

Premessa

Il Return on Equity (ROE), ottenuto rapportando il risultato dell'esercizio (utile o perdita) al patrimonio netto, è un indice sintetico che consente di esprimere un giudizio complessivo sull'andamento economico di un'impresa. Per una più attenta interpretazione delle grandezze che entrano in gioco nella determinazione finale dell'utile o della perdita di un'impresa è opportuno analizzare separatamente gli elementi che concorrono al ciclo produttivo aziendale. Nel caso delle imprese di assicurazione questo aspetto è particolarmente vero dal momento che alla gestione assicurativa (che attiene specificamente all'attività di sottoscrizione e gestione dei rischi assicurati) si aggiunge una componente finanziaria (o non prettamente assicurativa) che costituisce parte integrante dell'intero processo d'impresa.

Metodologia

La complementarità che lega queste due attività, in quanto parti di una gestione unitaria, consente di esprimere la formulazione del ROE in modo forse più complesso ma con un dettaglio di analisi più approfondito, evidenziando l'impatto che questi due fattori hanno sul risultato finale. In particolare l'indicatore in questione si può anche calcolare attraverso le seguenti componenti:

$$ROE = \left\{ \left[\left(\frac{GA}{RTn} + ROI \right) \times (L) \right] + \left(ROI + \frac{GS}{PN} \right) \right\} \times (1 - T)$$

Gestione
ordinaria

Leva

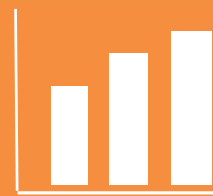
Gestione
straordinaria

Tassazione

La formulazione evidenzia come la redditività di un'impresa di assicurazione dipenda sostanzialmente da tre elementi principali: la gestione ordinaria, la gestione non assicurativa (o gestione straordinaria) e la componente relativa alla tassazione.

- **Gestione ordinaria:** la redditività della gestione ordinaria si ottiene come somma della redditività della gestione assicurativa (GA/RTn: risultato della gestione assicurativa/riserve tecniche nette) e della redditività finanziaria ordinaria, ossia del tasso di rendimento degli attivi (ROI: proventi da investimento/totale degli attivi). Dalla formula si evidenzia anche come la redditività della gestione ordinaria dia un contributo alla redditività dei mezzi propri in funzione del livello raggiunto dalla "leva" finanziario-assicurativa "L"; tale valore è ottenuto dal rapporto tra le riserve tecniche nette e il patrimonio netto (L=RTn/PN), ossia dal rapporto tra i mezzi di terzi (le riserve tecniche) e i mezzi propri dell'impresa (patrimonio netto). Per la natura stessa della gestione assicurativa, che determina una permanente e rilevante esposizione debitoria dell'impresa verso gli assicurati, la leva è in genere maggiore dell'unità; è infine interessante notare l'effetto moltiplicativo della leva, che enfatizza negativamente o positivamente il risultato della gestione ordinaria a seconda che esso sia rispettivamente negativo o positivo.
- **Gestione straordinaria** (GS/PN=gestione straordinaria/patrimonio netto): indica il rendimento della gestione straordinaria.
- **Tassazione (T):** indicatore dell'imposizione fiscale calcolato come rapporto fra ammontare delle tasse pagate dall'impresa e l'utile d'esercizio.

Queste tre componenti, oltre a seguire logiche diverse in termini di contribuzione alla valorizzazione finale del ROE, hanno anche dinamiche diverse a seconda che si tratti del settore danni o di quello vita; per questa ragione l'analisi del ROE qui effettuata è stata fatta tenendo separate le due principali classi di affari (settore danni e settore vita).

