

R E P O R T

Analisi e valutazione di mercati, prodotti e servizi finanziari



Marcella Frati
NMG CONSULTING

«IN MOLTI CASI VALE LA PENA DI TENERE, PERCHÉ LE QUOTAZIONI DEI FONDI SI STANNO RIPRENDENDO»

Giuseppe Romano
CONSULTIQUE

«MANCA UNA ASSET ALLOCATION DINAMICA DEL PORTAFOGLIO. LA COMPOSIZIONE INIZIALE VIENE MODIFICATA SOLO PER MOTIVI COMMERCIALI, O AUTOMATICAMENTE, CON IL RISCHIO DI CONSOLIDARE LE PERDITE»



Ludivico Mazzolin
XELION BANCA

«CHI HA PERSO OLTRE IL 30%, MAGARI CON UN FONDO SPECIALIZZATO IN TITOLI TECNOLOGICI, DIFFICILMENTE POTRÀ RECUPERARE. AVERE IL CORAGGIO DI USCIRE QUANDO SI PERDE È FONDAMENTALE»



CHE FARE CON LE UNIT LINKED IN PERDITA

Resistere, o accettare le perdite e disinvestire? E chi volesse entrare adesso, a quali condizioni trova convenienza? Ecco le indicazioni per decidere e i rendimenti di tutti i prodotti sul mercato

■ di Cristina Conti

Un prodotto costoso e inefficiente, destinato a scomparire se non cambia profondamente, secondo alcuni. Uno strumento utile per diversificare gli investimenti in chiave previdenziale, e già avviato sulla strada dell'innovazione, secondo altri. Sulle polizze unit-linked le opinioni sono decisamente contrastanti. Ma che cosa deve fare che le ha e sta perdendo? E chi non le ha, a quali condizioni può trovare convenienza a comprarle? Nate alla fine degli anni Novanta

Da sapere

■ **Benchmark**

È il parametro di riferimento: si tratta di solito un indice del mercato finanziario, che riflette il profilo di investimento, in termini di obiettivi e grado di rischio, di un'attività finanziaria e in particolare dei fondi comuni di investimento. Viene utilizzato anche per la valutazione dell'investimento, attraverso il confronto dei rendimenti, e per il calcolo delle commissioni di incentivo.

■ **Caricamenti**

Sono i costi iniziali delle polizze vita. Se il premio è pari a cento, e i caricamenti sono del 5 per cento, la somma effettivamente investita è pari a 95.

■ **Flessibile**

Un fondo flessibile è un fondo di investimento che investe sia in azioni sia in obbligazioni, senza una ripartizione percentuale fissata dal regolamento tra le due tipologie di titoli. Il gestore può decidere in totale libertà come ripartire il portafoglio.

per offrire un'alternativa più redditizia alle polizze vita tradizionali, le unit-linked hanno avuto un vero boom tra il '99 e il 2000, nel momento cioè in cui le Borse di tutto il mondo segnavano i massimi livelli delle quotazioni. A differenza delle polizze tradizionali, le cosiddette rivalutabili, che investono la gran parte del loro denaro in titoli di Stato e obbligazioni, le unit-linked investono in veri e propri fondi comuni: la prestazione finale dipende cioè dal valore delle quote (in inglese unit) di un fondo comune di investimento interno o esterno alla compagnia. E può trattarsi di fondi azionari, obbligazionari, bilanciati e flessibili, con specializzazioni che vanno dai singoli paesi e aree geografiche (Stati Uniti, Asia, Europa) ai settori produttivi (tecnologico, industriale, e così via).

Nel momento in cui i rendimenti dei titoli di Stato scendevano a livelli bassissimi, l'idea di migliorare le prestazioni dei prodotti assicurativi con investimenti anche azionari è piaciuta a molti, e molti si sono lasciati convincere dal promotore o dalla banca a sottoscrivere i contratti. Nel 2001 però per le Borse sono iniziati tre anni fra i peggiori della storia. E i rendimenti dei fondi azionari, bilanciati e flessibili hanno virato pesantemente al negativo. A tutt'oggi la gran parte dei fondi (obbligazionari esclusi) è in perdita rispetto agli anni '99/2000. Peraltro anche nel 2004, nonostante un andamento più che positivo del mercato azionario, c'è stato chi è riuscito a perdere. In media i fondi

azionari hanno guadagnato il 3,6% e i bilanciati il 5,1%, i flessibili il 4,1%: risultati modesti, e soprattutto insufficienti a recuperare le perdite del passato, tanto è vero che i dati medi a tre anni sono, per tutte e tre le categorie, negativi per oltre il 2%.

