

# Carlino, Costanzo & Associati

*Finance, Governance & Strategy*

## E le Index che fine hanno fatto?

Analisi storica e riflessioni anche alla luce del nuovo  
Documento di consultazione n. 3 di IVASS



## SOMMARIO

Premessa .....	2
La storia delle Index dal 2009 .....	2
Natura della prestazione .....	2
Attivi a copertura delle riserve tecniche .....	2
Margine di Solvibilità .....	2
Le Index Linked nella nuova bozza di Regolamento .....	3
Articolo 5 – Rischio Demografico .....	3
Articolo 35 – Indici finanziari ed altri valori di riferimento.....	3
Articolo 36 – Modalità di indicizzazione .....	4
Articolo 37 – Attivi a copertura delle riserve tecniche .....	4
Considerazioni conclusive.....	4

## PREMESSA

IVASS ha pubblicato, lo scorso 11 marzo, il Documento di Consultazione n.3 del 2022 che ha la finalità di riformare i prodotti *Unit Linked* ed *Index Linked*.

È un documento che era atteso da tempo, in particolare, per la necessità di allineare il regime di gestione degli attivi sottostanti ai prodotti *Unit Linked* alla evoluzione subita nel frattempo dalla normativa bancaria europea in materia di OICVM, evitando interpretazioni e trattamenti disomogenei per prodotti con rischi finanziari analoghi.

Nel presente documento, tuttavia, non ci occuperemo di *Unit Linked*, bensì delle *Index Linked*, prodotti oramai da anni non più presenti dal mercato, interrogandoci sulla possibilità che l'evoluzione regolamentare, unitamente al nuovo contesto di tassi crescente di mercato che parrebbe affacciarsi all'orizzonte, ne possa rianimare la commercializzazione.

## LA STORIA DELLE INDEX DAL 2009

Chi ha qualche anno di esperienza ricorderà certamente gli effetti del default di Lehman Brother sul mercato delle *Index Linked*.

A seguito di quell'inatteso evento il Regolatore, che già era intervenuto precedentemente limitando gli asset ammissibili, emanò il Regolamento n. 32 del 2009 che ebbe come conseguenza, unitamente ad una generalizzata avversione al rischio di tutti gli operatori, la progressiva scomparsa di questo prodotto dal mercato.

A tale effetto contribuì, inoltre, in misura non marginale, anche l'andamento dei tassi di interesse, che, costantemente in discesa, ha ridotto lo spazio tecnico – finanziario su cui si basava la costruzione di tali prodotti.

Entrando maggiormente in dettaglio cerchiamo ora di individuare gli elementi del Regolamento del 2009 che, a nostro avviso, hanno più inciso sulle decisioni degli operatori di abbandonare questa tipologia di prodotto.

## NATURA DELLA PRESTAZIONE

Il Regolamento del 2009 enfatizza il fatto che le prestazioni all'assicurato debbano essere associate ad indici pubblici calcolati da terzi, escludendo la possibilità di collegare le prestazioni a panieri di attivi detenuti dall'impresa.

Il Regolamento detta poi una serie di requisiti sugli indici ammissibili e le modalità di indicizzazione, che hanno la finalità di rendere le regole di calcolo della prestazione oggettive, comprensibili e trasparenti.

## ATTIVI A COPERTURA DELLE RISERVE TECNICHE

Un'altra novità importante dell'epoca fu quella di obbligare l'impresa a dotarsi di attivi a copertura delle riserve in grado di replicare il meglio possibile gli indici sottostanti la valorizzazione delle prestazioni per gli assicurati.

Tramite tale meccanismo il Regolatore ottenne l'obiettivo di svincolare il valore della prestazione dal valore degli attivi posti a copertura delle riserve tecniche, mantenendo, invece, in capo a questi ultimi la funzione di assicurare la copertura dell'impegno finanziario dell'impresa nei confronti dell'assicurato.

Viene pertanto sancito anche il principio per cui l'assicurato non può assumere un rischio maggiore di quello assumibile dall'impresa.

