

QUADERNI DI ASSOPREVIDENZA

Anno 1999 – n. 3

Luca Colombano - Laura Piatti

**“Indagine sull’industria dei
Fondi Pensione Aperti in Italia”**



Prefazione

Il terzo Quaderno di Assoprevidenza conferma la funzione di servizio della collana, affrontando l'attualissimo argomento "fondi aperti".

L'Associazione deve esprimere particolare riconoscenza agli Autori, un giovane ricercatore come Luca Colombano ed una pur sempre giovane ma già ben nota e poliedrica pubblicista come Laura Piatti, che si sono sobbarcati l'oneroso compito di compiere un'analisi dei prospetti informativi di un primo nucleo di oltre cinquanta fondi aperti operanti in Italia.

L'indagine affronta le tematiche della struttura dell'offerta, degli stili di gestione dei diversi operatori, dei costi e di una ulteriore serie di variabili, rappresentando un primo momento di considerazione comparata di un futuro protagonista dell'agone pensionistico-complementare.

Da sempre Assoprevidenza, nella propria veste di centro tecnico di previdenza complementare, da un lato, e di Associazione votata allo sviluppo delle pensioni di secondo pilastro, dall'altro, reputa i fondi aperti e i fondi ad ambito definito strumenti sicuri e di pari dignità, idonei a fornire al mondo del lavoro un'efficace copertura pensionistica aggiuntiva.

Sul punto va peraltro rilevato come non manchino discrasie operative e talune riserve legislative che, nell'ambito del lavoro subordinato, allo stato finiscono per attribuire una posizione dominante ai regimi ad ambito definito rispetto ai fondi aperti.

Non si può che stigmatizzare tale situazione ed auspicarne un rapido superamento, quale ordinaria evoluzione del sistema.

Non deve infatti essere la legge ad imporre l'utilizzo dell'uno o dell'altro strumento previdenziale complementare, bensì la libera e meditata scelta del lavoratore. Questi, valutati da ogni punto di vista i propri interessi

previdenziali e gli obiettivi pensionistici perseguiti, deve vagliare l'opportunità di avvalersi dello strumento messogli a disposizione dalla Categoria, dal Gruppo o dall'Azienda di appartenenza, ovvero aderire ad un fondo aperto.

A nostro avviso tra fondi ad ambito definito e fondi aperti deve esclusivamente sussistere un antagonismo "virtuoso", teso cioè al conseguimento di migliori risultati e, conseguentemente, al pervenire ad una maggiore copertura pensionistica per i lavoratori. Da ciò scaturisce l'insopprimibile esigenza che tra fondi ad ambito definito e fondi aperti e, nell'ambito dei fondi aperti, tra fondo e fondo, gli utenti siano in grado di compiere le proprie scelte a fronte di una totale trasparenza e confrontabilità dell'offerta.

Al conseguimento dell'indicato irrinunciabile obiettivo, contribuisce in maniera fondamentale il presente Quaderno, mettendo a disposizione degli addetti ai lavori una valutazione sinottica di tutti gli elementi di tale offerta nell'ambito del segmento fondi aperti.

Elementi valutativi, certo, ma anche spunti correttivi.

E' per questa ragione che Assoprevidenza non mancherà di amichevolmente sollecitare gli Autori per una prossima riedizione della ricerca, sia per aggiornarla, estendendola al crescente numero di fondi aperti esistenti sul mercato, sia per verificare le evoluzioni interne dei regimi già esaminati nella prima indagine.

Sergio Corbello

Indagine sull'industria dei Fondi Pensione Aperti in Italia

di Luca Colombano e Laura Piatti¹

Indice

1	Premessa metodologica	5
2	La struttura dell'offerta	5
2.1	Il contesto italiano: classificazione ed analisi	5
2.2	Le deleghe di gestione	8
3	Gli stili di gestione-Analisi dei fondi pensione aperti in base alle linee di investimento e ai relativi benchmark	9
3.1	Le linee di investimento dichiarate	9
3.2	Il <i>benchmark</i>	12
3.3	Il confronto	14
3.4	Le linee garantite	17
4	Gli oneri	18
4.1	Gli oneri a carico dell'aderente	18
4.2	Gli oneri a carico del Fondo Pensione	20
4.3	I caricamenti sulle prestazioni in rendita	22
4.4	Le prestazioni assicurative accessorie	23
5	Considerazioni conclusive	24
6	Appendice	27

¹ Società Reale Mutua di Assicurazioni – Servizio Fondi Pensione e Collettive – Torino.

1. Premessa metodologica

Alla data del 27 ottobre 1999, in Italia risultavano autorizzati all'esercizio dell'attività 76 fondi pensione aperti. Di essi, 54 erano effettivamente operativi sul mercato². Lo studio proposto confronta questi ultimi sulla base delle caratteristiche presenti nei documenti informativi ufficiali (regolamento e prospetto informativo).

Obiettivo dell'analisi è offrire una prima panoramica del mercato dei fondi pensione aperti in Italia, analizzando le caratteristiche di struttura dei soggetti promotori e dei prodotti offerti e valutando la trasparenza e l'informativa del mercato nei confronti dei potenziali aderenti.

A tal fine è stata costruita una base-dati³ contenente informazioni relative agli assetti proprietari delle società promotrici, agli oneri a carico dell'aderente e del fondo, ai soggetti che procedono al collocamento, alle linee di investimento e relativi *benchmark* e altri elementi del prodotto.

Si sono successivamente realizzate alcune elaborazioni statistico-descrittive e di confronto sulla struttura dell'offerta, sugli stili di gestione dichiarati e i *benchmark* prescelti, sulla significatività di questi ultimi, sulla composizione degli oneri e su altre variabili economico-contrattuali.

2. La struttura dell'offerta

2.1 Il contesto italiano: classificazione e analisi

² I fondi autorizzati sono quelli che hanno ottenuto l'approvazione del regolamento da parte della Covip (Commissione di Vigilanza sui Fondi Pensione) e la conseguente iscrizione all'Albo tenuto dalla Commissione stessa. I fondi operativi sono invece quei fondi già autorizzati che hanno formalmente iniziato la raccolta delle adesioni e che pertanto hanno ottenuto anche l'approvazione del prospetto informativo da parte della Consob.

³ Vedi tabella in appendice.

Il decreto legislativo 124/1993⁴ individua i soggetti che possono istituire forme pensionistiche complementari mediante la costituzione di fondi aperti: le società di investimento mobiliare (di seguito Sim), le banche, le imprese di assicurazione e le società di gestione di fondi comuni (ora società di gestione del risparmio, di seguito Sgr). Secondo questa classificazione, dall'esame dei 54 fondi operanti analizzati, emerge una netta prevalenza delle imprese di assicurazione (26) e delle società di gestione del risparmio (21) rispetto a Sim (4) e banche (3).

Volendo comprendere quale incidenza hanno, in un mercato recente come quello dei fondi pensione aperti, fenomeni altrettanto recenti quali quello della bancassicurazione, si è considerato di riclassificare la struttura dell'offerta distinguendo in primo luogo le imprese di assicurazione tradizionali da quelle di emanazione bancaria ovvero di *joint venture* tra banche e compagnie.