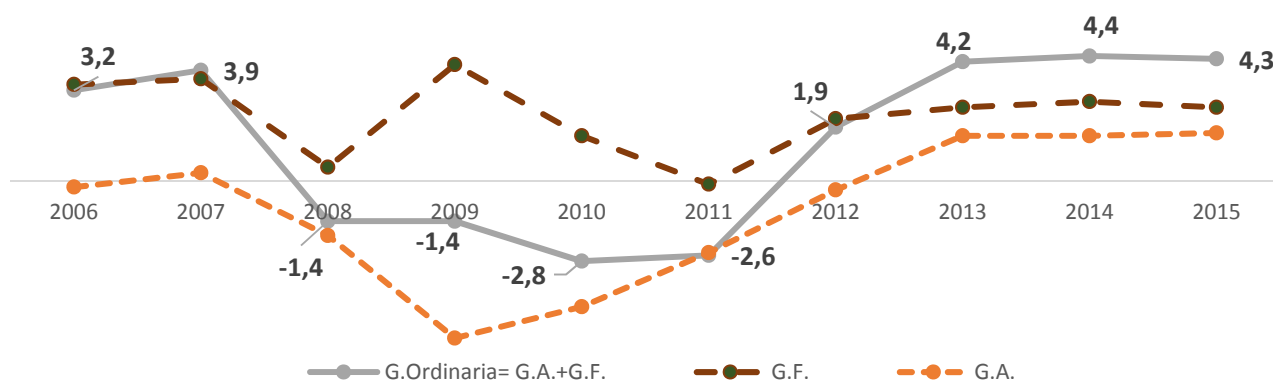


Settore danni – La tavola seguente riporta per il totale settore danni i valori delle varie componenti costituenti il ROE per gli ultimi dieci anni dal 2006 al 2015. I risultati presentati sono relativi a tutte le imprese italiane e alle rappresentanze stabilite in Italia di imprese extra-europee e sono pertanto escluse le riassicuratrici professionali.

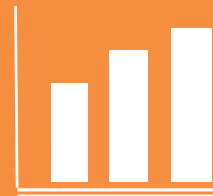
Il Return on Equity (ROE) rilevato nel 2015 tra le imprese del settore assicurativo che esercitano i rami danni è stato mediamente pari a 7,9%. Si tratta di un valore positivo (per il quarto anno consecutivo) anche se in diminuzione rispetto agli ultimi due esercizi in cui era stato pari a 9,7% nel 2013 e a 10,2% nel 2014. Il peggioramento dell'indicatore di 2,3 punti percentuali rispetto all'anno precedente è dovuto all'effetto combinato di tre fattori: il rendimento della componente finanziaria che torna ai livelli del 2013 passando dal 2,8% al 2,6%, la riduzione della componente straordinaria il cui rendimento scende dall'1,9% nel 2014 allo 0,3% nel 2015 e l'aumento dell'impatto fiscale sugli utili che passa da circa il 32% a quasi il 40%.

Ripartizione ROE settore danni	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tasso di Rendimento degli attivi (ROI)	3,4%	3,6%	0,5%	4,1%	1,6%	-0,1%	2,2%	2,6%	2,8%	2,6%
Redditività della gestione assicurativa (GA/RTn)	-0,2%	0,3%	-1,9%	-5,5%	-4,4%	-2,5%	-0,3%	1,6%	1,6%	1,7%
Redditività della gestione straordinaria (GS/PN)	3,1%	4,3%	1,8%	0,2%	1,0%	1,8%	0,0%	2,2%	1,9%	0,3%
Leva finanziario-assicurativa (L)	2,8	3,2	3,3	3,0	2,8	2,8	2,9	2,7	2,4	2,3
Indicatore dell'imposizione fiscale (T)	25,2%	28,2%	59,7%	-62,4%	12,5%	14,6%	59,1%	39,1%	32,4%	39,5%
ROE	11,5%	14,5%	-0,9%	0,3%	-4,6%	-4,7%	3,1%	9,7%	10,2%	7,9%

