogni modo giova rilevare come, dai calcoli effettuati, le differenze tra tutti gli indicatori considerati per valutare il peso dei costi di gestione risultino sempre assai contenute, sicché la predilezione accordata ad un particolare metodo di scomposizione non influisce che marginalmente sul risultato dell'analisi.

³² Più precisamente a quella che esse avrebbero se a tutte le reali forme commissionali fosse sostituito il solo costo equivalente.

III. Risultati

Il presente studio ha analizzato un ampio campione rappresentativo dei prodotti previdenziali ad adesione individuale diffusi in Italia³³: in particolare si sono considerati da un lato i fondi pensione aperti dei 10 gestori che detengono le massime quote di mercato, per un totale dell'83% dell'attivo netto complessivo³⁴, e, dall'altro, 25 polizze assicurative a finalità previdenziale, con una copertura sicuramente superiore ai due terzi del mercato³⁵.

1. La dicotomia del mercato finanziario previdenziale italiano

Benché il numero di aderenti ai due tipi di forma pensionistica sia attualmente quasi identico, prossimo a 320.000 sia per i fondi aperti³⁶ sia per le PIP³⁷, i risultati dell'analisi mostrano chiaramente che le polizze previdenziali individuali sono gravate da costi di gestione mediamente assai maggiori, nonché più variabili all'interno del campione.

La seguente tabella 1 illustra il caso di versamenti annui di € 1.000 costanti in termini reali: si noterà immediatamente che la commissione equivalente media (colonna vi) per i fondi pensione è approssimativamente pari a metà di quella per le polizze assicurative; forse ancora più significativo è osservare che il più costoso dei fondi aperti è pur sempre gravato da costi minori della PIP media. D'altra parte occorre rilevare, a riprova della succitata variabilità dell'incidenza commissionale, che la meno onerosa tra le polizze è sostanzialmente allineata alla media dei fondi pensione, e risulta anzi preferibile sul lungo periodo³⁸.

³³ Dettagliatamente presentato in appendice.

³⁴ Dati Assogestioni al terzo trimestre 2002.

³⁵ Diversamente da quanto accade per i fondi aperti, le quote di mercato delle singole compagnie non sono pubblicamente dichiarate; la rappresentatività del campione è peraltro assicurata dall'elevata concentrazione del mercato stesso: le due polizze più vendute costituirebbero addirittura l'82% del totale, secondo quanto riportato da UBS Warburg Global Equity Research il 6 agosto 2002. (Cfr. www.borsaitalia.it/media/star/db/pdf/11573.pdf).

³⁶ In cui 280.000 sono gli aderenti su base individuale, e 40.000 quelli su base collettiva.

³⁷ COVIP, *I Fondi pensione: principali aspetti quantitativi al 30 settembre 2002*, cit., p. 4 e Tav. 1.

³⁸ Il che è facilmente comprensibile, in quanto i costi gravanti su di essa, rapportati a quelli tipici dei fondi pensione, comprendono un maggior caricamento ma minori commissioni annue.

TABELLA 1

**Indicatori di costo delle forme previdenziali individuali
Contribuzione annua di € 1.000 reali**

Ipotesi di valore medio delle commissioni indirette gravanti sulle PIP

(Accanto alla media è indicata tra parentesi la numerosità del campione)

Durata 15 anni – rendimento annuo 5%						
	Montante finale in euro (I)	<i>Charge Ratio</i> (II)	Caricamento equivalente (III)	TIR annuo (IV)	<i>Reduction in Yield</i> (V)	Commissione equivalente (VI)
Media fondi aperti (34)	21'939.36	11.22%	8.22%	3.45%	1.55%	1.07%
Peggior fondo aperto	21'034.48	14.88%	12.49%	2.90%	2.10%	1.67%
Miglior fondo aperto	22'683.25	8.21%	4.71%	3.89%	1.11%	0.60%
Deviazione Standard	471.98	1.91%	2.24%	0.28%	0.28%	0.31%
Coefficiente di variazione	2.15%	17.02%	27.25%	8.21%	18.35%	28.90%
Media PIP (24)	20'150.63	18.46%	16.64%	2.32%	2.68%	2.29%
Peggior PIP	18'608.76	24.70%	23.81%	1.27%	3.73%	3.46%
Miglior PIP	21'670.62	12.31%	9.49%	3.30%	1.70%	1.25%
Deviazione Standard	886.96	3.59%	4.21%	0.59%	0.59%	0.64%
Coefficiente di variazione	4.40%	19.44%	25.30%	25.24%	21.87%	27.95%
Durata 25 anni – rendimento annuo 7%						
	Montante finale in euro	<i>Charge Ratio</i>	Caricamento equivalente	TIR annuo	<i>Reduction in Yield</i>	Commissione equivalente
Media fondi aperti (32)	59'183.67	23.70%	16.78%	5.03%	1.97%	1.26%
Peggior fondo aperto	55'201.66	28.83%	23.12%	4.52%	2.48%	1.82%
Miglior fondo aperto	64'424.55	16.94%	8.39%	5.66%	1.34%	0.60%
Deviazione Standard	1'660.84	2.14%	2.68%	0.21%	0.21%	0.22%
Coefficiente di variazione	2.81%	9.04%	16.12%	4.15%	10.62%	17.78%
Media PIP (18)	51'071.26	34.16%	29.65%	3.91%	3.09%	2.45%
Peggior PIP	45'878.09	40.85%	37.77%	3.10%	3.90%	3.35%
Miglior PIP	59'227.58	23.64%	16.71%	5.04%	1.96%	1.26%
Deviazione Standard	3'542.94	4.57%	5.72%	0.52%	0.52%	0.56%
Coefficiente di variazione	6.94%	13.37%	19.29%	13.32%	16.83%	22.86%
Durata 35 anni – rendimento annuo 9%						
	Montante finale in euro	<i>Charge Ratio</i>	Caricamento equivalente	TIR annuo	<i>Reduction in Yield</i>	Commissione equivalente
Media fondi aperti (32)	163'799.83	39.90%	28.39%	6.60%	2.40%	1.46%
Peggior fondo aperto	144'520.65	46.98%	37.99%	5.99%	3.01%	2.11%
Miglior fondo aperto	194'582.27	28.61%	12.87%	7.43%	1.57%	0.60%
Deviazione Standard	8'393.81	3.08%	4.30%	0.25%	0.25%	0.26%
Coefficiente di variazione	5.12%	7.72%	15.15%	3.80%	10.43%	17.81%
Media PIP (18)	134'951.08	50.49%	42.70%	5.61%	3.39%	2.47%
Peggior PIP	105'722.80	61.21%	56.77%	4.41%	4.59%	3.79%
Miglior PIP	173'732.93	36.26%	23.40%	6.89%	2.11%	1.17%
Deviazione Standard	17'120.99	6.28%	8.78%	0.63%	0.63%	0.67%
Coefficiente di variazione	12.69%	12.44%	20.56%	11.28%	18.66%	27.13%

La struttura peculiare del mercato finanziario previdenziale italiano appare evidente considerando altresì un succinto raffronto con la realtà internazionale recentemente presentata dall'OCSE³⁹.

I fondi pensione aperti mostrano indicatori di costo (commissione equivalente media) in linea con i valori riscontrati nei veicoli di risparmio volontario e attivamente gestito (terzo pilastro e fondi comuni) dei più importanti paesi stranieri, a cominciare dagli USA, per i quali la commissione media è dell'ordine di 100–150 punti base. Il migliore fondo, in cui l'unica forma di costo predeterminata è una commissione di gestione annua dello 0,6% dell'attivo, è del tutto paragonabile ai costi di forme previdenziali collettive ed occupazionali statunitensi, britanniche, australiane e svizzere⁴⁰; ciò suggerisce l'esistenza di una potenziale area di contendibilità tra strumenti di secondo e terzo pilastro.