Tabella 1 –Soggetti promotori dei fondi pensione aperti: due classificazioni a confronto

Soggetto (ex Dlgs.124)	Numero	Soggetto (ex nostra classificazione)	Numero
Imprese di assicurazione	26	Società di bancassicurazione	9
Banche	3	Compagnia di assicurazione tradizionale	18
Sgr	21	Istituti e soggetti di emanazione bancaria	14
Sim	4	Sim pure finanziarie	9
		Imprese reti finanziarie	4
Totale	54	Totale	54

Legenda: si veda testo sottostante

⁴ D. Lgs. 21 aprile 1993, n.124 – Disciplina delle forme pensionistiche complementari. In particolare, art.9, comma 1.

Questa seconda classificazione mette inoltre in luce le potenzialità, nella vendita di tale prodotto, del soggetto distributore. Infatti, se le compagnie di assicurazione sono in totale 26, in realtà quelle che non si avvalgono principalmente di sportelli bancari sono in numero inferiore (18). Al contrario, i soggetti di emanazione bancaria crescono notevolmente, a conferma di una potenzialità di vendita estremamente elevata da parte di questi operatori. La logica prevalente utilizzata per riclassificare i promotori dei fondi si basa sugli assetti proprietari, ma si incrocia con una segmentazione basata sulla struttura distributiva. Si è pertanto cercato di coniugare una classificazione giuridica con una classificazione di mercato.

La voce “società di bancassicurazione” comprende le società il cui capitale sociale è detenuto per il 50% da un gruppo bancario e per il restante 50% da un gruppo assicurativo⁵. Inoltre, sono comprese in tale categoria le compagnie “tradizionalmente” considerate di bancassicurazione per la loro collocazione all’interno di un gruppo finanziario⁶. La voce “compagnie di assicurazione tradizionale” raccoglie i gruppi assicurativi tradizionali⁷. La voce “istituti e soggetti di emanazione bancaria” comprende, oltre alle banche, anche le società di gestione di matrice bancaria⁸. Nella voce “società finanziarie pure” sono comprese le Sim di gestione e le Sgr indipendenti⁹. Infine, la voce “imprese reti finanziarie” raccoglie quelle società che, per le loro caratteristiche di struttura distributiva, utilizzano reti particolari e indipendenti¹⁰. Dal momento che le società di bancassicurazione sono nate principalmente per poter offrire presso gli sportelli bancari prodotti assicurativi, esse sono state comprese nel comparto bancario/finanziario. Sommando dunque questa categoria agli “istituti e soggetti di emanazione bancaria”, si osserva come l’offerta di fondi pensione da parte di promotori appartenenti al mondo bancario è superiore rispetto a quella di provenienza assicurativa.

L’importanza della variabile distributiva è nota per tutta l’industria del risparmio gestito, quale elemento di vantaggio competitivo (di offerta e di costo), generante efficacia ed efficienza di servizio. La possibilità di poter sfruttare una presenza capillare e una frequenza di contatti con i clienti *target* permette anche ai fondi pensione di realizzare economie di scala e di ampiezza nella commercializzazione. Pertanto, per completare il quadro d’insieme della struttura dell’offerta, sarebbe utile poter valutare i promotori di fondi anche in base alla composizione e

⁵ Per esempio, Ticino Vita, Duerre Vita.

⁶ Per esempio, DB Vita.

⁷ Per esempio, Reale Mutua, Sai, Generali.

⁸ Per esempio, Intesa Asset Management.

⁹ Per esempio, Eptafund.

¹⁰ Per esempio, Mediolanum Gestione Fondi.

alle potenzialità delle reti utilizzate. Non è stato peraltro possibile effettuare tale analisi – se non nei termini generici sopra proposti - poiché nei documenti ufficiali non sono presenti informazioni di dettaglio su tale fenomeno.

Altro dato riguardante la struttura dell'offerta è il numero di fondi promossi da uno stesso soggetto. Nella maggioranza dei casi, ogni operatore si è limitato a promuovere un solo fondo pensione aperto, come illustra la tabella seguente.

Tabella 2 – Promotori e numero di fondi promossi

Società che hanno istituito	Numero di	
	Società promotrici	Fondi
1 fondo	35	35
2 fondi	3	6
3 fondi	1	3
4 fondi	1	4
5 fondi	0	0
6 fondi	1	6
Totale	41	54

Le ragioni derivanti dal voler promuovere più fondi sono principalmente da connettersi a decisioni strategico-commerciali di ogni soggetto istitutore. Spesso, infatti, tali scelte sono legate alla volontà di vendere uno stesso prodotto con nomi diversi perché diversi sono i collocatori.

2.2 Le deleghe di gestione

La gestione finanziaria e amministrativa dei fondi pensione aperti può essere delegata a soggetti che, per le loro caratteristiche, risultino avere maggiore esperienza, rispetto ai promotori dei fondi, nello svolgimento di tale attività¹¹.

Dall'analisi dei documenti ufficiali dei 54 fondi pensione aperti facenti parte dell'indagine è stato possibile considerare soltanto la delega di gestione finanziaria e non anche quella amministrativa. Infatti, se la prima deve essere indicata nel prospetto informativo insieme con i dati relativi ai soggetti delegati, per la seconda non ci sono obblighi di rendicontazione. Con riguardo a questo aspetto, sulla base di informazioni inserite volontariamente dai soggetti promotori ovvero provenienti da fonti di mercato, è emerso che, nella maggior parte dei casi, il delegato amministrativo è appartenente allo stesso gruppo del soggetto promotore. Solo in taluni casi si sono utilizzati fornitori esterni.

¹¹ Si ricorda peraltro che le Autorità di vigilanza hanno ammesso deleghe in materia di gestione finanziaria solo a condizione che la società promotrice del fondo mantenga la responsabilità della definizione preventiva delle strategie generali di investimento – cosiddetta *asset allocation*.

Come mostra la tabella che segue, il 30% dei fondi pensione ha dato delega di gestione finanziaria.

Tabella 3 – Delega di gestione finanziaria

Tipo di delega	Numero Fondi
Delega per ogni linea	8
Delega per la sola linea garantita	4
Delega per tutte tranne la garantita	1
Delega parziale o di parte della gestione per ogni linea	4

Come noto, la regolamentazione prevede che si possa dare delega finanziaria, ma “*l’asset allocation*” deve rimanere prerogativa del soggetto promotore. Tale delega è stata in 8 casi estesa ad ogni linea di investimento prevista dal fondo; in 4 casi solo alla linea garantita; in 4 altri casi è stata data delega di parte della gestione¹² e, infine, in un solo caso è stata data delega per tutte le linee tranne quella garantita. Nella maggior parte dei casi la delega è del tipo infra-gruppo. Negli altri casi, la delega è estesa a tutte le linee di investimento. Un’unica compagnia di assicurazioni ha tenuto per sé la gestione della linea garantita, presumibilmente in un’ottica di utilizzo di sistemi interni di *asset liability management*.

3. Gli stili di gestione: analisi dei fondi pensione aperti in base alle linee di investimento e ai relativi benchmark

3.1 Le linee di investimento dichiarate

A differenza di quanto è accaduto, almeno nella fase iniziale, per i fondi pensione negoziali, nella quasi totalità dei casi i fondi pensione aperti presentano una struttura multicomparto. Ciò significa che i proventi derivanti dalla raccolta dei contributi vengono investiti in maniera diversa dal gestore finanziario a seconda delle esigenze di allocazione degli attivi dell’aderente.

¹² In particolare, in questi casi la società promotrice si è riservata la facoltà di effettuare direttamente investimenti su strumenti finanziari.

