

INDICE

1. Evoluzione delle polizze vita ed aspetti quantitativi

- 1.1. Origini e cause
- 1.2. Analisi del fenomeno in Italia

2. Struttura delle polizze index ed unit linked

- 2.1 Profili strutturali delle polizze "linked"
- 2.2. Analisi delle strutture finanziarie sottostanti le polizze index e unit linked in Italia
 - 2.2.1 Le polizze index
 - 2.2.2. Le polizze *unit linked*

3. Esame delle caratteristiche tecniche delle polizze *index* e *unit linked* emesse in Italia

4. Tutela degli assicurati ed aspetti di vigilanza

- 4.1 L'inquadramento nella disciplina di settore
 - 4.1.1 Le norme di riferimento
 - 4.1.1.1 Le regole sull'attività
 - 4.1.1.2 Le regole contabili
 - 4.1.2 Il quadro di insieme
 - 4.1.2.1 L'inquadramento nella disciplina di vigilanza
 - 4.1.2.2 L'inquadramento contabile
 - 4.1.2.3 Le differenze rispetto ad altre tipologie contrattuali
- 4.2 La stabilità dell'impresa
 - 4.2.1 La costituzione delle riserve tecniche
 - 4.2.2 La copertura delle riserve tecniche
 - 4.2.2.1 Principi generali
 - 4.2.2.2 L'utilizzo degli strumenti finanziari derivati
 - 4.2.3 Il margine di solvibilità
- 4.3 La trasparenza e l'informativa

Appendice

- Le opzioni "esotiche"

Bibliografia

Tabelle

Tab. 1: Premi incassati Index/Unit Linked 1996-1998 (1° semestre)

Tab. 2: Rami Vita - Premi incassati 1996-1998 (1° semestre)

Grafici

GRAF. 1: Premi incassati nel ramo vita - portafoglio diretto italiano 1986-1998 (1° semestre)

GRAF. 2 Premi incassati Index/Unit Linked 1996-1998

GRAF. 3: Distribuzione prevalente attraverso i vari canali per l'anno 1996

GRAF. 4: Distribuzione prevalente attraverso i vari canali per l'anno 1997

GRAF. 5: Distribuzione prevalente attraverso i vari canali per il primo semestre 1998

GRAF. 6: Unit Linked - Peso percentuale dei principali players suddivisi per canale distributivo nell'anno 1996 (quota % per singolo canale)

GRAF. 7: Index Linked - Peso percentuale dei principali players suddivisi per canale distributivo nell'anno 1996 (quota % per singolo canale)

GRAF. 8: Unit Linked - Peso percentuale dei principali players per canale distributivo nell'anno 1997 (quota % per singolo canale)

GRAF. 9: Index Linked - Peso percentuale dei principali players suddivisi per canale distributivo nell'anno 1997 (quota % per singolo canale)

GRAF. 10: Unit Linked - Peso percentuale dei principali players suddivisi per canale distributivo nel 1° semestre del 1998 (quota % per singolo canale)

GRAF. 11: Index Linked - Peso percentuale dei principali players suddivisi per canale distributivo nel 1° semestre del 1998 (quota % per singolo canale)

GRAF. 12: Suddivisione delle polizze Index e Unit Linked per garanzie offerte e opzioni sottostanti l'indicizzazione 1996 - 1998 (1° semestre)

GRAF. 13: Risultato finale tipo Best Of

GRAF. 14: Quota di partecipazione all'Indice di Borsa

GRAF. 15: Utilizzo degli indici nelle polizze Index

GRAF. 16: Index con un solo indice di Borsa

GRAF. 17: Index con più indici di Borsa

1. Evoluzione delle polizze vita ed aspetti quantitativi

1.1. Origini e cause

Le polizze vita hanno svolto storicamente una funzione previdenziale di tutela dell'individuo dai rischi connessi al ciclo della vita. L'aspetto temporale delle coperture offerte ha posto un'enfasi particolare sulla funzione di intermediazione del risparmio nel tempo, ed in particolare, sul mantenimento del suo valore reale.

Queste motivazioni, accanto alla crescente concorrenza di strumenti finanziari con orizzonti d'investimento a medio e lungo termine (vedi ad esempio i Fondi d'investimento), ma non di tutela del rischio derivante dallo stato di natura, hanno spinto le imprese di assicurazione ad offrire prodotti che accanto alla componente puramente assicurativa valorizzassero nel tempo i risultati economici delle polizze offerte.

La maggiore innovazione è stata quella delle polizze rivalutabili, nelle quali la prestazione, che prevede - di norma - un tasso minimo di rendimento garantito, è stata parametrata ai risultati di speciali gestioni dei titoli, prevalentemente di Stato, acquistati a fronte delle riserve matematiche.

Le polizze rivalutabili - introdotte all'inizio degli anni '70 - sono state la risposta del sistema assicurativo ad un ambiente finanziario caratterizzato da elevata volatilità dei tassi d'interesse: all'incertezza sul *quando* si verificherà l'evento relativo alla vita umana, si è aggiunta l'incertezza sul *quanto* le imprese di assicurazione sono in grado di offrire in termini di prestazioni future al di sopra di un tasso minimo garantito. Nel Graf.1 si evidenzia la crescita percentuale delle polizze rivalutabili nella composizione delle polizze vita dal 1986 a tutto il primo semestre 1998.

Le politiche adottate dai Paesi europei per aderire alla moneta unica hanno comportato una riduzione del debito pubblico, un abbassamento dei tassi d'interesse (più marcato nei paesi quali l'Italia caratterizzati, invece, da tassi elevati), l'adozione di politiche di privatizzazioni.

Conseguenza di tutto ciò è stata la ricerca di nuovi strumenti d'investimento da parte dei risparmiatori, volti principalmente in direzione dei mercati azionari: nel primo trimestre 1998 la consistenza delle azioni nei portafogli delle famiglie italiane - anche per effetto dell'aumento dei corsi - ha superato l'ammontare dei titoli a breve, medio e lungo termine (Fonte: Supplemento al Bollettino Statistico della Banca d'Italia, Conti Finanziari, n. 44, 28 luglio 1998).

Le imprese di assicurazione, dal canto loro, hanno assecondato le esigenze di diversificazione finanziaria delle famiglie offrendo prodotti assicurativi agganciati all'andamento delle Borse azionarie, quali le polizze index, o caratterizzati da più flessibili linee di investimento, quali le polizze unit linked. Di conseguenza, le polizze rivalutabili dal 72% del totale delle polizze vita raccolte nel 1996 sono passate al 60% dei premi incassati nel primo semestre 1998.

Le index sono polizze caratterizzate dall'indicizzazione dei risultati all'andamento di indici di Borsa, mentre le unit sono direttamente agganciate all'andamento di fondi d'investimento (per una illustrazione delle caratteristiche tecniche dei singoli prodotti si rimanda alla parte seconda del presente lavoro).

1.2. Analisi del fenomeno in Italia

Nel periodo 1996-1998 (primo semestre) i premi emessi relativi alle polizze index e unit linked sono passati, nell'insieme, da 529,4 a 5913 m.di di lire (v. tab. 1).

La quota preponderante delle polizze emesse ha riguardato le index linked (v. Graf. 2), anche se è da segnalare un aumento del peso sia assoluto che percentuale delle unit nel primo semestre 1998.

Sul totale dei premi incassati dal ramo Vita la quota delle polizze index e unit linked è passata dal 2,1 al 26%.

Se si esamina la progressione dei premi index e unit linked incassati, suddivisa per canali di distribuzione (v. tab. 2), si evince che alla fine del primo semestre 1998 il 77,2% del totale era raccolto dalle imprese a prevalente distribuzione bancaria (59,1% nel 1997) per un valore pari a 5913 m.di di lire (3873 m.di di lire nel 1997). La loro quota percentuale sul totale delle polizze vita raccolte tramite banche raggiungeva nel primo semestre 1998 un valore del 42,4% (17,8% nel 1997), contro il 21,95% (17,8%) e l'8,9% (4%), rispettivamente delle imprese con distribuzione tramite SIM e reti tradizionali. Inoltre, sempre nello stesso periodo e considerando solo la raccolta

dei premi vita delle imprese con distribuzione bancaria che avevano emesso queste tipologie di polizze, la quota delle polizze index e unit raggiungeva un valore pari a circa il 48% del totale.

In sostanza, si può concludere che la recente diffusione delle polizze index e unit linked è stata in buona misura il risultato di una elevata specializzazione di prodotto, offerto in misura rilevante dalle imprese con distribuzione bancaria.

Da un esame della suddivisione delle polizze unit ed index linked per canale distributivo nel periodo in esame (v. Graf. 3-5) emerge una presenza rilevante delle banche a partire dal 1997, focalizzata maggiormente sulle index linked, mentre si assiste ad una concentrazione maggiore delle reti tradizionali nei prodotti unit.

Per quel che invece attiene alle quote di mercato dei singoli *players*, suddivisi per canale distributivo nei diversi periodi in esame (v. Graf. 6-11), emerge una concentrazione del mercato più marcata per le unit rispetto alle index linked.

2. Struttura delle polizze index ed unit linked in Italia

2.1. Profili strutturali delle polizze "linked"

Le polizze "linked" costituiscono forme assicurative caratterizzate dalla diretta dipendenza delle prestazioni dal valore di una entità di riferimento ¹.

In linea puramente teorica, qualunque entità può essere assunta come riferimento. Di fatto, come si vedrà nel Cap. 4, l'individuazione del riferimento è vincolata esclusivamente dalle possibilità, normative e di mercato, di effettuare investimenti a copertura delle riserve tecniche ad esso correlati.

Nell'ambito delle polizze "linked", le "unit" hanno prestazioni collegate al valore di un fondo di investimento, esterno o interno all'impresa, mentre le "index" sono caratterizzate da prestazioni la cui entità è in funzione del valore di un indice azionario o di un altro valore di riferimento.

Le modalità con le quali tali collegamenti possono essere attuati sono molteplici. Non si modifica, tuttavia, il carattere distintivo della polizza.

Il modo più semplice per cogliere il collegamento "entità di riferimento-prestazione" è di considerare le prestazioni dedotte nel contratto come valori denominati in unità di conto, di volta in volta identificabili in funzione dell'entità di riferimento prescelta: il numero di quote nel caso di fondi suddivisi in quote, l'unità monetaria nozionale nel caso di indici di mercato o di fondi non suddivisi in quote, l'unità monetaria nominale del titolo nel caso di strumenti finanziari.

Secondo questa impostazione, gli ammontari delle prestazioni assicurative possono essere definiti come espressioni numeriche di tali unità di conto. L'importo monetario effettivo delle prestazioni risulta dall'applicazione a tali espressioni del valore monetario associato all'unità di conto stessa. Ad esempio, in una polizza direttamente collegata ad un fondo comune di investimento le prestazioni possono essere definite attraverso la fissazione di corrispondenti numeri di quote del fondo; l'applicazione al prefissato numero del valore unitario della quota nel momento previsto contrattualmente per la liquidazione del singolo pagamento consente di definire l'importo monetario di ogni prestazione. Lo stesso iter logico può essere seguito, anche se in maniera meno immediata, nei casi di prestazioni collegate ad indici azionari o altri valori di riferimento.

Il modello "linked" di determinazione delle prestazioni può essere applicato a qualunque forma assicurativa sulla vita². In effetti, tenendo a mente il suindicato schema logico, può prospettarsi il pagamento, in unica soluzione o periodicamente, di premi corrispondenti ad un determinato numero di unità di conto a fronte dell'impegno dell'assicuratore a liquidare un prefissato numero della medesima unità di conto al verificarsi di eventi attinenti la vita umana nei periodi previsti contrattualmente.

Il rapporto tra il numero di quote attribuite all'assicurato all'atto del pagamento del premio ed il numero di quote previste per la prestazione dell'assicuratore è funzione delle ipotesi di sopravvivenza. La relazione che lega le due prestazioni a questo riguardo è espressione della componente c.d. "demografica" del contratto. La possibilità di scostamento tra le ipotesi e la sopravvivenza effettiva costituisce per l'impresa il rischio di carattere demografico associato alla polizza.

Peraltro, il rischio demografico emerge anche nei casi in cui, pur essendo previsto il pagamento - al verificarsi degli eventi attinenti la vita umana - di un numero di unità di conto uguale a quello inizialmente attribuito all'assicurato, è fissato un importo minimo per la prestazione dell'assicuratore³.

In tali evenienze, al rischio demografico collegato alla previsione di sopravvivenza è associato il rischio connesso alla possibilità che al momento della liquidazione della somma l'entità di riferimento abbia un valore inferiore al minimo dovuto⁴.

La modalità "linked" di determinazione delle prestazioni può essere abbinata anche ad altre operazioni svolte dall'impresa di assicurazioni, quali le operazioni di capitalizzazione, in cui è assente qualsiasi dipendenza con la durata della vita umana (Cfr. Cap. 4).

Indipendentemente dalla forma contrattuale considerata, la variazione di valore della unità di conto rappresenta il rendimento finanziario della polizza "linked".

Si tratta evidentemente di un rendimento variabile in funzione dell'andamento del valore corrente delle entità prese a riferimento. L'aleatorietà di questo andamento, a prescindere dall'eventualità di una prestazione minima garantita, consente di qualificare i contratti "linked" come polizze "con rischio di investimento a carico dell'assicurato".

2.2. Analisi delle strutture finanziarie sottostanti alle polizze index e unit linked in Italia

2.2.1. Le polizze index

Nell'esperienza italiana le *performance* delle polizze index linked sono state ancorate all'andamento di indici di Borsa, ovvero a panieri di azioni.

Parallelamente alla prestazione variabile, inoltre, sono state offerte garanzie minime di rendimento o la conservazione del capitale iniziale. La prestazione variabile e la garanzia minima sono state - di norma - previste come prestazioni a scadenza. Per quanto riguarda le prestazioni "anticipate" (per morte o riscatto) si è assistito a varie configurazioni delle due componenti.

Nella generalità dei casi gli assicuratori hanno provveduto alla copertura di questi impegni attraverso l'acquisto di titoli c.d. "strutturati" aventi prestazioni speculari a quelle offerte all'assicurato. In alcuni casi, peraltro, il titolo strutturato non rappresenta solo la copertura finanziaria degli impegni dell'assicuratore, ma la vera e propria entità di riferimento delle

prestazioni. In tali fattispecie (Cfr. Cap. 4), pur non modificandosi le modalità di determinazione delle prestazioni, l'assicuratore trasferisce totalmente all'assicurato il rischio di investimento.

In pratica, il premio versato da quest'ultimo, al netto dell'imposizione fiscale, dei costi di distribuzione e della eventuale componente assicurativa complementare, è investito dall'impresa di assicurazione in titoli obbligazionari la cui prestazione è, a sua volta, collegata all'andamento di indici azionari, secondo le medesime modalità previste nella polizza, ed in cui è presente una prestazione minima garantita. Ne consegue che gli impegni dell'assicuratore risultano di fatto correlati all'attivo dell'impresa.

La componente finanziaria delle polizze, quindi, può essere analizzata a partire dai titoli obbligazionari strutturati posti a copertura della riserva.

Le obbligazioni strutturate possono essere scisse in una componente obbligazionaria pura (*straight bond*) ed una componente opzionale che dà al sottoscrittore del titolo il diritto di guadagnare in relazione ad andamenti positivi degli indici o attività sottostanti. Il sottoscrittore dei titoli rinuncia così, in tutto od in parte, alla remunerazione ordinaria del titolo, espressa di norma in termini di pagamento di cedole d'interesse, ottenendo in cambio un diritto d'opzione .

L'obbligazione strutturata nasce, quindi, dalla combinazione di un titolo obbligazionario e di una opzione che consente all'investitore di "scommettere" sull'andamento di singoli strumenti finanziari, ovvero di indici sintetici. L'utilizzo di questo strumento permette, nella quasi generalità dei casi, di partecipare all'andamento di determinate variabili finanziarie, riducendo il rischio di un andamento avverso alle aspettative dell'investitore. In sostanza, si garantisce la restituzione del capitale investito, consentendo al contempo di usufruire degli andamenti positivi di determinati mercati.