Dedurre da tali dati che i fondi aperti italiani siano prodotti più convenienti dei loro analoghi esteri sarebbe tuttavia una conclusione ingiustificata. Di tutti i fondi considerati, infatti, solamente tre hanno commissioni equivalenti inferiori ai 100 punti base per linee di investimento non obbligazionarie (e dunque per gli scenari di 25 e 35 anni qui ipotizzati); in tutti e tre, la commissione annua in percentuale del patrimonio è l'unico onere ricorrente, e ciò non di meno ha un importo inferiore alla media. Questi fondi, sulla carta sicuramente superiori alla concorrenza, non appaiono però nettamente vincenti sul mercato: quello che risulta in assoluto preferibile nella presente simulazione aveva a fine 2001 una quota di mercato, misurata in termini di attivo gestito, solamente dello 0,6%; per di più, tutti e tre fanno capo a gestori che hanno promosso anche altri fondi, complessivamente più diffusi, i cui costi totali sono all'incirca doppi⁴¹. Poiché in un caso è esplicitamente dichiarato dalla società promotrice che il fondo aperto su cui gravano oneri minori è studiato per le adesioni collettive, e quello più costoso per quelle individuali, si potrebbe ipotizzare, in prima approssimazione, che tale spiegazione sia generalizzabile, e che anche per i fondi pensione aperti del nostro paese sia valida la generale esperienza di economie di scala e di riduzione delle spese di promozione e vendita per le forme previdenziali collettive.

D'altra parte, le PIP presentano costi nettamente superiori a quelli generalmente riscontrati in altri schemi previdenziali, sia italiani sia esteri: il valore della commissione annua equivalente, alquanto simile nei tre scenari, si assesta intorno al 2,4%; che tale livello sia alquanto elevato è più immediatamente osservabile dalla misura del caricamento equivalente: l'impatto cumulativo di una riduzione del rendimento è necessariamente tanto più elevato quanto più lungo è il periodo di capitalizzazione, e su un orizzonte di 35 anni, del tutto auspicabile per un piano pensionistico, l'incidenza degli oneri di gestione delle PIP è in media tale da assorbire il 42,70% del montante teoricamente accumulabile, e dunque al di là dell'intervallo 10% - 35% riportato dalla

³⁹ Cfr. OECD, *Private Pensions Systems: Administrative Costs and Reforms*, Private Pensions Series No.2, Paris, OECD Publications, 2002.

⁴⁰ Cfr. Estelle JAMES, James SMALHOUT e Dimitri VITAS, "Administrative Costs and the Organization of Individual Account Systems: A Comparative Perspective", in: OECD, cit., p. 34.

⁴¹ Il caso più curioso è proprio quello del fondo più economico: esso è pressoché omonimo di un altro prodotto del medesimo gestore, apparentemente indistinguibile eccetto che per gli oneri complessivi più che doppi.

Commissione Europea⁴². Da un'osservazione comparata del caricamento equivalente medio di fondi aperti e PIP emerge una differenza di 14,31 punti percentuali, che si traduce in uno "sconto" di un terzo del costo⁴³.

Questi risultati sono peraltro sorretti dal confronto con i valori calcolati dal regolatore. In ogni relazione annuale, la COVIP riporta infatti i valori della "commissione onnicomprensiva in percentuale del patrimonio" che sintetizza tutti i costi gravanti su di una forma previdenziale individuale. Il calcolo differisce da quello qui svolto per la commissione annua equivalente sia per aspetti metodologici⁴⁴, sia soprattutto per la simulazione di un periodo assai più breve, ossia di 3 e di 10 anni a fronte dei 15–35 scelti nella presente analisi; pur tuttavia i valori ottenuti con i due metodi hanno un'omogeneità sufficiente a consentire un significativo raffronto.

La corrispondenza delle conclusioni raggiunte nelle due sedi è invero quasi perfetta. Per i fondi pensione aperti la COVIP stima su 10 anni una commissione media pari a 1,2% per i comparti obbligazionari, 1,5% per quelli bilanciati e 1,8% per gli azionari⁴⁵, segnalando inoltre la riduzione di tali valori, mediamente di dieci punti base, all'aumentare dell'orizzonte considerato. Per le PIP, il regolatore riporta valori medi per il caso decennale del 2,4% per le polizze rivalutabili e del 3,2% per le *unit linked*. La differenza tra le due tipologie è confermata anche dal presente lavoro, che su un orizzonte di 15 anni ottiene una commissione equivalente del 2,04% per le prime e del 2,60% per le seconde; valori pienamente analoghi a quelli del regolatore se si tiene conto del succitato *trend* decrescente in funzione della permanenza nella forma previdenziale. Per gli scenari di lungo periodo, in cui non si sono qui considerate le polizze rivalutabili⁴⁶, la COVIP indica un assestamento del valore medio al 2,2%, a fronte del 2,5% risultante dalla nostra analisi.

Quest'ultima differenza sembra essere motivata dal diverso metodo impiegato per stimare le commissioni indirette ricadenti sugli assicurati a seguito dell'investimento dei premi netti in OICR. Il regolatore, infatti, le pone convenzionalmente pari alla metà delle commissioni specifiche del fondo interno cui è collegata la PIP, mentre si è qui scelto un riferimento più puntuale all'intervallo potenziale riportato nelle singole condizioni contrattuali.

Non si può certo escludere che l'ammontare medio dell'intervallo suddetto costituisca una sovrastima del costo effettivo; per conseguenza, si è ripetuta la simulazione assumendo che le commissioni indirette siano invece pari all'estremo inferiore dell'intervallo. Come illustra la tabella

⁴² Cfr. COMMISSION OF THE EUROPEAN COMMUNITIES, *Proposal for a Joint report by the Commission and the Council on Adequate and sustainable pensions*.

⁴³ Per di più, sotto l'usuale ipotesi di utilità marginale decrescente, il consumatore ha altresì disutilità marginale crescente in funzione dei costi sostenuti, e dunque soffre maggiormente ogni successivo aggravio di pari importo assoluto. Pertanto, indipendentemente da ogni giudizio su una "soglia di accettabilità", il passaggio da un caricamento equivalente del 28% ad uno del 43% deve ritenersi assai significativo.

⁴⁴ In particolare la COVIP non considera la presenza delle imposte sui rendimenti annui e, individuati i costi mediamente sostenuti per ogni anno di permanenza nel fondo, li rapporta semplicemente al patrimonio mediamente investito ogni anno; questo presumibilmente conduce a un'approssimazione in cui sono trascurati degli effetti di composizione.

⁴⁵ COVIP, *Relazione per l'anno 2001*, cit., p. 130.

⁴⁶ Si è infatti assunto che in tali scenari l'aderente opti per investimenti diversificati che includano una significativa componente azionaria.

2, questa nuova ipotesi, presumibilmente sin troppo riduttiva, conduce secondo le previsioni a una riduzione dell'onerosità, portandola al di sotto della stima COVIP⁴⁷; non è intaccata, ad ogni modo, la conclusione fondamentale risultante dal duplice confronto con i fondi pensione nel contesto italiano e con prodotti simili in ambito internazionale.

TABELLA 2						
Indicatori di costo delle forme previdenziali individuali						
Contribuzione annua di € 1.000 reali						
Ipotesi di minimo delle commissioni indirette gravanti sulle PIP						
(Accanto alla media è indicata tra parentesi la numerosità del campione)						
Durata 15 anni – rendimento annuo 5%						
	Montante finale in euro	<i>Charge Ratio</i>	Caricamento equivalente	TIR annuo	<i>Reduction in Yield</i>	Commissione equivalente
Media PIP (24)	20'476.83	17.14%	15.11%	2.54%	2.46%	2.06%
Peggior PIP	19'257.92	22.07%	20.80%	1.73%	3.27%	2.95%
Miglior PIP	21'670.62	12.31%	9.49%	3.30%	1.70%	1.25%
Deviazione Standard	640.68	2.59%	3.04%	0.42%	0.42%	0.45%
Coefficiente di variazione	3.13%	15.12%	20.11%	16.36%	16.91%	22.04%
Durata 25 anni – rendimento annuo 7%						
	Montante finale in euro	<i>Charge Ratio</i>	Caricamento equivalente	TIR annuo	<i>Reduction in Yield</i>	Commissione equivalente
Media PIP (18)	53'933.89	30.46%	25.13%	4.33%	2.67%	2.00%
Peggior PIP	48'562.08	37.39%	33.59%	3.54%	3.46%	2.87%
Miglior PIP	59'227.58	23.64%	16.71%	5.04%	1.96%	1.26%
Deviazione Standard	2'500.62	3.22%	4.04%	0.35%	0.35%	0.38%
Coefficiente di variazione	4.64%	10.58%	16.08%	8.09%	13.15%	18.78%
Durata 35 anni – rendimento annuo 9%						
	Montante finale in euro	<i>Charge Ratio</i>	Caricamento equivalente	TIR annuo	<i>Reduction in Yield</i>	Commissione equivalente
Media PIP (18)	147'560.37	45.86%	36.48%	6.07%	2.93%	2.00%
Peggior PIP	109'412.57	59.86%	55.02%	4.59%	4.41%	3.60%
Miglior PIP	173'732.93	36.26%	23.41%	6.89%	2.11%	1.17%
Deviazione Standard	14'714.24	5.40%	7.54%	0.53%	0.53%	0.55%
Coefficiente di variazione	9.97%	11.77%	20.67%	8.66%	17.92%	27.69%

Giova infine prendere in considerazione, tanto per le PIP quanto per i fondi pensione aperti, la sensibilità dei risultati alle ipotesi riguardanti i tassi di rendimento: in particolare nella seguente tabella 3 si prende in considerazione uno scenario in cui tutti i tassi sono ridotti di un punto percentuale rispetto ai valori originariamente ipotizzati.