Tabella 4 – Numero di linee per ogni fondo pensione

Fondi con	N° Fondi	N° linee
1 linea	3	3
2 linee	0	0
3 linee	15	45
4 linee	29	116
5 linee	7	35
Totale	54	199

Per quanto riguarda le caratteristiche di investimento, in relazione alla descrizione fornita dal regolamento e dal prospetto informativo, si possono individuare le seguenti tipologie di comparto: azionario, obbligazionario, bilanciato, monetario e garantito. Le gestioni dell'ultimo tipo, "garantite", assicurano la restituzione del capitale ed eventualmente la corresponsione di un rendimento minimo alla maturazione del diritto alla prestazione (pensionamento per vecchiaia o anzianità e invalidità totale e permanente)¹³.

I tre fondi pensione monocomparto presentano come unica linea quella a rendimento garantito. In questi casi la scelta del monocomparto è comunque strategica: i soggetti che hanno promosso il fondo, infatti, l'hanno affiancato ad un altro che presenta una diversificazione per linee tradizionali.

La tabella che segue riassume le diverse tipologie di fondi divisi per linee di investimento.

¹³ Alcuni fondi prevedono la corresponsione del rendimento minimo anche al verificarsi di eventi diversi, quali la morte dell'iscritto, il trasferimento ad altro fondo in ragione di una nuova attività lavorativa, il riscatto per cessazione dell'attività lavorativa, l'anticipazione.

Tabella 5 – Classificazione in base alle linee dichiarate

Promotore	Linee						Totale
	monetaria	obbliga- zionaria	bilanciata	azionaria	garantita	altro	
Sgr	7 (8%)	28 (32%)	20 (23%)	18 (21%)	11 (13%)	3 (3%)	87 (100%)
Assicurazione	4 (5%)	14 (16%)	21 (24%)	14 (16%)	34 (39%)	0 (0%)	87 (100%)
Banca	1 (8%)	5 (42%)	4 (33%)	2 (17%)	0 (0%)	0 (0%)	12 (100%)
Sim	1 (7%)	4 (31%)	4 (31%)	4 (31%)	0 (0%)	0 (0%)	13 (100%)
Totale	13 (6%)	51 (26%)	49 (25%)	38 (19%)	45 (23%)	3 (1%)	199 (100%)

(In parentesi la percentuale sul campione analizzato per soggetto promotore).

Le linee incluse nella categoria “altro” sono particolari rispetto alle precedenti. In un caso presentano coperture assicurative accessorie; in un altro sono caratterizzate da una strategia di gestione orientata verso valori mobiliari sia di tipo azionario che di tipo obbligazionario in percentuali che potrebbero variare anche sensibilmente in relazione alle previsioni circa l’andamento dei mercati finanziari. In un terzo caso, infine, la composizione del portafoglio è determinata in funzione dell’andamento dell’economia e dei mercati finanziari.

Quanto esposto si riferisce al “dichiarato” dal promotore del fondo sui documenti ufficiali. Da un’analisi comparata di tali informazioni, appare evidente come alcune linee, indicate dai gestori come “prudenti”, in realtà hanno una composizione molto simile, per quel che riguarda gli investimenti, ad altre linee, più dichiaratamente aggressive. Ciò potrebbe inficiare la trasparenza auspicata, a ragion veduta, dal legislatore nei confronti degli aderenti nel fornire riscontro di tali strategie. Per tale motivo si è voluto analizzare e confrontare quel parametro di riferimento (il *benchmark*) che il promotore del fondo è tenuto a indicare nel prospetto informativo per ogni linea di investimento con lo stile di gestione dichiarato.

3.2 Il benchmark

Il *benchmark*, quale “parametro oggettivo di riferimento”, offre un’informazione attendibile, seppur indicativa, del profilo di rischio-rendimento dell’investimento che viene proposto¹⁴. Si ricorda a tal proposito come l’industria dei fondi pensione sia la prima, in Italia, ad avere l’obbligo di adozione di parametri oggettivi e confrontabili per la verifica dei risultati di gestione¹⁵.

Sulla base di queste considerazioni, può essere interessante riclassificare le linee di investimento proposte dai gestori in base ai rispettivi *benchmark*.

Le categorie di raggruppamento sulla base delle quali si è ricostruita la nuova classificazione sono quelle tradizionali, ossia azionaria, bilanciata e obbligazionaria. Poiché sia le monetarie, sia le garantite hanno una rilevante composizione di indici obbligazionari, esse sono state inserite in quest’ultimo gruppo. Inoltre, le categorie azionarie e obbligazionarie sono state divise in “pure”, il cui *benchmark* è composto per il 100% da obbligazioni o da azioni, e “spurie”, le quali, seppure chiaramente obbligazionarie o azionarie, presentano una percentuale minore (meno del 35%) di attività finanziarie diverse da quelle che ne dettano la caratterizzazione. Infine, gruppo a sé è quello delle bilanciate, che include le linee che hanno una percentuale compresa tra il 35% e il 65% in azioni o obbligazioni. Secondo questa nuova classificazione, le linee di investimento si suddividono come segue:

¹⁴ La Covip, con deliberazione del 30 dicembre 1998, ha dettato disposizioni in materia di *benchmark*, in particolare disponendo che tali parametri debbano possedere requisiti di coerenza, rappresentatività, trasparenza, oggettività. La Commissione non ha individuato indici specifici di riferimento da utilizzare, lasciando libertà di scelta e di selezione ai soggetti promotori.

¹⁵ Decreto del Ministro del Tesoro 21 novembre 1996, n.703, art.2, comma 2.

Tabella 6 - Classificazione in base al benchmark

Promotore	Linee					Totale
	obbligazio- naria pura	obbligazio- naria spuria	bilanciata	azionaria spuria	azionaria pura	
Sgr	36 (41%)	12 (14%)	24 (28%)	13 (15%)	2 (2%)	87 (100%)
Assicurazione	29 (33%)	26 (30%)	20 (23%)	10 (12)	2 (2%)	87 (100%)
Banca	3 (25%)	4 (33%)	4 (33%)	1 (9%)	0 (%)	12 (100%)
Sim	3 (23%)	2 (15%)	4 (31%)	3 (23%)	1 (8%)	13 (100%)
Totale	71 (36%)	44 (22%)	52 (26%)	27 (14%)	5 (2%)	199 (100%)

In appendice sono allegati i grafici, suddivisi secondo questa classificazione, che illustrano quali indici sono stati utilizzati. La tabella che segue riassume invece, per ogni categoria, gli indici che si ripetono con maggiore frequenza:

Tabella 7 – Indici maggiormente utilizzati

Categoria	Indice
Obbligazionarie pure	MTS Bot lordo in euro/lire
Obbligazionarie spurie	JP Morgan GBI EMU in euro/lire
Miste	JP Morgan GBI EMU in euro/lire MSCI WORLD in euro/lire
Azionarie spurie	MSCI WORLD in euro/lire
Azionarie pure	MSCI WORLD in dollari MSCI EUROPE in dollari MSCI EUROPE in dollari convertito in euro

3.3 Il confronto

Si è proceduto successivamente al confronto tra quanto viene dichiarato in termini di stili di gestione con quanto si desume dall'utilizzo dei *benchmark*. A tal fine, non essendo omogenee le categorie rappresentate nelle tabelle 5 e 6, sono stati effettuati i seguenti adattamenti:

- la voce “obbligazionarie” riferita alla tabella 6 incorpora sia le linee monetarie che quelle garantite, poiché hanno entrambe *benchmark* esclusivamente obbligazionari;
- la voce “altro” della tabella 5 contiene 3 linee, delle quali due sono bilanciate e una è obbligazionaria.

