

STUDIO ATTUARIALE

VISINTIN & ASSOCIATI – SAVA SRL

Febbraio 2024

White Paper

Il futuro delle Gestioni Separate

ALBERTO LONZA

ANDREA TAMARO

ROBERTO BRUNI

Introduzione

A seguito delle più recenti turbolenze dei mercati finanziari e assicurativi, le gestioni separate hanno sofferto un periodo atipico rispetto al passato, con flussi finanziari in entrata inferiori ai flussi in uscita e la componente obbligazionaria destinata alla copertura delle riserve svalutata a causa del rialzo dei tassi di interesse.

Con il presente *whitepaper* si vogliono ripercorrere i punti di forza e di debolezza manifestati dalle gestioni separate italiane, con uno sguardo alle possibili linee evolutive nel futuro, analizzando le principali caratteristiche tecniche delle gestioni separate e la loro funzione sociale.

Successivamente ci si soffermerà su come tali strumenti sono stati gestiti e su come hanno reagito ai vari cicli economici passati e alle recenti crisi finanziarie.

Infine, vengono analizzate le gestioni separate sotto i seguenti profili:

- il modello di business a cui esse rispondono, con particolare riferimento ai diversi contesti in cui le *fabbriche prodotto assicurative* sono collocate;
- la loro adeguatezza in quanto strumento finanziario sottostante ai prodotti rivalutabili in relazione a diverse macro-categorie di *target market* e
- le attuali caratteristiche contrattuali e potenziali loro evoluzioni.

1. Caratteristiche tecniche e funzione sociale

L'obiettivo principale delle gestioni separate non è la ricerca di un ritorno "assoluto" dell'investimento: la gestione separata come strumento finanziario, infatti, è nata principalmente per segmenti di clientela che non aspirano ad una gestione attiva del proprio risparmio, ma hanno bisogno di poter fare affidamento sulle risorse economiche accantonate, opportunamente rivalutate, per provvedere ad esigenze previste o impreviste.

Per queste ragioni, le gestioni separate sono sociologicamente definite come una forma di risparmio previdente e responsabile, dedicato principalmente a quelle fasce di clientela con una moderata capacità di risparmio.

Il tecnicismo con cui viene realizzata tale funzione sociale si basa principalmente su tre fattori:

1. la rivalutazione delle somme assicurate è collegata ai rendimenti della gestione sottostante, i quali a loro volta sono determinati secondo un approccio a costo storico (ossia come il rapporto tra i proventi finanziari realizzati nel periodo e la consistenza media degli investimenti);

2. la gestione degli investimenti risulta conservativa e fortemente sbilanciata sui comparti obbligazionari (governativi e non) e da una movimentazione relativamente contenuta dei titoli in gestione;
3. un'attenta gestione della liquidità netta, al fine di accedere ai mercati quando questi offrono rendimenti naturali appetibili, eventualmente attuando tecniche di ottimizzazione del rendimento tramite lo smobilizzo di specifici titoli plus-valenti o minus-valenti. Le plus/minus valenze, infatti, quando realizzate, confluiscono nei proventi finanziari considerati nel calcolo del rendimento.

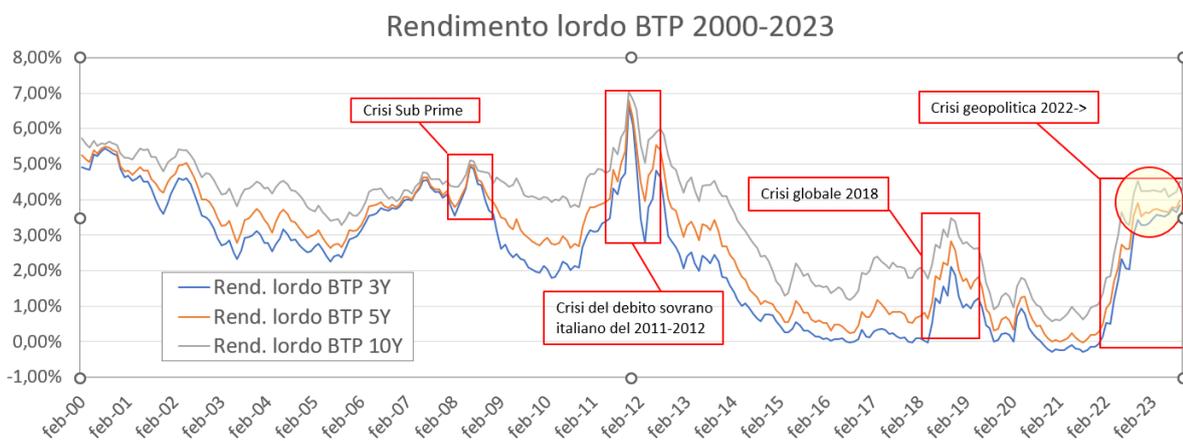
In virtù di questi tre elementi, gli effetti dell'alternanza dei cicli economici e della volatilità della struttura per scadenza dei tassi di interesse vengono attenuati (sia dalla valutazione al costo storico sia dall'intervento dell'*asset manager*), evidenziando uno *smoothing* nel tempo dei rendimenti della gestione rispetto a quelli di mercato e realizzando, di fatto, un patto di mutualità intergenerazionale dei risultati finanziari ottenuti.