## MARGINE DI SOLVIBILITÀ

Il meccanismo di funzionamento del prodotto, in base al quale la prestazione è collegata ad un indice di asset esterni all'impresa e che quest'ultima deve investire in un mix di asset che replichi la performance dell'indice, ha generato la conseguenza che l'impresa, nella generalità dei casi, dovesse appostare al prodotto un margine di solvibilità del 4%, in

applicazione delle disposizioni contenute nel Regolamento ISVAP n. 19 del 2008, diversamente dalla disciplina precedente che prevedeva, per tali prodotti, l'appostazione di un margine di solvibilità dell'1%.

All'epoca, in particolare tale ultima previsione, comportò il progressivo abbandono del prodotto, unitamente, come accennato in apertura, ai timori reputazionali degli operatori ed al contesto di tassi decrescenti che rendeva sempre più complesso strutturare prodotti il cui paniere di riferimento era sostanzialmente basato sulla aggregazione di uno "zero coupon bond" ed "opzioni equity".

## LE INDEX LINKED NELLA NUOVA BOZZA DI REGOLAMENTO

Riteniamo utile approfondire ora le nuove linee guida della bozza di Regolamento in pubblica consultazione al fine di comprendere se il mercato delle *Index Linked* possa avere una rivitalizzazione.

La parte di bozza di Regolamento che si occupa delle *Index Linked* è costituita da tre articoli: l'art. 35 sugli indici finanziari ed altri valori di riferimento, l'art. 36 sulle modalità di indicizzazione e l'art. 37 sugli attivi a copertura delle riserve tecniche.

Infine, citiamo l'art. 5 comune anche alle *Unit Linked*, sul rischio demografico, da cui partiremo per lo sviluppo delle nostre riflessioni.

### ARTICOLO 5 – RISCHIO DEMOGRAFICO

Il Regolatore richiede, nella bozza, che le imprese assumano un "effettivo impegno a stabilire e liquidare prestazioni il cui valore sia dipendente da una valutazione del rischio demografico".

Il requisito parrebbe chiaro nella finalità di fornire un servizio distintivo del prodotto assicurativo rispetto al prodotto di puro risparmio gestito od amministrato.

### ARTICOLO 35 – INDICI FINANZIARI ED ALTRI VALORI DI RIFERIMENTO

L'articolo in questione è piuttosto articolato e definisce puntualmente tutte le condizioni che gli indici utilizzabili dovranno avere per poter essere utilizzati come valori di riferimento per il calcolo delle prestazioni assicurate.

Si riportano di seguito alcuni dei requisiti richiesti:

- Quanto ad indici costituiti da azioni quotate si fa rinvio all'art. 16 della medesima bozza di Regolamento ove è prescritto che la quotazione comporti la presenza di prezzi di mercato accurati, affidabili e regolari o, in alternativa, prezzi espressi da sistemi di valutazione professionali ed indipendenti; inoltre è previsto che le informazioni siano disponibili in modo accurato, completo e regolare. È richiamato, infine, il principio della effettiva negoziabilità;
- Adeguata diversificazione dell'indice, con indicazione dei livelli massimi accettabili (dal 20% al 35% a seconda dei casi);
- Adeguata capacità dell'indice di rappresentare un mercato di riferimento, che implica il rispetto di una serie di sotto-condizioni, tra cui:
  - Diffusione di utilizzo;
  - Calcolato da soggetto terzo con elevato standing;
  - Misurazione appropriata del rendimento del mercato di riferimento;
  - Sufficiente liquidità;
  - L'indice non deve essere creato "ad hoc";
- Adeguata pubblicità dell'indice, in base a:
  - Procedure di pubblicazione efficaci e controllate;
  - Disponibilità delle metodologie di calcolo.

- Frequenza non giornaliera di riequilibrio dell'indice e tale da poter essere replicato dagli operatori;
- Metodologie di riequilibrio basate su regole oggettive e predeterminate, senza effetti retroattivi;
- Quanto agli indici collegati all'inflazione, i principali requisiti riguardano:
  - Utilizzo comune dell'indice;
  - Calcolo da parte di enti nazionali o sovranazionali.

L'articolo prevede, infine una serie di ambiti vietati: merci, metalli e pietre preziose, *hedge fund*, variabili climatiche, operazioni di cartolarizzazione, derivati del credito.

## ARTICOLO 36 – MODALITÀ DI INDICIZZAZIONE

Tale articolo prevede alcune caratteristiche che riguardano le modalità di indicizzazione ed, in particolare, si prevede che queste debbano essere semplici e comprensibili.

