



# investimenti finanziari

il trimestrale indipendente di risparmio e finanza

**Lo scenario economico tra default sovrani  
e fiammata inflativa**

**I rating e la loro influenza sui mercati**

**La crisi greca**

**Il rischio derivati**

**L'educazione finanziaria**

**Gestioni separate: il nuovo regolamento**

**Manuale di previdenza individuale  
parte prima**

**Speciale Commissione Finanze Camera dei  
Deputati: indagine conoscitiva sui mercati degli  
strumenti finanziari - documento conclusivo**

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

VISITA IL NOSTRO NUOVO SITO

**www.investmentifinanziari.it**

## GESTIONI SEPARATE: LE NOVITÀ DEL REGOLAMENTO DEL 3 GIUGNO 2011

Nell'ultimo numero di *Investimenti Finanziari* ci siamo occupati di Gestioni Separate. Non abbiamo fatto in tempo a ricordare l'articolato impianto normativo fino a quel momento vigente che l'Isvap - l'Istituto di Vigilanza sulle Assicurazioni Private, organo preposto alla vigilanza settoriale sul comparto assicurativo - è intervenuto per apportare importanti modifiche all'assetto regolamentare. L'authority di riferimento ha prodotto il **regolamento n.38 del 3 giugno 2011** concernente la costituzione e "l'amministrazione" delle gestioni separate delle imprese che esercitano l'assicurazione sulla vita, ai sensi dell'articolo 191, comma 1, lettera e), del Decreto Legislativo 7 settembre 2005, n.209 - noto come Codice delle Assicurazioni Private.

Prima di entrare nel dettaglio delle novità ci preme fare un piccolo focus sul bersaglio colpito dalle nuove norme.

Le gestioni separate delle assicurazioni sulla vita sono patrimoni appositamente costituiti dall'impresa di assicurazione che li gestisce distintamente da tutto il resto delle proprie attività. Nelle gestioni separate confluiscono i premi (dedotti gli eventuali oneri fiscali - per contratti stipulati ante 31 dicembre 2000 - e al netto dei caricamenti in entrata, ove ancora presenti) che vengono corrisposti da tutti i contraenti che hanno sottoscritto polizze assicurative rivalutabili (differenti quindi da index e unit di ramo III).

Le gestioni separate assicurative intermedie in Italia nel 2010 erano 386 e gestivano qualcosa come 250 miliardi di euro. Sempre nel 2010 il rendimento medio lordo delle gestioni separate si è attestato in un intorno molto vicino al 4%. Facciamo presente, tuttavia, che non va assolutamente confuso il rendimento lordo dello strumento in questione con il rendimento effettivo riconosciuto agli assicurati. Per ottenere quest'ultimo, in estrema sintesi, occorre conoscere l'aliquota di retrocessione variabile da contratto a contratto che si applica al rendimento lordo (si può spaziare da un minimo del 75% fino ad un massimo del 100%). Nelle fattispecie contrattuali più recenti molte imprese assicurative hanno abbandonato la percentuale di retrocessione da girare agli assicurati in favore di un rendimento calcolato al netto di un'aliquota fissa (che può variare dallo 0,6% al 1,6%) che l'impresa acquisisce comunque a titolo di minimo trattenuto annuale. Stabilito il rendimento netto di quell'anno mediante l'istituto del consolidamento, proprio dello strumento gestione separata e per il quale il picco del montante toccato rimane acquisito per sempre, l'importo riconosciuto agli assicurati che viene acquisito definitivamente andrà a formare la base di calcolo delle future rivalutazioni annuali. Per ogni approfondimento in merito, per esigenze di sintesi, dobbiamo necessariamente rimandare a quanto già scritto nell'articolo del trimestre precedente.

La ratio del provvedimento n.38 di cui ci stiamo occupando è la medesima che si può rilevare nel corposo ventaglio di interventi già attivati da Isvap a tutela di tutti gli assicurati con particolare riguardo di quelli con minore potere contrattuale. Occorre, infatti, fare cenno ai presidi già introdotti dal Regolamento Isvap n.35 del 26 maggio 2010 che, in materia

di conflitto di interesse, ha imposto alle imprese di effettuare operazioni comunque nell'interesse dei contraenti ed alle migliori condizioni possibili, contenendo costi e astenendosi dall'effettuare operazioni con frequenza non necessaria agli obiettivi assicurativi e più di tutto dall'astenersi dal porre in essere ogni tipo di comportamento che possa in qualsiasi modo avvantaggiare una gestione separata a danno di un'altra gestita dalla medesima impresa. Il regolamento n.38, in realtà, dà attuazione alle disposizioni già previste nel Codice delle Assicurazioni Private dove si conferisce all'Isvap il potere di delineare limiti e divieti relativi all'attività di investimento e i principi e gli schemi da adottare per la valutazione dei beni in cui è investito il patrimonio.

