



Itinerari Previdenziali - Annual meeting

# **Si apre una nuova stagione per le gestioni separate?**

Stefano De Polis

Segretario Generale IVASS

Palazzo di Varignana (Bo), 19 maggio 2023

Ringrazio il Presidente, Alberto Brambilla, e gli organizzatori di questo seminario per l'invito a trattare un tema a cui IVASS sta dedicando particolare attenzione ormai da qualche anno: il futuro delle gestioni separate.

Una battuta per sintetizzare i contenuti del mio intervento e nel contempo un auspicio: *Lunga vita alle gestioni separate!* Le gestioni separate sono sociologicamente una forma di risparmio previdente, direi anche responsabile, che non ha come obiettivo principale il ritorno assoluto dell'investimento ma di poter contare nel tempo sul risparmio accumulato per provvedere ad esigenze, prevedibili o impreviste, della vita.

La funzione previdenziale del contratto di assicurazione è assolta garantendo all'assicurato le risorse economiche necessarie a far fronte all'evento incerto (morte o sopravvivenza) contemplato nella polizza. Nell'art. 1882 del Codice civile alea e funzione previdenziale sono inscindibilmente connesse: per poter essere considerato un contratto di assicurazione sulla vita, il rapporto concluso deve contemplare un rischio demografico cioè prevedere una oggettiva e apprezzabile variabilità della prestazione di una delle parti in relazione alla durata della vita umana.

Nel 2022, l'IVASS ha messo in pubblica consultazione nuovi regolamenti in materia di prodotti *linked* e ha invitato i diversi stakeholder a un confronto su una riforma dei prodotti vita nel loro complesso. L'esigenza è nata dalla stessa evoluzione del mercato negli ultimi quindici anni, caratterizzata da elementi di crescente finanziarizzazione dei prodotti e dal diffondersi di soluzioni ibride tra polizze rivalutabili di ramo I e polizze *Unit Linked* di ramo III.

Il documento di consultazione prospettava un'ampia revisione della disciplina contenuta nella Circolare 474/2002, per le *unit linked*, e nel Regolamento 32/2009, per le *index linked*, con l'obiettivo di aggiornare il quadro nazionale all'evoluzione della normativa europea e nazionale in materia di investimento collettivo del risparmio.

Nello stesso tempo, l'IVASS ha pubblicato il documento di discussione al fine di raccogliere osservazioni e contributi sulle possibili revisioni della regolamentazione dei prodotti vita, specie con riferimento alle polizze rivalutabili di ramo I. In particolare il

documento di discussione ha sollecitato il mercato, l'accademia e tutti gli altri *stakeholder* a fornire contributi e proposte da tenere in considerazione nell'elaborazione di interventi regolamentari in tema di: (i) estensione ai contratti esistenti del fondo utili delle gestioni separate, introdotto nel 2018 per i nuovi contratti; la nota si soffermava in particolare sulle condizioni richieste per la tutela dei contraenti; (ii) valorizzazione della garanzia demografica nei prodotti vita di ramo III con rischio a carico degli assicurati; (iii) introduzione di nuove tipologie di prodotti, tra cui quelli con *matching adjustment* (diffusi soprattutto in Spagna e Regno Unito) e quelli con partecipazione agli utili (utilizzati per lo più in Germania), così da arricchire l'offerta assicurativa italiana.

Alla base delle proposte previste nel documento di discussione vi era l'intendimento di rendere i prodotti vita di investimento più rispondenti alle esigenze dei cittadini e ai cambiamenti socio-demografici, valorizzandone la caratteristica di forma di risparmio con finalità di protezione e previdenza di medio-lungo termine.

Una riflessione sul futuro dei prodotti vita e sulla loro disciplina diventa sempre più attuale. Inoltre, non si può non ricordare che proprio in questi giorni la Commissione Europea sta definendo le proposte attuative della *Retail Investment Strategy* con importanti riforme della disciplina degli strumenti di investimento del risparmio delle famiglie e degli investitori persone fisiche.

Alla fine dello scorso anno la patrimonializzazione delle compagnie italiane si è ridotta ma resta – è bene ribadirlo - su livelli elevati (249%).

