

---

# Le gestioni separate: un evergreen?

di RAUL PISANI

---

Nel corso del 2018 le Compagnie di Assicurazione Italiane hanno contabilizzato poco più di 102 miliardi euro di premi vita, di cui poco meno del 65% nel ramo I. I rendimenti conseguiti dalle gestioni sono relativamente diversi gli uni dagli altri, ma molti sono stati superiori al 3%, il che significa per i contraenti, risultati netti (dalle spese di gestione) del 2-2,50%. Come noto le gestioni separate offrono anche ulteriori garanzie attuariali (capitali caso morte, caso vita, invalidità permanente, malattia, etc.) e finanziarie (rendimenti minimi garantiti, garanzia di capitale, consolidamento dei rendimenti medesimi e, come conseguenza, anche bassissima volatilità dei rendimenti annualmente conseguiti). Le gestioni si caratterizzano per la prevalente presenza di bond a tasso fisso contabilizzati a costo storico (il che consente di garantire facilmente il consolidamento dei rendimenti anno per anno). Peraltro, come noto, le Compagnie a partire dai primi anni del secolo hanno facilmente avuto l'opportunità di espandere i premi destinati alle gestioni medesime: l'investitore marginale finisce per percepire (come tutti gli investitori) un rendimento pari alla media ponderata dei rendimenti offerti dai bond presenti della gestione che però, in un contesto di tassi decrescenti, finisce per essere superiore a quello che diversamente egli percepirebbe sul mercato. Questo fenomeno potrebbe però diventare un problema per compagnie in caso di rialzo strutturale dei tassi di mercato. In tal caso i rendimenti delle gestioni (soprattutto se alimentati da titoli a tasso fisso) rischierebbero di collocarsi al di sotto di quelli vigenti sul mercato e ciò non solo potrebbe ridurre i nuovi flussi di premi, ma anche generare riscatti delle polizze in essere, esponendo le compagnie ad un potenziale rischio minusvalenze sul portafoglio. Peraltro, le compagnie potrebbero essere esposte ulteriormente al rischio *aspettativa* del rialzo dei tassi. I titoli a supporto delle gestioni sono valutati nella contabilità delle gestioni a costo storico, ma al fair value nel bilancio consolidato, finendo per esporre il valore di mercato dell'*equity* (per le compagnie quotate) ad un rischio volatilità indotta proprio dall'aspettativa variazione dei tassi sul valore di mercato dei titoli inseriti nella gestione.

In sintesi, nonostante che gli investitori preferiscano nettamente le gestioni separate, soprattutto quando i mercati finanziari manifestano una elevata volatilità dei rendimenti, per le Compagnie restano aperti, a livello strutturale, una serie di problemi di *asset liabi-*

*lity management* che le gestioni pongono. In questo senso è opportuno che le Compagnie proseguano con l'offerta di nuove forme contrattuali volte progressivamente a ridurre la dipendenza dalle gestioni separate proponendo polizze multiramo (combinazioni fra gestioni e unit-linked) e direttamente unit-linked. E in questo senso, particolarmente cruciale sarebbe l'offerta di garanzie di rendimento su queste ultime. Bassi tassi di interesse sono indubbiamente un ostacolo per costruire garanzie di rendimento esplicite su unit-linked, ma strategie di protezione del capitale, di gestione della volatilità dei rendimenti e di riduzione dei rischi finanziari sono possibili anche in contesti di bassi interessi.