



investimenti finanziari

il trimestrale indipendente di risparmio e finanza

Il rischio geopolitico: un nuovo scenario per l'investitore

Come programmare una serena vecchiaia

Gestioni separate: rendimenti garantiti e volatilità zero

Le nuove regole assembleari

Le espressioni vincenti nei dialoghi di vendita

La riforma fiscale dei fondi comuni italiani

Speciale Commissione Finanze

Camera dei Deputati: indagine conoscitiva sui mercati degli strumenti finanziari

Risparmio • Inflazione • Indicatori G7 • Depositi bancari • Depositi postali
Titoli di stato • Mercati obbligazionari • Borse valori • Valute • Fondi comuni
Assicurazioni vita • Analisi previsionali

WWW.INVESTIMENTIFINANZIARI.IT

2

2011

GESTIONI SEPARATE / 1: RENDIMENTI GARANTITI E VOLATILITÀ ZERO

L'analisi che vorremmo fare in questo articolo è quella di mettere a confronto uno strumento come quello rappresentato dalle **gestioni separate**, che da anni è presente nel listino prodotti di ogni rete distributiva, con altre tipologie di investimento concorrenti. Nostro dichiarato obiettivo è rimuovere, ove presenti, quelle antipatie pregiudiziali che intermediari molto ferrati sul fronte finanziario riversano inconsapevolmente o meno su contratti e/o prodotti di natura assicurativa.

Andiamo con ordine e partiamo dalla peculiare regolamentazione inerente l'esercizio della attività assicurativa. Così procedendo potremo capire appieno il tipo di garanzia offerto dall'Assicuratore (sempre inteso, per l'autore di questo testo, come impresa autorizzata all'esercizio ed iscritta all'Albo tenuto e vigilato da Isvap - Istituto di Vigilanza sulle Assicurazioni Private).

Il riferimento normativo principale di tutto quanto vedremo è quello del D.L. 7/09/2005, n. 209, CODICE DELLE ASSICURAZIONI PRIVATE. Il corpus normativo citato fa da vero e proprio testo unico in materia.

In generale, possiamo introdurre l'argomento sostenendo che le prestazioni assicurative cui ha diritto il sottoscrittore di una polizza vita "tradizionale" vengono costituite nel tempo mediante il meccanismo della capitalizzazione che si caratterizza per l'accumulo progressivo dei premi versati nell'investimento assicurativo e la rivalutazione annuale degli stessi con le modalità specifiche che avremo modo di approfondire nel prosieguo.

Il valore di questo stock di accumulo progressivo prende convenzionalmente il nome di "riserve tecniche" la cui valutazione è dettagliatamente disciplinata mediante la previsione di una serie di cautele e vincoli operativi che ricadono sull'Assicuratore sia sul fronte degli impegni sia su quello delle coperture degli stessi.

L'Assicuratore, infatti, è tenuto a calcolare le riserve sulla base di valutazioni prudenziali e nel pieno rispetto dei principi di calcolo fissati dalla legge. E' altresì tenuto ad inviare alle autorità di vigilanza una relazione, sottoscritta da un attuario iscritto all'Albo, nella quale vengano esposti in dettaglio tutti i procedimenti adottati e le valutazioni effettuate, con particolare riguardo alle basi tecniche, per il calcolo delle riserve; la relazione deve altresì attestare che le riserve risultano sufficienti a coprire tutti gli impegni assunti. Esiste poi un obbligo continuo di monitoraggio che consta nel fornire, per un controllo di merito, in via ricorrente all'Isvap il confronto tra le basi tecniche impiegate nel calcolo delle riserve ed i risultati dell'esperienza diretta in aggiunta alla previsione di un registro obbligatorio nel quale indicare le specifiche attività di copertura delle riserve, dandone periodica comunicazione a Isvap.

Infine, l'Assicuratore è tenuto a destinare a copertura delle suddette riserve, un complesso di attività finanziarie, di ammontare non inferiore alle stesse e tale da rispettare i vincoli determinati dalla legge per la loro qualità e compo-

sizione (si veda a tal proposito l'articolo 38 C.A.P.).

Grazie al gravame sull'impresa assicuratrice dell'insieme di tutti questi obblighi, l'Isvap può svolgere efficacemente le funzioni di vigilanza ad esso attribuite dal legislatore tra le quali spicca, per importanza e delicatezza, la costante vigilanza sulla situazione patrimoniale e finanziaria dell'Assicuratore, in particolare, sul possesso e sulla destinazione di attivi congrui, per qualità e quantità, per garantire la copertura delle riserve tecniche e pertanto dell'insieme delle obbligazioni assunte dall'Assicuratore nei confronti degli assicurati.