⁴⁷ Si noterà inoltre una diminuzione della variabilità dei costi all'interno del campione.

TABELLA 3

**Indicatori di costo delle forme previdenziali individuali
Contribuzione annua di € 1.000 reali**

Ipotesi di valore medio delle commissioni indirette gravanti sulle PIP

(Accanto alla media è indicata tra parentesi la numerosità del campione)

Durata 15 anni – rendimento annuo 4%						
	Montante finale in euro	<i>Charge Ratio</i>	Caricamento equivalente	TIR annuo	<i>Reduction in Yield</i>	Commissione equivalente
Media fondi aperti (34)	20'516.30	10.30%	8.08%	2.57%	1.43%	1.07%
Peggior fondo aperto	19'682.11	13.94%	12.29%	2.02%	1.98%	1.68%
Miglior fondo aperto	21'200.10	7.31%	4.62%	3.01%	0.99%	0.60%
Deviazione Standard	434.15	1.90%	2.20%	0.28%	0.28%	0.31%
Coefficiente di variazione	2.12%	18.43%	27.23%	10.98%	19.76%	28.83%
Media PIP (24)	18'875.79	17.47%	16.34%	1.45%	2.55%	2.29%
Peggior PIP	17'455.86	23.68%	23.40%	0.40%	3.60%	3.47%
Miglior PIP	20'254.38	11.44%	9.40%	2.40%	1.60%	1.26%
Deviazione Standard	821.04	3.59%	4.17%	0.59%	0.59%	0.65%
Coefficiente di variazione	4.35%	20.55%	25.52%	40.50%	22.97%	28.38%
Durata 25 anni – rendimento annuo 6%						
	Montante finale in euro	<i>Charge Ratio</i>	Caricamento equivalente	TIR annuo	<i>Reduction in Yield</i>	Commissione equivalente
Media fondi aperti (32)	52'628.12	22.00%	16.35%	4.15%	1.85%	1.27%
Peggior fondo aperto	49'158.42	27.15%	22.59%	3.63%	2.37%	1.83%
Miglior fondo aperto	57'154.58	15.30%	8.16%	4.78%	1.22%	0.60%
Deviazione Standard	1'436.61	2.13%	2.62%	0.21%	0.21%	0.22%
Coefficiente di variazione	2.73%	9.68%	16.02%	5.00%	11.24%	17.32%
Media PIP (18)	45'600.87	32.42%	28.95%	3.03%	2.97%	2.46%
Peggior PIP	41'113.09	39.07%	36.87%	2.23%	3.77%	3.35%
Miglior PIP	52'640.11	21.99%	16.33%	4.16%	1.84%	1.26%
Deviazione Standard	3'053.69	4.53%	5.57%	0.52%	0.52%	0.56%
Coefficiente di variazione	6.70%	13.96%	19.24%	16.99%	17.35%	22.76%
Durata 35 anni – rendimento annuo 8%						
	Montante finale in euro	<i>Charge Ratio</i>	Caricamento equivalente	TIR annuo	<i>Reduction in Yield</i>	Commissione equivalente
Media fondi aperti (32)	136'970.70	37.60%	27.62%	5.72%	2.28%	1.47%
Peggior fondo aperto	121'377.32	44.70%	37.00%	5.12%	2.88%	2.11%
Miglior fondo aperto	161'807.41	26.28%	12.49%	6.55%	1.45%	0.60%
Deviazione Standard	6'787.50	3.09%	4.20%	0.25%	0.25%	0.26%
Coefficiente di variazione	4.96%	8.23%	15.21%	4.35%	10.91%	17.69%
Media PIP (18)	113'567.53	48.26%	41.65%	4.74%	3.26%	2.47%
Peggior PIP	89'852.87	59.06%	55.46%	3.54%	4.46%	3.80%
Miglior PIP	144'907.81	33.98%	22.81%	6.01%	1.99%	1.17%
Deviazione Standard	13'833.31	6.30%	8.55%	0.63%	0.63%	0.67%
Coefficiente di variazione	12.18%	13.06%	20.53%	13.23%	19.19%	27.13%

È naturale che si abbia una sistematica diminuzione delle misure di *charge ratio* e *reduction in yield*, in quanto esse contengono l'effetto delle imposte proporzionali al rendimento. Il risultato fondamentale che emerge dalla tavola è invece la grande robustezza del valore della commissione equivalente, che non varia mai di più di un punto base, laddove diminuisce invece, in maniera contenuta ma comunque significativa, il caricamento equivalente.

La differente variazione dei due indicatori è connessa, secondo quanto si è detto in precedenza⁴⁸, alla relazione tra ciascuno di essi e l'effettiva struttura commissionale: emerge in altri termini, come già osservato dalla COVIP⁴⁹, che la forma di costo precipuamente caratterizzante i prodotti previdenziali italiani è la commissione annua in percentuale del patrimonio, mentre le altre tipologie commissionali, incluso il caricamento sui premi versati nelle polizze assicurative, assumono in media un'importanza secondaria per orizzonti sufficientemente lunghi⁵⁰.

Da tale analisi di sensibilità si può dunque trarre una duplice conclusione:

- la commissione annua equivalente si presenta come la misura più idonea a riassumere i costi gravanti sulla previdenza italiana di terzo pilastro;
- i risultati qui presentati possono considerarsi sostanzialmente indifferenti alla specifica ipotesi sui rendimenti finanziari.

Su quest'ultimo fronte, certo il più rilevante, si può altresì osservare che anche un'ulteriore riduzione dei tassi di un punto percentuale non condurrebbe che a un aumento di circa un punto base della commissione equivalente⁵¹.

2. Elementi esplicativi del costo delle polizze assicurative a finalità previdenziale

Una prima possibile giustificazione della più elevata onerosità delle PIP è collegata agli elementi di garanzia demografica, che costituiscono la componente più puramente assicurativa di tali prodotti. Non si deve guardare, evidentemente, alla previsione di conversione in rendita al momento del pensionamento, che caratterizza indistintamente tutte le forme previdenziali, e a fronte della quale è d'altronde prelevato uno specifico costo al momento dell'erogazione della pensione privata; ciò che può distinguere le polizze dai fondi aperti è invece la garanzia dei coefficienti di conversione in rendita.

Per i fondi pensione, siano essi negoziali o aperti, la prestazione pensionistica annua corrispondente ad un dato montante⁵² può infatti variare fino all'inizio dell'erogazione, a seguito di revisioni delle ipotesi demografiche legittimate dal confronto con l'esperienza diretta. Analoga clausola può essere prevista dalle polizze assicurative, benché con la restrizione che la modifica non sia possibile negli ultimi tre anni della fase di accumulazione; le PIP possono però anche, come le tradizionali rendite differite, fissare al momento del versamento di ciascun premio il coefficiente di conversione in rendita che si applicherà alla quota del montante derivante dal

⁴⁸ Cfr. p. 1.

⁴⁹ COVIP, *Relazione per l'anno 2001*, cit., p. 131.

⁵⁰ Il che non toglie che vi siano alcuni casi di eccezionale *front-loading* dei costi delle PIP, su cui cfr. p. 19.

⁵¹ Una variazione significativa si ha esclusivamente nel caso delle PIP per lo scenario di 15 anni con un tasso del 3%: da una parte, tra le *unit-linked*, compaiono addirittura valori negativi del TIR; dall'altra, diverse polizze rivalutabili vedono invece la commissione annua compressa da una garanzia di rendimento del 2,5%, il che riduce la commissione equivalente media al 2,15%. Il fenomeno non corrisponde, però, a un'eventuale sensibilità della misura alla riduzione del rendimento, bensì al raggiungimento di un limite minimo al di sotto del quale emerge il valore della garanzia di risultato contenuta in tali polizze.