Esse, inoltre, devono essere replicabili dall'impresa senza il ricorso a strumenti derivati.

Infine, si sancisce il principio in base al quale l'assicurato non deve essere esposto ad un rischio superiore a quello assunto dall'impresa.

## ARTICOLO 37 – ATTIVI A COPERTURA DELLE RISERVE TECNICHE

Viene stabilito che gli attivi posti a copertura della prestazione assicurata rappresentino l'andamento dell'indice di riferimento con la massima approssimazione possibile.

Vengono previsti presidi aggiuntivi nel caso in cui la copertura della prestazione avvenga con titoli strutturati che debbono essere emessi o garantiti da Stati appartenenti all'OCSE, enti o soggetti sottoposti a vigilanza prudenziale residenti nei medesimi Stati dell'OCSE.

Deve poi trattarsi di strumenti negoziati su mercati regolamentati liquidi ed attivi e non deve trattarsi di strumenti subordinati.

Vengono infine previste alcune deroghe nel caso gli attivi siano costituiti dai medesimi indici sottostanti le prestazioni assicurate.

## CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Dall'analisi comparata della nuova bozza di Regolamento rispetto al testo precedente emergono alcuni punti di attenzione di seguito sintetizzati.

Non si ravvedono particolari novità in tema di tipologia di indici ammissibili e di modalità di indicizzazione.

Certamente il nuovo Regolamento in bozza disciplina con maggior rigore e precisione i requisiti che devono avere gli indici ammissibili.

Pure sul fronte delle modalità assume maggior rilievo il concetto di trasparenza e comprensibilità.

Ciò che costituisce, invece, a nostro avviso un importante elemento di novità è la disciplina del margine di solvibilità, in precedenza normato ed ora, invece, non espressamente disciplinato.

Vale su questo punto spendere due parole in più.

L'abrogando Regolamento del 2009 rinviava, in materia di Margine di solvibilità, al Regolamento n. 19 del 2008, che ci pare possa essere oggi considerato totalmente abrogato a seguito dell'entrata in vigore della Direttiva Solvency II (cfr. l'articolo 1, comma 205, Decreto legislativo 12 maggio 2015, n. 74 in attuazione della direttiva 2009/138/CE), tanto che

il Capo IV del Titolo III del Codice della Assicurazioni Private, denominato “Margine di Solvibilità”, come richiamato dal Regolamento 19 del 2008, è stato soppresso e sostituito dal nuovo Capo IV denominato “Fondi Propri”.

Conseguentemente, la disciplina riguardante l’assorbimento di capitale delle *Index Linked*, secondo l’emanando regolamento, ricadrà nel regime ordinario di Solvency II.

Ci parrebbe, in tale contesto, di poter affermare che l’assorbimento di capitale di questa tipologia di prodotto, in assenza di esplicite garanzie rilasciate dall’impresa, possa essere, in caso di un elevato livello di correlazione tra performance della prestazione e performance degli attivi posti a copertura, come richiesto dal Regolamento medesimo, equiparabile a quello delle *Unit Linked* senza garanzie.

Infatti, per ciascuno degli shock previsti dalla regolamentazione Solvency parrebbe verosimile attendersi una variazione del Fair Value degli attivi controbilanciata da una analoga variazione del Fair Value dei passivi, al netto della commissione di gestione.

Il nuovo contesto regolamentare, abbinato ad uno scenario di tassi di interesse crescenti potrebbe, pertanto, ad avviso dello scrivente, tornare a rendere potenzialmente di interesse tali prodotti per gli operatori del settore.

L’*Index Linked* di nuova generazione potrebbe, infatti, essendo un prodotto “a gestione passiva”, in quanto collegato ad indici, godere di costi di gestione inferiori a quelli delle *Unit Linked*.

Si potrebbe così allargare la gamma di offerta di prodotti assicurativi inserendo, a fianco dei prodotti tradizionali, delle *Unit* e delle *Multiramo*, una nuova gamma di prodotti *Index linked* sia nella forma “*stand alone*” che nella forma *Multiramo* in abbinamento al prodotto tradizionale.

Assisteremo ad una rinascita delle *Index linked*? Vedremo nei prossimi mesi la risposta del mercato.

Dott. Stefano Carlino