

Economia e Finanza delle Assicurazioni

Università di Macerata – Facoltà di Economia

Mario Parisi

I prodotti della “bancassicurazione”: Polizze Index e Unit linked



Le polizze index linked

- *Il principio base delle polizze index linked (IL) è di abbinare un prodotto finanziario che consenta:*
 - *Di guadagnare in caso di una variazione favorevole di uno o più mercati (o panieri di titoli o indice dei prezzi o delle materia prime) di riferimento;*
 - *Di prevedere comunque la restituzione del capitale a scadenza (eventualmente maggiorato di un rendimento minimo).*
- *Le variazioni positive dell'indice di riferimento rappresentano esattamente quello che per le polizze rivalutabili è l'aliquota di rivalutazione, ovvero la percentuale di interesse della quale deve essere accresciuta la prestazione assicurata.*

Le forme assunte dalle polizze IL

- ‡ Il capitale finale di una IL sarà quindi il prodotto determinato dal capitale investito iniziale maggiorato di tutti gli incrementi percentuali che, nel corso del periodo contrattuale, hanno conseguito gli indici di riferimento (in questo caso rientra nella **forma a "capitalizzazione"**). In alternativa è prevista la costituzione di una rendita vitalizia (in questo caso rientra nella **forma a "vita intera"**).
- ‡ Una IL può prevedere il pagamento del capitale nel caso di decesso del sottoscrittore prima della scadenza contrattuale. In questo caso, ovviamente, una parte del premio servirà ad assicurare l'evento morte (in questo caso rientra nella **forma "mista"**).
- ‡ Essendo una polizza vita è **impignorabile, insequestrabile ed esclusa dall'asse ereditario**.

Classificazione delle polizze IL

- *A seconda che garantiscano o meno un rendimento minimo all'investitore, si distinguono in:*
 - ***Index Linked pure:*** *con rischio finanziario a totale carico dell'investitore*
 - ***Index Linked guarantee:*** *con rischio finanziario a carico della Compagnia (capitale nominale garantito + eventuale rendimento minimo, variabile dall'1% al 4% sotto forma di cedola fissa a scadenza)*

Più alta è la percentuale di rendimento minimo garantito, minore è la partecipazione alla variazione positiva degli indici di riferimento e viceversa.

I premi

- # Quanto ai premi, una IL può essere attivata da:
- *un premio unico*
 - *un premio unico ricorrente*
 - *un premio unico iniziale di una certa entità seguito da premi unici ricorrenti di diversa entità*
 - *un premio unico iniziale seguito da versamenti aggiuntivi non programmati, a scelta del contraente.*

Struttura delle IL

- *Il titolo strutturato, sottostante alla polizza index linked garantita, viene costruito unendo le due seguenti componenti:*
 - ***Una o più opzioni*** (generalmente di tipo "call") su un indice, su un titolo o su un paniere di titoli o indici
 - ***Un titolo "zero coupon"***
- *Grazie alla combinazione di uno ZCB e dell'opzione si potranno prevedere:*
 - ***Un capitale garantito a scadenza*** (il premio o capitale investito)
 - ***Un eventuale rendimento minimo predeterminato*** (sotto forma di cedola fissa a scadenza)
 - ***Un rendimento variabile dipendente dai risultati dell'indicizzazione*** (sotto forma di cedola variabile)

Il tasso di partecipazione

■ *Il tasso di partecipazione alle variazioni dell'indice è determinata da due fattori:*

- *Il capitale disponibile per l'acquisto di opzioni (dipende dal costo dello ZCB)*
- *Il prezzo delle opzioni*

Tasso di partecipazione = Capitale disponibile/Prezzo opzioni

Esempio: 28.000/35.000 = 80%

■ *Il tasso di partecipazione, sulla base del maggiore o minore capitale investito in opzioni, potrà oscillare tra un 70% e un 200% dell'incremento dell'indice.*

Metodi di determinazione dell'incremento dell'indice di riferimento e della rivalutazione del capitale investito

- ▣ **Metodo plain vanilla:** differenza, espressa in %, tra il valore iniziale (coincidente con la decorrenza del contratto) e il valore finale (scadenza del contratto) dell'indice.
- ▣ **Metodo della media (o asiatico):** differenza, espressa in %, tra il valore iniziale e la media delle variazioni periodiche (in genere mensili o annuali) dell'indice, registrate durante il periodo.
- ▣ **Metodo "cliquet" (più utilizzato in Italia):** ogni anno, sulla base della media mensile o annuale delle variazioni dell'indice, la performance positiva viene consolidata e attribuita definitivamente all'investitore; le variazioni negative non sono prese in considerazione.