Dal lato degli investitori questo strumento consente di ottenere: a) prodotti più ritagliati ai diversi profili di rischio-rendimento; b) rendimenti più elevati al verificarsi di determinati andamenti di mercato; c) accesso a segmenti di mercato, non altrimenti raggiungibili se non attraverso titoli strutturati (si pensi alla possibilità di scommettere con un capitale limitato sull'andamento di più indici di Borsa) eliminando i problemi ed i costi connessi alla costruzione di indici di portafoglio. L'unico aspetto negativo è rappresentato dalla non elevata liquidità: essendo i titoli strutturati prodotti costruiti da intermediari specializzati, e quindi non standardizzati, viene a mancare un esteso mercato secondario.

Dal punto di vista degli emittenti, la costruzione di questi strumenti ha consentito dei risparmi nel costo del *funding*, in parte motivati dalla esigenza di mantenere in posizione delle opzioni o degli *swap*, con i relativi rischi di controparte, e dalla necessità di monitorare con una certa frequenza la posizione in derivati. Per tutte queste ragioni, nel mercato Usa, ad esempio, nel periodo 1990-94, secondo uno studio della Federal Reserve, il 97% dei titoli strutturati erano stati emessi da società con un *rating* non inferiore alla singola A .

Nel campo dei titoli strutturati l'innovazione finanziaria degli ultimi anni si è concretizzata soprattutto nell'introduzione di indici su un portafoglio di attività, che consentono la diversificazione dell'investimento, e nell'evoluzione delle *exotic options* che partendo dalle opzioni di base *call* e *put*, hanno sviluppato una gamma articolata di possibilità di collegamento all'andamento delle attività o indici sottostanti (per una disamina delle opzioni esotiche si rimanda all'Appendice).

2.2.2. Le polizze unit linked

Nelle polizze unit linked la *performance* finanziaria è agganciata all'andamento di fondi d'investimento interni appositamente costituiti dall'impresa d'assicurazione, o da OICVM (Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari) costituiti esternamente all'impresa. Le prestazioni, così come i premi versati, sono, di norma, espresse in quote del fondo d'investimento. Sovente è consentito al sottoscrittore scegliere il fondo d'investimento a cui agganciare la prestazione tra più opportunità offerte dalla impresa di assicurazione (Cfr. Cap. 4).

3. Esame delle caratteristiche tecniche delle polizze *index* e *unit linked* emesse in Italia

Lo studio prende in considerazione le polizze emesse sul mercato italiano nel periodo 1 gennaio 1996 - 30 giugno 1998. Sono state classificate 140 polizze, di cui l'84% *index* ed il restante 16% *unit* (Cfr. Graf. 12).

Per quanto riguarda le caratteristiche tecniche è da rilevare come tutte le *index* presentano la garanzia di restituzione del capitale e sono agganciate ad uno o più indici azionari, mentre per le *unit* solo il 27% di quelle emesse hanno una garanzia analoga.

Circa la valorizzazione della componente finanziaria, il 91% delle *index* prevede la determinazione del capitale finale sulla base del valore più elevato tra il capitale iniziale, maggiorato di una percentuale predefinita, ed il risultato derivante dall'indicizzazione finanziaria (*the best of*). In questa tipologia di polizze il profilo reddituale presenta analogie con quello delle rivalutabili, nelle quali viene previsto un tasso minimo di rendimento. In pratica, la compagnia d'assicurazione riconosce il più elevato tra un rendimento minimo garantito ed il risultato di una indicizzazione finanziaria.

Circa le opzioni sottostanti alle *index* di tipo *best of* (Cfr. Graf. 13), il 78% risulta determinato sulla base di opzioni di "tipo asiatico", ossia con *performance* determinata sulla base della differenza positiva tra la media dei corsi delle azioni (od indici) sottostanti l'opzione e lo *strike price*. Si noti che i valori negativi registrati dai corsi nel tempo, rispetto al valore iniziale dell'indice, sono ignorati nel calcolo della media di periodo; si tiene conto, in sintesi, solo delle variazioni positive. Attraverso l'utilizzo della media come criterio di calcolo del valore dell'opzione a scadenza e l'esclusione dei valori negativi vengono in sostanza eliminate le oscillazioni dei corsi nel tempo: il risultato finale è quindi determinato dal *trend* di Borsa che si verifica durante la vita della polizza assicurativa. Un ulteriore 7% delle polizze tipo *best of*, oltre a riferirsi ad una media dei corsi, prevede una limitazione nella rivalutazione del capitale a scadenza⁵.

Il 3% del totale delle *index* prevede, oltre al risultato derivante dall'indicizzazione, anche un rendimento minimo garantito sulla base di un tasso d'interesse contrattuale; questa tipologia è stata costruita in maniera speculare alla obbligazione strutturata sottostante garantendo sia un tasso minimo che la partecipazione all'andamento dell'indice di Borsa. In questa circostanza, tutte le opzioni sottostanti sono di "tipo asiatico"; è da rilevare altresì come circa un quarto di queste polizze presenta un tetto all'incremento derivante dalle variazioni positive dell'indice (od indici) di riferimento.

Infine, il 6% delle *index* non prevede alcuna garanzia di tasso minimo di rendimento a scadenza. In questa fattispecie l'opzione più utilizzata è di tipo "*cliquet*" (pari al 57% del totale delle *index* senza garanzia di rendimento minimo). Grazie a questa tipologia opzionaria se da un canto non si garantisce un rendimento minimo all'assicurato, dall'altro si offre la possibilità di "bloccare" gli andamenti positivi conseguiti di volta in volta dall'indice di riferimento. Tuttavia, in queste

circostanze, a determinate scadenze si modifica lo *strike price* di riferimento, qualora il valore corrente dell'attività di riferimento ne abbia superato il livello prefissato.

Per quanto riguarda la percentuale di partecipazione all'andamento degli indici di Borsa si rileva, innanzitutto, come il 61% delle polizze esaminate presenta una indicizzazione totale, mentre il 37% presenta una partecipazione parziale all'andamento dei corsi azionari (Cfr. Graf. 14).

Per quanto attiene invece agli indici utilizzati il 59% delle polizze index risulta collegato a più indici (Cfr. Graf. 15); in particolare, nel caso delle polizze con un solo indice di riferimento (39%) l'indice Nikkei della Borsa di Tokio e l'indice Mib 30 della Borsa di Milano (Cfr. Graf.16), risultano quelli più utilizzati. Invece, nel caso di polizze index con più indici di riferimento la composizione risulta più equilibrata tra le diverse Borse azionarie di riferimento (Cfr. Graf. 17).

4. Tutela degli assicurati ed aspetti di vigilanza

Le polizze index e unit linked, come si è avuto modo di illustrare, sono accomunate dalla diretta dipendenza dell'ammontare delle prestazioni dal valore di una entità di riferimento, sia essa un fondo di investimento esterno, un fondo gestito dall'impresa, un indice azionario, uno strumento finanziario o, in teoria, qualsiasi altro valore monetariamente misurabile.

Si è visto anche che uno dei modi per cogliere questa diretta dipendenza è considerare le prestazioni dedotte nel contratto come valori denominati in unità di conto diverse dalla moneta a corso legale: il numero di quote nel caso di fondi suddivisi in quote, un'unità monetaria nozionale nel caso di indici di mercato o di fondi non suddivisi in quote, l'unità monetaria nominale del titolo nel caso di strumenti finanziari.

Questo modo di vedere le polizze "linked" consente anche di affrontare più agevolmente l'esame delle problematiche relative al controllo dell'operatività delle compagnie assicurative su queste linee di prodotto, secondo gli obiettivi sia di stabilità dell'impresa che di trasparenza dell'informazione resa all'assicurato.

Le polizze "linked" costituiscono prodotti assicurativi con rischio di investimento a carico dell'assicurato, realizzandosi sempre, pur se con variabile entità, un trasferimento in capo all'assicurato dei rischi connessi al risultato finanziario della polizza. In questo tipo di prodotti, conseguentemente, agli aspetti normalmente associati alle coperture assicurative sulla vita si aggiungono aspetti tipici dei servizi di investimento.

Nell'ottica del controllo pubblico di settore, queste caratteristiche inducono a considerare, oltre ai profili di tutela del consumatore propri delle c.d. "obbligazioni di risultato", caratteristici dei prodotti assicurativi tradizionali e facenti leva su misure tese prioritariamente alla stabilità dell'impresa, anche i profili propri delle c.d. "obbligazioni di mezzo", tipici dei prodotti di gestione del risparmio e focalizzati su misure volte innanzitutto a garantire la trasparenza del soggetto offerente e dell'attività di investimento da questi realizzata⁶.

La struttura tecnica di questi contratti, in altre parole, oltre a costituire un netto elemento di differenziazione rispetto ad altri prodotti assicurativi, pone alla vigilanza problemi del tutto peculiari, tali da richiedere misure specifiche, pur nel quadro di quelli che sono gli istituti cardine della disciplina di settore.

Come è noto, le misure fondamentali del sistema possono essere individuate nella costituzione degli accantonamenti tecnici, nella loro copertura con idonee attività, nella costituzione di un livello

minimo di margine di solvibilità e infine, per ciò che concerne gli obiettivi di trasparenza, nella redazione della "nota informativa" e nell'adempimento di obblighi informativi successivi alla conclusione del contratto.

Nell'intento di procedere alla trattazione di questi aspetti è utile premettere una sintetica illustrazione dei principali riferimenti normativi connessi a questa tipologia di polizze.

4.1 L'inquadramento nella disciplina di settore

4.1.1. Le norme di riferimento

I corpi normativi di riferimento sono costituiti dal D.lgs. 17 marzo 1995, n. 174, attuativo della c.d. "III direttiva vita" e regolante l'intera attività assicurativa nei rami vita, e, per quanto riguarda i riflessi contabili, dal D.lgs. 26 maggio 1997, n.173, che ha recepito la direttiva sui conti annuali e consolidati delle imprese di assicurazione⁷.

4.1.1.1 Le regole sull'attività

Il riferimento specifico ai contratti "linked" è contenuto *nell'art. 30*, del D.lgs. 174/95, nell'ambito delle norme regolanti la copertura delle riserve tecniche delle imprese di assicurazione.

L'art. 30 distingue i contratti con prestazioni "direttamente collegate al valore delle quote di un OICVM (organismo di investimento collettivo in valori mobiliari) oppure al valore di attivi contenuti in un fondo interno detenuto dall'impresa di assicurazione" (comma 1), ossia i contratti c.d. "unit-linked", dai contratti con prestazioni "direttamente collegate ad un indice azionario o ad altro valore di riferimento" (comma 2), ossia i contratti c.d. "index-linked"⁸.

In relazione a questo tipo di contratti l'articolo individua una disciplina particolare per la copertura delle riserve tecniche.

Un altro riferimento normativo su cui porre attenzione è *l'allegato* al D.lgs 174/95 (Tabella A), che contiene l'elenco dei sei rami nei quali è classificata l'attività delle imprese di assicurazione sulla vita⁹.

In proposito, va sottolineato che nel ramo III trovano allocazione le assicurazioni sulla durata della vita umana e quelle di nuzialità e natalità, che siano "connesse con fondi di investimento".

Occorre infine segnalare, soprattutto in considerazione di quanto si dirà in relazione agli obblighi di costituzione del margine di solvibilità, *l'art. 35* del D.lgs. 174/95. Questa norma disciplina il requisito minimo di solvibilità dell'impresa, stabilendo norme di calcolo specifiche per le assicurazioni collocate nel ramo III.

4.1.1.2 Le regole contabili

Nel quadro delle norme del D.lgs 173/97 bisogna segnalare gli artt. 24 e 38, che stabiliscono il contenuto rispettivamente della voce dell'attivo patrimoniale *D.I (Investimenti a beneficio di assicurati dei rami vita i quali ne sopportano il rischio e derivanti dalla gestione dei fondi pensione) – Investimenti relativi a prestazioni connesse con fondi di investimento e indici di mercato* e della voce del passivo patrimoniale *D.I (Riserve tecniche allorché il rischio dell'investimento è sopportato dagli assicurati e riserve derivanti dalla gestione dei fondi pensione)*

– *Riserve relative a contratti le cui prestazioni sono connesse con fondi di investimento e indici di mercato.*

In particolare, si precisa (art. 24) che nella voce D.I vanno inseriti gli "investimenti relativi alle riserve tecniche afferenti i contratti aventi le caratteristiche indicate all'articolo 30, commi 1 e 2 del D.lgs. 174/95".

Parallelamente, si stabilisce (art. 38) che la voce del passivo D.I "comprende le riserve tecniche costituite per coprire gli impegni derivanti dall'assicurazione dei rami vita, il cui rendimento viene determinato in funzione di investimenti per i quali l'assicurato ne sopporta il rischio o in funzione di un indice", vale a dire, pur in assenza di esplicito riferimento, le riserve tecniche relative ai contratti aventi le caratteristiche indicate all'art. 30, commi 1 e 2 del D.lgs. 174/95.

Per completezza occorre aggiungere che, anche alla luce delle indicazioni fornite dal provvedimento ISVAP del 1 dicembre 1997 in materia di piano dei conti delle imprese di assicurazione, sono esclusi da queste voci i valori delle riserve tecniche "addizionali" eventualmente costituite a fronte di prestazioni garantite e dei corrispondenti attivi a copertura, valori che devono confluire nelle classi rispettivamente delle riserve e degli investimenti ordinari dell'impresa¹⁰.

Altro aspetto da ricordare è che (art. 16 c. 8) gli "investimenti a beneficio di assicurati dei rami vita i quali ne sopportano il rischio", ossia quelli inseriti nella voce dell'attivo D.I sono iscritti in bilancio al loro valore corrente, secondo prefissate modalità¹¹.

Quest'ultima disposizione, che rappresenta una deroga al principio *standard* di valutazione delle attività basato sul costo di acquisizione o di produzione (principio su cui si fonda il sistema di valutazioni del bilancio assicurativo), è funzionale alle particolarità tecnico-gestionali dei contratti "linked".

4.1.2. Il quadro di insieme

La lettura combinata delle norme appena segnalate consente di trarre alcune conclusioni sulla corretta collocazione delle polizze "linked" nel quadro normativo, per ciò che concerne sia la disciplina di vigilanza che quella contabile.

4.1.2.1. L'inquadramento nella disciplina di vigilanza

Per le polizze "linked", come accennato, è contemplato un regime particolare per le attività a copertura delle riserve tecniche.

Come sarà illustrato più in dettaglio al par. 4.2.2, in relazione a questi contratti, è prevista una parziale deroga alle regole ordinarie sugli investimenti e, per converso, è stabilito un ulteriore principio da seguire nella gestione degli attivi, il c.d. principio del "*close matching*", consistente nell'adozione di politiche di investimento atte a replicare al meglio l'andamento del valore di riferimento.

Per quanto riguarda, invece, la classificazione nei rami di attività delle imprese assicurative vita, l'unico riferimento alle polizze "linked" è costituito dalla definizione del ramo III. In tale ramo, come già accennato, sono contenute le assicurazioni dei rami I e II, ossia le assicurazioni sulla durata della vita umana e le assicurazioni di nuzialità e natalità, che presentino prestazioni "connesse con fondi di investimento".

Nell'ottica della classificazione nei rami dei prodotti "linked" questa definizione normativa risultava non sufficientemente articolata. Alla luce dello sviluppo di questi prodotti, si ponevano principalmente due ordini di problemi.

Il primo era connesso alla classificazione delle assicurazioni con prestazioni direttamente collegate ad indici di mercato o altri valori di riferimento. La definizione in questione, infatti, fa riferimento esclusivamente alle polizze connesse con fondi di investimento.

Sul punto l'ISVAP è intervenuto chiarendo che sono da classificare nel ramo in questione anche le assicurazioni con prestazioni direttamente collegate a indici o altri valori di riferimento¹². Si è dato rilievo in tal modo alla omogeneità tecnica delle due tipologie di prodotto, che prevedono entrambe prestazioni direttamente collegate al valore di entità di riferimento.