Il regolamento n.38 ha apportato significative modifiche alla circolare Isvap n. 71 del 26 marzo 1987 elevando e di molto il livello di tutela degli assicurati. Ecco le novità.

### PARITÀ DI TRATTAMENTO PER TUTTI GLI ASSICURATI

Di particolare e assoluta rilevanza risulta l'introduzione di misure finalizzate a garantire che le imprese nella gestione degli attivi assicurino, comunque, parità di trattamento per tutti gli assicurati, attraverso politiche di investimento idonee a garantire un'equa partecipazione ai risultati finanziari di ogni assicurato. Isvap ha dichiaratamente mirato ad evitare disparità di trattamento tra investitori istituzionali, clienti corporate e la collettività degli assicurati.

Per comprendere appieno la questione occorre constatare quanto è avvenuto nel recente passato: data l'esistenza di una garanzia sulla restituzione del capitale, di una rivalutazione minima annuale del capitale assicurato, della peculiare valutazione a costo storico degli asset in gestione e quindi della bassa - per non dire inesistente - volatilità delle gestioni, molti grandi clienti hanno parcheggiato, per pochi anni o addirittura soltanto mesi, grosse masse finanziarie "saccheggiano" i rendimenti di tutta la collettività degli altri assicurati. Contratti in gergo denominati "Jumbo" (cioè di dimensioni finanziarie eccezionali rispetto alla media) sono fioriti in ogni dove ma, in particolare, hanno interessato proprio quelle gestioni rivalutabili caratterizzate dalla presenza di attivi interessanti con ricche plusvalenze accumulate nel tempo grazie ai flussi di premi di provenienza da numerose coorti di assicurati che hanno consentito all'impresa di acquistare titoli obbligazionari molti anni prima della discesa dei tassi.

La medesima distorsione operativa avveniva quando e dove contratti di capitalizzazione destinati al cliente azienda andavano ad agganciarsi a fondi di gestioni separate nati da tempo per servire gli assicurati retail.

Il tutto, ovviamente, si è tradotto in un minor rendimento effettivo (rispetto a quello teoricamente conseguibile) per il piccolo assicurato di oggi e ahimé di domani.

Con l'entrata in vigore del regolamento in oggetto, ciò non è più (se mai lo fosse stato) tollerabile, oltre che legale. L'organo amministrativo di ogni impresa, infatti, da ora in avanti, sarà tenuto ad individuare limiti agli importi movimentabili da un unico contraente o da più contraenti collegati ad un medesimo soggetto, sia in fase di ingresso sia in fase

di uscita dallo strumento gestione separata; un occhio di riguardo dovrà essere prestato anche alle movimentazioni rapide o troppo veloci.

### MAGGIORE TRASPARENZA NELLE POLITICHE E NEGLI OBIETTIVI DI INVESTIMENTO DEI GESTORI

Altro punto qualificante è stato limitare la libertà in capo alle imprese assicurative che, sempre grazie alla circolare n. 71 potevano, fino ad oggi, definire il contenuto degli elementi caratterizzanti il regolamento della gestione separata. Al fine di garantire uniformità d'approccio e tutela del consumatore sono stati definiti gli elementi e le informazioni minime essenziali che dovranno essere contenute nel regolamento di ogni gestione separata con particolare riferimento alla politica di investimento.

Per chi proviene dal mondo del risparmio gestito questa non rappresenta affatto una gran novità che, viceversa, concretizza una vera e propria rivoluzione culturale per il mondo assicurativo, in passato molto meno avvezzo a standardizzazioni di questo tipo.

### RIDUZIONE DEGLI ONERI IMPLICITI A CARICO DELLA CLIENTELA

Non è finita qua. Il legislatore al fine di consentire la "diretta comparabilità dei rendimenti realizzati" ha introdotto il divieto di addebitare alla gestione separata oneri differenti da quelli legati al costo delle verifiche contabili e ai costi di acquisizione e vendita degli attivi della gestione.