Ove per fugare ogni dubbio circa la capienza e la solvibilità dell'impresa tutto quanto ricordato non bastasse, si rammenta che è previsto un ulteriore obbligo che consta nel disporre di proprio capitale libero, di entità proporzionata agli impegni assunti, finalizzato alla ulteriore tutela degli assicurati in aggiunta alle riserve matematiche già richiamate. Il legislatore comunitario lo ha definito "margine di solvibilità" e la sua erosione può comportare la revoca all'impresa dell'autorizzazione disposta dall'Isvap nonché il divieto di compiere atti di disposizione dei propri beni qualora l'organo di controllo ravvisi inadempienze nei confronti dei limiti e/o vincoli disposti dalla legge e in eventuali casi di insolvenza.

Il punto cruciale, tuttavia, è che nel malaugurato caso in cui si dovesse pervenire alla procedura di liquidazione coatta amministrativa dell'Assicuratore il legislatore ha previsto che le attività a copertura delle riserve tecniche siano "riservate in modo esclusivo all'adempimento delle obbligazioni assunte nei confronti dei contraenti con i contratti di assicurazione ai quali le riserve di riferiscono". Pertanto, tutte le attività in oggetto rimarranno vincolate all'esclusiva copertura delle prestazioni garantite dai contratti di assicurazione sulla vita e su di esse non potranno essere avanzate pretese di eventuali altri creditori differenti dagli assicurati coinvolti.

DEFINIZIONE DI GESTIONE SEPARATA

La gestione separata è un fondo interno, creato dalla compagnia assicurativa e gestito separatamente rispetto al complesso di tutte le restanti attività in cui confluiscono i premi (al netto di eventuali caricamenti di ingresso e oneri fiscali) versati all'impresa dai contraenti che hanno sottoscritto polizze rivalutabili.

Il termine separato indica la configurazione di un'autonomia patrimoniale perfetta della gestione rispetto alle vicende economiche dell'impresa che la gestisce.

I premi acquisiti, al netto dei costi di ingresso, vengono investiti in attività finanziarie mediante una gestione professionale, sana e prudente degli investimenti.

Il portafoglio di una gestione separata è generalmente costituito da titoli opportunamente selezionati e monitorati in base a caratteristiche di rischio, rendimento e durata coerenti con i fattori distintivi tutti (temporali e quantitativi).

degli impegni contrattuali che l'assicuratore si è assunto con la platea ben precisa dei sottoscrittori di contratti afferenti allo specifico fondo di riferimento coinvolto. Un punto di forza da non trascurare è che ogni singolo premio viene investito in un portafoglio titoli generalmente molto diversificato e mai in un'unica attività finanziaria. Ciò per ovvi motivi consente la frammentazione e un maggiore controllo del rischio dell'investimento stesso in tutte le sue note declinazioni (rischio emittente, rischio tasso, rischio cambio, rischio comparto, rischio liquidità, etc.). Le rivalutazioni delle prestazioni contrattuali degli assicurati dipendono dal rendimento della gestione separata che prevede alcuni meccanismi peculiari che approfondiremo nel prosieguo quali il consolidamento annuale e il rendimento minimo garantito.

I CONTROLLI SULLE GESTIONI SEPARATE

La gestione separata costituisce quindi una gestione degli investimenti specificatamente individuata e separata da quella di tutte le altre attività della compagnia. Il valore delle attività della gestione separata non potrà mai essere inferiore all'importo delle riserve matematiche relative ai contratti vita collegati alla gestione.

Va detto che le gestioni separate pur non disponendo di propri organi amministrativi e/o di controllo (assemblea, consiglio, collegio) sono quanto di più rigidamente disciplinate e regolamentate dall'Isvap il settore assicurativo preveda; l'operatività dell'assicuratore è al vaglio continuo di meccanismi di controllo tali da rendere concreta e stringente l'oggettiva garanzia di restituzione del capitale agli assicurati.

La normativa Isvap sancisce in capo all'Assicuratore tutte le seguenti incombenze:

- la tenuta di un libro mastro nel quale vengano annotate le operazioni giornaliere di ingresso e di uscita delle attività che confluiscono nella gestione separata, comprensive di relativi redditi e spese;
 - la predisposizione di un prospetto trimestrale delle attività che costituiscono la gestione separata il cui ammontare complessivo, come già anticipato, non potrà mai essere inferiore all'importo delle corrispondenti riserve tecniche alla stessa data;
 - la predisposizione di un rendiconto annuale con l'indicazione esplicita del tasso di rendimento medio realizzato nonché dell'aliquota di retrocessione in favore degli assicurati;
 - l'obbligo di certificazione del rendiconto annuale posto in capo ad una società di revisione ad ulteriore garanzia della corretta valutazione delle attività attribuite alla gestione, della corretta determinazione dei rendimenti e della adeguatezza in valore delle attività poste a copertura degli impegni assunti, cioè delle riserve matematiche stesse;
 - l'obbligo di trasmissione all'Isvap di tutti i riepiloghi e i rendiconti alle rispettive scadenze richieste;
 - l'obbligo di pubblicazione su almeno due quotidiani a diffusione nazionale dei prospetti trimestrali e del rendiconto annuale per garantire adeguata pubblicità all'operato dell'Assicuratore sia nei confronti degli assicurati sia in quello dei terzi in genere.
- Ricordiamo anche il rafforzamento del sistema dei control-