Confrontando quanto sopra descritto, la tavola 5 diventa come segue:

Tabella 8 – Riclassificazione in base alle linee dichiarate

Promotore	Linee			Totale
	obbligazionaria	bilanciata	azionaria	
Sgr	47	22	18	87
Assicurazione	52	21	14	87
Banca	6	4	2	12
Sim	5	4	4	13
Totale	110 (55.3%)	51 (25.7%)	38 (19%)	199 (100%)

La tabella 6, a sua volta, diviene la seguente:

Tabella 9 – Riclassificazione in base al benchmark

Promotore	Linee			Totale
	obbligazionaria	bilanciata	azionaria	
Sgr	48	24	15	87
Assicurazione	55	20	12	87
Banca	7	4	1	12
Sim	5	4	4	13
Totale	115	52	32	199

	(57.8%)	(26.1%)	(16.1%)	(100%)
--	---------	---------	---------	--------

Ad una prima valutazione generale, il mercato appare abbastanza trasparente, sebbene le linee dichiarate come “azionarie” in realtà siano più spesso bilanciate. Inoltre, le linee obbligazionarie sono quelle più proposte (oltre il 55%) rispetto alle bilanciate (25-26%) e alle azionarie (meno del 20%). Questi risultati paiono contrastare con la risposta da parte della domanda, poiché dalle prime proiezioni sembra che le linee azionarie siano quelle maggiormente preferite dagli aderenti¹⁶.

Un dato che merita attenzione è il numero di indici che i soggetti promotori hanno preso come riferimento. Dall’analisi dei *benchmark* presenti nei prospetti informativi, risultano in totale 70 indici, di cui 42 obbligazionari e 28 azionari. Il motivo di un così elevato numero è facilmente spiegabile: da un lato le Autorità di vigilanza, come già evidenziato, non hanno imposto ai gestori di individuare, tra gli indici disponibili sul mercato, un numero limitato da prendere come riferimento; dall’altro la quasi totalità dei *benchmark* è rappresentata da indici compositi, ossia parametri che si configurano come percentuali di diversi indici (come illustra la tabella successiva).

Tabella 10 – Numero di indici per ogni benchmark

Benchmark composto da:	
1 indice	48
2 indici	65
3 indici	27
4 indici	34
5 indici	20
7 indici	4
9 indici	1
TOTALE	199

Per poter confrontare la *performance* del fondo pensione con il *benchmark*, di conseguenza, l’aderente dovrà innanzitutto ricostruirsi l’indice, operazione che potrebbe talvolta risultare poco agevole. A partire dal 20 ottobre 1999, “Il Sole 24 Ore” pubblica, nella tabella

¹⁶ Fonte: Iama Consulting, “Osservatorio Iama sui Fondi Pensione”, ottobre 1999.

quotidiana dedicata ai fondi pensione aperti, una colonna in cui compare la *performance* dall'inizio dell'anno del parametro finanziario di riferimento scelto da ciascun gestore e indicato nel prospetto informativo. Ciò dovrebbe agevolare il lettore nel confrontare quanto espressamente dichiarato dal gestore con quanto realizzato in corso d'opera¹⁷.

Un'ulteriore considerazione con riguardo all'analisi condotta attiene l'intervallo di riferimento scelto per le linee bilanciate: rispetto alla griglia prevista da Assogestioni¹⁸ per i fondi comuni di investimento, che considera bilanciate le linee i cui investimenti in azioni o obbligazioni oscillano tra il 30 e il 70%, si è volutamente scelto un intervallo più ampio (35-65%), poiché più vicino e rappresentativo del mercato, come dimostra la seguente tabella:

Tabella 11- Confronto tra stile dichiarato e benchmark con la “griglia” di Assogestioni

Promotore	Linee			Totale
	Obbligazionaria	Bilanciata	Azionaria	
Sgr	47	22	18	87
	48	24	15	87
	42	34	11	87
Assicurazione	52	21	14	87
	55	20	12	87
	49	27	11	87
Banca	6	4	2	12
	7	4	1	12
	6	5	1	12
Sim	5	4	4	13
	5	4	4	13
	5	5	3	13
Totale	110 (55.3%)	51 (25.7%)	38 (19%)	199 (100%)
	115 (57.8%)	52 (26.1%)	32 (16.1%)	199 (100%)
	102 (51.2%)	71 (35.7%)	26 (13.1%)	199 (100%)

Legenda: riga 1 classificazione in base allo stile dichiarato
 riga 2 classificazione utilizzando i benchmark (35/65)
 riga 3 classificazione utilizzando la griglia Assogestioni

Se infatti si utilizzasse la griglia di Assogestioni, verrebbero comprese nelle linee bilanciate alcune gestioni dichiaratamente più prudenti, venendo così a perdere di significatività una classificazione più “netta”.

¹⁷ Si rileva come, allo stato attuale, “Il Sole 24 Ore” non evidenzia, per ogni singola linea di investimento, se vi sia omogeneità tra l'arco temporale di valorizzazione delle quote e il riferimento temporale del *benchmark*. I confronti sono significativi ovviamente solo se le date coincidono.

¹⁸ Il riferimento è alla classificazione di Assogestioni vigente dal 1° gennaio 1999.

Un'altra informazione presente nei documenti ufficiali riguarda le aree geografiche: i soggetti promotori indicano infatti le aree in cui vengono investiti i contributi raccolti dagli aderenti ai fondi pensione aperti. Dai dati disponibili, emerge che le gestioni dei fondi pensione, rispetto a quelle dei fondi comuni, investono maggiormente le loro risorse in mercati tradizionalmente considerati non a rischio (OCSE, EMU, EURO) e solo marginalmente in paesi emergenti.

Un fattore, infine, che sembra interessante evidenziare riguarda la conversione di un certo indice calcolato in una moneta, a fronte di investimenti in titoli quotati su mercati esteri. In questo caso il rapporto di rischio/rendimento dipenderà anche dal cambio tra le due monete nel giorno di valorizzazione delle quote; di questa eventualità si dovrebbe tenere conto nell'effettuare eventuali confronti.

3.4 Le linee garantite

Su un totale di 199 linee, 44 presentano una "garanzia". Di queste, 35 offrono un rendimento minimo e 9 offrono la sola restituzione del capitale accumulato nel corso degli anni. I soggetti promotori di fondi che propongono una garanzia sono esclusivamente compagnie di assicurazioni o società di gestione del risparmio. Nessuna banca o Sim ha previsto una gestione garantita. Il rendimento minimo garantito oscilla tra l'1,5% e il 3%. Le commissioni percepite per linea variano da un minimo dello 0,72% del montante a un massimo del 2%.

I fondi che prevedono la garanzia su due linee di investimento percepiscono commissioni di gestione più alte per le linee che offrono una garanzia di rendimento più bassa o la sola restituzione del capitale. Ciò sembrerebbe dimostrare che i gestori percepiscono una commissione proporzionale al profilo di rischio-rendimento della linea, non necessariamente funzione del rendimento promesso. Infatti, viene considerato più oneroso un investimento in mercati più volatili, quali quelli azionari, rispetto al dover sopportare il costo della garanzia. I *benchmark* presi a riferimento per confrontare le gestioni garantite sono costituiti da indici a breve termine su mercati europei.