Metodi di determinazione dell'incremento dell'indice di riferimento e della rivalutazione del capitale investito

- # **Metodo "look back"**: differenza, espressa in %, tra il valore iniziale e il valore migliore ottenuto dall'indice nel periodo di durata contrattuale.
- # **Metodo del "massimo annuo"**: differenza, espressa in %, tra il valore iniziale e la media delle migliori variazioni annuali dell'indice, registrate durante il periodo.
- # **Metodo "set up" (o a scala)**: ogni anno, sulla base della variazione positiva dell'indice, consolida il valore raggiunto rispetto ad una scala prefissata.
Esempio: 20%; 40%; 60%.

Le principali opzioni su indici di borsa

- *Plain vanilla (europea)* - prevede la liquidazione a scadenza (*pay off*) della differenza percentuale dell'indice di riferimento rispetto al valore iniziale (*strike price*). E' molto sensibile alle variazioni positive dell'indice di riferimento ed è costosa
- *Asiatica* – prevede la liquidazione a scadenza della differenza tra la media dei valori registrati dall'indice di riferimento ed il suo valore iniziale. La media considera le variazioni positive e negative, con riduzione della performance e contenimento del costo dell'opzione
- *Cliquet* – prevede il consolidamento (parziale o totale) delle variazioni positive dell'indice di riferimento a scadenze predeterminate
- *Look back* – prevede l'attribuzione del maggior rendimento registrato nel corso di un dato periodo di tempo
- *Look in* – prevede il consolidamento di una data performance nel momento in cui viene raggiunta nel corso di un dato periodo di tempo
- *Step up* – consente di consolidare il rendimento progressivo secondo una serie di livelli prefissati (*tetti*)

Il tasso di retrocessione

■ *L'impresa assicurativa può decidere di trattenere per sé un parte della variazione positiva dell'indice*

■ *Esempio:*

- *Premio o capitale investito = 100.000 euro*
- *Tasso di partecipazione = 80%*
- *Tasso di retrocessione = 90%*

Variazione indice = +30%

L'investitore otterrà un rendimento pari a:

$$30\% * 80\% * 90\% = \mathbf{21,6\%}$$

*e il suo capitale investito diventerà di **121.600 euro***

Esercizio n. 1

■ *Se la polizza index linked prevede un valore di rimborso a scadenza pari al capitale iniziale ed il titolo sottostante "zero coupon" ha una durata di 5 anni con tasso annuo posticipato pari al 3,0%, la somma disponibile per l'acquisto dell'opzione, ogni € 100 di premio ed in presenza di un caricamento implicito del 6%, sarà pari a:*

.....

Esercizio n. 1

$$100 - [100 / (1,03^5)] - 6 =$$

$$100 - 86,26 - 6 = 7,74$$

Esercizio n.2 (segue)

■ *Nel caso in cui si desidera acquistare un'opzione "call" sul MIB30 che paga il 100% dell'incremento percentuale medio del MIB30 e questa costa 9,10 euro ogni 100 di valore nominale del sottostante (anziché 7,74), il tasso di partecipazione alla performance del MIB30 da conferire al sottoscrittore sarà di:*

.....