li sulle attività a copertura delle riserve matematiche disposto dalla Circolare Isvap n. 176 del 27 aprile 92 prot. 290302 che ha previsto a carico del collegio sindacale una specifica sorveglianza consistente nell'accertamento periodico dell'esistenza, della libertà di vincoli e piena disponibilità dei titoli posseduti dalle imprese assicurative. Va annotato infine, che in generale la società di revisione contabile, a norma dell'art. 155 comma 1 lett. a) del Dlgs. N. 58/98, è tenuta ad effettuare verifiche trimestrali per accertare la regolare tenuta della contabilità di impresa, il pieno rispetto di tutte le norme legislative in materia, nonché la corrispondenza fra i saldi contabili e la documentazione attestante l'esistenza e la consistenza degli attivi, accertando nello specifico la corrispondenza delle consistenze dei titoli a copertura delle riserve tecniche con gli estratti conto degli enti depositari.

GARANZIA SUL CAPITALE E DIVERSIFICAZIONE PRESTATI DALL'ASSICURATORE

Tutto quanto testé esposto evidenzia in modo lineare e oggettivo la consistenza e il tipo di garanzie presenti nell'istituto di una gestione separata assicurativa, financo nel caso limite rappresentato da una liquidazione coatta amministrativa dell'Assicuratore nel qual malaugurato caso gli assicurati avranno la priorità rispetto a qualsivoglia creditore della compagnia seppur privilegiato.

Questo aspetto fondamentale - paradossalmente indipendente dal giudizio di merito o dal concetto di rating attribuito alla compagnia - è il vero e proprio fulcro per addivenire ad una valutazione oggettiva delle condizioni di rischio nell'investimento in una gestione separata rispetto ad altre tipologie possibili di impiego del denaro.

Il capitale investito nella gestione separata è garantito contrattualmente. Faro in questa tematica è il già citato articolo 38 del Codice delle Assicurazioni Private che richiede che "nella scelta degli attivi l'impresa tenga conto del tipo di rischi e delle obbligazioni assunte e dell'esigenza che sia garantita la sicurezza, la redditività e la liquidità degli investimenti, provvedendo ad un'adeguata diversificazione e dispersione degli attivi medesimi. L'impresa potrà coprire le riserve matematiche esclusivamente con le categorie di attivi, compresi gli strumenti finanziari derivati, che sono ammessi dal regolamento adottato dall'Isvap che stabilisce nel medesimo documento le tipologie, le modalità, i limiti di impiego e le relative quote massime."

Trattasi di vincoli fissati originariamente dal Provvedimento Isvap 147/96 che ha previsto limiti in percentuale rispetto al totale delle riserve vita per le varie asset class ammesse ed in particolare, con l'articolo 2, limiti di concentrazione per emittente: azioni, obbligazioni, strumenti del mercato monetario emessi da una stessa impresa non potranno superare il 5% delle riserve, sempre che il valore dell'investimento non superi il 20% del capitale sociale della società emittente. Sono fissati limiti anche per i titoli non quotati (10% delle riserve).

Insomma, è stata creato un reticolo protettivo e complesso che ha costituito una normativa prudenziale che consta anche delle linee guida sugli investimenti determinate strategicamente dal CDA della compagnia che potrebbe stabilire ulteriori e più stringenti limiti quantitativi per

in relazione alla esposizione per tipologia sia all'esposizione complessiva per singolo emittente.

COMPOSIZIONE DELLE GESTIONI SEPARATE

Da un raffronto e un'analisi complessiva dei dati disponibili emerge come nelle gestioni separate l'investimento obbligazionario faccia la parte del leone. In particolare preponderante è l'investimento in titoli denominati in Euro, emessi da stati sovrani ed organismi sovranazionali promossi da stati sovrani, dove assoluta protagonista è tutto lo stato italiano.

I rischi specifici relativi agli investimenti obbligazionari sono ampiamente diversificati così come la generalmente bassa componente azionaria presente in portafoglio si caratterizza per minime esposizioni su singoli titoli e per la presenza di specifici strumenti collaterali in grado di sterilizzare l'esposizione medesima.

Anche il rischio di controparte è generalmente molto basso e sempre sotto stretto controllo anche grazie al ricorso molto esiguo a derivati finalizzati alla copertura del rischio di credito.