⁵² Nonché all'età ed al sesso dell'aderente.

premio stesso. Ciò implica naturalmente l'assunzione del rischio connesso all'errore di previsione dei tassi di mortalità futuri, rischio che può risultare alquanto significativo per periodi di differimento elevati, come quelli che dovrebbero caratterizzare i piani previdenziali.

L'ipotesi che questo trasferimento di rischio sia compensato da maggiori costi a carico dell'assicurato, sia pur logica, non appare tuttavia suffragata dai dati microeconomici: sono difatti le polizze fornite di garanzia, e non quelle che ne risultano prive, ad essere più convenienti; la differenza in media delle commissioni equivalenti è minima per lo scenario trentacinquennale, in cui ammonta pur sempre a 41 punti base. Basterà d'altronde osservare che la polizza più conveniente offre la garanzia dei tassi di conversione in rendita, mentre in ciascuno dei tre casi considerati risulta gravata dai massimi costi una PIP priva di garanzie demografiche.

Un secondo elemento di possibile giustificazione della più elevata onerosità delle PIP potrebbe essere ascrivibile non già alle garanzie demografiche, bensì a quelle finanziarie e, più specificamente, alle garanzie di rendimento annuo offerte dalle gestioni separate cui sono collegate le tradizionali polizze rivalutabili, le quali compongono circa metà del mercato delle PIP. Anche questa tesi si indebolisce però di fronte all'osservazione empirica, già sopra riportata, della maggior convenienza delle polizze rivalutabili rispetto alle *unit linked*, le quali sono prive di garanzia finanziaria. Una sostanziale conferma di tale dato si ottiene peraltro dall'esame dei fondi aperti; se è pur vero che i due comparti obbligazionari più costosi offrono una garanzia di risultato e hanno un'identica commissione equivalente dell'1,66%, la tendenza generale del mercato è ben altra: nei fondi multicomparto, cui non appartiene alcuna delle due linee citate, alla garanzia finanziaria corrisponde sempre la commissione di gestione minima, cui si accompagna però una politica di investimento particolarmente conservativa⁵³.

Un'ulteriore ipotesi potrebbe fondarsi sul costo dell'estensione dell'ambito di scelta: la normativa stabilisce infatti che, per quanto riguarda le PIP, all'assicurato sia concesso di suddividere a piacere il proprio patrimonio previdenziale tra i vari fondi di investimento offerti dalla polizza, laddove nei fondi aperti l'aderente non può che scegliere in ogni istante un'unica linea di appartenenza. Anche tale interpretazione non appare però pienamente convincente, dal momento che le opzioni proposte dalle compagnie di assicurazione tendono in realtà ad essere alquanto limitate: a fronte di un singolo caso in cui l'assicurato può scegliere fino a 40 fondi di investimento tra un larghissimo ventaglio di prodotti di svariati gestori, la gran parte delle PIP prevede un numero di fondi interni non superiore a quello dei comparti di un generico fondo pensione aperto, e investire contemporaneamente in più di un fondo non si presenta come un'opportunità di eccezionale valore. Per di più si deve osservare che nelle polizze rivalutabili collegate ad una gestione separata le possibilità di personalizzazione dell'investimento concesse all'assicurato sono per definizione nulle, e se da un lato tali prodotti risultano meno costosi delle assicurazioni *unit linked*, dall'altro lo sono più dei fondi aperti.

⁵³ Questo non implica che la garanzia sia effettivamente priva di valore o di prezzo: i rari comparti monetari senza garanzia hanno commissione annua di gestione inferiore di circa 10 punti base rispetto a quella dei comparti garantiti; questi ultimi non sono però mai più costosi delle altre linee di investimento del fondo cui appartengono, incluse quelle obbligazionarie.

Il maggior importo e la minore omogeneità delle commissioni gravanti sulle PIP si prestano ad essere spiegati piuttosto attraverso il paradigma “*Maggior Informazione – Maggiore Concorrenza*”. La struttura dei costi prevista nei fondi pensione aperti è connotata da una notevole semplicità, e il buon livello di informazione fornito al bacino di aderenti permette di fatto la comparazione tra i diversi prodotti, spingendo i fondi a contendersi il mercato attraverso una competizione di prezzo. Tale trasparenza ha condotto al progressivo allineamento e alla riduzione delle commissioni, sicché nel tempo la remunerazione dei servizi impliciti nella gestione dei fondi si è relativamente omogeneizzata. Al contrario, la complessità rilevata nella struttura commissionale delle polizze vita esaminate e la povera qualità dell’informativa fornita ai potenziali assicurati non consentono un agevole confronto tra i differenti contratti, permettendo di fatto alle PIP di competere sul mercato con leve di marketing finanziario diverse dal *pricing*.

A conferma di tale chiave di lettura si osserverà nella tabella 4 che i fondi pensione aperti promossi dai due gruppi che detengono le massime quote dell’attivo complessivamente gestito⁵⁴ hanno costi minori della media (non ponderata) calcolata per l’intero settore, mentre è vero il contrario per le due principali PIP, che pure dominano il relativo mercato⁵⁵.

TABELLA 4						
Indicatori di costo delle forme previdenziali individuali						
Contribuzione annua di € 1.000 reali						
Restrizione ai due principali operatori di ciascun segmento						
Polizze assicurative a finalità previdenziale						
	Montante finale in euro	Charge Ratio	Caricamento equivalente	TIR annuo	Reduction in Yield	Commissione equivalente
15 anni – rendimento 5%	19'511.13	21.05%	19.62%	1.91%	3.10%	2.76%
25 anni – rendimento 7%	49'194.28	36.58%	32.60%	3.64%	3.36%	2.76%
35 anni – rendimento 9%	124'479.52	54.33%	47.80%	5.25%	3.75%	2.90%
Fondi pensione aperti						
	Montante finale in euro	Charge Ratio	Caricamento equivalente	TIR annuo	Reduction in Yield	Commissione equivalente
15 anni – rendimento 5%	22'230.17	10.05%	6.85%	3.63%	1.37%	0.88%
25 anni – rendimento 7%	59'816.52	22.88%	15.77%	5.12%	1.88%	1.18%
35 anni – rendimento 9%	164'824.61	39.53%	27.88%	6.64%	2.36%	1.43%

3. Ipotesi contributive e differenze di onerosità

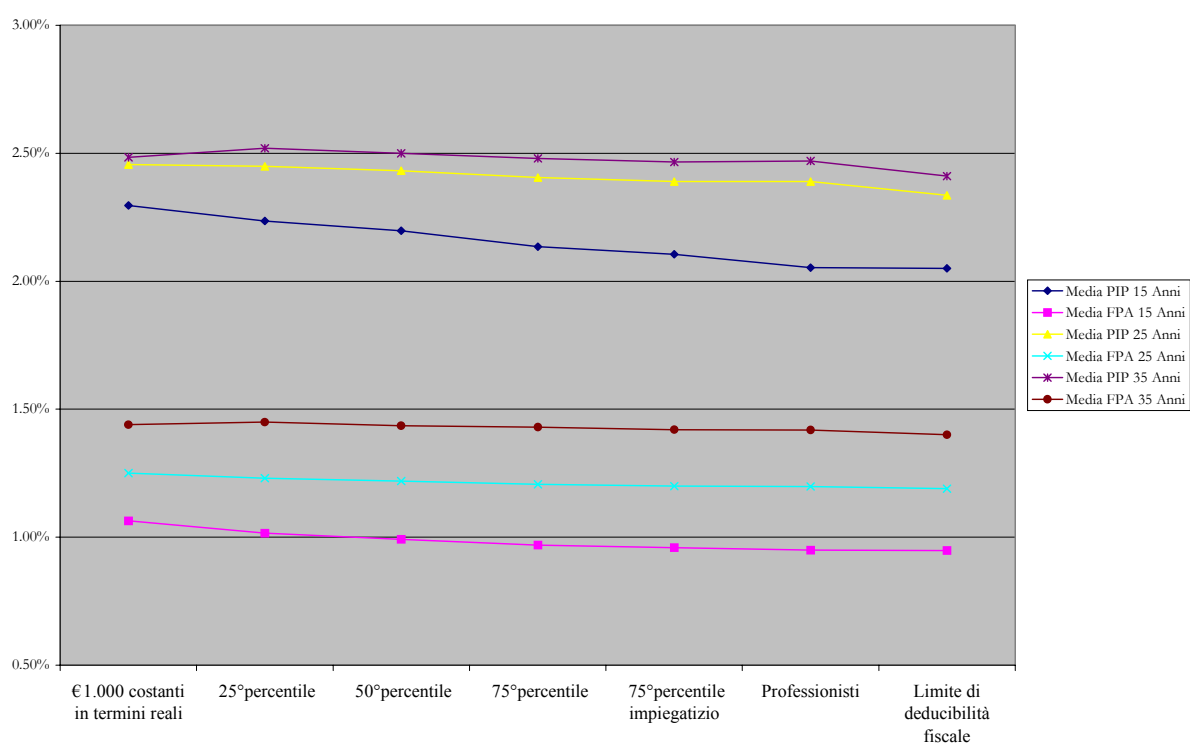
Ogni insieme di costi comprendente oneri determinati in cifra fissa ha, per definizione, incidenza maggiore su somme minori: da questa semplice constatazione discende immediatamente una previsione di regressività della struttura commissionale delle forme pensionistiche di terzo pilastro; previsione rafforzata, nel caso delle PIP, dall’osservazione di caricamenti definiti come funzione negativa dell’ammontare contribuito.