Si tenga presente, inoltre, che la classificazione nei rami, oltre che per gli aspetti attinenti l'autorizzazione all'esercizio dell'attività, rileva ai fini della determinazione del margine di solvibilità. In tale prospettiva, con l'assimilazione delle polizze "unit" e "index", si è preso atto della presenza, in entrambe le tipologie di prodotto, dell'elemento che risulta determinante, esclusivamente nel ramo III, per la determinazione del requisito minimo di patrimonializzazione, vale a dire l'assunzione o meno di un rischio di investimento da parte dell'impresa¹³.

In altre parole, sia nei prodotti "unit" che in quelli "index" le condizioni contrattuali, come si vedrà meglio (Cfr. paragrafo 4.3.3), possono comportare trasferimenti totali o parziali del rischio di investimento sull'assicurato. La possibilità di graduazione del trasferimento è apparsa l'elemento unificante e qualificante delle due tipologie ai fini della classificazione nel ramo.

Tale soluzione ripercorre peraltro quella già adottata in altri paesi dell'Unione Europea¹⁴.

Il secondo ordine di problemi riguardava la possibilità di includere nel ramo III tutti i prodotti "linked", indipendentemente dalla tipologia del contratto base. La definizione del ramo, infatti, riferendosi alle sole assicurazioni sulla durata della vita umana ed alle assicurazioni di nuzialità e natalità, esclude altri tipi di contratto, ad esempio quello di capitalizzazione.

Anche su questo punto l'ISVAP ha precisato, in linea con il contenuto letterale della norma, che nel ramo in questione possono essere collocati, oltre alle assicurazioni di nuzialità e natalità, solo i contratti in cui nella determinazione delle prestazioni sia effettivamente rilevante la variabile "durata della vita umana" e quindi sia presente un rischio di carattere demografico a carico dell'impresa¹⁵.

Le assicurazioni sulla durata della vita umana, conseguentemente, sono collocabili nel ramo I o nel III rispettivamente nell'ipotesi di assenza o di presenza di prestazioni direttamente collegate al valore di entità di riferimento.

Le tipologie contrattuali non comprese nei rami I e II, invece, sono collocabili nel ramo di competenza a prescindere dalle modalità di determinazione delle prestazioni. Ad esempio, un contratto di capitalizzazione con prestazioni direttamente collegate al valore di fondi di investimento si colloca nel ramo V, ossia nel ramo che accoglie tutti i contratti di capitalizzazione.

Da quanto appena delineato, in conclusione, risulta evidente che non vi è coincidenza tra l'area dei contratti indicati all'articolo 30 del D.lgs. 174/95, ossia i contratti "linked", e quella dei contratti collocabili nel ramo III della classificazione normativa delle attività delle imprese di assicurazione.

4.1.2.2 L'inquadramento contabile

Il nuovo bilancio assicurativo prevede voci di stato patrimoniale e di conto economico destinate ad accogliere i valori patrimoniali ed economici connessi ai contratti con "rischio di investimento a carico degli assicurati", secondo la terminologia utilizzata nella disciplina contabile.

Il concetto di "rischio di investimento a carico degli assicurati", rappresenta, quindi, l'elemento discriminante ai fini dell'applicazione di un particolare trattamento contabile. Si tratta, in sintesi, di modalità contabili caratterizzate dall'adozione del valore corrente per la valutazione delle attività e strutturate in modo tale da rendere immediatamente percepibile la interrelazione tra l'andamento delle riserve tecniche e quello degli attivi a copertura.

Queste modalità contabili appaiono chiaramente preordinate alla rappresentazione contabile di contratti in cui l'entità delle prestazioni dell'assicuratore, e quindi degli impegni da rappresentare al passivo, sono direttamente collegate al valore di una entità di riferimento predefinita, valore che è misurato dalle determinazioni emergenti dal relativo mercato di negoziazione e che deve essere replicato dal valore corrente degli attivi dell'impresa. Proprio in questa modalità di determinazione delle prestazioni, peraltro, si rileva il rischio dell'investimento a carico degli assicurati.

Sulla base di questa ricostruzione logica la disciplina contabile, al fine dell'individuazione dei contratti con "rischio di investimento sopportato dagli assicurati", fa riferimento a tutti i contratti aventi le caratteristiche indicate all'articolo 30 (commi 1 e 2) del d.lgs. 174/95, ossia alle polizze "unit linked" e "index linked".

Il complessivo quadro normativo propone quindi una sorta di "corrispondenza biunivoca", basata sulla presenza di rischio a carico dell'assicurato, tra i contratti di cui all'art. 30, che derogano alla disciplina ordinaria della copertura delle riserve tecniche, ed i valori da allocare nelle classi D.I, per i quali non si utilizzano i criteri *standard* di contabilizzazione.

Fa eccezione a questa regola l'eventuale riserva tecnica addizionale, da costituire nel caso di presenza nel contratto "linked" di una prestazione garantita, che deve confluire nella voce di bilancio relativa alle riserve tecniche tradizionali (classe C.II.1) e che deve essere coperta, secondo la disciplina generale, con attivi iscritti sulla base dei criteri di valutazione *standard*.

Nelle apposite voci di bilancio dell'attivo e del passivo (classi D.I), in conclusione, risultano allocati solo valori, rispettivamente investimenti e riserve tecniche, unitamente dipendenti dalle fluttuazioni dei valori di mercato dell'entità di riferimento.

È anche opportuno precisare, per l'importanza che assume tale elemento ai fini del calcolo del margine di solvibilità, che la dipendenza appena sottolineata può articolarsi secondo due differenti modalità, dando luogo ad altrettante forme di correlazione tra le attività di investimento e le riserve tecniche.

Nell'ipotesi in cui le prestazioni assicurative siano direttamente collegate ad entità contrattualmente identificate in attività detenute dall'impresa, come nel caso di fondi interni, le fluttuazioni dei valori di mercato incidono parallelamente sugli investimenti e sulle prestazioni, producendo in via automatica, almeno per quanto attiene la componente finanziaria della prestazione, andamenti speculari dei corrispondenti ammontari di attività e riserva.

Nell'ipotesi invece di prestazioni direttamente collegate ad entità esterne all'impresa, come nel caso di indici azionari, le fluttuazioni dei valori di mercato incidono direttamente e automaticamente solo

sulle prestazioni, determinandone l'ammontare. Affinché l'andamento del valore delle attività segua quello delle prestazioni è necessario attivare un'adeguata politica di investimento, volta a replicare l'entità di riferimento. Si possono verificare, pertanto, andamenti non speculari tra i valori delle attività e quelli corrispondenti di riserva, anche per quanto attiene la componente finanziaria.

4.1.2.3 Le differenze rispetto ad altre tipologie contrattuali

Sempre sotto l'angolazione della disciplina di settore, appare utile analizzare i differenti profili delle polizze "linked" rispetto a tipologie contrattuali apparentemente simili, al fine di percepire i motivi del differente trattamento disciplinare.

Un primo confronto è quello con le tradizionali polizze a prestazioni rivalutabili¹⁶. Questi contratti, a prescindere dalle diverse forme tecniche che possono assumere, sono caratterizzati dal fatto che l'accrescimento delle prestazioni, in un'ottica esclusivamente finanziaria, è determinato periodicamente sulla base di tassi di rendimento, dipendenti dai risultati di gestione di appositi fondi separati dal portafoglio dell'impresa¹⁷.

Si tratta quindi di accrescimenti variabili di periodo in periodo e operati sulla base di risultati già conseguiti e definitivamente assegnati, secondo il cosiddetto meccanismo di "consolidamento" della prestazione¹⁸. A tale modalità di accrescimento delle prestazioni è accompagnata di solito anche la garanzia di un tasso minimo di rendimento.

Anche queste polizze, quindi, finiscono per essere caratterizzate da prestazioni variabili, non conosciute dall'assicurato al momento della sottoscrizione, tanto da poter asserire che questi assuma in qualche modo un rischio di investimento.

Sono netti però i profili di differenziazione con le polizze "linked". In queste ultime, innanzi tutto, l'accrescimento delle prestazioni non dipende da tassi di rendimento periodici, ma dal valore corrente dell'entità di riferimento. In particolare, non si tratta di tassi di rendimento determinati a posteriori sulla base dei risultati conseguiti, ma di variazioni di valore desunte dall'andamento corrente dei mercati di riferimento. Infine, nelle polizze "linked" non si hanno di norma accrescimenti delle prestazioni assegnati in via definitiva¹⁹.

Tra l'altro, occorre sottolineare che, mentre la variazione di valore dell'entità di riferimento che determina il rendimento delle polizze "linked" è calcolata sulla base delle determinazioni di valori di mercato, nelle polizze rivalutabili i tassi di rendimento, periodicamente calcolati ai fini dell'attribuzione delle *performance* agli assicurati, poco hanno a che fare con valutazioni di mercato, dipendendo da particolari criteri contabili di valutazione²⁰.

Solo nelle polizze "linked", in conclusione, si può dire che l'assicurato sopporti il rischio dell'investimento; rischio che si concretizza mediante la diretta dipendenza delle prestazioni dal valore corrente dell'unità di conto presa a riferimento.

È utile operare, inoltre, un confronto con un'altra tipologia contrattuale, in cui le apparenti analogie sono ancora maggiori. Si tratta delle polizze con tasso di rendimento garantito correlato a quello di uno specifico attivo detenuto dall'impresa.

Sul punto è d'obbligo un chiarimento. Il tasso massimo che può essere garantito su una polizza è limitato in via prudenziale da precise regole²¹.

Tali regole consentono una deroga ai limiti posti in via generale laddove il tasso garantito, superiore a quello massimo, sia giustificato dalla presenza di uno specifico attivo con adeguato tasso di rendimento²².

Ne derivano polizze con tasso di rendimento garantito collegato a quello di una specifica attività. Anche in questo caso, come nelle polizze "linked", gli investimenti in qualche modo determinano le prestazioni dell'assicuratore.

Si tratta però di due forme completamente differenti. Le polizze con attivo specifico, infatti, si basano sui medesimi schemi tecnici di una polizza tradizionale. L'attivo è preso in considerazione esclusivamente per giustificare il rilascio di una garanzia di rendimento più elevata di quella applicabile in via generale. Non è il valore corrente di quell'attivo a determinare le prestazioni, come avviene nelle polizze "linked".

Con riguardo alle polizze con attivo specifico, in definitiva, non si rilevano i presupposti per una disciplina, sia di vigilanza che contabile, diversa da quella generale.

4.2 La stabilità dell'impresa

4.2.1 La costituzione delle riserve tecniche

L'accantonamento di un adeguato ammontare di riserva a fronte degli impegni verso gli assicurati rappresenta l'elemento cardine delle misure di tutela della stabilità dell'impresa.

In questo paragrafo, trattando della costituzione delle riserve tecniche, non ci si propone di analizzare le tecniche attuariali applicabili in presenza di contratti "linked", ma di segnalare solo alcuni aspetti concettuali che caratterizzano questi contratti.

La riserva "matematica" rappresenta quella componente delle riserve tecniche complessive costituita a fronte degli impegni assunti nei confronti degli assicurati. Si tratta quindi della componente quantitativamente e qualitativamente più rilevante.

La sua determinazione, in termini estremamente generali, si basa sull'applicazione di un fattore demografico, rappresentativo delle ipotesi di sopravvivenza, e di un fattore finanziario, espressione del differimento temporale delle prestazioni.

Quanto al fattore demografico, nelle polizze "linked" vengono utilizzate le medesime logiche delle tradizionali polizze di assicurazione sulla vita.

Ponendo mente invece alla componente finanziaria, si può osservare, quale elemento tipico di questi contratti, un'inversione, rispetto ai contratti tradizionali, della logica di determinazione della riserva. L'inversione è relativa alla correlazione tra determinazione degli impegni e investimenti a copertura.

Nei contratti tradizionali, infatti, l'ammontare e le caratteristiche degli impegni attuali dell'impresa nei confronti dell'assicurato, determinati sulla base delle prestazioni definite contrattualmente e attraverso l'applicazione di ipotesi e tecniche attuariali, condiziona l'attività di investimento dell'assicuratore, secondo parametri di adeguatezza di redditività, di sicurezza e di liquidità²³.

Nelle polizze a prestazioni rivalutabili, peraltro, questa logica, pur non modificandosi nella sostanza, è accompagnata da un elemento nuovo, consistente nell'influenza sulla determinazione degli impegni del risultato conseguito dall'attività di investimento.

Nei contratti "linked", invece, si assiste ad un'inversione completa della logica: è l'attività di investimento che condiziona la determinazione degli impegni.

Sul punto, peraltro, occorre considerare che la prospettata correlazione tra investimenti e impegni è valida solo a condizione che le attività oggetto di investimento rappresentino con la massima approssimazione possibile l'entità esterna. In altre parole, l'ammontare delle riserve tecniche è funzione del valore di tale entità esterna e non direttamente degli investimenti.

Questo aspetto è stato anche oggetto di una precisazione dell'ISVAP. È stato sottolineato, infatti, che in questi casi "la determinazione della riserva matematica non può risolversi nella mera assunzione del valore dei corrispondenti attivi a copertura, ma deve sempre tenere conto degli impegni assunti sulla base delle condizioni di polizza"²⁴. Il che non significa, peraltro, che il valore degli attivi non possa costituire base di riferimento per la determinazione della riserva, bensì che l'assunzione di tale riferimento deve essere sempre preceduta dalla valutazione della rappresentatività degli attivi nei confronti dell'entità di riferimento.

Si può concludere, pertanto, che la riserva dei contratti "linked" è dipendente dal numero di unità da accantonare, determinato sulla base delle condizioni contrattuali e delle ipotesi di sopravvivenza, e dal valore di tali unità, che a sua volta è funzione del valore dell'entità di riferimento e quindi, in ultima istanza, (nel presupposto di un "close matching") del valore degli investimenti²⁵.

Altro aspetto caratteristico dei contratti "linked" è rappresentato dalla costituzione di una riserva "addizionale" rispetto alla riserva tecnica di cui si è appena trattato²⁶.

Questo accantonamento deve essere costituito nel caso di previsione di una qualsiasi garanzia minima, da riconoscere nel caso di morte o nel caso di vita (su riscatti o a scadenza) o in entrambe i casi.

Come si è già evidenziato, la riserva del contratto "linked", definibile come riserva "base", risulta strettamente correlata al valore degli investimenti: l'ammontare accantonato fluttua in relazione all'andamento del loro valore corrente. Nel caso di impegno da parte dell'impresa al pagamento di prestazione minima garantita, la riserva "addizionale" è volta a fronteggiare la possibilità che il valore della riserva "base" non sia sufficiente a far fronte a tale prestazione.

L'entità della riserva "addizionale", pertanto, dipende dal prevedibile andamento del valore degli investimenti (ovvero dell'entità di riferimento) nel corso del periodo contrattuale²⁷. La sua quantificazione si basa sull'applicazione di tecniche proprie della teoria della probabilità e sulla fissazione di parametri dipendenti dal tipo di attività prese a riferimento; parametri che riflettono le ipotesi adottate in ordine al loro andamento futuro e alla loro volatilità.

È richiesta, quindi, un'analisi approfondita delle caratteristiche finanziarie degli attivi - da svolgersi in via continuativa - al fine di monitorare la congruità delle ipotesi adottate in funzione delle variazioni di tutte le variabili considerate, esterne o interne all'impresa.

La problematica relativa alla valutazione della riserva "addizionale" rappresenta un argomento particolarmente innovativo nel contesto della operatività della professione attuariale nel nostro Paese. Viene enfatizzata, infatti, l'analisi di elementi di stampo prettamente finanziario e viene

richiesta l'applicazione di logiche e metodologie, proprie della moderna matematica finanziaria, fino ad ora poco utilizzate nello svolgimento delle tradizionali competenze attuariali.

Per l'essenzialità della valutazione prudenziale di questo accantonamento ai fini della tutela della stabilità dell'impresa e per il bagaglio di professionalità che richiede tale valutazione non può negarsi, inoltre, che quella della riserva "addizionale" rappresenta anche un'area su cui si concentrerà l'attenzione dell'Autorità di Vigilanza.