Le gestioni separate adottano uno stile di investimento caratterizzato dal contenimento dei rischi finanziari attraverso un'attenta diversificazione del portafoglio da un lato e una durata finanziaria dello stesso coerente con la durata degli impegni presi con la platea di assicurati di riferimento.

GESTIONE BILANCIATA E FLESSIBILE

Le gestioni separate non hanno benchmark di riferimento, sono per lo più gestioni prevalentemente di tipo obbligazionario che normalmente presentano piccole percentuali di investimento in titoli azionari selezionati la cui esposizione è costantemente calibrata in funzione dell'andamento dei mercati.

Segnaliamo che recentemente stanno sbarcando sul mercato prodotti c.d. "multiramo", composti da una sezione funzionante come gestione separata di ramo I e un comparto di tipo unit linked di ramo III. I due serbatoi vengono resi comunicanti tra di loro tramite switch ora automatici ora volontari a seconda delle versioni proposte.

Dal punto di vista della diversificazione, del controllo del rischio e della contemporanea ricerca di rendimento i prodotti in oggetto meritano molta attenzione e non è difficile prevedere l'esplosione della loro diffusione sul mercato nel prossimo futuro.

VALUTAZIONE A COSTO STORICO

Tutti i titoli che compongono il portafoglio non sono giornalmente valorizzati al prezzo di mercato ma sempre al costo storico di acquisto. Questa caratteristica tipica delle gestioni separate permette di beneficiare di certezza e costanza di rendimento nel tempo, in quanto ai fini della determinazione del risultato di esercizio concorreranno unicamente i dividendi e le cedole incassate nonché le eventuali plus o minusvalenze da realizzo alla vendita del titolo. Il non risentire del continuo mutare del valore di mercato delle attività finanziarie in momenti di turbolenza economi-

manzian bene gestioni separate.

mantenuti come gestioni separate.

RISCHIO FINANZIARIO DI UNA GESTIONE SEPARATA

Se per rischio finanziario intendiamo la possibilità di registrare oscillazioni nel tempo del prezzo di un investimento, allora, in virtù della composizione degli attivi, della diversificazione degli stessi e della peculiare, per non dire unica, modalità di contabilizzazione degli asset (a costo storico) e dei risultati delle gestioni separate, il grado di rischio finanziario proprio di una gestione separata è molto basso.

quanto basta da spiegare. Possibile? Sembra un'ipotesi di

Sole24ore a definire lo strumento gestione separata come "un'isola felice" nel mare in tempesta dei mercati finanziari. Altri elementi che tengono basso questo rischio sono il meccanismo del consolidamento e la frequente presenza di una garanzia di rendimento minimo garantito.

Tratto saliente di ogni gestione separata è l'assenza di finalità speculative e il perseguimento di stabilità di rendimenti nel tempo.

In realtà, volendo sintetizzare sarebbe certamente più corretto azzardarsi a parlare di vera e propria "assenza di rischio finanziario" in quanto il capitale risulta investito al riparo dalle fluttuazioni dei mercati in investimenti solidi e prevalentemente di lungo periodo.

RENDIMENTO MINIMO GARANTITO

Frequentissima è la presenza di un minimo interesse garantito agli assicurati che nelle polizze di nuova release prevede generalmente un tetto temporale all'impegno dell'assicuratore non superiore ai dieci anni.

Trattasi di un preciso obbligo contrattuale che l'Assicuratore si assume, di una vera e propria prestazione di risultato minimo che si concretizza nella promessa di garantire, qualunque sia l'andamento dei mercati e a prescindere dal risultato effettivo della gestione separata medesima in ogni esercizio, di garantire dicevamo, una rivalutazione minima annuale del capitale.

Originariamente il livello minimo garantito di rivalutazione era partito da un 4% che via via tutti gli Assicuratori hanno abbassato per i nuovi contratti fino ad arrivare ai livelli di oggi che si attestano mediamente su di un 1,5%.

Si noti, in particolare, che nelle recenti formulazioni contrattuali il rendimento minimo garantito viene "offerto" per durate generalmente non superiori ai 10 anni, passati i quali, l'Assicuratore contrattualmente si riserva la possibilità di rivedere la promessa di questo particolare tipo di garanzia.

Personalmente ho toccato con mano anche nuove soluzioni contrattuali che prevedono un certo livello di rendimento minimo garantito per i primi tre anni di vita del contratto e a seguire un rendimento percentualmente ridotto per i successivi fino al decimo.

Ricordiamo, in proposito, l'esperienza peculiare vissuta dalle compagnie assicurative nipponiche che, nel recente passato, in presenza di bassi tassi di interesse di mercato, si sono finanziariamente svenate pur di mantenere fede all'impegno con i propri assicurati tanto da spingere il governo a valutare un intervento in loro soccorso.

