

# Carlino, Costanzo & Associati

*Finance, Governance & Strategy*

Come si coniuga il  
Value for Money dei prodotti di  
Ramo I con la loro caratteristica  
intrinseca di mutualità  
intergenerazionale?



## LE NOSTRE CONSIDERAZIONI

I prodotti di Ramo I stanno conoscendo un momento di mercato particolare. Dopo gli anni di grande interesse nel periodo dei tassi bassi, in cui tanti clienti hanno beneficiato del rendimento elevato rispetto a quanto potevano ricavare al tempo dall'investimento in titoli di Stato, assistiamo ora alla situazione inversa, in cui il titolo di Stato tendenzialmente rende di più della gestione separata.

Questa circostanza ne rende la vendita complessa sia per l'elemento fattuale sia per la necessità di soddisfare i requisiti di compliance regolamentare con riferimento, in particolare, alle verifiche normative in materia di POG (Product Oversight Governance).

La normativa specifica, infatti, richiede tra l'altro che l'impresa verifichi che il prodotto offerto abbia un adeguato valore per il cliente: ma come si misura tale valore? Non esiste un criterio assoluto e l'impresa deve dotarsi di un sistema di metriche adeguato e coerente con tutto il proprio framework di gestione dei rischi.

Non è, quindi, facile rispondere a questa domanda e, soprattutto, diventa difficile stabilire quale sia il valore per il cliente di un prodotto di Ramo I.

Come noto, infatti, questo prodotto ha alcune peculiarità:

- Non è soggetto alle regole classiche del fair value, nel senso che il rendimento retrocesso all'assicurato dipende prevalentemente dal flusso cedolare dei titoli sottostanti più che dal loro valore di mercato.
- È soggetto, in positivo e negativo, al principio della mutualità temporale, per cui il rendimento conseguito da un cliente dipende anche dai flussi di investimento e disinvestimento dei clienti antecedenti e successivi.

Si potrebbe dire che il prodotto di Ramo I replichi in qualche modo il rendimento medio di un titolo di Stato a 10 anni lungo un orizzonte temporale di 10 anni, che progressivamente si sposta nel tempo.

Quindi, per sua natura, replicando un rendimento medio, renderà meno dei Titoli di Stato quando il rendimento di questi cresce e renderà di più di questi nella situazione opposta.

Stante questa premessa e tornando alla domanda iniziale, sorge il quesito se possa oggettivamente il prodotto di Ramo I soddisfare "sempre" la richiesta di fornire un valore al Cliente superiore a quello dei titoli di Stato.

La matematica, per quanto appena spiegato, suggerirebbe una risposta negativa. Ma come fare a venderli allora: si possono vendere solo quando rendono i più dei titoli di Stato esponendo l'impresa al rischio di subirne le conseguenze negative quando i tassi salgono repentinamente, come accaduto nel 2022?

Parrebbe che l'impresa si trovi tra l'incudine ed il martello: la salvaguardia del Value for Money in ogni momento del mercato la potrebbe esporre a non desiderabili rischi di tasso; l'utilizzo del prodotto secondo la sua natura originaria di stabilizzatore della volatilità potrebbe dare adito a incertezze circa i profili di compliance regolamentare in ottica di POG.

Cosa fare? Non esiste una risposta univoca e, per quanto noto allo scrivente, una soluzione valida per tutti. Si possono formulare indizi circa le possibili strade da percorrere.

1. È possibile tenere conto nella determinazione del Value for Money della più contenuta volatilità dei rendimenti dei prodotti di Ramo I rispetto ai titoli di Stato, ad esempio correggendo il rendimento per la volatilità del prodotto?
2. È possibile calcolare il Value For Money del prodotto di Ramo I avendo come riferimento una finestra temporale poliennale che cali il rendimento del prodotto in scenari passati (e potenzialmente futuri) caratterizzati da rendimenti differenti da quelli correnti?
3. È possibile pensare ad una evoluzione del prodotto di Ramo I che renda le opzioni implicite in mano agli assicurati meno onerose?

4. È possibile pensare pure ad una evoluzione dei prodotti di Ramo I che attribuisca anche alla impresa un profilo opzionale che consenta di meglio fronteggiare scenari avversi, utilizzando così il capitale liberato per fronteggiarli per finanziare un profilo di rischio maggiore per l'impresa e, quindi, un rendimento più elevato per il Cliente?

Penso siano ambiti sui quali il mercato ha iniziato e continuerà ad interrogarsi per ridare il giusto posizionamento ad un prodotto storico del mercato assicurativo, che forse negli ultimi anni, grazie ad un mercato finanziario particolarmente favorevole, è stato un po' trascurato nell'innovazione.

*Stefano Carlino*

*Milano, 8 marzo 2024*