### TERMINE DI ADEGUAMENTO

Il termine ultimo per l'adeguamento dei regolamenti delle gestioni attualmente attive è fissato al 31 dicembre di quest'anno. Unica eccezione è rappresentata dalle norme concernenti le gestioni separate collegate ai P.I.P. (piani individuali pensionistici) che non rientrano come noto nelle competenze regolamentari Isvap bensì in quelle di Covip (Commissione di Vigilanza sui fondi Pensione).

### CONCLUSIONI

Tutto quanto detto, dal punto di vista di un potenziale o effettivo cliente assicurativo che voglia investire oggi in una gestione separata può essere riassunto in pochi slogan:

- 1) parità di trattamento per tutta la platea degli assicurati;
- 2) difficoltà di esercizio di arbitraggi speculativi di breve termine;
- 3) maggiore trasparenza nelle politiche e negli obiettivi di investimento dei gestori;
- 4) riduzione degli oneri impliciti a carico della clientela;
- 5) maggiore facilità di comparazione tra gestioni differenti.

Forse non è il massimo possibile ma di sicuro non è affatto poco, prova ne sia un certo malumore dell'Ania che traspare dagli esiti della pubblica consultazione che ha preceduto l'entrata in vigore del regolamento n.38.

CARLO GALBIATI

## PREVIDENZA INTEGRATIVA PER POCHI

A fronte della graduale ma inevitabile e inarrestabile riduzione delle pensioni pubbliche, i vari governi che si sono succeduti nel panorama politico italiano, al fine di dare una speranza ai futuri, tartassati pensionati, hanno varato e modellato a più riprese la previdenza integrativa.

Previdenza integrativa che ad oggi però ha avuto un ben magro successo. Infatti, dopo oltre 12 anni, e nonostante il silenzio-assenso introdotto nel 2007, solo il 27% dei lavoratori del settore privato aderisce a piani di previdenza integrativa. Tali piani sono proposti per metà dai 391 fondi preesistenti e per l'altra metà dai 39 fondi negoziali tra imprese e sindacati, dai 76 fondi aperti e dalle polizze individuali previdenziali delle assicurazioni, per un patrimonio cumulato di 78 miliardi di euro.

Peraltro nella media i vari fondi non hanno garantito un rendimento adeguato al rischio implicito, sono troppo cari (il costo

medio delle polizze in 35 anni riduce del 36% il montante accumulato) e non hanno nemmeno portato risorse all'economia produttiva (come si sperava). Anzi a tal ultimo proposito hanno addirittura tolto risorse: infatti solo l'1,5% del patrimonio dei fondi negoziali e il 3,8% di quello dei fondi aperti è investito in azioni italiane, mentre la metà delle obbligazioni in portafoglio è estera.

In conclusione quindi ad oggi il 73% dei dipendenti del settore privato sceglie di non avere previdenza integrativa ed è conseguentemente a rischio di vecchiaia impoverita.

Per i consulenti finanziari c'è quindi molto lavoro da fare: lavoro che inizia con lo spiegare ai risparmiatori che per non subire immancabilmente un impoverimento quando si smetterà di lavorare occorre da subito accumulare risorse finanziarie da destinare alla terza età.

## NIKKEI, TRISTE FUTURO?

Il Nikkei 225 è l'indice più conosciuto della Borsa di Tokio, e comprende i 225 titoli a maggiore capitalizzazione. Nel dicembre del 1989 ha toccato il suo massimo storico a quota 38.916 punti dopo una forsennata corsa durata quasi un decennio, sull'onda del miracolo economico giapponese. Successivamente nell'arco di trenta mesi ha più che dimezzato il suo valore, precipitando a 16.000 punti nel giugno 1992. Da allora il Nikkei si muove in una fascia laterale compresa fra i 20.000 e i 10.000 punti, con puntate ribassiste fin sotto quota 8.000.

Oggi gestori e analisti ritengono che la borsa giapponese (al di là di possibili reazioni positive di breve periodo) non abbia nel medio-lungo periodo molte possibilità di mettere a segno grandi performance, in quanto l'economia giapponese si porta dietro tutti i problemi legati a uno stato di deflazione permanente e al drammatico invecchiamento della popolazione. Attualmente il Nikkei è spesso considerato dai money manager più un "future" speculativo che un indice azionario vero e proprio.