Esercizio n. 2

$$100\% \times 7,74 / 9,10 = 85\%$$

La valutazione del titolo strutturato

- ‡ *I principali parametri per la valutazione del titolo obbligazionario strutturato sono:*
 - *i tassi correnti su una durata pari alla vita (residua) del titolo*
 - *le qualità creditizie dell’Emittente*
 - *il prezzo e la volatilità dei singoli titoli azionari che compongono il paniere*
 - *le correlazioni fra i titoli azionari o gli indici che compongono il paniere*
 - *il livello dei tassi di interesse e la volatilità*
 - *il cambio e la volatilità per i titoli denominati in valuta diversa dall’Euro*
- ‡ *Il valore dell’opzione è legato al numero di titoli o indici considerati, alla loro volatilità ed alla loro correlazione*
- ‡ *Negli ultimi anni il mercato propone prodotti strutturati su equity sempre più articolati, il cui pricing è a sua volta più elaborato e complesso*
- ‡ *Da prodotti semplici, per i quali si poteva adottare il modello di Black&Scholes (opzioni europee), si è passati a strumenti che comportano approssimazioni del modello (opzioni asiatiche).*

Le disposizioni emanate dall'ISVAP

■ *Attraverso la circ. 451/D del 24/7/01, sono state introdotte:*

- *Norme specifiche sulla scelta degli indici e dei valori di riferimento (massima approssimazione possibile)*
- *Specifiche raccomandazioni da fornire al contraente, in particolare sui diversi rischi a suo carico, esplicitazione delle diverse componenti del titolo strutturato, il costo dell'opzione e del caricamento*
- *Evoluzione storica del paniere di riferimento dell'opzione ed esemplificazioni sull'andamento delle prestazioni*
- *Specifiche comunicazione in caso di riduzione delle prestazioni superiore al 50% dei premi versati*
- *Negoziabilità degli attivi a copertura delle riserve tecniche*
- *Esposizione massima per singolo emittente (limite fissato nel 25%)*

Le index linked del post-crisi

■ *Le nuove disposizioni dell'ISVAP, a seguito della vicenda Lehman, entrate in vigore a novembre 2009 prevedono:*

- *Il rischio di controparte non può essere trasferito al cliente (la compagnia assicurativa emittente la polizza garantisce direttamente)*
- *L'indicizzazione è consentita solo a indici o panieri di indici diversificati, negoziati su un mercato liquido e regolamentato e valutati giornalmente da parte di enti indipendenti*
- *Semplicità e trasparenza nei meccanismi di funzionamento*

Le prime polizze emesse nel rispetto delle regole ISVAP

Nome	Poste Vita	Credit Agricole Vita
	Programma Garantito Alba	Azione Più capitale garantito 30/11/2009
Durata	7 anni	6 anni e 8 mesi
Investimento minimo	1.500 euro	da 5.000 a 80.000 euro
Indice di riferimento	Dow Jones euro Stoxx50	FTSE/MIB
Importo fisso (cedole)	4% primo anno	1,3% il 02/08/2010
	4,5% il 4° anno e il 5% il 6° anno	
Partecipazione alla performance dell'indice	18%	45%
Costi impliciti riscatto 1° anno	6,32%	10,74%
Costi impliciti riscatto ultimo anno	2,35%	7,44%

Le prime polizze emesse nel rispetto delle regole ISVAP

Nome	Poste Vita	Credit Agricole Vita
	Programma Garantito Alba	Azione Più capitale garantito 30/11/2009
Scenari probabilistici di rendimento a scadenza:		
- <i>negativo</i>	0,00%	9,31%
- <i>Positivo ma inferiore al risk free</i>	0,00%	54,38%
- <i>Positivo in linea con il risk free</i>	99,22%	29,63%
- <i>Positivo superiore al risk free</i>	0,78%	6,68%
Costi di caricamento	5,70%	7%
Costi delle coperture assicurative	0,50%	1%
Retrocessione ai distributori	48,40%	64,29%