Fig. 1 - Gestione finanziaria e gestione assicurativa - danni

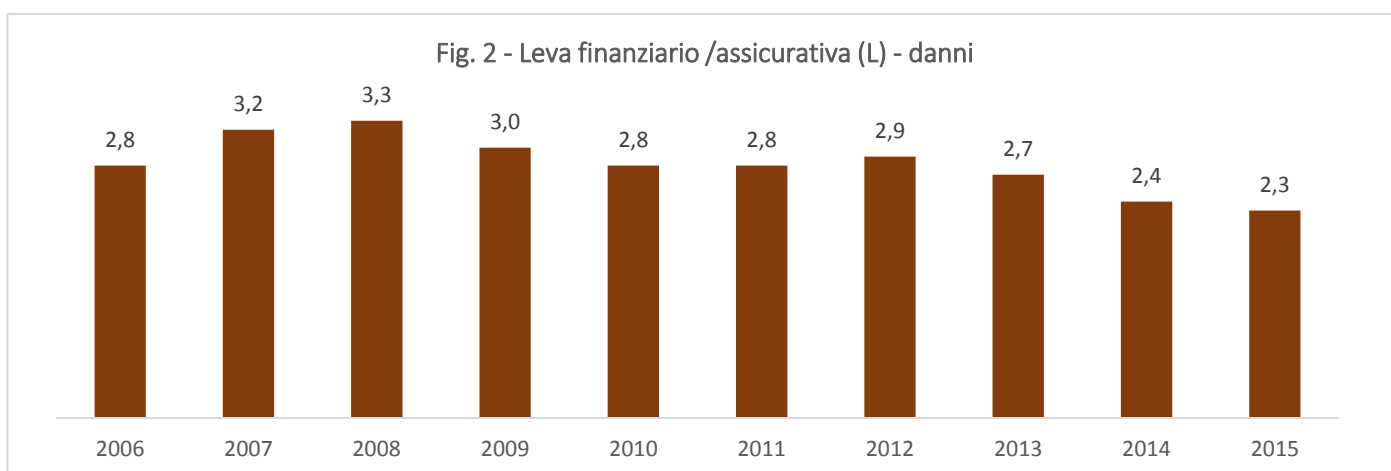


La leva calcolata come rapporto tra le riserve tecniche nette e il patrimonio netto è risultata appena inferiore rispetto al 2014, toccando il valore minimo nel periodo decennale (2,3%) proprio nel 2015 mentre in lieve miglioramento è risultato il rendimento della gestione assicurativa che raggiunge il suo punto di massimo nell'ultimo anno (1,7%). Nella fig. 1 è rappresentato l'andamento della gestione ordinaria, "somma" dell'andamento delle due gestioni: assicurativa e finanziaria ordinaria. La somma di queste due variabili ha determinato nel corso dei dieci anni analizzati una forte oscillazione del rendimento della gestione ordinaria: si è registrata, infatti, una prima fase (anni 2006-2007) in cui la gestione ordinaria ha realizzato un rendimento superiore ai tre punti percentuali,