4.2.2 La copertura delle riserve tecniche

4.2.2.1 Principi generali

Il quadro normativo prevede, come anticipato, una disciplina specifica per la copertura delle riserve tecniche dei contratti "linked". Essa può essere così sintetizzata:

1. Le riserve tecniche, in ragione del tipo di entità di riferimento, debbono essere rappresentate con la massima approssimazione possibile da:
 - Le quote dell'OICVM;
 - Le quote del fondo interno, se questo è suddiviso in quote definite, oppure dagli attivi contenuti nel fondo stesso;
 - Le quote rappresentanti il valore di riferimento oppure, qualora le quote non siano definite, da attivi di adeguata sicurezza e negoziabilità che corrispondano il più possibile a quelli su cui si basa il valore di riferimento.
2. Non si applicano i principi generali di sicurezza, redditività e liquidità nella gestione delle attività a copertura nonché quelli di adeguata dispersione e diversificazione degli stessi attivi (art. 26, c. 1, secondo periodo)²⁸.
3. Non vigono le regole sulle quote massime e sui criteri di investimento previste per le attività a copertura (art. 29).
4. Non si applica la disciplina sulla congruenza valutaria tra impegni ed attività a copertura (art. 28).
5. Qualora sia prevista nei contratti una garanzia di risultato dell'investimento o qualsiasi altra prestazione garantita, le riserve tecniche "addizionali" corrispondenti a tale garanzia non derogano ai principi e alle regole suindicate ai punti 2 e 3.

In sostanza, nel disciplinare questo tipo di contratti si prende atto dell'inversione logica nella correlazione tra investimenti e impegni di cui si è parlato al paragrafo precedente.

Tale inversione comporta infatti due principali conseguenze. Da una parte, l'impossibilità di assoggettare gli investimenti afferenti le polizze "linked" a tutte le regole prudenziali a cui devono rispondere gli investimenti ordinari delle compagnie, dall'altra, la necessità di introdurre un ulteriore, fondamentale vincolo nella gestione degli attivi²⁹.

Come si è già sottolineato illustrando gli aspetti contabili, infatti, l'equazione "valore degli investimenti uguale valore delle prestazioni dell'assicuratore" non può considerarsi verificata a priori. Condizione necessaria al suo realizzarsi è che gli investimenti rappresentino con la massima approssimazione possibile l'entità di riferimento del contratto.

Conseguentemente, solo l'identità o, al limite, una stretta correlazione tra l'andamento del valore di riferimento e quello delle attività detenute dalla compagnia consente a quest'ultima di far fronte agli impegni assicurativi (principio del "*close matching*").

Si colloca nell'ambito delle possibilità di non corretta applicazione di questo principio una significativa misura prudenziale fissata dall'ISVAP³⁰.

Al fine di limitare il rischio connesso alle difficoltà di replicazione dell'andamento di entità esterne all'impresa, infatti, le prestazioni previste dai contratti "index-linked" possono essere collegate esclusivamente a indici o altri valori costruiti su strumenti finanziari quotati su mercati regolamentati³¹. In via generale, le caratteristiche di liquidità e trasparenza di tali mercati consentono di evitare difficoltà operative nell'opera di "riproduzione" dei valori di riferimento attraverso gli investimenti effettuati.

Sempre in ambito di regole prudenziali sulla scelta delle entità di riferimento, occorre segnalare un'altra disposizione dell'ISVAP riferita ai collegamenti con fondi di investimento esterni all'impresa (OICVM)³².

Il collegamento è operabile solo con:

1. OICVM, sotto forma di fondo comune, di SICAV o di "Unit trust", che soddisfano le condizioni prudenziali e di trasparenza previste dalla normativa europea sui servizi di investimento, ossia i c.d. OICVM "armonizzati"³³;
2. OICVM non "armonizzati", che abbiano ottenuto l'autorizzazione dalla CONSOB ad essere distribuiti nel territorio nazionale come fondi comuni "aperti"³⁴;
3. OICVM non armonizzati, che abbiano ottenuto l'autorizzazione dalla CONSOB ad essere distribuiti nel territorio nazionale come fondi comuni "chiusi"³⁵.

Queste regole fanno sì che le polizze "linked" collegate a fondi esterni presentino, sotto il profilo finanziario, *performance* e rischi analoghi a quelli degli organismi di investimento collettivo (p. es. fondi comuni di investimento) rispondenti ai requisiti richiesti per il collocamento al pubblico.

Tale impostazione, oltre a contribuire ad una efficace applicazione del principio del "*close matching*", in quanto assicura la necessaria liquidità e trasparenza nella gestione degli investimenti, implica anche l'applicazione all'assicurato, che sopporta il rischio di investimento, delle tutele previste dalla legge per il fruitore dei servizi di investimento. Ciò produce i suoi effetti soprattutto sotto il profilo della tutela della trasparenza contrattuale e precontrattuale³⁶.

Per completare il quadro dei principali elementi della disciplina sulle coperture delle riserve tecniche, infine, occorre mettere in evidenza che la "riserva addizionale", di cui si è parlato nel paragrafo precedente, deve essere coperta con attività rispondenti ai requisiti ordinari previsti dalla disciplina sulla copertura delle riserve tecniche.

Si tratta, infatti, di un accantonamento che si aggiunge a quello "misurato" dal valore dell'entità di riferimento e che è indipendente da tale valore. Ne consegue, da una parte, la non indispensabilità di adottare la regola del "*close matching*" e, dall'altra, la necessità che le attività soddisfino adeguate condizioni prudenziali, secondo i medesimi criteri applicati alle riserve tecniche ordinarie dell'impresa.

4.2.2.2 L'utilizzo degli strumenti finanziari derivati

Nella gestione degli investimenti connessi alle polizze "linked" assume un ruolo rilevante l'utilizzo degli strumenti finanziari derivati. L'estrema flessibilità con la quale possono essere modellate le esposizioni e attivate strategie di copertura, infatti, li rende particolarmente efficaci nelle politiche di gestione volte a replicare sinteticamente valori di riferimento (*benchmark*) e, soprattutto, a bloccare un determinato rendimento minimo.

Come si è avuto modo di illustrare (Cfr. Cap. 3), in effetti, la finanza derivata ha avuto ed ha un ruolo determinante nella gestione finanziaria delle polizze "index", anche se attualmente il derivato si presenta di norma incorporato in un titolo strutturato.

In questi casi, peraltro, non si modificano i profili caratteristici e gli effetti economici di questi strumenti nè, conseguentemente, possono considerarsi modificati, almeno nella sostanza, i rischi collegati. La disciplina di vigilanza, in effetti, è impostata sulla sostanziale equivalenza tra derivati "separati" e "impliciti" nella struttura di obbligazioni.

La vigilanza sull'utilizzo di strumenti derivati da parte delle compagnie di assicurazione è basata su norme che incidono su diversi fronti: linee guida relative al controllo interno, principi generali di gestione, volti soprattutto a garantire sicurezza e liquidabilità delle posizioni, condizioni per l'ammissibilità dell'utilizzo in relazione agli attivi a copertura, regole sull'informativa di bilancio e di vigilanza sull'attività svolta³⁷.

Per quanto riguarda la copertura delle riserve tecniche, in sintesi, è stabilito che i derivati possono essere utilizzati solo con intenti di copertura dai rischi o di gestione più efficace del portafoglio. È previsto inoltre che debbano presentare attivi sottostanti ammissibili a copertura delle riserve. Come corollario a tali regole, poi, è richiesto che le posizioni in derivati evidenzino sempre una correlazione finanziaria con gli attivi a cui si riferiscono³⁸.

In definitiva, il derivato è ammesso solo quale strumento di protezione del valore del portafoglio.

Coerentemente con tale impostazione prudenziale, si è anche stabilito che l'eventuale valore attivo riferito al derivato non è ammissibile a copertura delle riserve: se ne può tenere conto esclusivamente nella valutazione degli attivi "a pronti" a cui il derivato è connesso³⁹.

L'aspetto da sottolineare nell'ambito delle polizze "linked" è che, in deroga alla regola generale, il valore dei derivati utilizzati in relazione a questi contratti è considerato ammissibile a copertura.

Tale scelta normativa discende innanzi tutto dalle stesse modalità tecniche dei prodotti "linked", in cui le prestazioni sono collegate al valore corrente degli investimenti o a valori di riferimento che devono essere "riprodotti". Visto che i derivati, di norma, sono utilizzati proprio per rendere più agevole tale opera di "riproduzione", l'applicazione della regola generale avrebbe inutilmente vincolato le strategie finanziarie dell'impresa, rendendo di fatto impraticabile la creazione "sintetica" delle entità di riferimento.

Inoltre, la differente impostazione rispetto alla copertura delle riserve tecniche tradizionali è in linea con il particolare criterio da utilizzare per l'iscrizione degli investimenti afferenti i contratti "linked", basato sul loro valore corrente.

Per altro verso, a fronte di tali maggiori possibilità di utilizzo sono previsti requisiti più incisivi per l'ammissibilità a copertura, requisiti che attengono alla limitazione del rischio di controparte, alla garanzia di trasparenza del valore corrente e al fronteggiamento dei rischi di non agevole liquidabilità delle posizioni⁴⁰.

4.2.3 Il margine di solvibilità

La modalità di determinazione del requisito minimo di patrimonializzazione, il margine di solvibilità, rappresenta uno degli argomenti di maggiore rilevanza della normativa di vigilanza sui prodotti "linked".

Ciò è dovuto soprattutto all'articolazione della disciplina prevista per questo tipo di contratti, che propone una graduazione nell'applicazione del metodo di calcolo in funzione della sussistenza o meno del rischio di investimento a carico dell'impresa.

In particolare, la norma prevede che per i contratti di ramo III, fermi restando gli effetti dell'assunzione del rischio di mortalità, il margine di solvibilità deve essere calcolato applicando alla riserva matematica l'aliquota del 4% ogni qual volta l'impresa sopporti un rischio di investimento. Al contrario, qualora non sussista rischio di investimento a carico dell'impresa, l'aliquota da applicare è del 1% o dello 0%, rispettivamente nel caso di fissazione o meno dell'importo delle spese di gestione per un periodo superiore a cinque anni.

Risulta evidente che elemento determinante per la corretta applicazione della norma è la nozione di rischio di investimento. La chiara identificazione di questa configurazione di rischio permette di classificare le polizze, sulla base delle specifiche condizioni contrattuali, nelle due grandi categorie: "con" e "senza" rischio di investimento.

Sia le direttive comunitarie che la norma di attuazione, tuttavia, non propongono al riguardo alcuna definizione.

Si è resa pertanto necessaria un'opera interpretativa dell'ISVAP, soprattutto in considerazione della pluralità di profili in cui è scomponibile la categoria di rischio in questione, con la conseguente possibilità di trasferimenti solo parziali del rischio medesimo⁴¹.

Si è chiarito, innanzi tutto, che il rischio di investimento, ai fini dell'applicazione delle norme sul margine di solvibilità, deve essere inteso in via generale come rischio che gli attivi detenuti dall'impresa non producano un rendimento sufficiente o non conservino un valore tale da consentire all'impresa medesima di soddisfare l'impegno contrattualmente assunto nei confronti degli assicurati.

In presenza di contratti "linked" risulta pertanto determinante verificare quando, in ragione delle configurazioni contrattuali, le prestazioni dovute dall'assicuratore siano completamente determinate dai risultati dell'attività di investimento ovvero sussista la possibilità che il loro ammontare risulti indipendente dalle vicende riguardanti le attività detenute dall'impresa. Solo nella circostanza in cui l'ammontare delle prestazioni rifletta in pieno, ed in ogni caso, i risultati della gestione degli attivi si può affermare che il rischio di investimento, in tutte le sue configurazioni, sia stato trasferito all'assicurato e che, conseguentemente, il margine di solvibilità sia dovuto nella misura ridotta.

Al fine di rendere più agevole l'applicazione di questo principio ai casi concreti l'ISVAP ha precisato che il rischio di investimento può essere articolato in tre distinti profili:

1. rischio di "performance", derivante dal rilascio al contraente di una garanzia minima di conservazione del capitale o di interesse. Si tratta del rischio, analogo a quello presente nelle polizze vita tradizionali, connesso alla possibilità che il valore degli attivi destinati a copertura delle riserve tecniche non sia tale da consentire all'impresa l'assolvimento degli impegni di pagamento in relazione all'ammontare minimo garantito;

2. rischio di "base", derivante dal rilascio al contraente di una garanzia di adeguamento del capitale in funzione del valore di una entità di riferimento. È il rischio tipico dei contratti "linked". Esso si configura nella possibilità che gli attivi destinati a copertura, seppur gestiti nel rispetto del principio del "*close matching*", non consentano di replicare l'andamento del valore dell'entità di riferimento e, quindi, di far fronte alle prestazioni assicurate variabili in funzione di tale andamento;

3. rischio di "controparte", connesso al merito di credito dell'ente emittente o della controparte degli strumenti finanziari, inclusi quelli derivati, destinati a copertura delle riserve tecniche. È il rischio collegato alla possibilità che l'ente emittente o la controparte non adempia ai propri obblighi contrattuali. Questo profilo di rischio può anche essere inteso come una particolare configurazione dei due rischi precedentemente descritti: in caso di insolvenza della controparte, infatti, l'impresa può trovarsi nell'impossibilità di adempiere ai propri obblighi contrattuali in relazione sia alla garanzia minima di rendimento sia alla garanzia di adeguamento della prestazione variabile.

Secondo le precisazioni fornite dall'ISVAP, la presenza di alcuno di tali profili di rischio denota la sussistenza in capo all'impresa del rischio di investimento, con le relative conseguenze a livello di determinazione del margine di solvibilità.

Tutto ciò, è bene sottolineare, anche se il contratto "linked" implica per definizione il rischio di investimento a carico degli assicurati⁴².

In sintesi, si può concludere che con la polizza "linked" si attua un completo trasferimento del rischio di investimento dall'impresa all'assicurato solo nel caso in cui il valore da attribuire all'unità di conto si identifica completamente, sulla base delle condizioni contrattuali, con il valore degli attivi in portafoglio. In questi casi il valore degli investimenti, qualunque esso sia, determina il valore delle prestazioni dovute dall'assicuratore. Nel caso, invece, in cui la prestazione non può scendere al di sotto di un minimo garantito contrattualmente (rischio di *performance*) o sia determinata sulla base di parametri diversi dal valore degli attivi detenuti dall'impresa (rischio di base) il rischio di investimento, o almeno alcuno dei suoi profili, permane in capo all'impresa.

Alcuni esempi possono aiutare a comprendere questa impostazione.

Esempio n. 1

Prestazioni direttamente collegate al valore di un fondo interno (diviso in quote).

In questo caso il valore dell'unità di misura dipende strettamente dal valore delle attività detenute dalla compagnia. Al limite, se il valore di tali attività si annulla, risulta azzerato anche il valore delle prestazioni. L'impresa, in questa fattispecie, non sopporta il rischio di investimento.

Esempio n. 2

Come esempio precedente con garanzia di rendimento minimo

In questa circostanza emerge un rischio di *performance* collegato alla possibilità che all'atto della liquidazione delle prestazioni il valore del fondo (o delle quote del fondo) sia inferiore al minimo garantito. L'impresa sopporta il rischio di investimento.

Esempio n. 3

Prestazioni direttamente collegate al valore di un fondo esterno

In questa ipotesi esiste in linea di principio un rischio in capo all'impresa connesso alla replicabilità del valore del fondo esterno attraverso la gestione degli attivi. Tuttavia, tenuto conto delle caratteristiche di trasparenza e liquidità dei fondi a cui può essere agganciata la prestazione e partendo dal presupposto del rispetto del principio del "*close matching*" (l'impresa nel rispetto di tale principio deve acquistare un adeguato numero di quote del fondo di riferimento), tale rischio può considerarsi di rilievo non sostanziale ai fini della costituzione del margine⁴³.