Probabilmente anche sulla scorta di questa esperienza, a

fronte di tassi di interesse storicamente e oggettivamente molto bassi e di uno scenario in cui la ripresa tarda a manifestarsi, l'Assicuratore, conscio del valore e dell'impegno che contraddistingue questa garanzia offerta dalle gestioni separate, valuta con estrema attenzione la soglia di rendimento minimo garantito che include nei propri contratti.

Va rammentato, inoltre, che in nessun caso il rendimento minimo garantito presente in un contratto potrà essere superiore al 60% del tasso medio delle obbligazioni di stato in ottemperanza a quanto stabilito dall'art. 33 del Codice delle Assicurazioni Private. Attualmente il limite garantibile ex Bollettino ISVAP n. 2 del 31 marzo 2011 è pari al 2,5%. Abbastanza palese e semplice è la conseguenza finanziaria dell'esistenza di questa garanzia contrattuale: l'assicurato ottiene la promessa, o meglio ancora la garanzia, di un rendimento minimo annuale tale da cautelarlo in caso di discesa dei tassi di mercato. Il fatto poi che il rendimento minimo garantito sia una specie di floor e che appunto rappresenti la percentuale minima di rivalutazione annuale del capitale non compromette la possibilità di avvantaggiarsi di rendimenti superiori che l'Assicuratore potrà ottenere mediante l'investimento in titoli obbligazionari con cedole superiori (**vedere tabella in calce all'articolo**). Su questo punto valgano tutte le considerazioni già fatte in merito alla valutazione degli asset a costo storico che contraddistingue la gestione separata.

Va aggiunto, infine, che, per pochi ma in numero sempre più crescente, recentissimi contratti vita è stata introdotta la "garanzia a scadenza" in alternativa al rendimento minimo garantito. La garanzia a scadenza consiste nel garantire un valore minimo prefissato contrattualmente al rendimento finanziario attribuito alle prestazioni assicurate alla scadenza contrattuale. L'esistenza della garanzia a scadenza non va, tuttavia, a rimuovere l'istituto del consolidamento delle prestazioni che vedremo a seguire.

Attenzione: il rendimento minimo garantito non va assolutamente confuso con la eventuale presenza di tassi tecnici adottati dall'Assicuratore nello sviluppo ex ante delle prestazioni di ciascuna specifica formula contrattuale. Parlare di tasso tecnico in questa sede ci porterebbe troppo lontano e non darebbe valore aggiunto alla lettura finanziaria che stiamo facendo.

CONSOLIDAMENTO ANNUALE DEGLI INTERESSI

Consiste nel garantire all'assicurato che quanto guadagnato in un anno non possa venire disperso negli anni seguenti come invece può succedere, e purtroppo avviene spesso, in altre tipologie di investimento. Una per tutte: il risparmio gestito, dove niente è stabile e acquisito per sempre.

L'istituto del consolidamento delle prestazioni acquisite è un plus mai fatto soppesare abbastanza agli occhi del cliente dal profilo prudente e conservativo da parte degli intermediari assicurativi.

Grazie a questo particolarissimo meccanismo il rischio di brutte sorprese viene infatti completamente azzerato.

I picchi di risultato conseguiti rimangono acquisiti una volta per tutte e non sono più in alcun modo rinegoziabili da parte dell'Assicuratore.

L'Assicurato al ricevimento della certificazione annuale,

che per legge l'Assicuratore deve inviare periodicamente almeno una volta all'anno lungo tutto il corso del contratto, consegue l'attestazione del livello di prestazione raggiunto fino a quel particolare momento. Il livello raggiunto potrà essere solo migliorato.

ORIZZONTE TEMPORALE DI INVESTIMENTO DI UNA GESTIONE SEPARATA

Se è vero come abbiamo visto che il rischio finanziario di una gestione separata è basso non è altrettanto vero che l'orizzonte temporale ideale per investire in una gestione separata debba essere parimenti breve.

Purtroppo, nella recente prassi commerciale, molti distributori hanno puntato molto sulle gestioni separate per affrontare le problematiche di gestione della liquidità di molti clienti; compresi segmenti corporate. In altri termini, si è investito nella gestione separata andando alla ricerca di una migliore remunerazione del denaro che sarebbe rimasto parcheggiato per un breve o medio periodo. Così facendo si è snaturato lo strumento che, in realtà, è nato per affrontare il medio lungo periodo. Prova ne sia l'analisi dell'indicatore sintetico CMPA, fino a poco tempo fa calcolato obbligatoriamente sulla base di stringenti ipotesi fissate dall'Isvap, che solo per periodi superiori ai 5 anni assume valori contenuti. Il Costo Percentuale Medio Annuo ha indicato con grande trasparenza di quanto si riduce ogni anno, per effetto dei costi legati al contratto, il potenziale tasso di rendimento rispetto ad un'analoga operazione di investimento idealmente non gravata da alcun costo. Non è un caso se molte tariffe di ramo I soprattutto per quanto attiene alla bancassicurazione sono presentate nella formula a vita intera in cui cioè non vi è una scadenza prefissata in quanto la durata del contratto coincide volendo con la durata della vita dell'assicurato.