Il margine di solvibilità

- ‡ *L'ISVAP individua per i prodotti del Ramo III tre diversi profili di rischio: di "**performance**" (possibilità che gli attivi a copertura non consentano il soddisfacimento della garanzia di capitale o rendimento minimo previsti), di "**base**" (possibilità che gli attivi a copertura non consentano una perfetta replica dell'indice), di "**controparte**" (rischio di insolvenza dell'emittente il bond o della controparte dello strumento finanziario)*
- ‡ *Il margine di solvibilità deve essere diversamente costituito in funzione dell'assunzione o meno di un rischio di investimento da parte della compagnia.*
- ‡ *Ogni volta sussista in capo della compagnia uno o più dei suddetti rischi l'impresa è tenuta a determinare il margine di solvibilità in misura pari al **4%** della riserva matematica a cui va aggiunto lo **0,3%** del capitale sotto rischio per effetto del rischio di assunzione di mortalità.*

Le polizze unit linked

- Il termine *unit linked* definisce una polizza vita legata a delle "unità di conto", ovvero legata a quote di uno o più fondi comuni d'investimento mobiliare (che hanno una valutazione giornaliera), di tipo **monocomparto** o **pluricomparto**.
- Con questo strumento si verifica quindi l'unione tra una polizza vita ed un OICR, nel senso che il capitale costituito dal premio versato dal contraente, detratta la quota per imposte e caricamenti, viene investito in uno o più fondi di investimento attraverso l'acquisto di quote di essi.
- Dal punto di vista finanziario, la polizza vita così strutturata avrà una prestazione assicurata che non è più legata al rendimento annuale del fondo di gestione (come per le rivalutabili), bensì sarà una prestazione il cui valore è determinato da quello che le quote del fondo sottostante avranno in quel momento. L'**ALIQUOTA DI RETROCESSIONE** è DEL 100%.

Le polizze unit linked

- *Obiettivo delle unit linked è consentire a chi sottoscrive una polizza vita di unire alle caratteristiche di un prodotto assicurativo o previdenziale, le opportunità dei mercati finanziari dinamici (linee: azionarie, bilanciate, obbligazionarie, monetarie).*
- *Nella prassi le imprese assicurative realizzano questo trasferimento di gestione finanziaria (dalla polizza vita al fondo comune d'investimento) in due modi:*
 - *O costituendo esse stesse apposite società di gestione di fondi comuni di investimento*
 - *O rivolgendosi a gestori esterni già presenti sul mercato dell'intermediazione finanziaria.*
- *In base al soggetto su cui grava il rischio finanziario si distinguono le "unit linked pure" e le "unit linked garantite".*