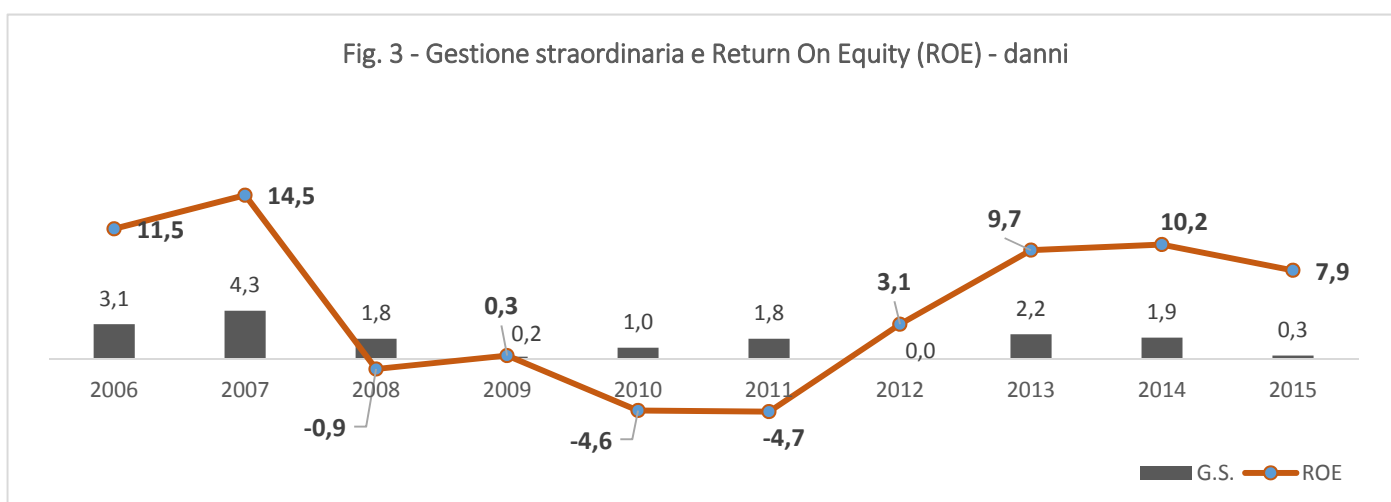


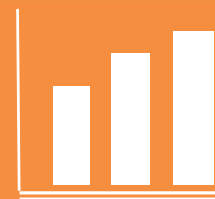
beneficiando del positivo andamento dalle gestione finanziaria e di una sostanziale stabilità della gestione assicurativa; nel periodo 2008-2011, il rendimento della gestione ordinaria è risultato invece negativo, arrivando a sfiorare i -3 p.p. nel 2010. In particolare, il 2009 è stato l'anno in cui il rendimento della gestione finanziaria ha toccato il suo massimo (4,1%) mentre la gestione assicurativa il valore più basso nel periodo osservato (-5,5%); la terza ed ultima fase (2012-2015) ha visto il rendimento della gestione ordinaria aumentare da 1,9% a 4,3% (nell'ultimo anno): vi hanno contribuito positivamente entrambe le gestioni, quella finanziaria e quella assicurativa che negli ultimi tre anni sono state entrambe positive.

Un secondo elemento di valutazione nella scomposizione della redditività del settore è la leva finanziario-assicurativa di cui si riporta l'evoluzione storica nella fig. 2. Tale indicatore, che ha un effetto moltiplicativo sui risultati delle altre attività, è progressivamente diminuito nel corso del periodo analizzato risultando ormai al di sotto dei 2,5 punti.



La diminuzione degli ultimi tre anni di tale indicatore è stata influenzata in particolare dall'incremento del patrimonio netto (denominatore dell'indice), la cui crescita è essenzialmente dovuta alla rivalutazione di asset avvenuta nell'ambito della ristrutturazione aziendale di un primario gruppo assicurativo italiano.





Nella fig. 3 è, infine, rappresentata l'evoluzione del ROE nel settore danni e il rendimento della gestione straordinaria. Il risultato della gestione straordinaria in molti casi ha contribuito a migliorare la redditività del settore. Questo è stato particolarmente evidente negli anni 2006-2007 quando tale fattore, rapportato al patrimonio netto, è stato superiore a 3. In quel periodo infatti si sono realizzate importanti plusvalenze derivanti dagli spin-off immobiliari effettuati da primarie imprese del mercato assicurativo. Il contributo della gestione straordinaria alla redditività del settore torna ad avere un peso considerevole nel 2013 e nel 2014 quando il rendimento è stato pari a circa il 2%. Nel 2015 il rendimento della gestione straordinaria è stato invece prossimo allo zero (come nel 2009 e nel 2012). Conseguentemente anche per il ROE, sintesi di tutte le componenti analizzate, è possibile distinguere tre fasi: (2005-2007) l'indicatore registra valori mediamente elevati che nel 2005 e nel 2007 arrivano a sfiorare il 15%; (2008-2011) sono gli anni in cui tutte le componenti (soprattutto il rendimento della gestione assicurativa) subiscono una contrazione e il ROE cala drasticamente fino al -5% (2010-2011). (2012-2015) si assiste a una fase di ripresa della redditività del settore il cui valore raggiunge negli ultimi due anni osservati il 10%.

Settore vita – La tavola riporta per il totale settore vita i valori delle varie componenti costituenti il ROE per gli ultimi dieci anni dal 2006 al 2015. I risultati presentati sono relativi a tutte le imprese italiane e alle rappresentanze stabilite in Italia di imprese extra-europee e sono pertanto escluse le riassicuratrici professionali.

Ripartizione ROE settore vita	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Tasso di Rendimento degli attivi (ROI)	3,7%	2,5%	-2,7%	6,6%	3,3%	0,8%	6,1%	4,3%	4,4%	3,1%
Redditività della gestione assicurativa (GA/RTn)	-3,1%	-2,0%	1,9%	-5,9%	-3,5%	-1,7%	-4,6%	-3,7%	-3,9%	-2,6%
Redditività della gestione straordinaria (GS/PN)	1,3%	2,8%	1,8%	3,2%	1,4%	0,3%	-0,1%	2,7%	1,5%	2,7%
Leva finanziario-assicurativa (L)	15,1	15,7	15,1	14,4	14,4	13,9	14,2	13,9	14,1	15,8
Indicatore dell'imposizione fiscale (T)	19,5%	14,4%	39,0%	26,0%	24,4%	26,0%	35,1%	35,3%	26,0%	22,7%
ROE	11,3%	10,7%	-7,8%	15,2%	1,1%	-8,8%	17,3%	9,8%	10,1%	10,9%