I contratti sottoscritti in un periodo di tassi bassi, infatti, beneficiano del realizzo di plus-valenze appartenenti a titoli preesistenti e, viceversa, i contratti sottoscritti in un periodo di tassi alti "rinunciano", in una qualche misura, ad un rendimento elevato di breve periodo per beneficiare nel futuro dei rendimenti naturali acquisiti e della stabilità del sistema.

2. Storia e recente passato

In Europa il ventennio appena concluso è stato caratterizzato da un iniziale periodo di espansione economica (2000-2007) e da un progressivo susseguirsi di crisi di varia natura (globali e locali), a cui il settore assicurativo italiano ha saputo rispondere con efficacia. In questo contesto di cicli economici progressivamente più brevi e spesso turbolenti, le gestioni separate hanno visto alternarsi una fase di iniziale espansione e una successiva fase di contrazione, a beneficio dei prodotti di ramo III o ibridi (multiramo), per poi ripetersi.

Tale andamento generale è stato condizionato dalla combinazione di diversi fattori: l'introduzione di una più sofisticata metrica *risk based* per il requisito di solvibilità (2016, Solvency II), combinata con un contesto macroeconomico che, nel recente passato, ha evidenziato tassi di interesse molto bassi, tali da mettere a rischio la sostenibilità di questa tipologia di business.



Ciò nonostante, le gestioni separate, con opportuni adattamenti dei profili di garanzia finanziaria e, più di recente, delle modalità di contabilizzazione delle plusvalenze nette realizzate (Fondo Utili) hanno resistito, sia in termini di massa gestita che di funzione sociale, rappresentando ancora oggi una quota rilevante (circa il 20%) del risparmio complessivo degli italiani.

Per fare fronte al progressivo abbassamento dei tassi nell'era euro, l'offerta di prodotto abbinata alle gestioni separate ha subito nel tempo successivi adeguamenti, tesi ad alleggerire il peso delle garanzie finanziarie offerte, specie nel contesto della valutazione del requisito di solvibilità.

Tali progressivi adeguamenti possono essere riassunti nel modo seguente:

- abbassamento progressivo delle garanzie finanziarie riconosciute in modalità *cliquet*;
- abbandono della modalità *cliquet* e introduzione della modalità *best of*;
- introduzione delle garanzie a finestra temporale (prodotti a basso assorbimento di capitale).

Infine, a fronte dell'alleggerimento delle garanzie finanziarie offerte, per rendere più appetibili i prodotti, le compagnie italiane (specie quelle del settore *bancassurance*) hanno progressivamente agevolato le condizioni di uscita anticipata (riscatto).

In questo contesto, la situazione post pandemica delineata da un aumento della volatilità dei mercati, l'innalzamento del tasso di inflazione e l'improvviso e continuativo aumento dei tassi di interesse, ha portato ad una situazione di profonda sofferenza nel business delle gestioni separate. Ciò ha comportato un generale aumento delle minusvalenze in bilancio (e nelle gestioni), con conseguenze mai sperimentate prima nel mercato assicurativo italiano ed un'impennata dei tassi di riscatto. Si è osservato quanto descritto in particolare in quelle linee di business particolarmente sensibili al maggior rendimento di mercato, come la clientela *private* o *corporate*, solitamente gestite da intermediari finanziari che hanno colto l'opportunità di trasferire i capitali investiti su soluzioni maggiormente redditizie.