MODALITA' DI CALCOLO DEL RENDIMENTO DI UNA GESTIONE SEPARATA

Da questo momento, per semplicità espositiva, quando parleremo di rendimento di una gestione separata sarà nostra intenzione riferirsi al rendimento lordo della medesima (escludendo ritenute fiscali e costi gravanti sul contratto).

Il rendimento di una gestione separata si calcola mettendo in relazione tutti i proventi finanziari del periodo considerato (cedole, dividendi, utili o perdite da realizzo) con il patrimonio medio valutato a costi storici e non a prezzo di mercato. Il rendimento, pertanto, sarà noto solo a posteriori.

Qualora il rendimento di un esercizio risultasse inferiore al rendimento minimo garantito quest'ultimo dovrà essere necessariamente attribuito agli assicurati a spese dell'Assicuratore e/o delle sue riserve.

Entrando nel dettaglio delle fattispecie contrattuali ancora in circolazione esistono due famiglie di prodotti che da questo punto di vista divergono leggermente. Per alcuni prodotti assicurativi di origine più lontana nel tempo, ma tuttora largamente diffusi sul mercato, è ancora presente "il tasso di rendimento annualizzato" della gestione separata. Ciò comporta che il tasso certificato venga riconosciuto a tutti i contratti che si rivaluteranno di pari misura nell'annualità successiva.

Una gestione separata con "tasso mensilizzato", al con-

trario, consente di vedersi attribuire un rendimento differenziato a seconda del mese in cui si festeggia la ricorrenza annuale. Generalmente, i rendimenti sono calcolati mensilmente e sono rilevati il terzo mese antecedente la scadenza dell'annualità della polizza; tuttavia, come sempre, occorrerà prestare la massima attenzione in merito al regolamento specifico della gestione separata di ciascun singolo prodotto interessato potendo darsi infinite varianti leggermente differenti tra loro.

Ricordiamo che il fair value (prezzo di mercato) dei titoli in portafoglio non concorre alla determinazione del risultato della gestione (il valore degli attivi è sempre a costo storico) e che il rendimento annuo lordo è determinato dai soli proventi realizzati da cedole di titoli in portafoglio e plus o minus valenze effettivamente realizzate da compravendita di titoli.

ALIQUOTA DI PARTECIPAZIONE AGLI UTILI O MINIMO TRATTENUTO

Un tempo la maggior parte delle gestioni separate, dato un rendimento lordo dell'esercizio, valutato il superamento della soglia contrattuale di tasso prefissata, era solita distribuire ai propri assicurati la differenza tra i due valori (una specie di extra rendimento) mediante l'applicazione di percentuali di retrocessione. L'aliquota di retrocessione che nel migliore dei casi partiva dal 100%, poteva essere ora del 90%, ora dell'80%, ora del 75% e così via, a seconda della generosità del prodotto o a seconda del livello di premi versati nella gestione da parte di ciascun cliente per creare una sorta di "beneficio di cumulo" favorendo politiche commerciali aggressive.

Ultimamente, dato l'abbassamento dei tassi di mercato da un lato e la giusta esigenza di remunerazione del lavoro svolto dal gestore assicurativo dall'altro, l'industria ha preferito convergere verso una differente strutturazione del costo di prodotto. Trattasi dell'introduzione in tutte le formulazioni contrattuali di recente immissione sul mercato del c.d. "minimo trattenuto". Con questo termine si suole indicare la parte di rendimento della gestione separata trattenuta dalla società per la copertura delle spese sostenute per la gestione e amministrazione del fondo (aggiungerei anche della componente di utile che l'assicuratore vuole conseguire sul portafoglio in gestione).

Per fornire qualche riferimento pratico aggiungiamo di aver riscontrato la presenza sul mercato di prodotti "generosi" che prevedono un minimo trattenuto dello 0,70% e di prodotti più cari che arrivano all'1,20%; in questo range si colloca il grosso del mercato.

Va precisato che, come per l'aliquota di retrocessione, si è trasformata la previsione contrattuale di un minimo trattenuto in una formidabile arma commerciale. Il minimo trattenuto può essere infatti modulato per incentivare il cliente ad aumentare i propri versamenti (se superiori a certe soglie consentono di abbassare il minimo trattenuto contrattuale a tutto beneficio del rendimento netto della gestione separata) o per fidelizzare il cliente premiandone la durata di permanenza nella gestione separata.