Il ROE rilevato nel 2015 tra le imprese del settore assicurativo che esercitano i rami vita è stato mediamente pari a 10,9% (10,1% nel 2014). Il lieve miglioramento dell'indicatore rispetto all'anno precedente è dovuto sostanzialmente all'azione combinata di diversi fattori: il miglioramento del rendimento della gestione assicurativa che, seppure ancora negativo, passa da -3,9% nel 2014 a -2,6% nel 2015; la riduzione dell'impatto fiscale sugli utili che passa da circa il 26% al 23%, l'aumento di 1,7 punti base della leva finanziario-assicurativa che scende da 14,1 a 15,8 e il miglioramento del rendimento della gestione straordinaria che passa da 1,5% a 2,7%. È risultato invece in peggioramento il tasso di rendimento degli attivi che è passato dal 4,4% del 2014 al 3,1% del 2015. Nella fig. 4 è rappresentato l'andamento della gestione ordinaria, "somma" dell'andamento delle due gestioni: assicurativa e finanziaria ordinaria.

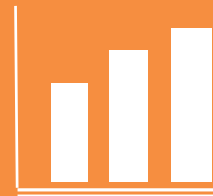
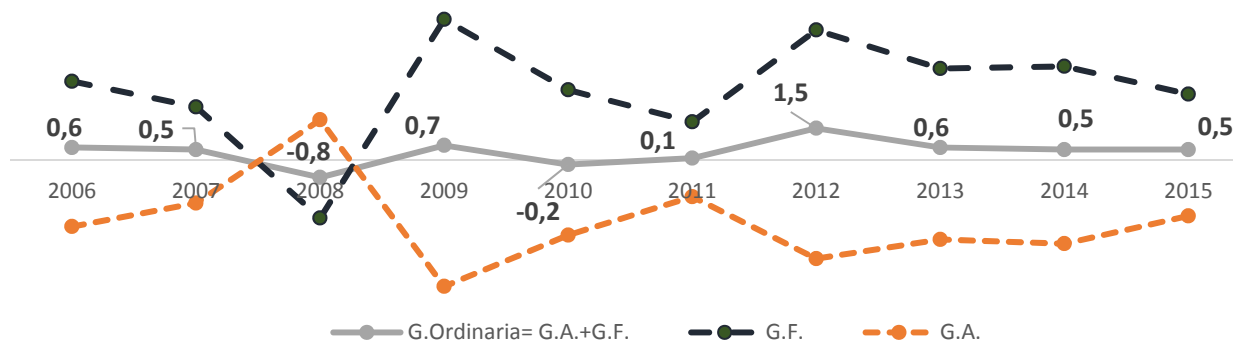
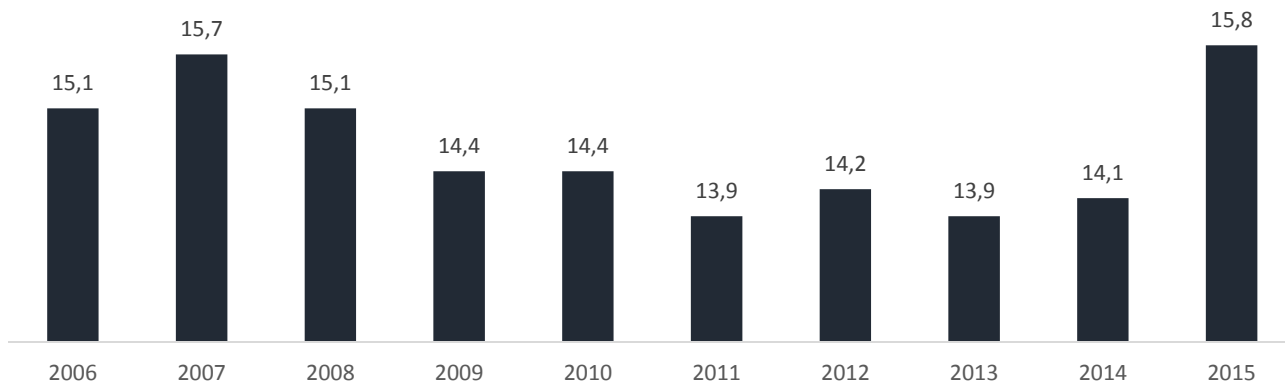