⁵⁴ Dati al terzo trimestre 2002.

⁵⁵ Per gli orizzonti di 25 e 35 anni si considera una sola delle due polizze, l’altra essendo del tipo rivalutabile.

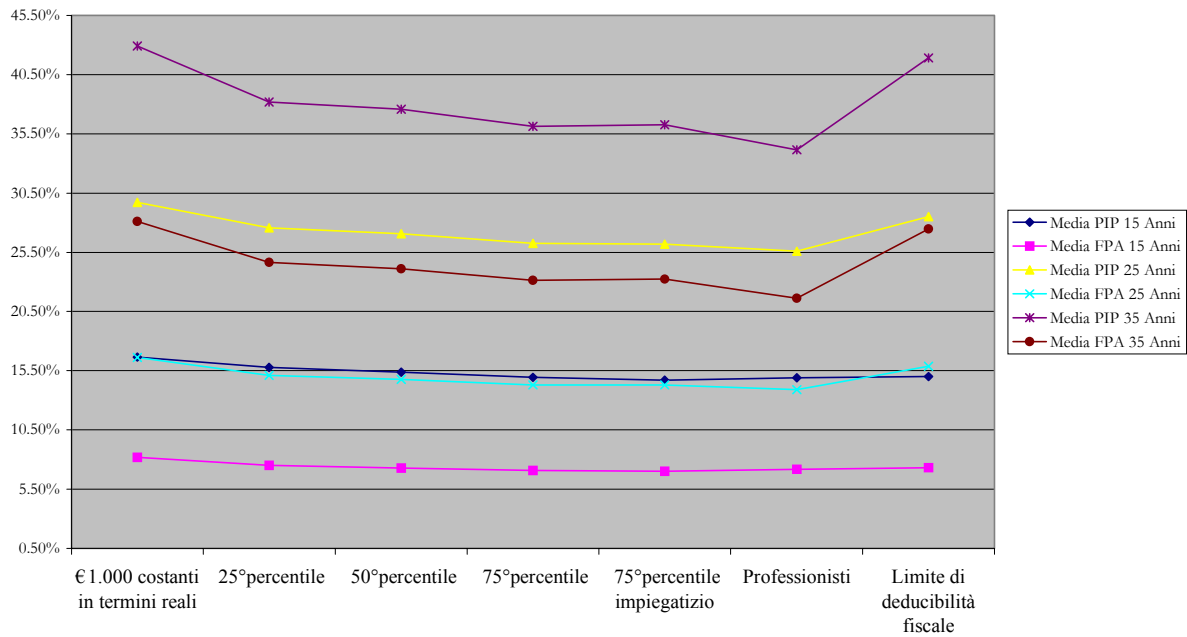
L'esame delle simulazioni condotte con profili realistici delle contribuzioni di individui appartenenti a categorie professionali con redditi chiaramente distinguibili porta contemporaneamente alla dimostrazione della correttezza dell'assunto sopra esposto, ma anche alla conferma della robustezza dei risultati ottenuti con il più semplice scenario già presentato di versamenti costanti in termini reali: in altre parole, l'effetto regressivo è indubbiamente presente, ed è più marcato per le polizze assicurative che per i fondi pensione; d'altra parte esso è alquanto contenuto, tanto da potersi ritenere trascurabile, specie per gli orizzonti più lunghi che possono essere considerati i più significativi. Tutto questo è chiaramente illustrato nella figura 2, che presenta la commissione annua equivalente in funzione delle ipotesi contributive, disposte sull'asse delle ascisse in ordine crescente di montante finale.

Fig. 2 Commissione annua equivalente



Emerge in generale, come si è anticipato, un andamento lievemente decrescente, più pronunciato nel caso delle PIP. Si osserverà tuttavia che per l'orizzonte di 35 anni la commissione equivalente è maggiore nella simulazione della storia contributiva dei percettori di redditi modesti che nello scenario di contribuzione di € 1.000 costanti in termini reali. Ciò dipende, in realtà, non dal livello medio dei versamenti, ma dal loro tasso di crescita: come si è avuto modo di indicare nella presentazione degli indicatori, il livello di ciascuno e la relazione esistente tra i due dipendono dalle sottostanti ipotesi di simulazione; data la molteplicità di tipologie di costo gravanti su un prodotto reale, a un profilo contributivo più crescente nel tempo corrisponde una maggior riduzione del rendimento, ma anche un minor *charge ratio*. Si veda come, nella figura 3, i dati del caricamento equivalente mostrino un'inversione della tendenza decrescente per i versamenti massimi anziché per quelli minimi.

Fig. 3 Caricamento equivalente

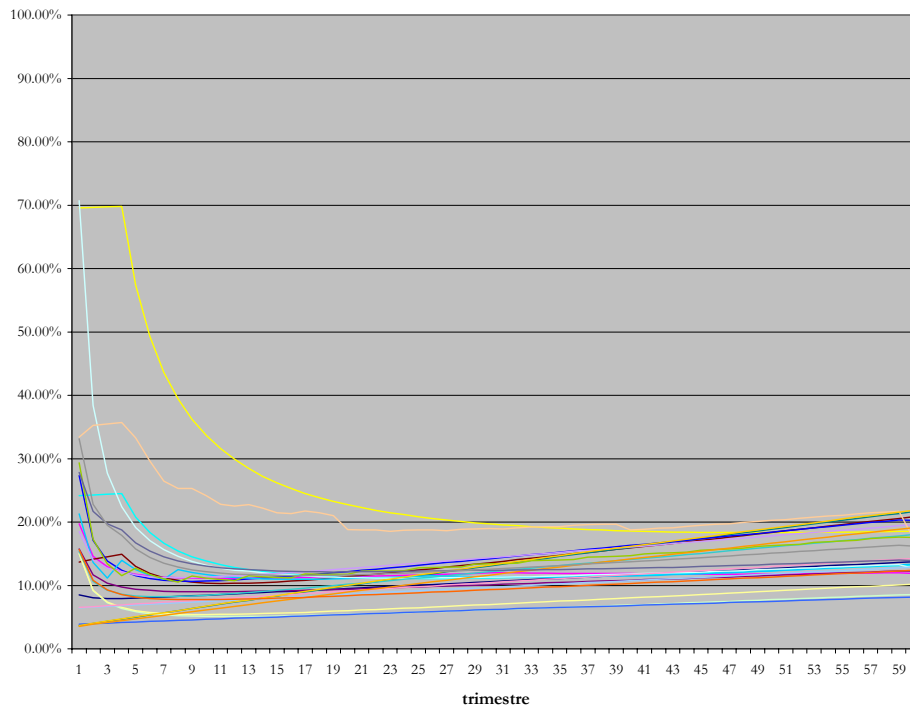


È legittimo osservare che aderenti con un più elevato tasso di crescita dei versamenti nominali traggono maggior giovamento dalla preponderanza della commissione annua in percentuale del patrimonio all'interno delle effettive strutture di costo: questa, piuttosto che veri e propri effetti regressivi, è la ragione del minor caricamento equivalente risultante per i professionisti⁵⁶.

Occorre però tenere conto che la suddetta preponderanza sussiste con certezza soltanto per orizzonti considerevoli: al di sopra dei dieci anni essa è universale, ma per periodi inferiori in diverse PIP, tra cui i due *market leader*, è invece dominante l'impatto del caricamento dei premi, sicché il caricamento equivalente decresce nel tempo; si veda in proposito la figura 4, che presenta la simulazione per il percettore del reddito mediano sull'orizzonte di 15 anni.