Esempio n. 4

Prestazioni direttamente collegate al valore di indici azionari

In questa evenienza sussiste sempre un rischio connesso alla replicabilità del valore dell'indice attraverso la gestione degli attivi. Inoltre, nelle ipotesi di gestione degli investimenti basate sull'acquisto di titoli "strutturati" o di strumenti derivati sussiste anche un rischio connesso alla insolvenza della controparte di tali strumenti. L'impresa sopporta quindi il rischio di investimento.

Esempio n. 5

Come esempio precedente con garanzia di rendimento minimo

Ai rischi di cui all'esempio precedente si aggiunge un rischio di *performance*.

Esempio n. 6

Prestazione direttamente collegata al valore di un titolo specifico

In questo caso il valore della prestazione dipende direttamente dal valore del titolo, il quale a sua volta può prevedere *performance* o garanzie variamente configurate. Tale fattispecie, nel presupposto che l'impresa detenga un adeguato ammontare nominale del titolo di riferimento, può considerarsi analoga a quella dell'esempio n. 3.

In via generale, occorre mettere in evidenza che le valutazioni volte ad individuare il rischio di investimento ai fini della costituzione del margine di solvibilità risultano disancorate dalle modalità di immunizzazione o di trasferimento del rischio operate attraverso la gestione degli investimenti. In altre parole, tale valutazione va effettuata esclusivamente sulla base delle condizioni contrattuali. Le politiche di investimento, oltre a non rilevare nel quadro formale delle norme sul margine, non conducono mai, da un punto di vista sostanziale, ad un completo annullamento dei rischi, ma piuttosto ad un loro trasferimento parziale con conseguente modificazione della natura dei profili di rischio che permangono in capo all'impresa⁴⁴.

Come già precisato, le modalità di determinazione del requisito di solvibilità appena illustrate si riferiscono ai contratti del ramo III della classificazione delle attività delle imprese sulla vita.

Ne deriva che in tali contratti è per definizione sempre presente un rischio c.d. demografico, derivante dall'applicazione di una legge di sopravvivenza teorica per la determinazione delle prestazioni dell'assicuratore e dell'assicurato, rischio connesso in particolare alla possibilità di scostamento della sopravvivenza effettiva da quella teorica.

È interessante notare che la sussistenza di tale rischio non implica necessariamente la presenza di un rischio di investimento.

Si pensi ad esempio ad un contratto con prestazioni collegate ad un fondo, interno o esterno, diviso in quote. Se la compagnia si impegna a pagare, al verificarsi di un evento attinente la vita umana, un numero di quote differente da quello attribuito all'assicurato all'atto del pagamento del premio, si evidenzia un rischio di carattere demografico, connesso alle previsioni sulla probabilità di sopravvivenza, indipendente dal rischio connesso alla gestione degli investimenti⁴⁵.

L'affermazione appare più chiara riprendendo il consueto schema logico delle polizze espresse in unità di conto. Le previsioni di sopravvivenza, infatti, incidono esclusivamente sulla determinazione del numero delle unità di conto (quote) da pagare al verificarsi dell'evento attinente la vita umana. L'elemento finanziario incide esclusivamente sul valore dell'unità di conto, nei riguardi del quale l'assicuratore non ha assunto alcun obbligo di prestazione minima né di replicazione di valori esterni, trasferendo così completamente il rischio dell'investimento sull'assicurato.

Occorre inoltre sottolineare, parlando di componente demografica in un contratto "linked", che la presenza di tale componente non può essere collegata semplicemente alla previsione di pagamenti da effettuarsi in occasione di eventi attinenti la vita umana, ma occorre che l'ammontare di tali pagamenti, come dei premi dovuti dagli assicurati, siano determinati sulla base di ipotesi di sopravvivenza, ossia che l'assicuratore assuma un effettivo rischio demografico.

Nel caso in cui il contratto non preveda l'assunzione di tale rischio non si è evidentemente in presenza di una assicurazione sulla durata della vita umana⁴⁶.

Questa precisazione ha un rilievo importante nei contratti "linked". La caratteristica della prestazione variabile, infatti, impedisce di riconoscere il rischio demografico in contratti in cui, ad esempio, pur essendo prevista la corresponsione di una prestazione in caso di morte, questa sia quantificata esclusivamente sulla base del valore corrente delle quote "acquistate" dall'assicurato con il pagamento del premio. In questi casi l'evento attinente alla vita umana si risolve nella mera occasione per il pagamento della prestazione variabile, senza comportare per l'assicuratore alcun rischio collegato alla aleatorietà dell'evento.

La struttura del contratto "linked", peraltro, può essere abbinata anche a contratti di capitalizzazione, in cui, come è noto, è assente qualsiasi relazione delle prestazioni con la durata della vita umana.

In questi casi la normativa sul margine di solvibilità, in estrema sintesi, non prevede alcuna graduazione nella determinazione del requisito minimo in dipendenza della presenza o assenza del rischio di investimento, considerando invece a priori la presenza di tale rischio⁴⁷.

Ciò è spiegabile ponendo mente alla struttura tipica del contratto di capitalizzazione, in cui la durata dell'operazione, indipendente da ogni evento attinente la vita umana, è definita all'atto della stipulazione ed in cui l'entità della prestazione dell'assicuratore è determinata sulla base della "capitalizzazione" delle somme versate sulla base di un tasso di interesse predefinito per una data durata.

Trasferendo questi elementi contrattuali tipici nel quadro dei sistemi di determinazione delle prestazioni dei prodotti "linked" si deduce che il contratto in questione, pur prevedendo una prestazione variabile in funzione del valore di una entità di riferimento, comporta il rilascio da parte dell'impresa di una garanzia finanziaria minima. Quest'ultimo elemento, anzi, è essenziale per catalogare il contratto come "capitalizzazione".

Ne deriva la presenza di un rischio di *performance* tale da configurare in ogni caso un rischio di investimento a carico dell'impresa.

4.3 La trasparenza e l'informativa

La chiarezza e la completezza delle informazioni rese al fruitore dei servizi assicurativi, nella fase sia precontrattuale che contrattuale, rappresenta un obiettivo fondamentale nel quadro della tutela degli interessi degli assicurati.

Lo stesso decreto di attuazione della direttiva vita di terza generazione disciplina il contenuto minimo delle informazioni da fornire prima della conclusione del contratto⁴⁸.

Le informazioni si riferiscono principalmente alla natura delle garanzie offerte, alle modalità e durata del versamento dei premi, all'esistenza di sconti, alle modalità di eventuale assegnazione di utili, alle possibilità di estinzione anticipata del contratto, ai valori di riscatto e riduzione e al diritto di revoca della proposta e di recesso dal contratto.

Sulla base dei principi fissati dalla norma primaria, l'ISVAP ha fornito disposizioni applicative e individuato più dettagliate linee guida per garantire la trasparenza delle informazioni precontrattuali⁴⁹.

L'intervento dell'Istituto, peraltro, è stato finalizzato ad armonizzare le disposizioni del decreto con le regole sull'informativa all'assicurato già adottate in relazione alle polizze a prestazione rivalutabile collegate a gestioni separate, per le quali era previsto l'obbligo di consegna al contraente, all'atto della sottoscrizione della proposta di assicurazione, della c.d. nota informativa, documento contenente una serie di indicazioni sulle caratteristiche del contratto e sulle sue prospettive di rendimento.

Tra le regole del sistema normativo predisposto assume particolare rilievo l'obbligo di indicare, su richiesta del contraente, la misura del c.d. caricamento, vale a dire della parte di premio trattenuta dall'impresa per far fronte ai costi di acquisizione e gestione della polizza. Va segnalata, inoltre, la previsione di un progetto esemplificativo della *performance* della polizza stessa, sulla base di modalità e ipotesi di rendimento fissati dall'ISVAP.

Queste regole, nel rendere più comprensibili i meccanismi di sviluppo delle prestazioni assicurative, contribuiscono a garantire all'assicurato la necessaria consapevolezza per l'effettuazione delle scelte e, più in generale, vanno nella direzione di una maggiore trasparenza e concorrenzialità del mercato.

Il perseguimento degli obiettivi di trasparenza, nelle sue concrete espressioni di completa informazione e chiarezza dei testi contrattuali, ha peraltro indotto l'ISVAP, alla luce dello sviluppo e delle particolarità tecniche delle polizze "unit" e "index linked", a individuare disposizioni specifiche per questi contratti⁵⁰.

Le disposizioni, nel disciplinare le modalità di redazione della nota informativa da consegnare agli assicurandi, integrano le regole in vigore per le polizze tradizionali, in considerazione delle differenti modalità di determinazione delle prestazioni dei prodotti "linked".

La variabilità delle prestazioni introduce infatti esigenze specifiche di chiarezza e completezza dell'informazione, soprattutto in termini di descrizione delle linee di investimento che

caratterizzano i fondi per le polizze "unit" e in termini di illustrazione degli indici o valori di riferimento per le polizze "index".

Con le nuove prescrizioni si è voluto che la nota informativa descrivesse chiaramente la garanzia principale e le eventuali prestazioni accessorie o complementari offerte dall'impresa, segnalando la presenza di eventuali garanzie minime di natura finanziaria.

La nota informativa, in particolare, deve richiamare l'attenzione del contraente sui rischi di natura finanziaria a suo carico, fornendogli ogni elemento utile per una consapevole valutazione.

Per non ingenerare confusione circa l'esistenza di garanzie finanziarie, peraltro, le imprese sono state invitate ad evitare il ricorso ad espressioni quali "protezione del capitale" o "obiettivo di investimento", che possano indurre il contraente a ritenere che si tratti di un impegno contrattuale dell'impresa e non, invece, di un mero obiettivo della gestione finanziaria, quando non supportate da una reale garanzia in tal senso prestata dall'impresa.

Tenuto conto della aleatorietà delle somme assicurate, inoltre, le disposizioni vietano la presentazione di progetti esemplificativi dello sviluppo delle prestazioni. Questi progetti, basandosi sull'ipotesi di conseguimento di un rendimento annuo costante, risulterebbero scarsamente trasparenti nelle polizze "linked", non consentendo al contraente di percepirne i connotati tipici. Per altro verso, viene richiesta la presentazione di un grafico riproducente l'andamento passato dei valori del fondo o dell'indice di riferimento, soprattutto allo scopo di evidenziare la volatilità dei parametri a cui sono collegate le prestazioni, imponendo comunque di evidenziare che il *trend* storico non costituisce presupposto per le valutazioni in merito alla futura evoluzione dei valori. Questo approccio nella descrizione delle performance potenziali del prodotto è analogo a quello utilizzato nella disciplina dell'informativa sui servizi di investimento⁵¹.

Gli elementi comuni alle polizze "linked" ed ai servizi di investimento, peraltro, hanno suggerito, anche per non creare inutili sovrapposizioni, di tenere presenti, laddove necessario, le norme sulla trasparenza in vigore in quel settore. E' previsto, ad esempio, che la descrizione dei fondi di investimento esterni presi a riferimento dalla polizza possa essere resa utilizzando uno stralcio del relativo regolamento di gestione o delle norme statutarie. Inoltre, al fine di evitare che le prestazioni siano collegate ad OICVM che non offrano adeguate garanzie di tutela per il contraente, sono state delimitate le tipologie di OICVM a cui i contratti "unit linked" possono essere agganciati, prendendo a riferimento le corrispondenti norme regolanti l'offerta al pubblico dei servizi di investimento⁵².

L'esatta illustrazione delle modalità di sviluppo delle prestazioni costituisce l'elemento cruciale dell'informativa sulle polizze "linked".

A tale riguardo, nelle disposizioni è stata sottolineata la necessità che nella nota informativa delle polizze "index" siano dettagliatamente descritti, oltre al parametro di riferimento e alla sua modalità di costruzione, anche i meccanismi di collegamento delle prestazioni all'andamento del parametro.

Sempre nell'ottica di una chiara rappresentazione delle prestazioni, le disposizioni richiedono trasparenza soprattutto per quanto riguarda la determinazione dei valori di riscatto e riduzione e l'indicazione dei costi.

In relazione al primo aspetto, nel ribadire che le condizioni di polizza debbono in ogni caso consentire l'oggettiva determinazione degli importi di riscatto e di riduzione, si dispone che qualora non siano previsti mezzi di pubblicità tali da permettere all'assicurato di effettuare autonomamente

il calcolo (ad esempio pubblicazione sui giornali del valore delle quote del fondo), l'impresa deve mettere a disposizione del pubblico un numero telefonico a cui rivolgersi per ottenere le necessarie indicazioni.

Sotto il profilo dei costi, invece, le disposizioni rendono obbligatoria l'esplicitazione dei caricamenti per le polizze "unit linked", attraverso l'indicazione di qualsiasi onere diretto o indiretto a carico del contraente, mentre per le polizze "index linked", in considerazione delle loro particolarità tecniche, si richiede l'indicazione degli elementi, quale la parte di premio effettivamente "investita", che consentano all'assicurato di valutare la redditività netta del prodotto, facendo comunque salva la facoltà di richiedere la misura dei caricamenti.

Anche se non rientrante tra le disposizioni sulla nota informativa non si può non segnalare, infine, un'altra fondamentale previsione volta a garantire la necessaria affidabilità alle comunicazioni periodiche agli assicurati in corso di contratto. In relazione alle polizze "unit linked" collegate a fondi interni all'impresa, infatti, si è previsto che entro 60 giorni dalla fine di ogni esercizio sia redatto un rendiconto della gestione del fondo, certificato da una società di revisione e trasmesso all'ISVAP.

APPENDICE

Le opzioni "esotiche"

Le opzioni esotiche nascono dallo sviluppo degli elementi caratterizzanti le opzioni *call e put*, strumenti questi ultimi che danno diritto, rispettivamente all'acquisto od alla vendita di una attività finanziaria, ad un prezzo di esercizio prefissato (*strike price*), alla data di scadenza (*European option*) o per tutta la durata della opzione (*American option*).

In via generale, con il termine "esotiche" si definiscono le opzioni non riconducibili alle tipologie classiche delle *European* e delle *American options*.

Una analisi delle *exotic options* può essere effettuata secondo la seguente classificazione:

- a) opzioni in cui variano i termini standard delle opzioni *call e put*;
- b) opzioni in cui gli elementi costitutivi dipendono dall'andamento stesso dell'attività sottostante (*path-dependent*);
- c) opzioni multifattori, cioè basate su più attività.

a) opzioni in cui variano i termini standard delle *call e put*

– *Bermudian*, si caratterizzano per il fatto di essere una via di mezzo tra le opzioni europee e quelle americane per quanto riguarda il periodo di esercizio: il diritto può essere esercitato più volte a date determinate.

– *Digital*, si suddividono in *all-or-nothing* ed *in one touch*; nel primo caso l'opzione presenta un guadagno predeterminato solo se a scadenza (*expiration date*) il valore dell'attività sottostante è

superiore (o inferiore) al prezzo d'esercizio (in questo caso si definisce l'opzione *in-the-money*). Nel secondo caso, è sufficiente che il prezzo dell'attività sottostante sia in qualsiasi momento positivo rispetto al prezzo d'esercizio, affinché a scadenza, o nell'immediato, il detentore dell'opzione ne incassi la differenza.

– *Compounded* (o *forward*), consistono in opzioni che a scadenza danno la facoltà di acquistare un'altra opzione, le cui caratteristiche (durata, prezzo di esercizio, costo) sono prefissate al momento della vendita della prima opzione.

– *Pay later*, consistono in opzioni per le quali non viene pagato alcun premio al venditore se l'opzione non viene esercitata. È inteso che l'opzione si ritenga comunque esercitata, con conseguente pagamento del premio, se il prezzo corrente supera lo *strike price* prefissato.

– *Power* (o *leveraged*), sono opzioni il cui risultato finale è pari a quello di una opzione standard, ma con il valore dell'attività sottostante elevato in base ad una formula matematica; nel caso più semplice il risultato finale è basato su un multiplo numerico prestabilito dell'attività sottostante.

b) opzioni in cui gli elementi costitutivi dipendono dall'andamento di mercato dell'attività sottostante (*path-dependent*)

– *Average price* (o *Asian option*), in cui il prezzo dell'attività sottostante all'opzione è calcolato sulla base della media dei prezzi di periodo; il risultato finale (*pay off*) dell'opzione è quindi dato dalla differenza tra la media dei prezzi registrati e lo *strike price*.