4. Gli oneri

Qual è il “costo” dei fondi pensione aperti? Gli oneri cui il potenziale aderente dovrà sottoporsi sono tutti espressi nei documenti fornitigli dai promotori. Il prospetto informativo e il regolamento individuano quanto dovrà essere addebitato, suddividendo tale incombenza tra oneri a carico dell’aderente, oneri a carico del fondo e caricamenti sulle prestazioni (per l’erogazione della rendita).

4.1 *Gli oneri a carico dell’aderente*

Questi oneri sono indicati nella prima parte del prospetto informativo e si dividono in:

- commissione di ingresso (“*una tantum*”),
- commissione di gestione sui singoli versamenti,
- commissione di gestione per la posizione individuale,
- commissione di conversione (*switch*),
- commissione di trasferimento,
- commissione di riscatto,
- commissione sulle anticipazioni.

Anche in questo caso si è voluto confrontare gli oneri a carico dell’aderente per capire il livello di omogeneità che caratterizza il mercato.

Tabella 12 - Oneri a carico dell'aderente percepiti dai Fondi Pensione Aperti

	Commissione di:						
	Adesione	Gestione sui singoli versamenti	Gestione per la posizione individuale	Conversione (<i>switch</i>)	Trasferimento	Riscatto	Anticipazione
Fondi che percepiscono la commissione	43	7	36	23	35	11	1
% dei fondi che riscuotono la commissione	79,63%	13,21%	67,92%	43,40%	66,04%	20,75%	1,89%
Minimo	£. 20.000	0,5%	£. 15.000	£. 20.000	£. 20.000	£. 25.000	n.s.
Massimo	£. 250.000	3,5%	£. 70.000	£. 96.814	£. 120.000	£. 120.000	n.s.
Media	£. 62.186	1,4%	£. 34.446	£. 35.537	£. 56.566	£. 78.636	£. 25.000

Un solo fondo pensione dei 54 considerati utilizza una valuta differente dalla lira (l'euro). Nell'elaborazione, per uniformità, i valori in euro sono stati convertiti in lire. Inoltre non sono state comprese nei calcoli le commissioni espresse da alcuni gestori come percentuale del versamento o del contributo.

L'ammontare della commissione "*una tantum*", che viene percepita all'ingresso dell'aderente nel fondo, viene espresso in valuta; in un solo caso è definito in percentuale (3%) della prima annualità di contributo, con un minimo di 50.000 lire.

La commissione di gestione sui singoli versamenti viene percepita da 7 fondi pensione aperti, fino a un massimo del 3,5% di ogni singolo versamento. I soggetti gestori che esigono tale commissione non percepiscono alcuna commissione di gestione per la posizione individuale. Questa è pagata annualmente: in 3 casi viene indicata come percentuale del versamento e varia dal 2 al 4% a seconda delle linee di investimento, con un massimo di 100.000 lire annue.

La commissione di conversione viene corrisposta dall'aderente che richiede di "passare" da una linea di investimento ad un'altra. Tale onere, detto *switch*, è determinato in valuta (lire o euro); un solo fondo lo esprime come percentuale della posizione del singolo aderente (0,5%; gratuito trascorsi cinque anni).

Per il trasferimento ad altro fondo (sia esso di tipo "chiuso" o "aperto"), la commissione è percepita da oltre il 65% dei gestori. Un solo fondo pensione infine percepisce la commissione di anticipazione.

Fra i costi imputabili agli aderenti, la commissione di ingresso è la sola voce che può essere oggetto di agevolazioni in ragione del numero degli aderenti.

4.2 Gli oneri a carico del Fondo Pensione

Sono a carico del fondo, e quindi indirettamente a carico del partecipante, la commissione di gestione, le commissioni di negoziazione, le spese legali e giudiziarie e gli oneri fiscali.

La commissione di gestione è percepita da tutti i fondi pensione, per ogni linea di investimento. Essa varia da un minimo dello 0,57% a un massimo del 2,16% del valore complessivo di ciascuna linea di investimento.

La tabella successiva evidenzia quale è in media la commissione di gestione che viene percepita da ogni soggetto gestore.

Tabella 13 – Commissione di gestione per soggetto distributore

Denominazione Fondo	Commissione media percepita
Media Sgr	1,129%
Media Assicurazioni	1,320%
Media Banche	1,242%
Media Sim	1,392%
Media Generale	1,237%

Volendo invece analizzare la commissione media percepita dai promotori dei fondi per tipologia di investimento, si ottengono i risultati evidenziati nella tabella che segue:

Tabella 14 – Commissione di gestione per linea di investimento

	Linea			
	Obbligazionaria	Bilanciata	Azionaria	Garantita
Media Sgr	0.915%	1.303%	1.493%	0.947%
Media Assicurazioni	1.087%	1.408% ⁴	1.559%	1.345%
Media Banche	1.014%	1.475%	1.9%	/
Media Sim	1.040%	1.450%	1.775%	/
Media Generale	0.989%	1.367%	1.566%	1.252%

La commissione di incentivazione - *incentive fee* - viene corrisposta al gestore se il rendimento ottenuto dalla linea prescelta è superiore rispetto alle aspettative, rappresentate dal *benchmark*. Questa viene percepita da 3 fondi (il 5,6% del totale) promossi da uno stesso soggetto. Essa corrisponde in tutti i casi al 20% della differenza fra il rendimento di ciascuna linea di investimento e il relativo *benchmark*, con un massimo dell'80% della commissione ordinaria di gestione di ciascuna linea di investimento.

4.3 I caricamenti sulle prestazioni in rendita

La legge prevede che il montante maturato durante la fase di accumulazione da parte dell'aderente gli possa essere restituito, a sua scelta, fra una rendita vitalizia oppure una quota di capitale (al massimo il 50% del montante contributivo maturato) ed una rendita vitalizia per la parte residua. In entrambi i casi l'erogazione sotto forma di rendita deve essere effettuata da una compagnia di assicurazioni.

Il costo di questo onere viene percepito dal gestore del fondo sotto forma di caricamenti. Tali caricamenti sono esplicitati e allegati al regolamento. Sussistono i seguenti tipi di caricamento:

- caricamento sul premio di polizza, in media del 2,28%;
- caricamento sulla rendita che, se annua, in media è del 1,24%;
- quota fissa di lire 5.000 sull'importo di ogni rata di rendita (percepita da 3 fondi).

Le basi demografiche più utilizzate per i prospetti esemplificativi di sviluppo di rendita sono le RG48, anche se un numero elevato di fondi non le ha ancora adottate, come mostra la tabella seguente.

Tabella 15 - Basi demografiche utilizzate

Basi demografiche utilizzate		
Base	N° Fondi	Percentuale
RG48	28	51,85%
SIM-SIF71	6	11,11%
SIM-SIF81	0	0,00%
SIM-SIF91	7	12,96%
SIM-SIF91 PROIETTATE AL 2011	2	3,70%
SIM-SIF91 PROIETTATE AL 2022	4	7,41%
GENERALI 1998 P.S.	6	11,11%
SIM-SIF 71 PROIETTATE ANIA 98	1	1,85%
TOTALE	54	100,00%

Alcuni fondi pensione utilizzano basi demografiche che fanno riferimento ad esperienze statistico-attuariali introdotte da ormai oltre un decennio. L'Isvap ha richiesto alle imprese di assicurazione di provvedere alla modifica dei prodotti di assicurazione di rendita nel più breve tempo possibile e comunque non oltre il 31 dicembre 1998¹⁹.

Tre fondi pensione aperti prevedono, oltre alla prestazione in forma di rendita, un'ulteriore copertura del tipo *long term care*.