⁵⁶ L'effetto non si esplica sull'orizzonte di 15 anni perché le contribuzioni dei professionisti risultano pressoché coincidenti con il massimo fiscalmente deducibile, e sono pertanto costanti in termini reali.

Fig. 4 Caricamento equivalente al riscatto della polizza



Questo andamento discende parzialmente dalla presenza di un costo *una tantum* in cui si riflettono gli oneri di acquisizione della clientela, e in tale misura è riscontrabile anche per i fondi aperti; sembra però sussistere in talune polizze, e in particolare nelle due più diffuse, corrispondenti alle due curve persistentemente più elevate nel grafico, un meccanismo di *front-loading*, ossia di anticipazione dei costi, volto a dissuadere l'interruzione del piano inizialmente previsto: in tali contratti il caricamento applicato ai premi del primo anno può in effetti superare l'80%.

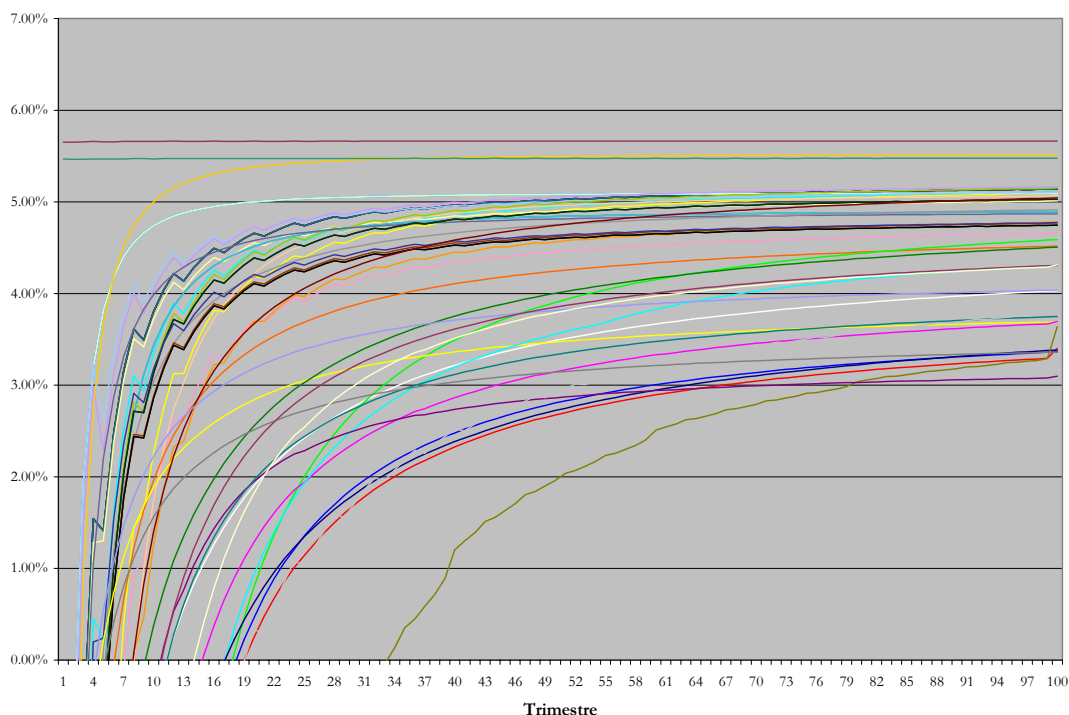
L'interpretazione intuitiva che tale politica di prezzo ostacoli la concorrenza, scoraggiando il trasferimento in uscita degli assicurati, appare però fuorviante: in realtà i costi previsti da tali contratti per gli anni successivi al primo, in termini di caricamento dei premi e commissioni proporzionali al patrimonio, sono comunque più elevati di quelli della maggioranza dei fondi pensione nonché di diverse PIP, sicché per l'aderente sarebbe pur sempre conveniente trasferirsi al più presto. L'elevato caricamento iniziale sembra assolvere piuttosto alla funzione di stimolo per la forza vendita, che da esso trae la gran parte della propria remunerazione: l'andamento del mercato pare d'altronde premiare le politiche di vendita aggressive così incentivate, comprovando il detto anglosassone secondo cui "*insurance is sold, not bought*".

Tali politiche di vendita possono peraltro condurre a fenomeni di *mis-selling*, ossia di collocamento di prodotti previdenziali inadatti a soddisfare le reali esigenze dei compratori, paragonabili a quelli tristemente noti nel mercato britannico. Al riguardo non si può non valutare positivamente l'intervento dell'ISVAP che, con Circolare n. 487/D del 24 ottobre 2002, ha

sancito⁵⁷ il divieto di distribuzione di polizze assicurative destinate ad attuare piani di previdenza complementare individuale mediante tecniche di *multilevel marketing* o *network marketing*, ossia con una struttura di vendita composta da produttori senza mandato della compagnia, organizzati gerarchicamente in senso piramidale ed operanti presso il domicilio dei potenziali assicurati.

Anche prescindendo dalla peculiarità del mercato assicurativo, giova tenere presente che il riscatto anticipato della posizione individuale è penalizzante, con l'eccezione dei rari fondi pensione aperti che prelevano unicamente una commissione annua proporzionale al patrimonio: si veda,

Fig. 5 TIR al riscatto della posizione



nella figura 5, l'andamento del TIR in funzione del momento di uscita dal piano previdenziale⁵⁸.

Da un lato si può osservare che una riduzione nel tempo dell'effetto dei costi è consona allo scopo fondante di un piano previdenziale ed all'orizzonte di lungo periodo che dovrebbe caratterizzarlo: in effetti, seguendo l'esempio cileno, molti schemi pensionistici complementari sudamericani hanno optato per il prelievo di commissioni soltanto sotto forma di caricamento dei premi versati, struttura che più di ogni altra conduce a una riduzione del rendimento decrescente in funzione della durata della fase di accumulazione⁵⁹.

Dall'altro lato, senza voler entrare nel merito della *vexata quaestio* riguardante la struttura commissionale ottimale, che certo trascende l'ambito del presente lavoro e per di più non

⁵⁷ Intervenendo su di una situazione che riguardava una delle PIP più vendute sul mercato.

⁵⁸ Il grafico presenta congiuntamente fondi aperti e PIP, ma solamente in queste ultime accade di riscontrare un TIR negativo su orizzonti superiori ai due anni.

⁵⁹ Nonché, come si è detto, crescente con il tasso di crescita dei versamenti.

necessariamente ammette una soluzione definitiva, si deve però tenere presente che un profilo di costo che scoraggi il riscatto anticipato potrebbe essere meno indicato nel contesto italiano, alla luce di un'impostazione normativa che vuole connotare le forme pensionistiche complementari anche in senso precauzionale, in particolar modo destinando al loro finanziamento il TFR, ossia un risparmio che fino a oggi ha svolto un rilevante ruolo di ammortizzatore sociale.

In ogni caso, sotto il profilo dei costi, il fenomeno deve considerarsi modesto e verosimilmente non preoccupante: il lavoratore che, per esempio, si avvalsesse ogni otto anni della facoltà di effettuare un riscatto parziale nei limiti previsti per l'agevolazione fiscale patirebbe di conseguenza un aumento medio della commissione equivalente inferiore ai 5 punti base per i fondi pensione, e prossimo ai 15 per le PIP.

IV. Conclusioni

Questo lavoro ha analizzato l'onerosità dei prodotti previdenziali di terzo pilastro offerti in Italia, ossia le polizze previdenziali individuali e le adesioni individuali ai fondi aperti, secondo indicatori ampiamente utilizzati nella letteratura internazionale.

La simulazione ha coperto i casi di piani della durata di quindici, venticinque e trentacinque anni, distinguendo tra partecipanti con diverse situazioni reddituali. I risultati della ricerca mostrano una netta differenziazione tra i costi delle PIP e quelli dei fondi aperti: questi ultimi sono pienamente assimilabili a prodotti di analoga funzione presenti sui mercati esteri, e nei casi migliori eguagliano la convenienza degli schemi previdenziali di secondo pilastro, sia a livello internazionale sia con riferimento in particolare al nostro paese⁶⁰; per contro, il mercato delle polizze individuali appare caratterizzato da una elevata onerosità, superiore tanto ai livelli prevalenti negli altri schemi pensionistici quanto a quelli auspicati da studiosi e regolatori.