Questo incremento di riscatti ha trovato terreno fertile, complice proprio l'elevata liquidabilità delle polizze assicurative, vendute senza adeguati sistemi di penalizzazione in caso di riscatto anticipato, che ha esposto le Compagnie "al mutare del vento" dei mercati.

3. Adeguatezza e target market

Storicamente, le gestioni separate hanno avuto molteplici ruoli a supporto del business delle Compagnie: ad esempio, tra i principali modelli di business a cui esse hanno dato risposta, troviamo il risparmio non previdenziale, il risparmio previdenziale di secondo e terzo pilastro, l'investimento garantito, il cosiddetto "parcheggio di liquidità" e il comparto tradizionale per i prodotti multiramo.

La progressiva decrescenza dei tassi, congiuntamente alla necessità di razionalizzazione e di abbattimento dei costi di gestione hanno dato il via, a partire dal 2010, ad un progressivo processo di accorpamento, conclusosi con le gestioni oggi in vita, alle quali vanno aggiunte le nuove gestioni separate nate a seguito dell'introduzione del Fondo Utili. Inoltre, l'attuale normativa comunitaria, sempre più stringente in materia di trasparenza e di POG (*product oversight governance*), impone una riflessione sul modo in cui i prodotti collegati alle gestioni separate vengono distribuiti, mantenendo in debita considerazione le dinamiche emerse dai recenti eventi di mercato, i quali hanno esacerbato la situazione finanziaria congiunturale sia in termini di riduzione dei flussi di cassa in ingresso, ma soprattutto l'aumento di quelli in uscita.

4. Come intervenire e dove?

Nel contesto così delineato, dunque, appare indispensabile, indipendentemente dal modello distributivo, rivedere la costruzione dei prodotti rivalutabili e l'individuazione del mercato di riferimento, al fine di seguire criteri maggiormente stringenti e con l'intento di perseguire in modo più efficace i principi cardine, sia economici che sociali, che regolano le gestioni separate.

Ad esempio, una delle possibili soluzioni sarebbe affinare maggiormente la modalità di prelievo commissionale periodico e inserire opportune penali di riscatto coerenti con il profilo dell'assicurato, controbilanciate da riconoscimenti, come prestazioni aggiuntive premianti al raggiungimento di orizzonti di investimenti. Strategie più volte invocate dal regolatore locale, che siano a tutela del cliente o comunque perseguano l'interesse espresso dal contraente in fase di sottoscrizione.

Questi orientamenti odierni non sono soggetti a restrizioni normative ed è quindi permesso al mercato di esprimere liberamente la propria visione su tali questioni. Come già precedentemente accennato, un'area dove si può fare un maggiore approfondimento è quella della definizione di penali di uscita maggiormente *market dependent* e *fund specific* o l'identificazione formale (a livello di Regolamento del Fondo) di un limite oggettivo e verificabile oltre al quale poter introdurre delle logiche di ripartizione della perdita indotta in caso di riscatto.

Conclusioni

Lo strumento della gestione separata appare, oggi come in passato, un efficace strumento finanziario da abbinare a contratti assicurativi e previdenziali con obiettivi di stabilità di medio lungo periodo.

L'introduzione del Fondo Utili rappresenta, a nostro parere, un importante leva gestionale e di diversificazione dell'offerta finanziaria, così come l'introduzione delle nuove norme in materia di trasparenza (in particolare il *value for money*), che possono essere un'occasione propizia per adattare questo business alle mutate esigenze della clientela e non solamente un mero adempimento normativo.

Su questi temi, il nostro Studio da sempre supporta Compagnie, Gruppi Assicurativi e altri players nell'analisi, nella definizione e nell'implementazione di processi di valutazione.

Per ulteriori informazioni



Alberto Lonza
Senior Manager, Actuary
lonza@studio-visintin.it



Andrea Tamaro
Senior Manager, Actuary
tamaro@studio-visintin.it



Roberto Bruni
Actuary
bruni@studio-visintin.it

STUDIO ATTUARIALE

Visintin & Associati



Trieste sede Legale e Operativa

Via San Lazzaro, 2
34122 Trieste
Telefono +39 040 36.17.03
Fax +39 040 37.20.432

Milano sede Operativa

Via Monferrato, 1
20144 Milano
Telefono e Fax +39 02 76.31.70.40

Email: attuari@studio-visintin.it