Altro elemento esplicitato negli allegati al regolamento dei fondi è il tasso tecnico, ossia l'interesse minimo garantito dalla Compagnia e già considerato nel calcolo dei premi. Più del 50% dei gestori utilizza tassi tecnici del 3%, valore che l'Isvap considera al momento attuale da ridurre di almeno mezzo punto percentuale²⁰.

Tabella 16 – Tassi tecnici adottati

Tasso tecnico	N° Fondi	Percentuale
0,0%	12	22,22%
1,0%	3	5,56%
2,0%	5	9,26%
2,5%	6	11,11%
3,0%	28	51,85%
TOTALE	54	100,00%

4.4 Le prestazioni assicurative accessorie

Oltre alle prestazioni sopra descritte, 22 fondi pensione aperti prevedono le seguenti garanzie:

- pagamento di un capitale da corrispondere in caso di decesso o in caso di sopravvenuta invalidità totale e permanente dell'assicurato;
- pagamento di un capitale da corrispondere in caso di decesso.

¹⁹ Circolare Isvap n.343 del 30 settembre 1998.

²⁰ Provvedimento Isvap n. 1036G del 6 novembre 1998.

L'adesione alle suddette prestazioni è facoltativa in tutti i casi, tranne due. Di questi, il primo prevede l'obbligo di sottoscrivere le prestazioni assicurative accessorie per una sola linea, mentre il secondo vincola l'adesione a qualsiasi linea del fondo tramite la contestuale sottoscrizione delle prestazioni assicurative accessorie.

Volendo incrociare questi risultati con quelli riguardanti i promotori dei fondi, appare che tutte le banche hanno proposto, nei rispettivi fondi, prestazioni assicurative accessorie, mentre circa il 60% delle compagnie di assicurazione non lo ha fatto. Ciò si può spiegare considerando che prevedere prestazioni assicurative accessorie vincola l'aderente a sottoscrivere un'altra polizza, cosa che tradizionalmente le banche non potevano fare. Al contrario le compagnie, affiancando al fondo pensione altri prodotti di matrice più squisitamente assicurativa in portafoglio, possono fare azioni di *cross selling*. Si ricorda infatti come al momento sia possibile cumulare i vantaggi fiscali offerti dalle polizze vita (detrazione d'imposta) con quelli dei fondi pensione (deduzione dal reddito imponibile).

Nel caso di prestazioni assicurative accessorie i caricamenti e le ipotesi finanziarie sono spesso non esplicitati nei documenti informativi che il potenziale aderente ha a sua disposizione. Ciò non permette di conoscere il costo della prestazione aggiuntiva. In rari casi vengono resi noti i caricamenti, che arrivano a corrispondere al 20% del premio di polizza.

5. Considerazioni conclusive

A circa un anno dalla data di "partenza operativa" dei fondi pensione aperti in Italia²¹, l'offerta si configura ampia e capillare. Tutti i principali operatori presenti sul mercato finanziario annoverano, tra i loro prodotti, almeno un fondo pensione. Se al momento attuale sono operativi 54 fondi, molti altri hanno già inviato alla Covip il loro regolamento e sono in attesa di essere autorizzati alla raccolta e all'esercizio.

Sulla base dell'analisi condotta, per quanto preliminare, si può affermare che l'offerta è varia e sostanzialmente trasparente nel suo proporsi al mercato.

Con riguardo ai soggetti promotori, si registrano come rilevanti fenomeni quali quello della bancassicurazione. Molte compagnie proponenti di fondi pensione fanno parte di gruppi

²¹ I primi fondi pensione aperti hanno iniziato la raccolta delle adesioni nell'autunno del 1998.

finanziari. Considerando i promotori di fondi per rete di vendita, quella bancaria risulta essere di gran lunga la più utilizzata nella raccolta delle adesioni. Ciò è facilmente spiegabile, se si tiene conto della frequenza di contatti che gli sportellisti bancari hanno con i potenziali clienti di fondi aperti.

In merito agli stili di gestione, sostanzialmente tutti i fondi presentano una struttura multicomparto: alla classica ripartizione tra linee azionarie, obbligazionarie, bilanciate, sono state affiancate diverse gestioni “a garanzia di risultato”. L’offerta di linee obbligazionarie è sicuramente prevalente.

Dal confronto tra lo stile dichiarato e il *benchmark* prescelto emerge una discreta coerenza tra le due variabili, anche se l’analisi dei *benchmark* presi a riferimento e presenti nei prospetti informativi porta a contare in totale 70 indici, di cui 42 obbligazionari e 28 azionari. Il motivo di una così elevata numerosità si spiega con il fatto che la quasi totalità dei *benchmark* sono compositi, ossia costituiti da panieri di indici diversi. Inoltre, la regolamentazione di settore non impone ai gestori di individuare, tra gli indici disponibili sul mercato, un numero limitato di questi ultimi da prendere come riferimento.

Gli oneri derivanti dall’adesione al fondo sono tutti esplicitati e quindi confrontabili: emerge una distribuzione, a livello di settore, intorno alla media, con una bassa variabilità per i diversi fondi. Con riferimento alle principali categorie di oneri, la commissione di ingresso si aggira intorno a 64.000 lire, quella relativa alla gestione amministrativa risulta in media pari a 34.000 lire, mentre la commissione connessa con la gestione finanziaria si attesta intorno all’1,2% della posizione individuale. I soggetti istitutori di fondi aperti hanno comunque offerto al potenziale cliente un prodotto con imputazione di costi sicuramente inferiori rispetto a quelli di prodotti preesistenti, sia di emanazione bancaria, sia assicurativa (fondi comuni di investimento e polizze vita).

Per la parte riguardante le prestazioni offerte in forma di rendita, alcuni fondi pensione utilizzano basi demografiche che fanno riferimento ad esperienze statistico-attuariali introdotte da ormai oltre un decennio. Altro elemento esplicitato negli allegati al regolamento dei fondi è il tasso tecnico. Più del 50% dei gestori utilizza tassi tecnici del 3%, valore che l’Isvap considera al momento attuale da ridurre di almeno mezzo punto percentuale. Un

aspetto poco trasparente a livello di informativa risulta legato all'offerta di eventuali prestazioni assicurative accessorie, poiché in troppi casi non è esplicitato l'onere da sopportare ove ci si voglia tutelare da eventi quali il decesso o la sopravvenuta invalidità dell'assicurato.

In sintesi, lo studio evidenzia come la nascente industria dei fondi pensione aperti in Italia si caratterizzi per una sostanziale standardizzazione dei prodotti offerti, una certa uniformità nelle condizioni contrattuali, una buona trasparenza in termini di informativa. La stringente regolamentazione costituisce un primo e sostanziale fattore che spiega tale scenario. Un giudizio sull'efficienza dell'industria in questione si potrà effettuare solo quando sarà possibile confrontare le prestazioni ottenute dalla gestione finanziaria dei contributi accumulati dai diversi fondi.

Infine, l'indagine svolta non ha preso in considerazione le dinamiche relative alla domanda, che sono tuttavia il naturale complemento di un'analisi sulla struttura dell'offerta. Benché ciò esuli dal campo dello studio, un rapido cenno ai recenti andamenti della raccolta non consente note di ottimismo. Recenti ricerche²² evidenziano come sul mercato potenziale dei fondi pensione aperti di circa 5 milioni di lavoratori, per lo più autonomi (esclusi eventuali trasferimenti di posizioni da casse pensioni preesistenti), la raccolta di adesioni non raggiunga al momento il 2%, percentuale sensibilmente inferiore alle aspettative. Il patrimonio sfiora i 250 miliardi di lire e le adesioni, comprese le iscrizioni di tipo collettivo, sono circa 90.000.