È pur vero che il mercato è ancora in una fase iniziale, e che la scarsa consapevolezza dei rischi, in particolare demografici ma anche finanziari, gravanti sulle compagnie di assicurazione può costituire una parziale giustificazione dell'onerosità delle polizze. Simili osservazioni possono certo condurre ad un giudizio positivo su alcune PIP, che a confronto con i fondi pensione offrono più rilevanti garanzie e maggiore flessibilità, senza per questo imporre un significativo aggravio dei costi.

Un futuro allineamento della generalità delle PIP verso quest'area di efficienza già raggiunta da alcuni costituirebbe una positiva direzione di sviluppo del mercato e di valorizzazione delle specificità dei prodotti assicurativi come elementi di vantaggio competitivo.

È d'altronde vero che anche nell'insieme dei fondi aperti considerati, mediamente più efficienti, esistono prodotti più costosi della media, e anche con riguardo a questi ultimi è auspicabile una progressiva riduzione dell'onerosità.

⁶⁰ Il regolatore ha infatti registrato nel 2001 un rapporto medio tra spese e patrimonio dei fondi pensione negoziali pari allo 0,7%. Cfr. COVIP, *Relazione per l'anno 2001*, cit., p. 82.

Un anonimo *referee* suggerisce l'opportunità di analizzare i *trade-off* tra prodotti più efficienti, ma che non si riescono a vendere, quali potrebbero essere i fondi aperti, e prodotti più costosi, ma che proprio per questo hanno una migliore penetrazione del mercato, quali potrebbero essere le PIP. Nella misura in cui gli oneri non sono 'esagerati', bisognerebbe in ogni caso riconoscere la necessità di remunerare il canale distributivo di questi ultimi, visto che si tratta di prodotti che 'nessuno compra se non sono venduti'.

Purtroppo non esistono al momento dati per valutare quanto l'evoluzione del mercato dipenda dal fatto che un prodotto relativamente economico abbia maggiori difficoltà a essere venduto rispetto a uno più costoso, e quanto dipenda invece dalla concorrenza interna – ossia dalla scoperta che a parità di sforzo si può vendere al risparmiatore tanto una PIP costosa quanto un fondo conveniente; il che implicherebbe che ogni gruppo finanziario che promuova ambedue preferisca spingere la prima, quand'anche fosse in grado di non andare in perdita sul secondo. In ogni caso, ciò che può lasciare perplessi è che la rete di vendita si remunera con i caricamenti, mentre il punto debole della maggior parte delle PIP sono le commissioni di gestione indirette per l'investimento in OICR.

Appendice: il campione dei prodotti considerati

Fondi Pensione		
Gruppo	Promotore	Fondo
1. Intesa BCI	Intesa Asset Management SGR	Carime Previdenza Carinord Centrale Previdenza Attiva Giustiniano Previd-System Previmaster Unione
2. Arca	Arca SGR	Arca Previdenza BPB Impresa e Lavoro BPB Mercato e Progresso Lavoro e Futuro
3. Monte dei Paschi di Siena	a) Banca Monte dei Paschi di Siena b) Ticino Vita c) Montepaschi Vita	Paschi Previdenza Kaleido Prisma Kaleido Tetraedro Diadema-Acquamarina
4. Sanpaolo IMI	a) Fideuram Fondi SGR b) Sanpaolo IMI Asset Management SGR	Fondo Pensione Fideuram Sanpaolo Previdenza
5. Intesa BCI – Assicurazioni Generali	SIM Co.Ge.F.	Progetto SIM Co.Ge.F
6. RAS	a) Riunione Adriatica di Sicurtà b) Duerrevita	Previras Previ R+R
7. Assicurazioni Generali	a) INA b) Generali Vita c) Alleanza Assicurazioni	Fondo Pensione INA Previgen Global Previgen Valore AlMeglio
8. La Fondiaria Assicurazioni	La Fondiaria Assicurazioni	Conto Previdente Fondiaria Previdenza
9. Unipol	Compagnia Assicuratrice Unipol	Unipol Futuro Unipol Insieme Unipol Previdenza
10. Eptaconsors	Eptafund SGR	Aedifico Arturo Arturo 06 Euganeo Previdenza Perseo Futuro

Polizze Individuali Previdenziali	
Compagnia	Prodotto
Alleanza assicurazioni	Alleata
AXA Assicurazioni	Cumulativo Beneficio Fiscale
AXA Assicurazioni	Gestione Attiva Beneficio Fiscale
Bayerische Vita	Piano Pensionistico Bayerische
BNL	Vita Unit Previdenza
Bipiemme Vita	Domani sereno
Società Cattolica di Assicurazione	Domani Certo
Fideuram Vita	Piano Pensione Individuale
Finanza & Futuro	Progetto previdenza
La Fondiaria Assicurazioni	Più Pensione
GenCasse Professionali	Professione Futuro
Generali Vita	Valore Pensione
Lloyd Adriatico	MyLife Previdenza
Mediolanum Vita	Europension TaxBenefit
Montepaschi Vita	Terzo Tempo
Società Reale Mutua di Assicurazioni	Cento Stelle
Roma Vita	Progetto Crescita Previdenza
Sanpaolo Vita	Vita&Previdenza
Skandia Vita	Soluzione unit linked con beneficio fiscale
Skandia Vita per Banche di Credito Cooperativo dell'Abruzzo e del Molise	Sestante unit linked con beneficio fiscale
Skandia Vita per TERCAS	Tercas unit linked con beneficio fiscale
Toro Assicurazioni	Toro Futuro Sereno
Winterthur Vita	Winpension
Zurich Investments Life	VIPensiono
Zurich Investments Life	VIPensiono Azionario

Un commento

*Gian Maria Gros-Pietro**

Sarebbe difficile esagerare l'importanza dello sviluppo degli strumenti finanziari destinati alla previdenza complementare individuale nel nostro paese. Essi assumono un rilievo tuttora sensibilmente inferiore a quello rivestito in altri paesi e ciò determina una serie di conseguenze. Sul piano sociale, la mancanza di un robusto pilastro complementare e individuale accentua la pressione prospetticamente esercitata nei confronti del sistema di previdenza obbligatoria, in una fase di evoluzione demografica che rende particolarmente gravoso e iniquo il carico futuro gravante sulle giovani generazioni da parte di un sistema a ripartizione, in cui cresce il numero dei beneficiari e diminuisce quello dei soggetti all'onere. Se si riuscisse ad accelerare lo sviluppo delle forme di previdenza alternative e basate sulla capitalizzazione, da un lato tale pressione si alleggerirebbe, dall'altro le future generazioni destinate a pagare le pensioni dei lavoratori attuali almeno erediterebbero da questi ultimi una abbondante dotazione di capitale che aiuterebbe a produrre il reddito necessario a erogare quelle pensioni.

Ancora più importante, per i suoi effetti immediati, è l'anomalia che l'atrofia degli operatori finanziari offerenti prestazioni previdenziali individuali rappresentata sul piano del corretto funzionamento del nostro mercato finanziario. In un paese a normale sviluppo di tali strumenti gli operatori in questione raccolgono ogni anno una quota consistente del risparmio e quindi dello stesso reddito prodotto, che debbono provvedere a reinvestire con un'ottica di lungo termine. Pertanto essi costituiscono una componente importantissima dell'investimento istituzionale, quello che si dirige verso le attività produttive senza l'intenzione di esercitarne il controllo, ma al solo scopo di ottimizzare i rendimenti dei propri investimenti. Lo spessore dell'investimento finalizzato al puro rendimento è fondamentale affinché il mercato finanziario sia in grado di esercitare con efficacia la propria funzione principale, consistente nell'ottimale allocazione del capitale finanziario fra i settori produttivi e fra le imprese. Sono proprio gli investitori che non si propongono obiettivi di controllo i più idonei a contribuire alla corretta valutazione delle imprese; di conseguenza, in modo solo apparentemente paradossale, il buon funzionamento del mercato per il controllo delle imprese richiede la forte presenza, tra gli investitori in capitale di rischio, di operatori non interessati al controllo. Fra questi ultimi, i più importanti sono proprio coloro che operano con orizzonti lunghi, poiché si presume che non si lascino influenzare dalle prestazioni momentanee delle imprese, ma siano invece in grado di valutarne l'idoneità a produrre ricchezza nel lungo periodo. Gli investitori istituzionali di tipo previdenziale rappresentano dunque l'operatore più appropriato per assicurare che il mercato per il controllo delle imprese raggiunga effettivamente il suo obiettivo sociale, ovvero l'affidamento delle imprese stesse nelle mani più capaci.