Le polizze unit linked

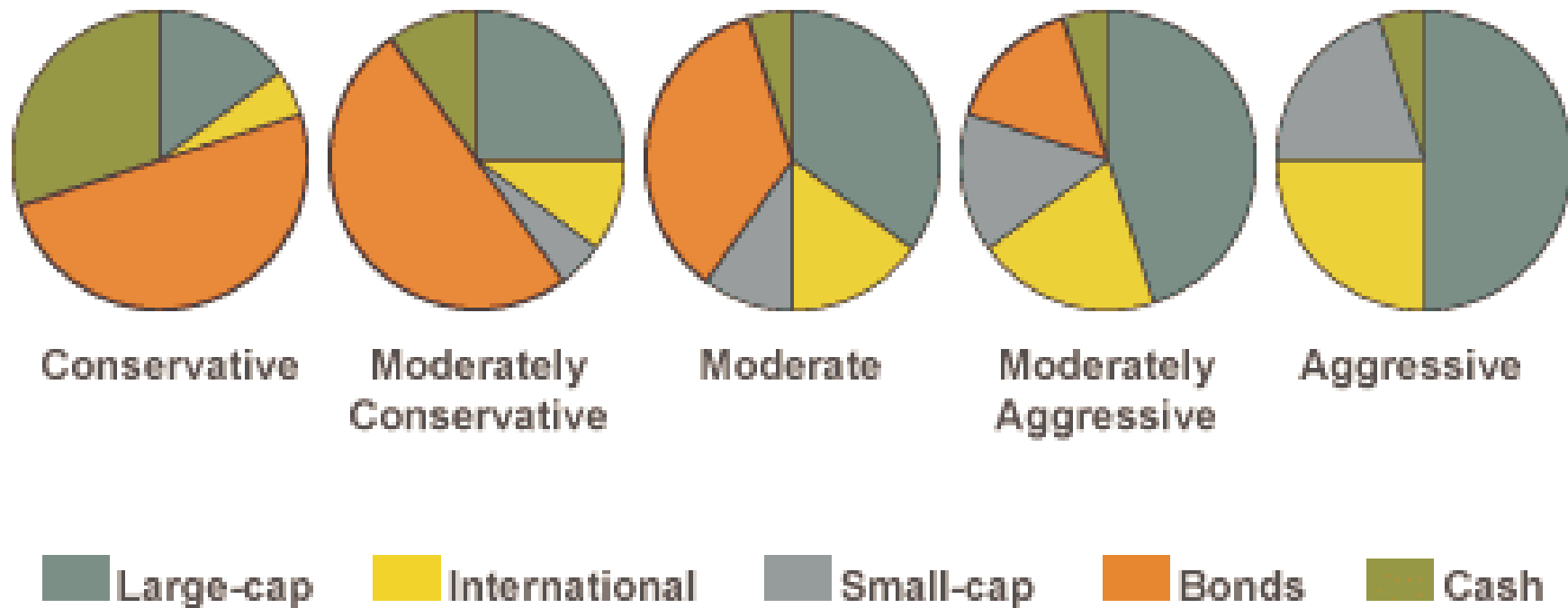
- ‡ *Alcune tipologie di polizze prevedono una componente assicurativa ridotta ad una minima integrazione in caso di premorienza e ad alcune opzioni:*
 - *Garanzie complementari di premorienza, infortunio, invalidità, malattie gravi*
 - *Conversione in rendita vitalizia*
 - *Pensione complementare (prodotto strutturato come Forma Pensionistica Individuale - FIP)*
- ‡ *E' previsto in quasi tutte le polizze unit linked lo **switch**, ossia la possibilità di trasferire, di solito trascorsa la prima annualità, il capitale maturato – per es. da un fondo obbligazionario a un azionario – dietro il pagamento di una commissione.*
- ‡ *Le spese di gestione annuale sono modeste e vengono prelevate dalle quote versate, insieme agli altri caricamenti.*
- ‡ *E' previsto il riscatto totale o parziale anticipato.*

Le disposizioni emanate dall'ISVAP

Attraverso la circ. 474/D del 21/2/02 vengono introdotte:

- **Norme specifiche per i fondi esterni ed interni (con o senza garanzia di prestazione minima), introduzione, per i fondi interni, di limiti specifici negli investimenti e redazione del relativo Regolamento con:**
 - evidenza degli obiettivi, dell'eventuale utilizzo di strumenti finanziari derivati, dei profili di rischio e dei criteri di valutazione degli attivi
 - valorizzazione della quota almeno a livello settimanale (mensile in caso di FIP)
 - tenuta di un libro mastro e redazione del prospetto relativo ad ogni valorizzazione della quota
 - redazione del rendiconto annuale con evidenza dei risultati da tenere anche a disposizione dei clienti
- **Specifiche raccomandazioni da fornire al contraente, in particolare sui diversi rischi a suo carico, sull'evoluzione storica del fondo interno (o esterno), della volatilità (e dell'eventuale benchmark) fino ai 10 anni precedenti, con evidenza del migliore e del peggiore rendimento trimestrale**
- **Composizione degli attivi per aree geografiche, tipologia di strumenti finanziari e l'eventuale presenza di limiti minimi o massimi di investimento**
- **Explicitazione di tutti i costi che gravano sul contratto (anche le commissioni che gravano sul fondo e vengono retrocesse ai gestori)**