VANTAGGI DISCRIMINANTI DELLA GESTIONE SEPARATA RISPETTO AD ALTRI INVESTIMENTI DIRETTI.

In questa sede non possiamo soffermarci sui vantaggi di natura giuridica e fiscale che presenta l'investimento in una polizza assicurativa. Ricordiamo soltanto l'impignorabilità, l'insequestrabilità, il diritto proprio del beneficiario, l'esclusione dall'asse ereditario delle prestazioni corrisposte al beneficiario a seguito del decesso dell'assicurato, pur con tutti i dovuti distinguo. Per esempio, le problematiche relative alla revocatoria fallimentare, alla collazione, all'impugnazione, all'abuso del diritto e non ultima al recente orientamento che la giurisprudenza sta prendendo in merito alle prestazioni di polizze ramo III e ramo V, specificatamente cioè in tutti quei contratti vita in cui la componente previdenziale assicurativa è minima o addirittura assente. Per contro, focalizzeremo la nostra attenzione narrativa sui **vantaggi di natura prettamente finanziaria** che derivano dall'investimento in una gestione separata.

Il primo e principale è rappresentato dalla **garanzia** che l'assicuratore assume su di sé **della restituzione del capitale** a lui affidato (e con i tempi che corrono non è certo poca cosa).

Il secondo è rappresentato dalla **presenza del tasso minimo** di rivalutazione annuale delle prestazioni **garantito**. Trattasi come visto di un tasso di interesse minimo garantito contrattualmente e scritto con il sangue dell'assicuratore che, qualunque sia il risultato futuro della gestione separata, dovrà comunque essere onorato. Dal punto di vista finanziario la peculiare struttura di funzionamento della gestione separata cautela gli assicurati dal rischio tasso.

Una terza caratteristica peculiare è quella incarnata dal particolare meccanismo del **consolidamento dei risultati** annuali. Le prestazioni assicurate si rivalutano annualmente nella misura del rendimento realizzato dalla gestione e contrattualmente riconosciuto all'assicurato. Il picco toccato e certificato annualmente rimarrà per sempre acquisito definitivamente. Logica conseguenza di questo particolare istituto è che le prestazioni saranno solo crescenti nel tempo.

Un quarto punto da non trascurare è la **metodologia di valutazione degli asset** in gestione. Tutti gli attivi della gestione saranno valorizzati a costo storico e non a prezzo di mercato con tutte le naturali conseguenze del caso. La gestione separata, pertanto, sarà poco soggetta alle cicliche oscillazioni dei mercati finanziari adattandosi in ciò perfettamente alle aspettative di un cliente prudente o avverso al rischio.

Quinto aspetto: non dimentichiamoci che spesso e volentieri agganciato al prodotto cui fa riferimento la gestione separata potranno darsi **garanzie complementari** assicurative pure o spurie che pochi prodotti finanziari presentano. Non dimentichiamoci, per esempio, che il beneficiario potrà convertire il montante finale maturato in rendita vitalizia rivalutabile eventualmente reversibile, operazione non certo consentita a chi faccia uso di differenti strumenti finanziari.

CLIENTI POTENZIALI DI UNA GESTIONE SEPARATA

Tutti quegli investitori che prediligono certezza, stabilità, prevedibilità dei risultati dei propri investimenti sono i sottoscrittori ideali di contratti assicurativi che fanno confluire i premi in gestioni separate.

COSTI DELLE GESTIONI SEPARATE

I costi cui fare maggiore attenzione sono quelli già evidenziati e di natura ricorrente dell'istituto del "minimo trattenuto". Esistono ancora, in realtà, caricamenti frontali sui premi in ingresso e commissioni d'uscita prima di determinate durate contrattuali (difficilmente superiori ai tre anni).

Nella prassi si sono diffuse fattispecie contrattuali in cui risultano assenti (o comunque trattabili) i caricamenti in ingresso e periodi di tunnel limitati al primo anno. Da questo punto di vista, quindi, il prodotto si sta allineando alle alternative più competitive presenti sul mercato del risparmio gestito.

Il nostro personale consiglio è di valutare la struttura di costo di un prodotto ponendo la massima enfasi sul livello del minimo trattenuto.

Ricordiamo, infine, che la tassazione avviene per cassa e non sul maturato con l'unica eccezione rappresentata dai piani individuali pensionistici ex Dlgs. 252/05 che, come noto, devono scontare una tassazione sul maturato pari all'11%.

ASPETTATIVE DI RIALZO DEI TASSI E GESTIONI SEPARATE

In un momento come quello che stiamo vivendo in Europa, per non dire in tutto il mondo occidentale, caratterizzato da generali attese di rialzo dei tassi nel medio termine, è lecito aspettarsi alcune probabili conseguenze che andranno ad impattare sull'andamento futuro delle gestioni separate.