Ne consegue che un insufficiente sviluppo degli operatori in questione mortifica l'efficacia del mercato e più in particolare è suscettibile di produrre quegli specifici difetti che così comunemente si lamentano a proposito del mercato italiano: in primo luogo, l'insufficiente

* Università di Torino.

offerta di capitale di rischio interessato esclusivamente al rendimento. Da questa carenza deriva direttamente l'impossibilità, per gli imprenditori che vogliono rimanere tali, di contare sull'appoggio di consistenti quote azionarie appagate soltanto dal rendimento, e quindi il desiderio di provvedere con le proprie forze a detenere una quota adeguata del capitale di rischio. Ne discendono a loro volta due conseguenze perverse. Da un lato il "nanismo" delle imprese, le cui dimensioni vengono artificialmente limitate a una misura corrispondente alle disponibilità finanziarie del gruppo di controllo, anziché tendere alla dimensione ottimale per il loro campo di attività. Dall'altro il ricorso alle piramidi di scatole cinesi, per moltiplicare attraverso questa leva l'ampiezza del controllo esercitabile con capitali limitati. Entrambi i fenomeni hanno un ruolo importante nel deprimere la competitività del nostro sistema economico. Il primo riduce l'efficienza delle imprese e spesso le esclude da intere aree di attività, come quelle ad elevato investimento nell'innovazione. Il secondo deprime l'efficienza del mercato finanziario e ne riduce l'attrattiva per gli investitori, dando impulso a un circolo vizioso in cui l'inefficienza del mercato finanziario penalizza le imprese, rendendole ancor meno idonee a sostenere un mercato finanziario efficiente.

Sono questi i motivi per i quali è così importante che la previdenza complementare individuale arrivi rapidamente ad assumere anche nel nostro paese una rilevanza simile a quella ricoperta nei paesi dotati di un mercato finanziario pienamente sviluppato. Ed è evidente che un recupero siffatto richiederebbe, insieme ad altri fattori esterni, come un adeguato regime fiscale e un opportuno quadro normativo, anche la dimostrazione che è conveniente per gli individui investire parti significative del proprio reddito in questa forma particolare di risparmio. Ovvero una misura della "onerosità dei prodotti previdenziali individuali" che risultasse incentivante per il risparmiatore. Tale misura è stata molto opportunamente effettuata dalla ricerca CeRP – ABI, con una adeguata strumentazione statistica e teorica. Purtroppo i risultati non sono al momento confortanti, come la ricerca documenta chiaramente. Alla loro evidenza vorrei soltanto aggiungere pochi commenti.

Il fatto che l'onerosità dei prodotti oggetto della ricerca sia risultata da noi superiore rispetto ai paesi di riferimento non dovrebbe stupire in sé. Sono molti i motivi per cui ci si deve aspettare che una attività appena in avviamento presenti livelli di efficienza inferiori rispetto ai paesi in cui essa è pienamente sviluppata; alle mancate economie di scala si deve come minimo aggiungere l'onere da sopportare per costruire il mercato, ovvero la promozione dell'idea stessa presso risparmiatori ai quali essa non risulta familiare. Se si pone attenzione anche solo a questi due aspetti si trovano elementi per comprendere il segno delle differenze, anche se mancano gli elementi per capire se l'entità delle differenze è giustificata. Il costo della gestione del risparmio comprende in larga misura elementi, come l'analisi dei singoli campi di investimento potenziali, il cui onere è fondamentalmente commisurato all'oggetto dell'analisi e poco legato alla massa del risparmio gestito; è perciò inevitabile che le fasi iniziali, in cui la massa gestita è ancora modesta, siano caratterizzate da elevati livelli di incidenza degli oneri in questione. In effetti risulta che nel nostro paese solo i gestori più efficienti, con costi molto inferiori alla media, si avvicinano ai livelli di riferimento.

Meno comprensibile risulta a prima vista la circostanza per cui i prodotti più efficienti non appaiono premiati dal mercato, dove occupano quote irrisorie. La circostanza si comprende meglio considerando che si tratta di prodotti orientati alle adesioni collettive, quindi in grado di risparmiare sensibilmente sull'onere di promozione del mercato. Se da un lato la loro maggiore efficienza trova una giustificazione, dall'altro la formula delle adesioni collettive parrebbe meritevole di maggiore spinta da parte degli offerenti. Invece dalla ricerca emerge che gli stessi offerenti di prodotti a bassa onerosità e a bassa diffusione sono al contempo titolari di prodotti molto più diffusi e ben più onerosi. Ci si chiede perché il prodotto migliore non scacci quello peggiore, mentre invece gli operatori sembrano orientarsi in senso il contrario. La risposta parrebbe da ricercarsi principalmente nel ruolo determinante della promozione commerciale ai fini del successo del prodotto e nella sua alta incidenza sul costo complessivo. I due fenomeni combinati farebbero sì che il mercato finisca per premiare l'investimento commerciale rispetto all'efficienza gestionale. Come accade in molti mercati a scarsa trasparenza implicita (cioè causata dalla scarsa competenza del compratore rispetto al venditore), sembra che la promozione faccia aggio sulla qualità del prodotto, cosicché il prodotto meno conveniente per il compratore, ma sul quale il venditore investe di più, tende a diffondersi maggiormente. Un principio che sembra applicarsi anche ai prodotti previdenziali. Esso sembra agire in modo proporzionale alla opacità del prodotto per il compratore, poiché le polizze, più complesse da valutare nella loro convenienza, risultano nettamente più onerose dei fondi. Si aggiunga che la strategia degli offerenti sembra mirata in questo momento principalmente all'occupazione del mercato: lo stimolo nei confronti dei venditori è fortissimo e può arrivare sino all'80% del premio iniziale. In queste condizioni non soltanto può accadere che i prodotti più sostenuti scaccino quelli migliori, ma è elevato il rischio che i clienti siano indotti in modo massiccio a scegliere prodotti aventi caratteristiche non corrispondenti alle loro esigenze, indipendentemente dalla onerosità.

Il quadro complessivo che emerge dalla ricerca è quindi abbastanza preoccupante, ma al tempo stesso mostra delle opportunità. E' preoccupante perché la previdenza complementare individuale, così importante per i motivi già esposti, non sembra al momento essere in Italia appetibile come in altri paesi (con qualche lodevole eccezione). Ciò farebbe presumere che la sua diffusione non potrà essere veloce: accorrerà far accettare ai risparmiatori comportamenti nuovi, per di più proponendoli loro a condizioni non ottimali. Nel comportamento strategico degli offerenti sembra per il momento prevalere un orientamento opportunistico, teso a trarre vantaggio dal cliente più che a servirlo. E' probabile che a questo orientamento competitivo corrisponda l'atteggiamento e la composizione di una parte considerevole della forza di vendita attuale, che si può presumere più aggressiva che competente. In tali condizioni la strada da percorrere per arrivare a un sistema previdenziale complementare meno oneroso appare indubbiamente lunga. Ma proprio l'entità e la difficoltà del percorso da compiere rappresentano un'ampia opportunità per gli operatori più orientati al servizio del cliente. Il divario di convenienza che sono in grado di offrire sembra consistente. Speriamo che sia sufficiente per stimolare presto l'espansione dei prodotti meno onerosi.

Gli Argomenti di Discussione si trovano sul sito:

<http://cerp.unito.it/>

Argomenti di Discussione:

N° 1/00	Onorato Castellino Elsa Fornero	Il TFR: una coperta troppo stretta
N° 2/02	Giovanna Segre	Contributi sociali e costo del lavoro: una correlazione di difficile interpretazione
N° 3/03	Lorenzo Forni	Alcune considerazioni sui provvedimenti recenti e sul dibattito in corso in tema di previdenza complementare
N° 4/03	Francesco Spadafora	Il sistema previdenziale del Regno Unito
N° 5/03	Fabio Berton Lia Pacelli Giovanna Segre	Lavoro dipendente e lavoro parasubordinato: chi sono, da dove vengono e dove vanno i lavoratori parasubordinati
N° 6/03	Elsa Fornero Carolina Fugazza Giacomo Ponzetto	Analisi comparativa dell'onerosità dei prodotti previdenziali individuali