– *Average strike*, in cui il prezzo d'esercizio è la media dei prezzi registrati dall'attività sottostante in un intervallo (o più intervalli) di tempo predefinito.

– *Look back*, nella quale il prezzo d'esercizio di riferimento è il miglior valore (per il detentore) registrato dall'opzione nell'arco della sua durata.

– *Cliquet* (o *ratchet option*), in cui lo *strike price* è fissato ogni volta a scadenze predeterminate, sulla base dei prezzi correnti raggiunti dall'attività sottostante. Quando tuttavia, si ridetermina lo *strike price* ogni differenza positiva raggiunta è considerata acquisita. L'opzione in oggetto può altrimenti essere considerata come una serie di opzioni a termine con prezzi d'esercizio fissati a livelli uguali a quelli del prezzo corrente (a termine) dell'attività correlata.

– *Ladder*, nelle quali sono prefissati una serie di prezzi d'esercizio predeterminati a diverse scadenze, di regola in misura crescente. Quando si raggiunge un valore positivo per il detentore della opzione se ne considera acquisito il risultato economico. Rispetto alle opzioni *look back*, la rideterminazione dello *strike price* avviene quando il livello dei prezzi correnti è superiore ai livelli predefiniti, invece che sulla base del prezzo corrente più favorevole. Rispetto alla *ratchet option*, dove la rideterminazione dello *strike price* avviene al livello del prezzo raggiunto a date prefissate, nel caso delle *ladder* il nuovo *strike price* scatta solo e quando a date stabilite si raggiunge un livello di prezzo prefissato.

– *Shout*, nella quale la determinazione dello *strike price* non è effettuata né a determinate scadenze, né secondo il livello di prezzo raggiunto, ma a livello del prezzo corrente che il detentore dell'opzione considera più conveniente.

– *Barrier*, in cui il *pay-off* dipende dal raggiungimento o meno da parte del titolo sottostante di un determinato livello di prezzo, in un dato intervallo di tempo.

Nella pratica le barriere possono essere *knock-in* o *knock-out*: nel primo caso l'opzione entra in funzione, mentre nel secondo caso si annulla quando si raggiunge il livello di prezzo predeterminato. In particolare, nel caso dell'opzione *call*, il livello di prezzo al quale entra in funzione l'opzione viene prefissato al di sotto del prezzo corrente di mercato (*down and in-call*, ovvero *down and-out call*), nel momento in cui viene venduta l'opzione; mentre nel caso dell'opzione *put* la barriera viene fissata al di sopra del livello corrente di mercato (*up and-in put*, ovvero *down and-out put*).

c) opzioni multifattori

– *Rainbow*, nella quale il *pay-off* risulta determinato sulla base del prezzo più elevato raggiunto da una o più attività sottostanti l'opzione.

– *Basket*, in cui il *pay-off* è determinato sulla base della media dei prezzi raggiunti da più titoli, ponderati sulla base dei pesi loro assegnati nel paniere.

– *Spread option*, il risultato finale è basato sulla differenza tra i prezzi raggiunti da più attività.

– *Quanto* (abbreviazione di *quantity-adjusted option*), il cui risultato finale dipende sia dal prezzo dell'attività sottostante che dalla misura dell'esposizione ad un'altra variabile (ad esempio tasso di cambio), a sua volta condizionata nella sua entità dal prezzo raggiunto. In pratica, questa opzione consente di scommettere sull'andamento di attività in cui il numerario è espresso in una valuta differente da quella dell'investitore; questa opzione è utilizzata, ad esempio, quando si vuol consentire al sottoscrittore di scommettere sull'andamento di *assets* espresse in valuta annullandone il rischio di cambio.

BIBLIOGRAFIA

Anolli M. e Locatelli R. (1997), *Le Operazioni Finanziarie*, Il Mulino, Bologna.

Assicurazioni Generali (1987), *L'Assicurazione sulla vita*, Assicurazioni Generali, Trieste.

Assoun L., Chaussade C., Khougazian D. (1994), *Structured Bonds*, Quants n.14 June 1994, CCF, Paris.

Braddock J. C. (1997), *Derivatives Demystified*, J. Wiley & Sons Inc., New York.

Bazzano C. (1997), *Index-linked e unit-linked*, Sperling & Kupfer Editori, Milano.

Chen A., Kensinger J.W., *An analysis of market-index certificates of deposit*, Journal of Financial Services Research, n. 4 July 1990.

Eckl S., Robinson J., D.C. Thomas (1990), *Financial Engineering*, Basil Blackwell Ltd, Oxford.

Ekener S., Persson A., *Exotic unit-linked life insurance contracts*, The Geneva papers on risk and insurance, volume 21, n. 1 June 1996.

Figlewski S. (1986), *Hedging with Financial Futures for Institutional Investors*, Ballinger Publishing Company, Cambridge, Massachusetts.

Hull J. (1997), *Options, Futures, and other Derivative Securities*, third ed., Prentice Hall, Englewood Cliffs, New Jersey.

Nelken I. ed. (1996), *The Handbook of Exotic Options*, R. D. Irwin Inc., U.S.A.

Peng S. Y. and R.E. Dattatreya (1995), *Structured Note Market*, Probus Publishing Company, Chicago.

Pitacco E. (1992), *Lezioni di tecnica attuariale delle imprese di assicurazione sulla vita - LINT*, Trieste.

Saita F. (1995), Il Mercato dei Titoli e dei CD Index-linked, in *Banche e Banchieri* n. 4, Milano.

Saita F. (1996), *Le Opzioni Esotiche: Tipologie e Modalità di Utilizzo*, Osservatorio del Mercato Mobiliare. Rapporto Sull'Innovazione, n. 3 novembre 1996, Università Bocconi, Milano.

Tomkins (1994), *Explained Options*, Mc Millan, London.

TAB. 1 PREMI INCASSATI INDEX/UNIT LINKED 1996-1998
(1° semestre)

valori in miliardi di lire

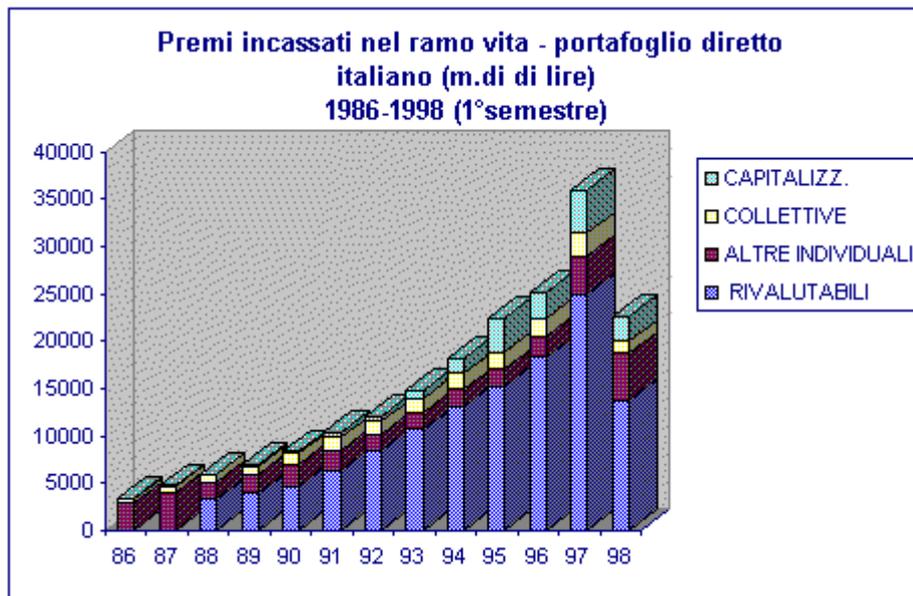
	1996	1997	1998 (I sem.)
index (a)	507,5	3.700,7	4.023
unit (b)	21,9	171,6	1.890
totale (a+b)=c	529,4	3.872,3	5.913
Premi vita intero mercato (d)	25.390	36.214	22.729
(c)/(d)%	2,1	10,7	26

**TAB. 2 RAMI VITA - PREMI INCASSATI
1996-1998 (1° semestre)**

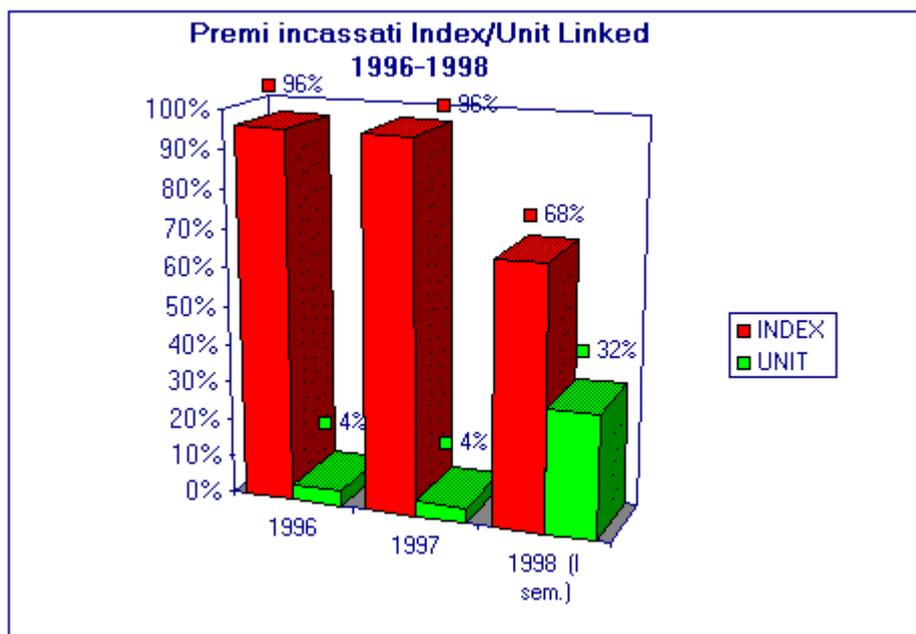
valori in miliardi di lire

	ANNO 1996			ANNO 1997			DIS
	DISTRIBUZIONE PREVALENTE ATTRAVERSO			DISTRIBUZIONE PREVALENTE ATTRAVERSO			
	BANCHE	SIM	RETI TRADIZIONALI	BANCHE	SIM	RETI TRADIZIONALI	
PREMI POLIZZE INDEX LINKED		347	160	2.284	741	676	3.1
PREMI POLIZZE UNIT LINKED		17	5	7	96	69	1.4
PREMI TOTALI POLIZZE UNIT/INDEX LINKED (A)		364	165	2.291	837	745	4.5
TOTALE PREMI VITA DELLE IMPRESE CON POLIZZE UNIT/INDEX LINKED (B)	247	1.875	5.658	10.093	4.694	15.898	9.4
PREMI VITA TOTALE MERCATO (C)	5.499	3.920	15.971	12.870	4.694	18.650	10.7
(A) / (B) %		19,41	2,92	22,70	17,83	4,69	48,
(A) / (C) %		9,29	1,03	17,80	17,83	3,99	42,