■ ACCETTARE LE PERDITE?

Il problema più urgente riguarda dunque chi ha sottoscritto unit-linked negli anni passati, e oggi si ritrova in perdita. Che fare? Attendere che le quotazioni si riprendano, oppure liquidare l'investimento, accettare la perdita e magari cercare di rifarsi altrove? «In molti casi vale la pena di tenere, perché le quotazioni dei fondi si stanno riprendendo», consiglia **Marcella Frati**, director Italia di NMG Financial services consulting. «E quindi non bisogna dar retta alle banche che spingono i clienti a disinvestire dalle unit-linked perché stanno spingendo su altri prodotti di risparmio gestito».

Le valutazioni, naturalmente, devono essere fatte caso per caso. Molto dipende dall'entità dell'investimento, dal suo peso sul patrimonio complessivo, ma anche dall'entità della perdita. «Chi ha perso oltre il 30 per cento, magari con un fondo specializzato in titoli tecnologici, molto difficilmente potrà recuperare: avere il coraggio di uscire quando si perde è fondamentale», aggiunge **Ludovico**

LE SETTE VOCI DA TENERE D'OCCHIO

1 Costi

VERIFICATE TUTTE LE VOCI DI COSTO: POSSONO ESSERE TALI DA ANNULLARE I GUADAGNI.

2 Rendimenti

CERCATE DI AVERE IL QUADRO DEI RENDIMENTI PASSATI, E METTETELI A CONFRONTO CON IL BENCHMARK.

3 Rigidità

VERIFICATE QUANDO È POSSIBILE IL RISCATTO ANTICIPATO E A QUALI CONDIZIONI.

Molto dipende dall'entità dell'investimento o dal suo peso

Mazzolin, direttore prodotti di Uni-Credit Xelion Banca.

I COSTI E L'EFFICIENZA

Al di là dei risultati di questi anni, tuttavia, c'è chi sostiene che le polizze unit-linked siano comunque poco convenienti per i sottoscrittori. La metafora utilizzata da **Giuseppe Romano**, direttore dell'Ufficio studi di Consultique, è severa ed efficace. «Le unit-linked somigliano alle calze della Befana che si acquistano già pronte: se comprassimo direttamente i cioccolatini e le confezionassimo da noi risparmierebbero un bel po', perché quello che si paga caro è l'impacchettamento, e a volte il marchio. E potremmo anche scegliere i cioccolatini che ci piacciono di più, e personalizzare il pacchetto come ci piace». Se la calza è la unit-linked, i cioccolatini sono i fondi comuni, e azioni, obbligazioni eccetera sono la materia prima, il cioccolato. A ogni passaggio, ovviamente, i costi aumentano. «Si paga il Ter (Total expense ratio, vedere riquadrato, ndr.) sui singoli fondi, più le commissioni di gestione sulla unit-linked. Alcuni di questi, i caricamenti, le spese amministrative, ma anche le penali di riscatto, vanno a ridurre il numero delle quote, per cui può accadere di andare in perdita anche se il fondo ha reso il 10%».

Tanto per riassumere: nel conto entrano, i caricamenti sui premi (su quello iniziale e sui successivi), le spese di trasferimento se si passa da un fondo a un altro, e quelle di riscatto se si disinveste prima di un dato periodo, i cosiddetti diritti generici, vale a dire cifre fisse prelevate su ogni versamento o una volta all'anno; le commissioni di gestione, calcolate in percentuale sul patrimonio della unit-linked; i costi per convertire in rendita il capitale accumulato; e i costi relativi all'investimento nei fondi (commissioni di gestione e di performance, commissioni della banca depositaria, e così via).

A questo si aggiungono, secondo Romano, l'inefficienza dei fondi utilizzati, che spesso rendono meno del benchmark, e l'assenza di una asset allocation dinamica del portafoglio: «La composizione iniziale del portafoglio non viene modificata se non per motivi commerciali, oppure in modo automatico, passando dagli azionari agli obbligazionari a scadenze prefissate. In questo modo, oltretutto, si finisce per consolidare le perdite, perché se nei primi anni il mercato azionario va male, passando all'obbligaziona-

“ Le unit somigliano alle calze della Befana acquistate già pronte: se le confezionassimo noi, comprando i cioccolatini, risparmierebbero un bel po' ”

4 Fisco

LE UNIT-LINKED NON OFFRONO BENEFICI FISCALI. PRIMA DI INVESTIRE CONVIENE ESAURIRE I BENEFICI CUI SI HA DIRITTO ATTRAVERSO AD ESEMPIO I FONDI PENSIONE.