La crescita dei rendimenti delle obbligazioni, pubbliche e private, ha determinato da maggio del 2022 un saldo negativo tra le plusvalenze e le minusvalenze latenti sul complesso degli investimenti, pari a -52 miliardi al 31 dicembre 2022, poi ridottosi 31 mld. a fine marzo 2023.

Le minusvalenze del periodo si sono pertanto riflesse negativamente sulla redditività: il rendimento del capitale e delle riserve (ROE) della gestione vita è negativo, per la prima volta nel 2022, dopo più di dieci anni. Al calo ha contribuito anche la flessione della raccolta premi (-11 per cento): le maggiori esigenze di liquidità da parte della clientela, generate dal modificato quadro macroeconomico, e la ricerca

di rendimenti più competitivi, oltre a frenare la raccolta premi, ha alimentato le estinzioni anticipate dei contratti.

Considerata l'eccezionale situazione di volatilità dei mercati finanziari, nel 2022 il legislatore italiano ha consentito a tutte le imprese individuali che non adottano i principi contabili internazionali (in pratica tutte le compagnie italiane tranne una) di sospendere temporaneamente gli effetti sui bilanci delle minusvalenze sui titoli del comparto non durevole<sup>1</sup>, in deroga ai principi contabili nazionali. L'opzione è stata esercitata da circa un terzo delle compagnie italiane, che in termini di attivi rappresentano due terzi del mercato.

Nel comparto vita il rapporto tra l'onere per riscatti e i premi, già in crescita nel corso del 2022, è ulteriormente aumentato. Alla fine di marzo 2023 aveva raggiunto in media l'85%, a fronte del 53% di marzo 2022, in conseguenza sia dell'incremento del 57% dei riscatti sia di un ulteriore calo dei premi (-4%). Il fenomeno è stato particolarmente rilevante per le compagnie che si avvalgono nella distribuzione del canale bancario o dei promotori finanziari. Per questi canali, sempre a fine dello scorso marzo, il rapporto riscatti su premi era in media del 119%.

Sebbene i dati europei non consentano un confronto analitico tra i prodotti maggiormente diffusi nei vari paesi, le compagnie italiane del settore vita sembrano maggiormente esposte, rispetto alla media europea<sup>2</sup>, a possibili tensioni sulla liquidità generate da estinzioni anticipate dei contratti, anche a causa di minori vincoli e penalizzazioni specifiche, in caso di riscatto, previsti nei contratti. Nella prima decade del nuovo secolo il disegno dei contratti assicurativi "di risparmio" ha assunto una più spiccata 'connotazione finanziaria' che ha accresciuto la liquidità delle passività assicurative e ridotto la tipica componente assicurativa di protezione. Le polizze vita che vengono collocate prevalentemente da distributori bancario-finanziari (banche, uffici postali e reti di promotori, che insieme detengono circa il 75% del mercato dei prodotti IBIP) sono talora divenute - di fatto - prodotti succedanei in termini commerciali dei depositi e dei fondi comuni.

---

<sup>1</sup> Art. 45, commi 3-octies, 3-novies e 3-decies del DL 73/2022, convertito con modificazioni dalla L. 122/2022. Il regolamento dell'Ivass 52/2022 ha dettato le modalità attuative per le compagnie di assicurazione.

<sup>2</sup> EIOPA, Report on insurers' asset and liability management in relation to the illiquidity of their liabilities, 16 dicembre 2019

Una caratteristica questa, che il modificato quadro congiunturale (in particolare, tassi di interesse in significativo rialzo dopo una lunga fase di tassi bassi o negativi) ha fatto emergere con maggiore chiarezza.

Nel 2022 le gestioni separate erano 286, con circa 580 mld. di riserve matematiche. Il tasso medio di rendimento è stato del 2,5%, per l'1,1% trattenuto dalle compagnie. Il tasso trattenuto è rimasto pressoché stabile negli ultimi sette anni (intorno all'1%) ma la progressiva flessione del rendimento medio del portafoglio (basti pensare che nel 2016 era del 3,6%) ha determinato una continua contrazione del rendimento netto per la clientela (1,4% nel 2022).