Alla base delle difficoltà di decollo della domanda di fondi pensione in Italia vi sono molteplici fattori. Le elevate aliquote contributive del sistema previdenziale obbligatorio e la difficoltà nel trovare risorse addizionali da destinare alla previdenza integrativa si sommano ad un regime fiscale ancora debolmente agevolativo, ma anche ad una scarsa cultura della previdenza che ancora caratterizza il profilo del risparmiatore italiano. È auspicabile quindi che, accanto ai necessari interventi di riforma in termini di politiche economiche, si avvii anche un processo di informazione e “formazione” della domanda, che consenta una

²² Fonte: Iama Consulting, “*Osservatorio Iama sui Fondi Pensione*”, ottobre 1999

migliore tutela del risparmio orientato a coprire i fabbisogni di una popolazione la cui aspettativa di vita è in positivo aumento.

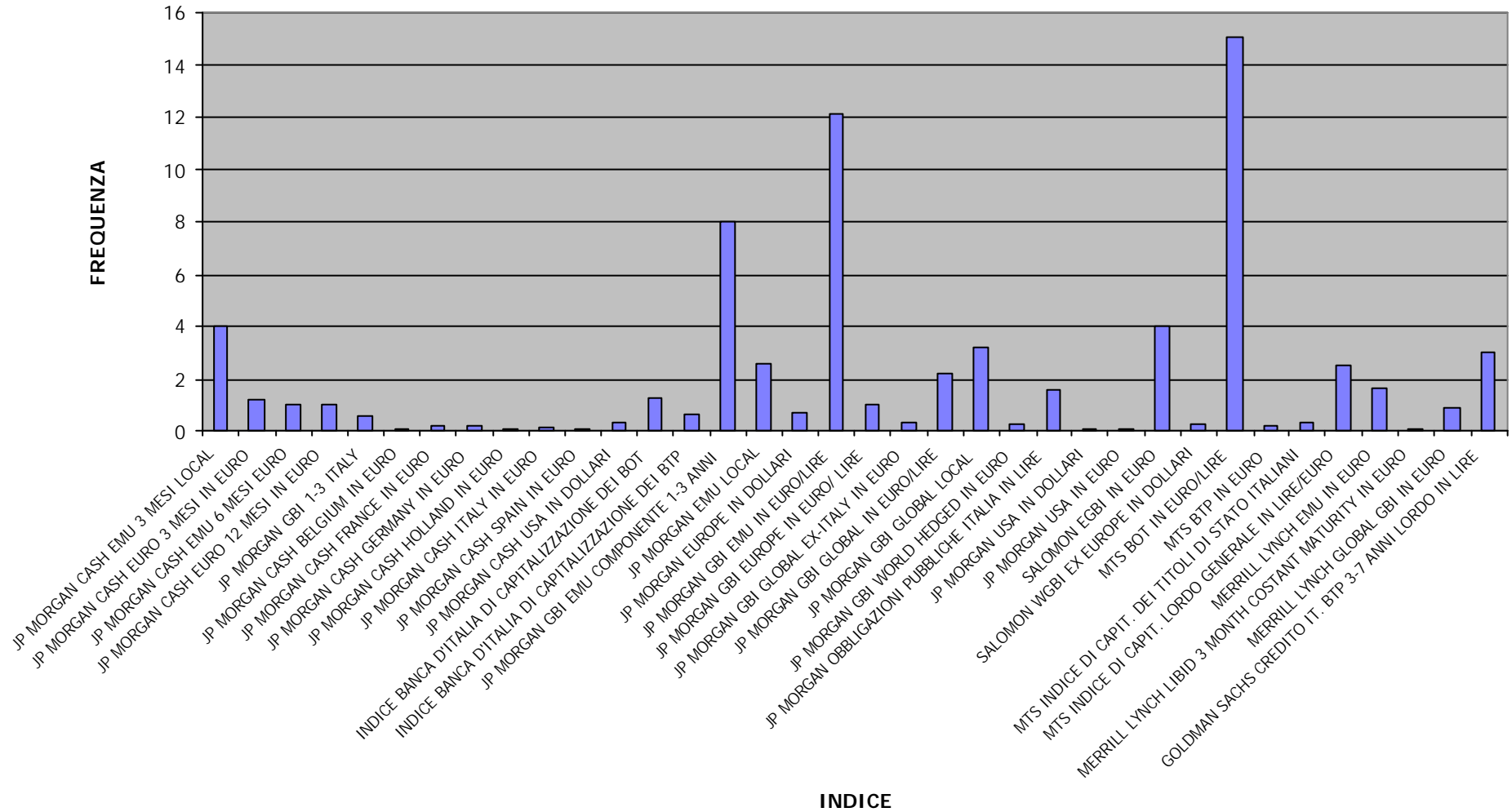
A P P E N D I C E

Tabella 17 – Schema della base dati

Assetti proprietari	1 Azionisti superiori al 2%
	2 Società istitutrice del Fondo
	3 Banca depositaria
	4 Soggetto erogatore delle prestazioni in forma di rendita
	5 Società di revisione del bilancio del Fondo
	6 Responsabile del Fondo
	7 Società delegata alla gestione finanziaria
Oneri a carico dell'aderente	1 Commissione di adesione <i>una tantum</i>
	2 Commissione di gestione per la posizione individuale
	3 Commissione di conversione
	4 Commissione di trasferimento
	5 Commissione di riscatto
	6 Commissione di anticipazione
Oneri a carico del Fondo	1 Commissione di gestione
	2 Commissione di incentivo
	3 Commissione di negoziazione
	4 Spese legali e giudiziarie
	5 Oneri fiscali
Soggetti che procedono al collocamento	1 Collocatori
	2 Data di avvio dell'operatività del Fondo
Linee di investimento	1 Obbligazionaria
	2 Bilanciata
	3 Azionaria
	4 Garantita
	5 Altro
Benchmark	1 Della linea dichiarata obbligazionaria
	2 Della linea dichiarata bilanciata
	3 Della linea dichiarata azionaria
	4 Della linea dichiarata garantita
	5 Della linea dichiarata altro
Altre informazioni	1 Caricamenti applicati sulle prestazioni in forma di rendita
	2 Basi demografiche e tasso tecnico
	3 Prestazioni assicurative accessorie
	4 Recapito (telefonico) e indirizzo del Fondo