5 Diversificazione

PREFERITE I PRODOTTI CHE OFFRONO LA POSSIBILITÀ DI DIVERSIFICARE L'INVESTIMENTO E DI MODIFICARLO, SENZA ONERI AGGIUNTIVI, NEL TEMPO.

6 Alternative

VALUTATE SE REALMENTE AVETE LA NECESSITÀ DI UNA POLIZZA VITA (PER ESEMPIO PERCHÉ SIETE INTERESSATI A UNA RENDITA): INVESTIRE DIRETTAMENTE IN FONDI COMUNI È SICURAMENTE MENO COSTOSO.

7 Fondi hedge

LE UNIT-LINKED POSSONO ESSERE UN'OCCASIONE PER INVESTIRE IN FONDI SPECULATIVI, ALTRIMENTI RISERVATI A INVESTITORI CON GRANDI CAPITALI. MA PRIMA DI FARLO È IL CASO DI CAPIRE BENE DI COSA SI TRATTA.

rio non c'è modo di recuperare». Fra delusioni del passato, alti costi, e banche più interessate a vendere altro, le unit-linked stanno registrando oggi una crisi di raccolta. Nei primi tre mesi del 2005, secondo l'Ania, l'associazione delle imprese di assicurazione, le unit-linked classiche hanno raccolto il 16% in più rispetto allo stesso periodo del 2004, ma le unit-linked garantite (che prevedono cioè un rendimento minimo o la conservazione del capitale investito) sono crollate del 37%. Nello stesso trimestre le polizze vita tradizionali hanno aumentato la raccolta del 26%, e le index-linked, il cui andamento è legato a indici di Borsa o a panieri di titoli, addirittura dell'83%.

«Oggi è sicuramente più difficile vendere le unit-linked, che sono percepite come prodotti con scarso valore aggiunto, deboli come diversificazione di investimento. Certo, le reti continuano a venderle, perché i promotori le spingono, ma c'è bisogno di innovazione, altrimenti il prodotto muore», spiega Marcella Frati. «Non a caso piacciono le polizze di matrice estera, in particolare irlandese, che investono in fondi hedge o in fondi che hanno un obiettivo di ritorno assoluto, perché permettono ai sottoscrittori di investire in prodotti che altrimenti sarebbero loro preclusi».

CON DENTRO I FONDI HEDGE

Questo vale in particolare per i fondi hedge, quelli che la legge italiana ha definito come speculativi e che, poiché possono utilizzare strumenti sofisticati e spesso rischiosi (leva finanziaria, prodotti derivati, vendite allo scoperto), sono stati riservati a una clientela che può disporre di almeno 250 mila euro. Con le unit-linked è sufficiente versare un premio dicinquemila euro o anche meno. Alle compagnie italiane, comunque, l'isvap, l'istituto che vigila sul nostro mercato assicurativo, ha precluso la possibilità di emettere polizze sulla vita che investano in fondi hedge. E i risparmiatori italiani che vogliono sottoscriverle devono rivolgersi a compagnie straniere che operano in regime di "libera prestazione dei servizi": un accordo fra i Paesi europei prevede che tutte le compagnie con

sede in un paese dell'Unione europea possano proporre i loro prodotti negli altri Paesi, semplicemente comunicando alle autorità locali (nel nostro caso all'isvap) la loro volontà, e sbrigando qualche pratica amministrativa. Una soluzione che è stata adottata non soltanto da compagnie straniere, ma anche italiane, come Mediolanum vita, che si sono appoggiate a filiali in Irlanda o in Lussemburgo. «Non ci sembra corretto aggirare la legislazione italiana: per questo, anche se ne avremmo la possibilità, non proponiamo polizze con fondi hedge», spiega Mazzolin. «Credo però, senza fare socialismo finanziario, che l'innovazione finanziaria sia utile per tutti, per diversificare e coprire il maggior numero di asset class possibili. E tra i fondi hedge, sebbene la legge li definisca tutti come speculativi, ne esistono anche a bassa volatilità».

QUALE INNOVAZIONE

Fra le compagnie più impegnate sul fronte delle unit-linked, c'è chi, come CreditRas, punta su una gamma estremamente ampia di prodotti, che consente di costruirsi un vero e proprio giardinetto di polizze, diversificate per mercati e per settori. E chi, come AIP-Banca Fideuram, offre strumenti come il Financial Age, che consente di personalizzare sia l'investimento sia il piano di versamenti in base non soltanto al profilo di rischio di ciascuno, ma anche alla sua scadenza, in modo di ottenere il migliore risultato alla data in cui si andrà in pensione.