Polizze e profili di rischio



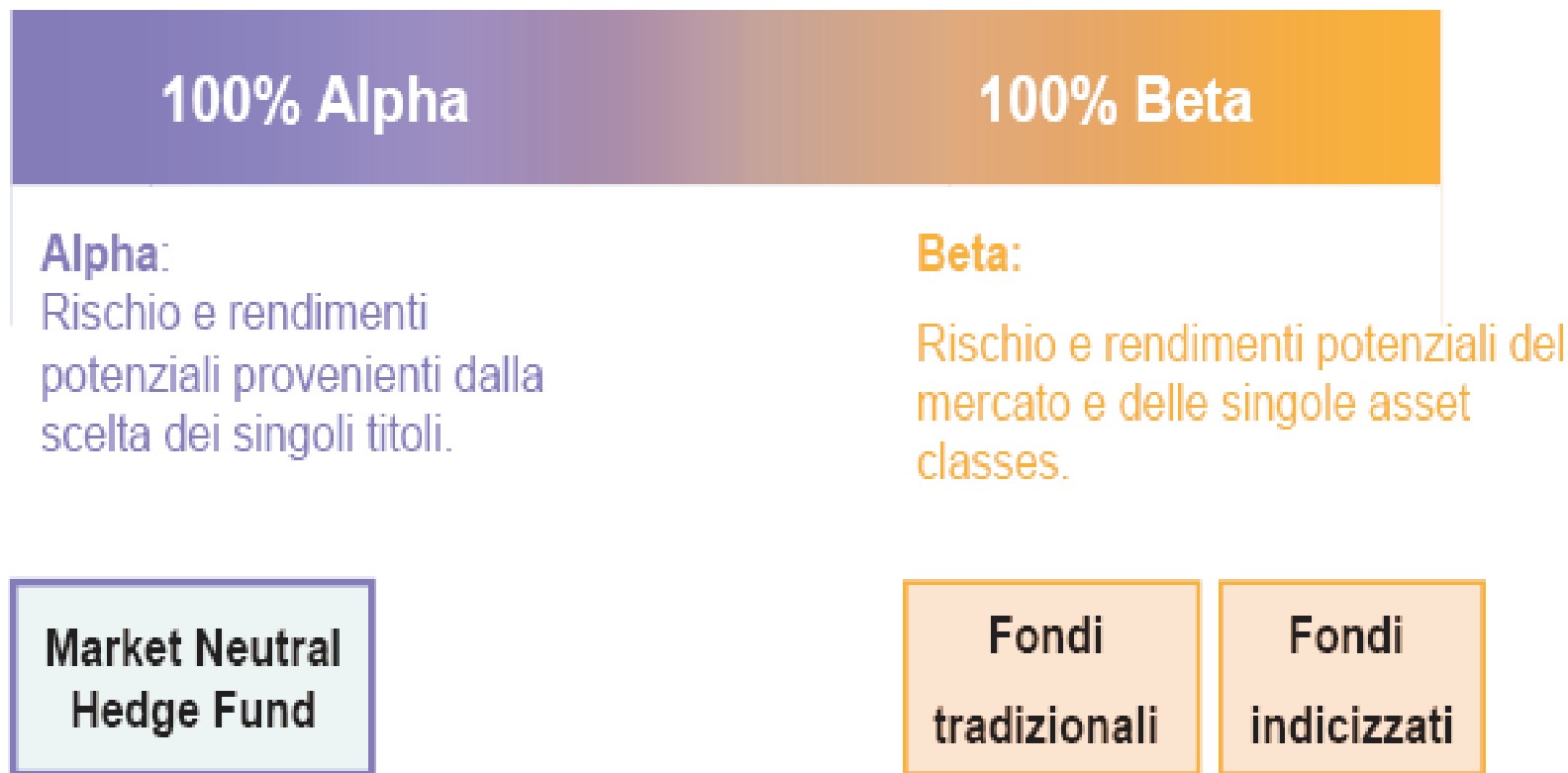
La performance dei fondi

	Conservative	Moderately conservative	Moderate	Moderately aggressive	Aggressive
Stocks	20%	40%	60%	80%	95%
Large-cap	15%	25%	35%	45%	50%
Small-cap	0%	5%	10%	15%	20%
International	5%	10%	15%	20%	25%
Bonds	50%	50%	35%	15%	0%
Cash	30%	10%	5%	5%	5%
Average annual return (1970-2005)	8.6%	9.8%	10.5%	11.0%	11.2%
Best year (1970-2005)	22.8%	27.0%	30.9%	34.4%	39.9%
Worst year (1970-2005)	0.1%	-6.6%	-12.9%	-19.1%	-23.8%