Sarebbe però errato valutare questi dati solo in termini congiunturali senza tener conto che il ritorno dei prodotti di risparmio assicurativo va valutato nell'orizzonte (medio-lungo) di investimento, e a questo proposito non posso non rilevare che le gestioni hanno garantito rendimenti ampiamenti positivi anche nella (recente) fase di mercato caratterizzata da tassi negativi o prossimi allo zero, che pure tante apprensioni aveva destato tra gli assicuratori. E i dibattiti svolti qui a Varignana gli scorsi anni lo testimoniano.

È da qui che vi propongo una riflessione in prospettiva.

Anche nel nostro Paese, chi acquista una polizza di investimento assicurativo ha per lo più un orizzonte di medio-lungo periodo. Passività assicurative più stabili nel tempo consentono investimenti potenzialmente più redditizi nel medio-lungo periodo e garanzie sostenibili di rendimento delle gestioni. La possibilità di riscattare la polizza, ove prevista, dovrebbe essere attentamente disciplinata – quanto a circostanze, momenti e modalità – e coerentemente gestita sul fronte degli attivi.

L'EIOPA nel *Report on insurers' asset and liability management in relation to the illiquidity of their liabilities* (dicembre 2019), ha messo in evidenza la forte relazione che esiste nel gestire il rischio di liquidità nelle compagnie tra la sostenibilità nel tempo degli investimenti (specie quelli non prontamente cedibili) e l'effetto che la struttura delle passività può avere sull'affidabilità delle previsioni dei *cash flow*. A questo fine l'EIOPA ha identificato le caratteristiche dei prodotti assicurativi che influenzano il grado di illiquidità delle passività. Queste caratteristiche includono l'esistenza di

opzioni contrattuali di riscatto, di disincentivi al riscatto anche di natura fiscale, la rilevanza della copertura di rischi biometrici, la durata del contratto.

Il disegno dei contratti assicurativi è di fondamentale importanza per porre strutturalmente sotto controllo il rischio di liquidità delle compagnie ed evitare che venga meno l'affidamento fiduciario della clientela che ha sinora scelto di investire in un contratto assicurativo rivalutabile perché ritiene che il proprio investimento sia protetto dai rischi di seri deprezzamenti del capitale investito. È a tal fine fondamentale che le funzioni attuariali, nel valutare le politiche di sottoscrizione dei prodotti vita, considerino attentamente i profili, anche sistemici, connessi al grado di liquidità delle passività, individuando all'occorrenza le soluzioni più appropriate a salvaguardia della sostenibilità del *business*.

Per una compagnia, il rischio di non disporre di fondi liquidi per rimborsare il cliente che eserciti il diritto di riscatto è diverso a seconda che si tratti di prodotti i cui rischi di investimento sono a carico della clientela ovvero a carico dell'impresa. Nel primo caso il rischio è tanto maggiore quanto più per fronteggiare il riscatto sia necessario alienare un titolo illiquido ovvero ci si trovi in una condizione in cui i mercati non sono in grado di assorbire le vendite; in questo caso i contratti devono prevedere termini temporali di regolamento del riscatto idonei a far fronte a tempi più lunghi di liquidazione degli investimenti sottostanti il contratto.

Nel secondo caso, oltre a clausole contrattuali (o comunque circostanze obiettive di fatto) volte a rendere sostenibile la liquidazione anticipata delle posizioni dei singoli assicurati, occorre ripensare a fondo il disegno dei prodotti, restituendo agli stessi contenuto e protezione assicurativa tipica dei contratti con natura previdenziale e differenziandoli opportunamente dai contratti a contenuto eminentemente finanziario. Per evitare in ultima analisi effetti estremamente negativi su tutta la collettività assicurata, occorre che le polizze di ramo I tornino ad essere percepite come strumenti di investimento dei risparmi a lungo termine, in grado di proteggere il capitale investito alle scadenze predefinite e offrire un rendimento di lungo periodo, recuperando in tal modo il rapporto fiduciario di lungo termine tra *policyholder* e assicuratore.

Le normative sono importanti ma sta in primo luogo alle imprese impostare scelte di gestione e offerta di prodotti coerenti con la natura assicurativa dell'attività svolta e con le connesse modalità di gestione dei rischi.