«Stiamo lanciando prodotti che puntano sul mercato immobiliare mondiale», dice invece Mazzolin, «un campo in cui, come assicuratori, abbiamo una grande esperienza. E stiamo studiando prodotti che proteggono il massimo valore raggiunto dal fondo. Ma credo che le unit linked classiche possano riemergere, grazie ai nuovi prodotti, che sono multifondo e quindi permettono di diversificare l'investimento anche tra diversi gestori e stili gestionali. E comunque mantengono i vantaggi tipici dei prodotti assicurativi. I fondi garantiti o protetti, grazie alle tecniche gestionali. E la possibilità di scegliere, a scadenza, fra capitale e rendita».

Da sapere

■ **Pip**
Piano pensionistico individuale. Si tratta di una polizza sulla vita con finalità chiaramente previdenziali, soggetta a regole analoghe a quelle dei fondi pensione, e benefici fiscali.

■ **Riscatto**
È la chiusura anticipata del contratto, decisa dal contraente, che ottiene in cambio una somma in contanti calcolata in funzione dei premi versati

■ **Ter**
Total expense ratio. È l'indice di spesa medio dei fondi comuni, che riassume in un unico valore tutti gli oneri, dalle spese di sottoscrizione a quelle di gestione, di performance e così via.

E FINALMENTE L'ISVAP IMPOSE PIÙ TRASPARENZA

L'investitore dovrà essere avvisato nel caso di perdite superiori al 30%. Le nuove polizze dovranno indicare un benchmark, come i fondi, e il costo medio annuo

Più trasparenza sul fronte dei costi; avvisi puntuali se le perdite superano una certa soglia; introduzione di un parametro di mercato con il quale confrontare il rendimento della polizza; obblighi di chiarezza nel presentare i prodotti ai clienti. Sono le principali novità introdotte dall'Isvap, l'istituto di vigilanza sulle assicurazioni, per le polizze unit-linked. La circolare porta la data del primo marzo 2005, ma entrerà in vigore gradualmente nel corso dell'anno.

LE PRIME REGOLE

Il primo nuovo obbligo, quello relativo all'adozione di un parametro di riferimento, è già scattato, per le nuove polizze, dal primo aprile. Il modello è in sostanza quello dei fondi di investimento: anche le polizze unit-linked devono ora indicare un benchmark, un indice di mercato con il quale sia possibile confrontare il rendimento. Deve trattarsi di un indice coerente con la politica di investimento e quindi, per esempio, se la polizza, o meglio il fondo alla quale

è collegata, investe nella Borsa italiana, potrà essere adottato lo S&P/Mib. Le polizze esistenti dovranno adeguarsi entro il primo settembre.

Stessa data per un'altra importante novità: l'obbligo di informare i sottoscrittori nel caso in cui il valore delle quote scenda di oltre il 30%. L'informazione deve arrivare entro dieci giorni, e dev'essere ripetuta se si verificano altre perdite pari o superiori al 10 per cento.

Corposo il capitolo della circolare che riguarda gli obblighi di informazione. Fra questi (in vigore dal primo dicembre) c'è innanzitutto l'obbligo di consegnare un fascicolo informativo, che deve contenere, oltre a tutte le informazioni relative al contratto e al rischio dell'investimento, anche un

glossario che aiuti a comprenderlo. Ma l'utilizzo di espressioni chiare e sintetiche, e di caratteri di stampa leggibili (non inferiori al corpo 11, specifica la circolare) sono chiaramente indicati come obblighi a carico delle compagnie.

COSTI PIÙ CHIARI

I documenti informativi dovranno riportare anche l'indicazione del costo percentuale medio annuo, calcolato sulla base di un'ipotesi di rendimento fissato dall'Isvap e pari al 4%. E a proposito di costi, l'Isvap ha introdotto il divieto di applicare commissioni di ingresso e di uscita quando i fondi in cui la polizza investe sono gestiti da società che ap-



Giancarlo Giannini
PRESIDENTE ISVAP

partengono allo stesso gruppo. Lo stesso vale per le commissioni di gestione, salvo una quota relativa all'attività di asset allocation tra i fondi e all'amministrazione dei contratti.

Le quotazioni dei fondi collegati alle polizze unit linked infine dovranno, da dicembre, essere pubblicate tutti i giorni su almeno un quotidiano e sul sito Internet di ciascuna compagnia. ■

“ **Obbligo di consegnare un fascicolo informativo che deve contenere tutte le informazioni sul contratto e sul rischio dell'investimento** ”