<i>Dati: "Il Sole 24 Ore"</i>	TITOLI DI STATO	AZIONI ITALIANE	TITOLI ESTERI	ALTRE ATT. FIN.	ALTRE PASS. FIN.	LIQUIDITA'	TOTALE GESTITO	
<i>Portfolios</i>	%	%	%	%	%	%	MLN €	MLN €
AZIONARI	1,1%	23,5%	70,0%	0,7%	2,4%	8,2%	67827,0	22%
Italia		90,5%	5,0%	0,2%	2,1%	4,9%	13200,0	4,20%
Area Euro		18,6%	74,4%	0,0%	2,4%	7,2%	4531,0	1,44%
Europa		11,3%	81,8%	0,6%	2,7%	8,1%	19265,0	6,13%
America		0,0%	88,3%	0,5%	2,3%	12,2%	5877,0	1,87%
Pacifico		0,0%	88,4%	1,5%	2,4%	11,5%	6607,0	2,10%
Paesi emergenti		0,0%	95,7%	0,9%	2,3%	4,6%	3899,0	1,24%
Internazionali		4,5%	83,9%	1,7%	2,0%	9,9%	9192,0	2,92%
Energia-materie prime		3,3%	95,4%	0,0%	1,8%	3,1%	323,0	0,10%
Beni di consumo		0,0%	97,1%	0,0%	3,9%	6,6%	128,0	0,04%
Salute		0,0%	97,2%	0,0%	4,4%	6,9%	330,0	0,10%
Finanza		5,8%	91,1%	0,0%	3,1%	5,6%	374,0	0,12%
Informatica		0,0%	93,3%	0,0%	5,2%	11,8%	758,0	0,24%
Serv. Telecomunicazione		3,4%	88,0%	0,0%	1,6%	9,9%	135,0	0,04%
BILANCIATI	47,8%	7,1%	35,0%	2,1%	1,1%	7,0%	25145,0	8,0%
Bil. Azionari	19,7%	4,1%	45,6%	19,8%	0,8%	10,5%	628,0	0,20%
Bilanciati	37,7%	10,1%	40,0%	1,8%	0,9%	7,5%	13341,0	4,24%
Bil. Obbligazionari	62,4%	3,5%	20,5%	1,5%	1,3%	6,3%	10189,0	3,24%
FLESSIBILI	40,0%	6,5%	39,0%	3,0%	1,2%	10,5%	22728,0	7,2%

<i>Dati: "Il Sole 24 Ore"</i>	TITOLI DI STATO					OBBLIGAZIONI ITALIANE		TITOLI ESTERI		LIQUIDITA'		TOTALE GESTITO	
<i>Portfolios</i>	<i>ITALIA NI</i>	<i>UEM</i>	<i>NON UEM</i>	<i>TOTAL E</i>	<i>MLN €</i>	<i>%</i>	<i>MLN €</i>	<i>%</i>	<i>MLN €</i>	<i>%</i>	<i>MLN €</i>	<i>MLN €</i>	<i>MLN €</i>
OBBLIGAZIONARI	34%	27%	5,4%	66,6%	80723,0	4,9%	6007,0	20,0%	25700,0	6,7%	8128,0	121537,0	39%
Euro Gov. B.T.	42,6%	32,0%	0,9%	75,5%	37687,0	5,7%	2826,0	12,4%	6140,0	6,5%	3216,0%	43859,2	14,0%
Euro Gov. M.L.T.	35,1%	37,6%	1,0%	73,7%	15234,0	2,6%	540,0	15,4%	3190,0	8,8%	1810,0%	18442,1	5,9%
Euro Corp. Invest. Grade	4,1%	2,6%	0,0%	6,7%	281,0	12,0%	504,0	79,4%	3350,0	2,9%	121,0%	3632,2	1,2%
Euro High Yield	7,1%	1,5%	0,0%	8,6%	53,0	1,8%	11,0	78,5%	480,0	11,4%	70,0%	533,7	0,2%
Dollaro Gov. B.T.	4,0%	0,0%	59,3%	63,3%	282,0	0,0%	0,0	22,3%	99,0	14,9%	66,0%	381,7	0,1%
Dollaro Gov. M.L.T.	9,6%	1,3%	61,8%	72,7%	535,0	0,0%	0,0	19,2%	142,0	8,6%	63,0%	677,6	0,2%
Internazionali Gov.	20,5%	19,3%	31,1%	70,9%	2713,0	1,8%	70,0	21,5%	821,0	7,8%	299,0%	3537,0	1,1%
Internazionali High Yield	0,0%	0,0%	23,4%	23,4%	95,0	1,3%	0,0	68,0%	278,0	9,0%	37,0%	373,4	0,1%
Yen	7,4%	1,2%	62,2%	70,8%	110,0	0,0%	2,0	21,9%	34,0	7,7%	12,0%	144,1	0,0%
Paesi emergenti	0,8%	0,0%	70,8%	71,6%	1885,0	1,3%	0,0	17,4%	459,0	11,8%	311,0%	2347,1	0,7%
LIQUIDITA' AREA EURO	73,%	6,9%	0,0%	80,8%	53317,0	5,3%	3475,0	8,2%	5410,0	27,6%	18217,0	77052,0	25%