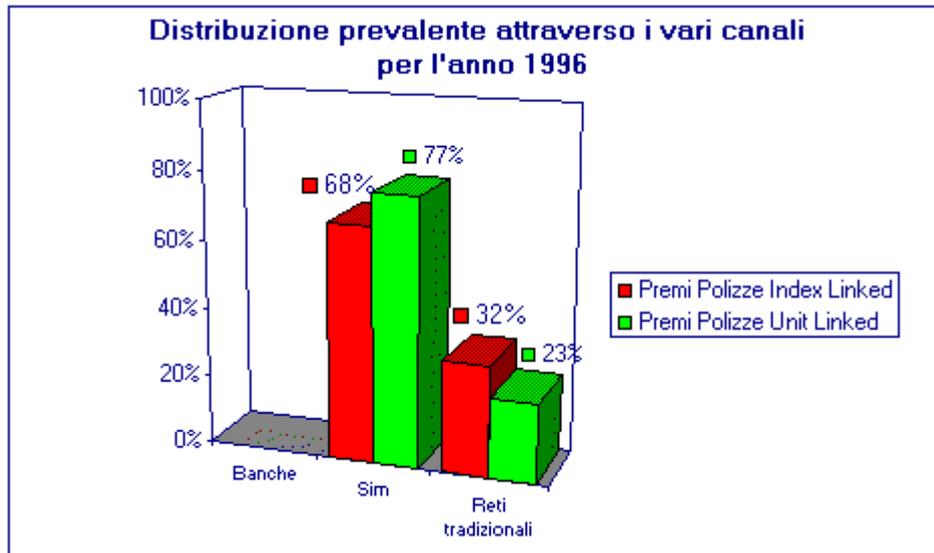
GRAF. 1



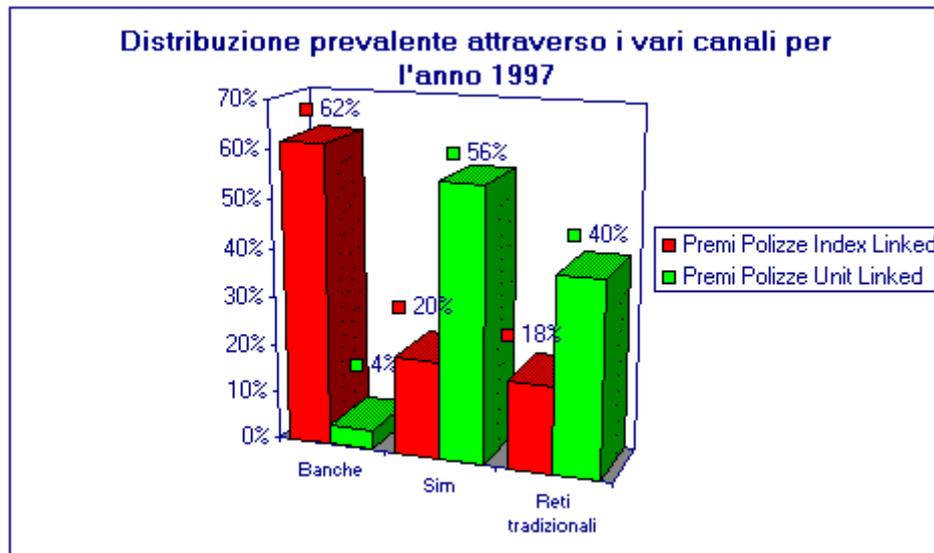
GRAF. 2



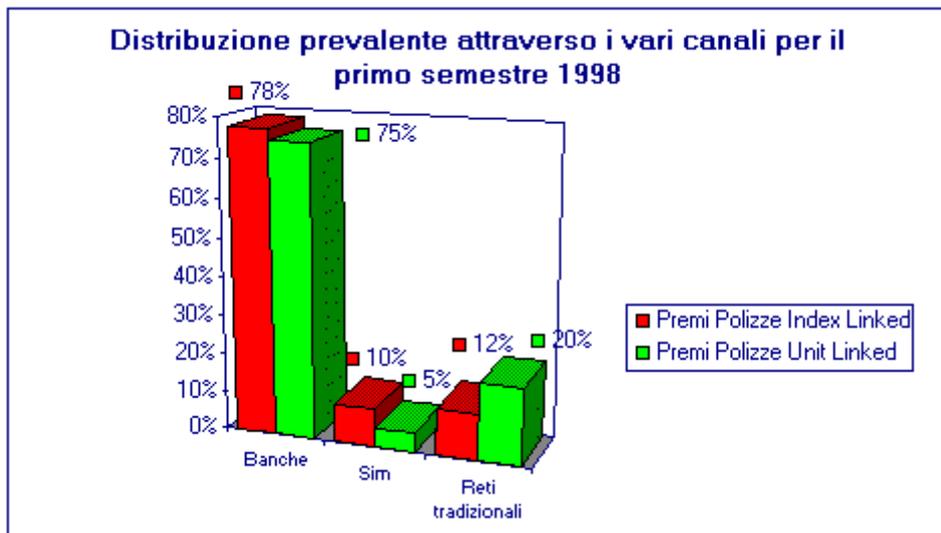
GRAF. 3



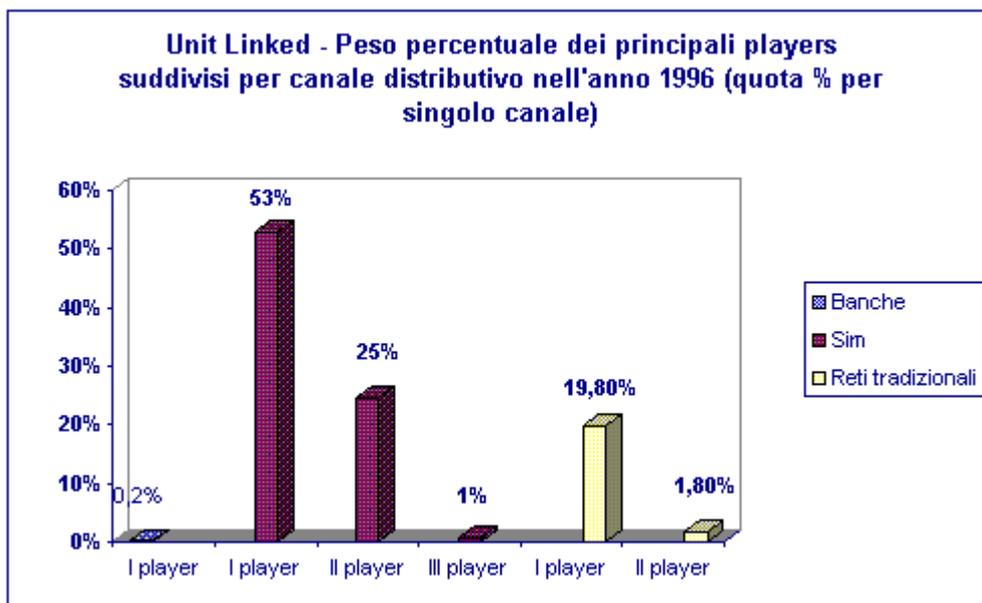
GRAF. 4



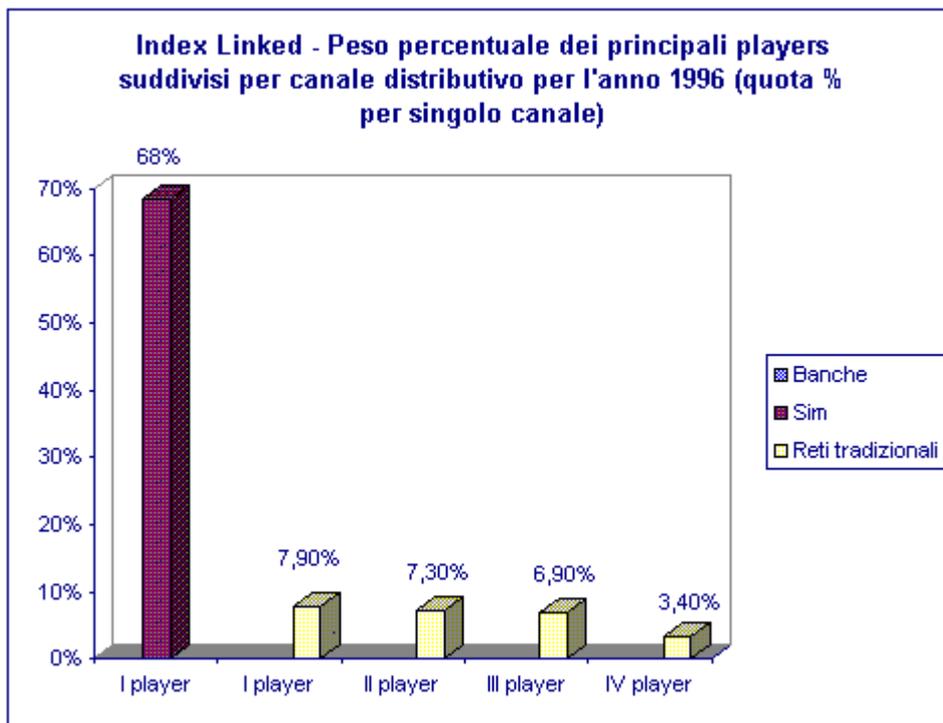
GRAF. 5



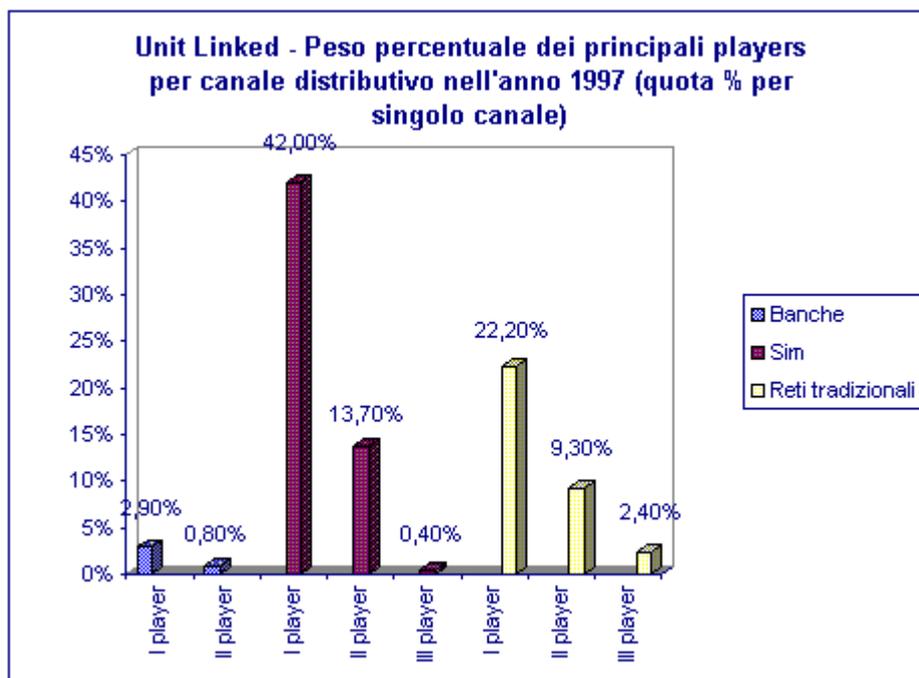
GRAF. 6



GRAF. 7

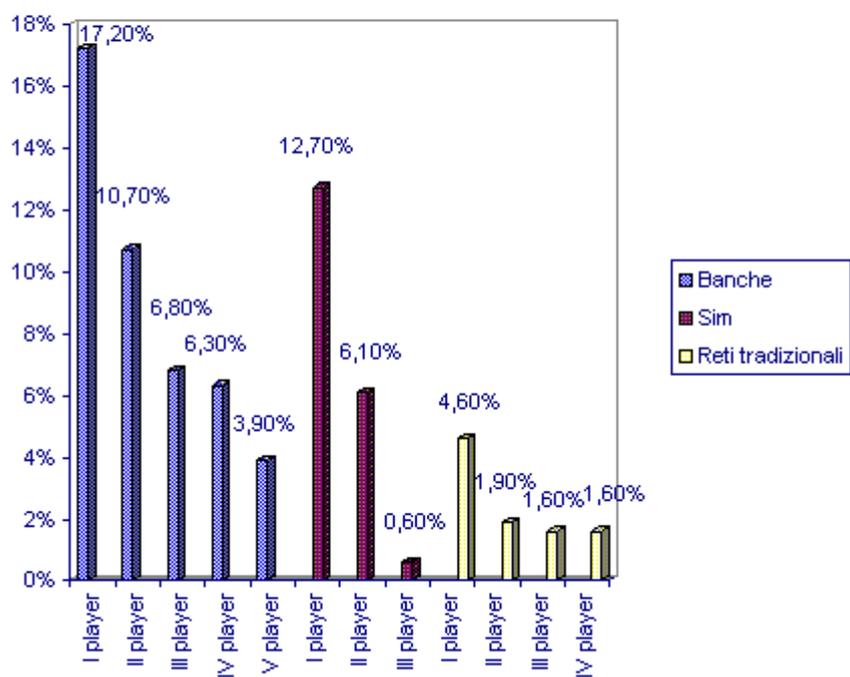


GRAF. 8



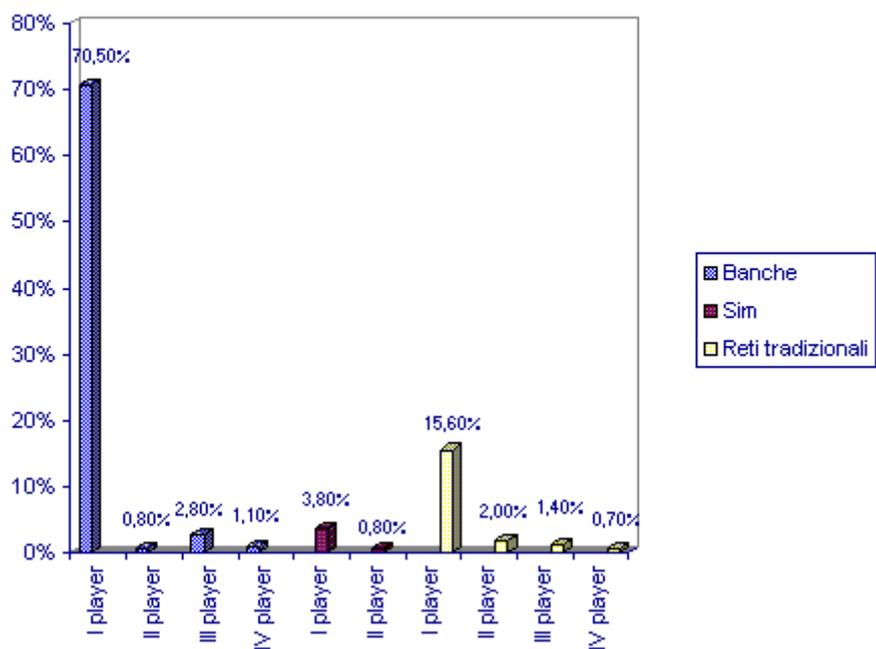
GRAF. 9

Index Linked - Peso percentuale dei principali players suddivisi per canale distributivo nell'anno 1997 (quota % per singolo canale)

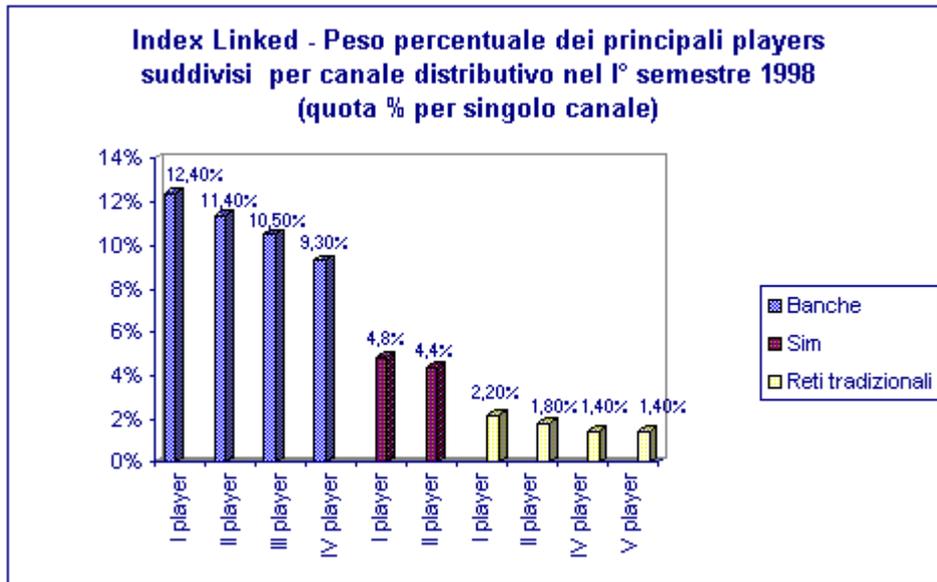


GRAF. 10

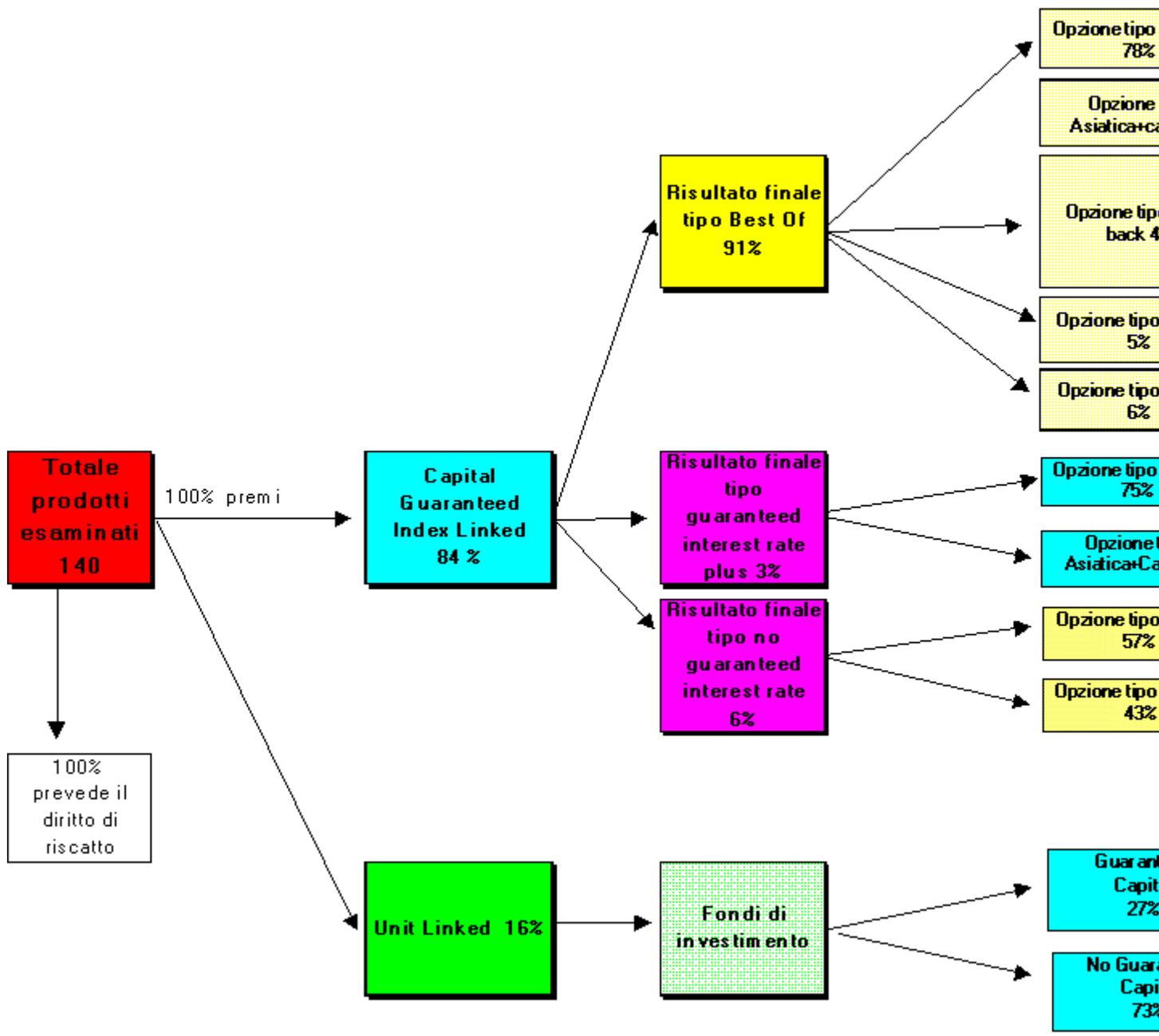
Unit Linked - Peso percentuale dei principali players suddivisi per canale distributivo nel 1° semestre 1998 (quota % per singolo canale)