Fig. 4 - Gestione finanziaria e gestione assicurativa - vita



Le due gestioni hanno mostrato nel corso degli anni un andamento opposto che ha dato luogo, fatta eccezione per il 2008, il 2010 e il 2011, a un rendimento della gestione ordinaria costantemente compreso tra lo 0,5% e l'1,5%. Il 2009, come per il settore danni, è stato l'anno in cui le due gestioni, assicurativa e finanziaria, hanno avuto andamenti molto diversi: la gestione finanziaria infatti aveva registrato in quell'anno il suo massimo storico (pari a 6,6%) mentre la gestione assicurativa aveva registrato la sua peggiore performance con un rendimento pari al -5,9%; ne era conseguito un risultato comunque positivo e pari a 0,7%.

Fig. 5 - Leva finanziario /assicurativa (L) - vita



Come mostrato nella fig. 5, il volume della leva finanziario-assicurativa nel settore vita è stato sempre più elevato di quello del settore danni (mediamente di cinque volte); si è passati dal 15,1 nel 2006 al 15,7 nel 2007, per poi scendere al 14,4 nel 2010 e stabilizzarsi intorno ai 14 punti nel quadriennio 2011-2014. Si tratta di valori molto elevati che amplificano i risultati delle singole gestioni influenzando notevolmente sulla redditività del settore. In particolare nel 2015 il valore è stato pari a 15,8, il più alto nei dieci anni analizzati.

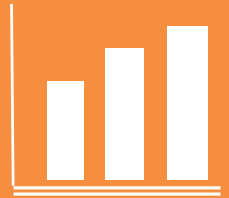
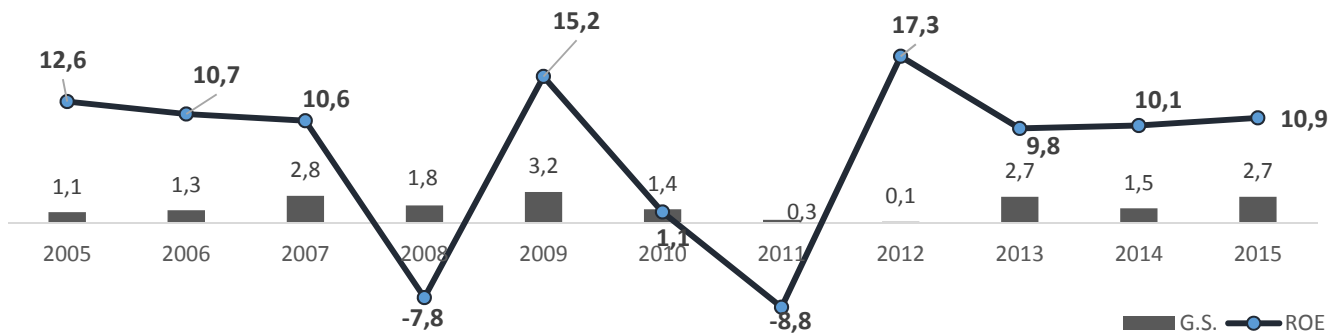


Fig. 6 - Gestione straordinaria e Return On Equity (ROE) - vita



La fig. 6 mostra come la redditività del settore vita sia rimasta sempre positiva e su livelli molto alti (mediamente superiori al 10%) fatta eccezione per due anni: il 2008 (-7,8%) e 2011 (-8,8%). Sono, infatti, questi gli anni in cui il settore assicurativo ha maggiormente risentito della crisi economico-finanziaria dell'ultimo decennio. In particolare, nel 2008 si è trattato dell'unico anno in cui il rendimento della gestione ordinaria è stato particolarmente negativo (-0,8%) mentre nel 2011 ad una gestione ordinaria prossima allo zero si è aggiunto il valore della Leva finanziario assicurativa ai minimi storici (13,9) e una componente straordinaria dello 0,3%.