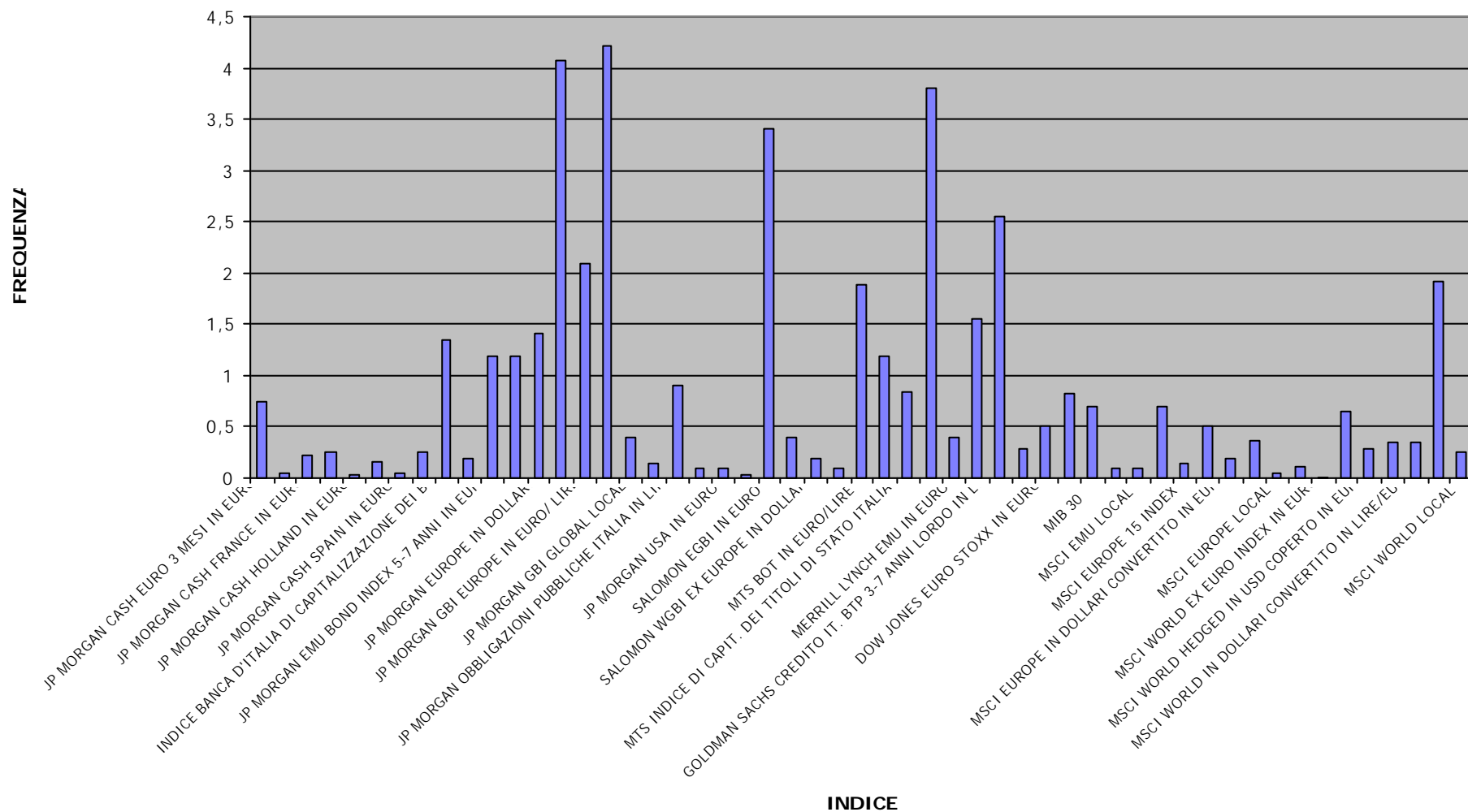
DISTRIBUZIONE DEGLI INDICI UTILIZZATI NELLE DIVERSE LINEE DI INVESTIMENTO

a) OBBLIGAZIONARIE 100%



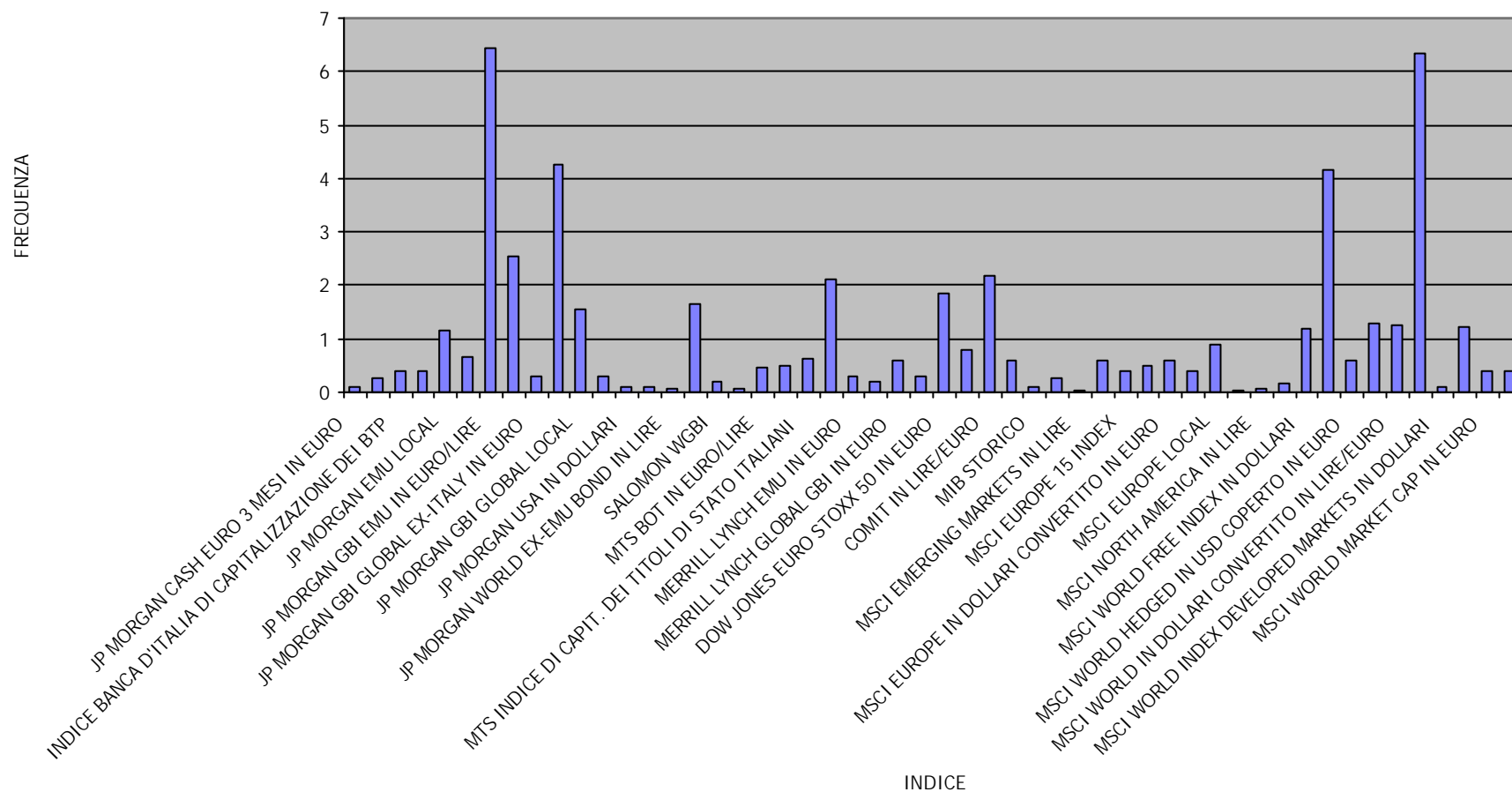
DISTRIBUZIONE DEGLI INDICI UTILIZZATI NELLE DIVERSE LINEE DI INVESTIMENTO

b) OBBLIGAZIONARIE SPURIE



DISTRIBUZIONE DEGLI INDICI UTILIZZATI NELLE DIVERSE LINEE DI INVESTIMENTO

c) BILANCIATE



DISTRIBUZIONE DEGLI INDICI UTILIZZATI NELLE DIVERSE LINEE DI INVESTIMENTO

e) AZIONARIE 100%