Le gestioni subiranno due effetti distinti e combinati tra loro: è assai probabile che il bravo gestore inizierà a prediligere l'acquisto di titoli a tasso variabile o con duration corta (meglio ancora, più breve del dovuto). Ciò comporterà che, nel corso degli esercizi a venire, le cedole future saranno crescenti nel tempo ed andranno ad incrementare il numeratore del rapporto che determina il rendimento annuale della gestione separata. Il maggior rendimento ordinario ottenuto dai nuovi investimenti che saranno effettuati ai nuovi tassi di mercato diventerà evidente solo a fine periodo: in altri termini, l'effetto finanziario sarà ritardato rispetto ad investimenti diretti favorendo, per un breve periodo, i detrattori di queste peculiari forme di investimento.

Tuttavia, al rialzo dei tassi seguiranno fasi di stabilità degli stessi dove quindi i rendimenti delle gestioni potranno riallinearsi rapidamente al mutato scenario e più di tutto non dimentichiamo che la presenza del minimo garantito e la rivalutazione a costo storico garantiranno comunque performance positive (non così potrà essere per OICR obbligazionari specialmente con alta duration di portafoglio).

Nel caso di tassi in ribasso, viceversa, periodo già vissuto nel passato recente, si è potuto verificare come le gestioni abbiano performato molto bene e generalmente meglio di altre tipologie di investimenti nel medesimo sottostante.

ARGOMENTAZIONI DI VENDITA IN PILLOLE

Certezza/garanzia del capitale investito.

La gestione separata garantisce certezza di rendimenti annuali sostanzialmente allineati a quelli presentati dai titoli di stato. Tutte le caratteristiche di composizione delle asset class in cui la gestione separata investe, gli stili di gestione

e le specifiche modalità di contabilizzazione determinano un'aspettativa di andamento in cui oscillazioni pesanti o repentine non possono probabilisticamente avvenire con un elevato grado di certezza. Il capitale investito è garantito contrattualmente e la promessa è firmata con il sangue dell'Assicuratore che agisce sempre sotto il controllo vigile e attento dell'Isvap e in conformità ad un complesso di leggi e regolamenti prudenzialmente molto rigidi.

- Rendimento minimo annuo.

L'investimento generalmente offre la presenza di una garanzia contrattuale ulteriore che consiste nella promessa di un rendimento annuale minimo futuro pur in assenza di un tetto massimo al medesimo. L'Assicuratore consapevolmente si assume il rischio finanziario della garanzia e adotta tecniche sue proprie per adempiere alla particolare obbligazione prestata nei confronti dei propri assicurati.

- Consolidamento annuale delle rivalutazioni.

L'assicurato grazie a questo istituto acquisisce un'ulteriore garanzia: che il suo investimento non possa vedere eroso il guadagno che anno dopo anno è stato conseguito. La direzione del montante finanziario accumulato è sempre e solo ascendente e i picchi raggiunti, una volta certificati, rimarranno per sempre acquisiti.

- Benefici finanziari.

L'investimento in una gestione separata consente di sposare i benefici di un'esposizione su tassi variabili e fissi senza tema di incorrere in rischi legati all'andamento sfavorevole dei tassi. L'assicuratore ancora una volta si è assunto il rischio peggiore: il rischio tasso. Se i tassi scenderanno l'assicurato potrà contare sulla presenza della garanzia di un rendimento minimo sotto il quale il rendimento annuo della gestione separata non potrà mai scendere. Se viceversa, i tassi dovessero salire, l'assicurato potrà beneficiarne (con un piccolo lag temporale di ritardo) senza incorrere nei rischi di perdita normalmente presenti in caso di smobilizzo anticipato in tutte le restanti tipologie di investimento obbligazionario.

- Flessibilità.

Last but not least, non dimentichiamoci che l'assicurato potrà smobilizzare l'intero investimento decorso il periodo di tunnel obbligatorio che nei nuovi prodotti difficilmente supera l'anno solare dalla decorrenza iniziale del contratto. Sono inoltre previste infinite possibilità di effettuare versamenti integrativi e riscatti parziali per rispondere alle mutevoli esigenze di una clientela sempre più esigente e sempre meno orientata al lungo periodo.

- Fiscalità.

Ricordiamo che la capitalizzazione del montante avviene sempre al lordo e la tassazione del capital gain verrà scontata al momento dell'uscita di cassa (riscatto o scadenza). La prestazione caso morte avverrà in totale esenzione fiscale (non si pagherà il 12,5% sul capital gain) e sarà, come già ricordato, esente da imposte di successione.

CARLO GALBIATI

APPENDICE

Nella **TABELLA** sottostante viene indicato, in corrispondenza di ciascun mese di rilevazione, il Tasso massimo garantibile, previsto dai regolamenti Isvap, nei contratti re-