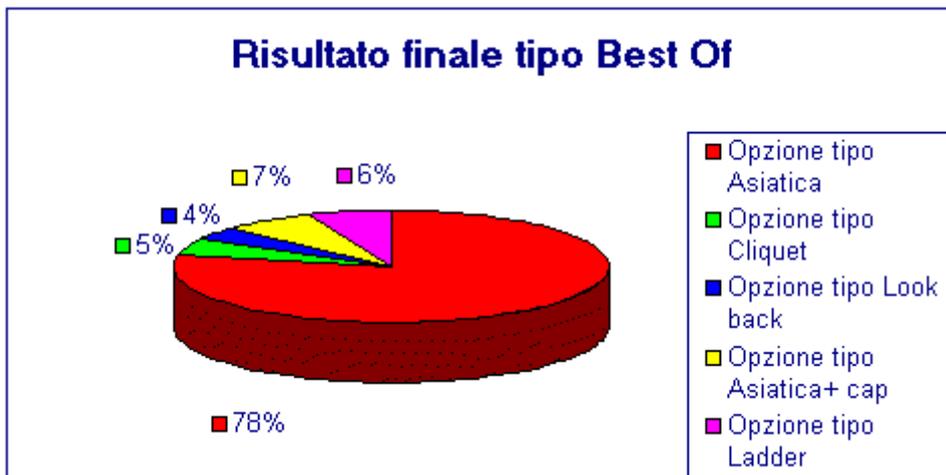
GRAF. 11



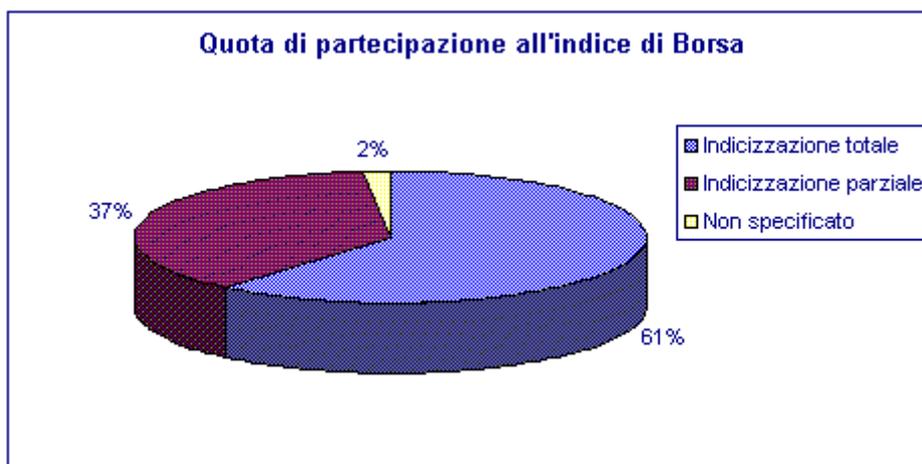
GRAF. 12



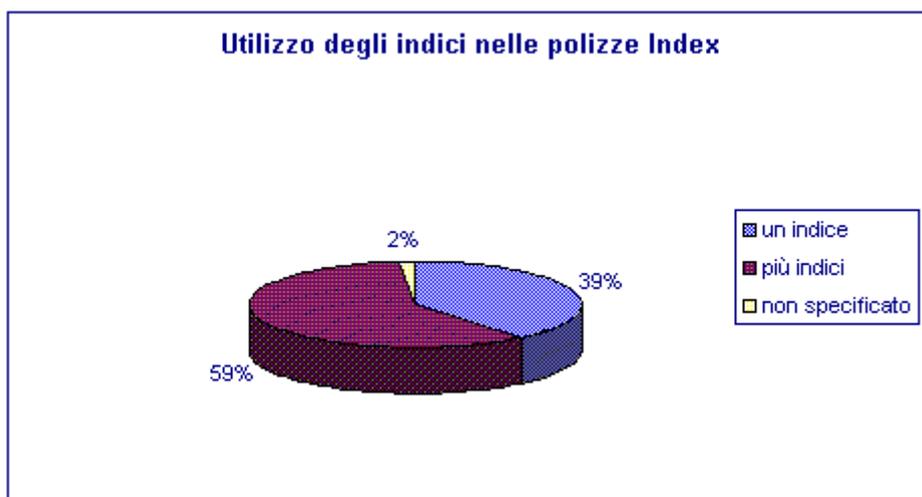
GRAF. 13



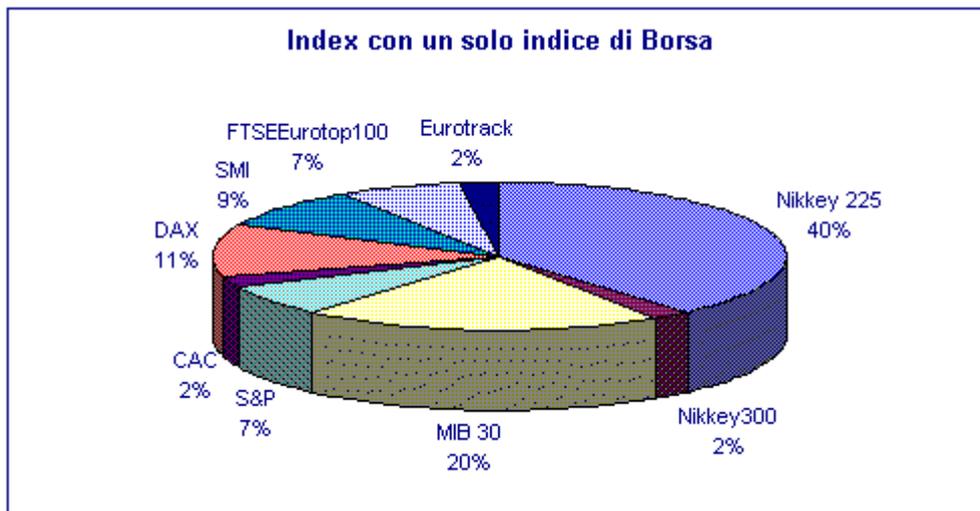
GRAF. 14



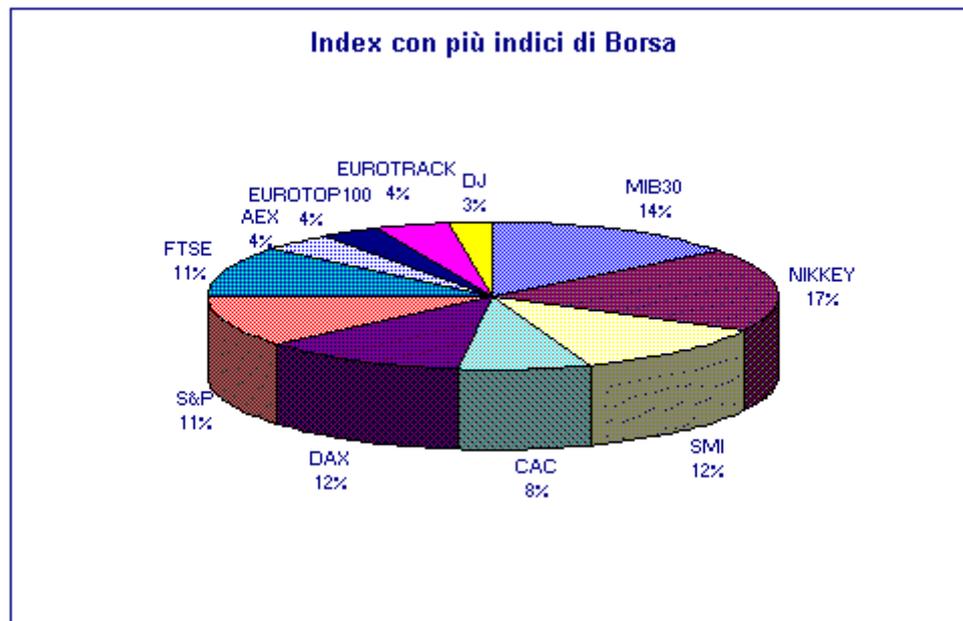
GRAF. 15



GRAF. 16



GRAF. 17



NOTE

- 1** Peraltro, possono prospettarsi anche operazioni di capitalizzazione con prestazioni "linked".
- 2** Capitale differito, Mista, ecc....
- 3** Il rilascio da parte dell'assicuratore della garanzia di una prestazione minima può riferirsi all'evento morte, all'evento vita o ad entrambi gli eventi.
- 4** Laddove sussiste tale rischio l'assicuratore provvede alla costituzione di una riserva "addizionale" (v. Cap. 4).
- 5** In questa circostanza, per rendere meno caro l'acquisto di opzioni l'emittente dei titoli sottostanti alla polizza ha venduto opzioni *call* con un livello di *strike price* superiore a quello delle *call* acquistate, ponendo così un tetto massimo alla possibilità di guadagno finale.

6 Nella "obbligazione di mezzo" il debitore, pur tenuto ad un certo comportamento, non risponde della realizzazione del risultato perseguito dal creditore, mentre nella "obbligazione di risultato" è tenuto a garantire al creditore proprio il conseguimento di un determinato risultato.

7 I due decreti attuano rispettivamente, la direttiva n. 92/96 CEE e la direttiva n. 91/674 CEE.

8 La disciplina sugli OICVM discende dalla direttiva 85/611 CEE. Le forme tipiche di OICVM coordinate dalla direttiva sono Fondo di investimento, Sicav e Unit trust.

9 La tabella A facente parte dell'allegato 1) al decreto riporta la seguente classificazione per ramo: I – Le assicurazioni sulla durata della vita umana. II – Le assicurazioni di nuzialità, le assicurazioni di natalità. III – Le assicurazioni di cui ai punti I e II connesse con fondi di investimento. IV – L'assicurazione malattia (di cui all'art. 1, numero 1, lettera d), della direttiva CEE n. 79/267 del 5 marzo 1979). V – Le operazioni di capitalizzazione (di cui all'art.40 del presente decreto). VI - Le operazioni di gestione di fondi collettivi costituiti per l'erogazione di prestazioni in caso di morte, in caso di vita o in caso di cessazione o riduzione dell'attività lavorativa.

10 Cfr.: Provvedimento ISVAP del 1 dicembre 1997 e, in particolare, le istruzioni alla voce C.II.1 del passivo.

11 La nuova normativa contabile assicurativa (D.lgs. 173/97) prevede quale regola generale l'iscrizione dei valori in base al costo di acquisizione o di produzione. In nota integrativa, tuttavia, deve essere indicato a fini comparativi il valore corrente degli investimenti. Per l'iscrizione in bilancio degli investimenti allocati nella classe D è invece prevista l'adozione del valore corrente. La nozione di valore corrente è definita agli articoli 17, 18, 19 del decreto.

12 Cfr.: circolare ISVAP del 25 maggio 1998 n. 332D.

13 Cfr.: articolo 35, comma 1, lettera d) del D.lgs. 174/95.

14 Cfr.: Schedule 1 to. Insurance Companies Act 1982.

15 Cfr.: circolare ISVAP del 25 maggio 1998 n. 332 D.

16 In questi contratti, oltre a fissare un tasso di interesse garantito, si prevede che le prestazioni si rivalutino annualmente in misura pari ad una aliquota del tasso di rendimento generato da una gestione speciale.

17 Cfr.: circolare ISVAP del 26 marzo 1987 n.71.

18 Secondo il meccanismo di consolidamento, le somme assicurate vengono capitalizzate in base ai rendimenti periodici delle gestioni speciali, indipendentemente dall'andamento futuro del valore degli attivi inseriti nelle gestioni.

19 Ad eccezione dei casi di utilizzo di opzioni "cliquet"; Cfr. Cap. 3.

20 I criteri di determinazione dei rendimenti sono disciplinati dalla circolare ISVAP del 26 marzo 1987 n. 71.

21 I criteri di determinazione del tasso di interesse massimo sono fissati dall'ISVAP, ai sensi dell'art. 23 del D.lgs. 174/95. La disciplina è attualmente definita dal Provvedimento del 6 novembre 1998 n. 1036 G.

22 Cfr.: art. 5 del Provvedimento ISVAP di cui alla nota precedente.

23 In base all'attuale normativa, laddove l'impresa utilizzi per il calcolo delle riserve le stesse basi (legge di sopravvivenza, tasso di interesse e ipotesi di spesa) adottate nella determinazione dei premi (questa è la soluzione normalmente praticata nel mercato nazionale), il rendimento attuale o prevedibile delle attività rappresentative delle riserve tecniche rileva solo ai fini della necessità di costituzione di una riserva "aggiuntiva". Cfr. art. 25, commi 11 e segg. del D.lgs. 174/95.

24 Cfr.: Circolare ISVAP del 25 maggio 1998 n. 332D

25 Occorre peraltro tenere conto dell'eventuale rilascio di garanzie minime.

- 26** Cfr.: art.30, comma 4, del D.lgs. 174/95.
- 27** L'ammontare dell'accantonamento, naturalmente, sarà influenzato anche dalle ipotesi di sopravvivenza in ragione degli eventi per i quali è prevista la garanzia minima.
- 28** Anche per questi investimenti si applicano le regole sulle attività ammissibili di cui all'art.26, comma 2 e segg..
- 29** In particolare, sarebbe risultata incoerente l'applicazione delle regole sulla diversificazione delle attività.
- 30** Cfr. Circolare ISVAP del 25 maggio 1998 n. 332 D.
- 31** Si fa riferimento alle definizioni di strumenti finanziari e mercati regolamentati fornite dal D.lgs 24 febbraio 1998, n. 58 (T.U. della finanza)
- 32** Cfr. Circolare ISVAP del 15 gennaio 1998 n. 317.
- 33** Si tratta degli OICVM che rispondono ai requisiti previsti in ambito comunitario dalla direttiva 85/611/CEE. La norma nazionale di attuazione è il D.lgs. n. 83/92, che ha integrato la L. 77/83, ora rifluito nel D.lgs. 58/98 (art. 42).
- 34** Cfr.: legge 86/92 ora rifluita nel D.lgs. 58/98.
- 35** Cfr.: legge 344/93, ora rifluita nel D.lgs. 58/98.
- 36** Vedi paragrafo 4.3.
- 37** La disciplina sull'utilizzo degli strumenti derivati da parte delle imprese di assicurazione è contenuta nel Provvedimento ISVAP del 19 luglio 1996, come modificato dal Provvedimento ISVAP del 24 settembre 1998 n. 981 G.
- 38** Sulla base di queste regole non possono sussistere derivati c.d. "*free standing*".
- 39** In sostanza, l'eventuale margine positivo sulla posizione in derivati può essere tenuta in considerazione nel caso e nei limiti della svalutazione da operare sugli attivi connessi.
- 40** Cfr.: Provvedimento ISVAP del 24 settembre 1998 n. 981 G, che ha integrato le regole introdotte con il Provvedimento del 19 luglio 1996 con riguardo all'utilizzo dei derivati in relazione ai contratti di cui all'art. 30 del D.lgs. 174/95.
- 41** Cfr.: Circolare ISVAP del 25 maggio 1998 n.332D.
- 42** Tale caratteristica, tra l'altro, rappresenta l'elemento distintivo di questi contratti nell'ambito della normativa contabile. Vedi paragrafo 4.1.2.2.
- 43** Si veda l'esplicito riferimento a tale fattispecie operato dalla circolare ISVAP n. 332/98.
- 44** Ad esempio, l'annullamento del rischio di *performance* operato tramite l'acquisto di una opzione PUT su mercati non regolamentati, implica l'emersione del rischio connesso all'adempimento della controparte del contratto di opzione.
- 45** Il rischio di investimento, diversamente, emerge nel caso di fissazione di una prestazione minima per il caso di morte.
- 46** In questo caso, evidentemente, ci si trova in presenza di un contratto di pura capitalizzazione.
- 47** Cfr.: art. 35, comma 1, lettera c), del D.lgs. 174/95.
- 48** Cfr.: art. 109 del D.lgs. 174/95
- 49** Cfr.: Circolare ISVAP del 17 marzo 1995 n. 249.

50 Cfr.: Circolare ISVAP del 15 gennaio 1998 n. 317.

51 Cfr.: deliberazione CONSOB 6430 del 26 agosto 1992.

52 Si veda in proposito quanto detto al paragrafo 4.2.2.1