Lo "spettro" delle gestioni



Le garanzie finanziarie

- *La continua competizione con gli altri strumenti finanziari per la gestione del risparmio (quali i fondi comuni di investimento, le SICAV e le gestioni patrimoniali), ha portato continue innovazioni nelle unit linked, con l'introduzione di garanzie di restituzione del capitale iniziale e di rendimento minimo*
- *Per consentire tali garanzie sono state studiate strategie di investimento specifiche:*
 - *Le strategie "buy and hold"*
 - *Le strategie "costant mix"*
 - *Le strategie di "continuous proportion"*
 - *Le strategia "core – satellite"*

Buy and Hold

- La tecnica caratterizzata dal minor grado di dinamicità è rappresentata dallo schema operativo buy-and-hold: il portafoglio, in linea con quanto stabilito in sede di strategic asset allocation, viene acquistato e mantenuto, durante l'intero holding period, sostanzialmente immutato (non si dà luogo ad attività di ribilanciamento).
- I maggiori pregi ascrivibili a tale metodologia sono rinvenibili nella semplicità del processo gestionale e nei limitati costi di transazione. Tra i punti di debolezza, il minor grado di diversificazione e la conseguente maggior volatilità del portafoglio.

Buy and Hold

- Al variare del valore relativo delle singole asset class, per effetto delle dinamiche occorse nell'ambito dei mercati di riferimento, i pesi assunti dalle medesime, nell'ambito della struttura del portafoglio effettivamente gestito, tendono sempre più a divergere da quelli stabiliti in sede di strategic asset allocation. Ne deriva un'indesiderata variazione nel livello di volatilità del portafoglio.
- Si utilizza nell'ipotesi in cui le differenti classi di attività presenti nella composizione di portafoglio non siano caratterizzate da trend altalenanti.

Il "Costant Mix"

- L'obiettivo principale è garantire che la struttura del portafoglio, definita in sede di asset allocation strategica, risulti costante nel tempo.
- Al variare del valore relativo delle singole asset class nell'ambito della composizione del portafoglio gestito, per effetto delle dinamiche occorse nei mercati finanziari di riferimento, si procede al ribilanciamento ed all'aggiustamento sistematico del medesimo rispetto alla sua struttura originale.
- Alla ottimizzazione dei risultati sotto il profilo reddituale si aggiunge una costante rispondenza della struttura del portafoglio effettivamente gestito alla configurazione ottimale di lungo periodo.

Il "Costant Mix"

VANTAGGI:

- Consente di mantenere un costante livello di volatilità e preservare - nel tempo - una composizione bilanciata del portafoglio, prevenendo un eccessivo sbilanciamento dello stesso verso la componente di natura azionaria, in ipotesi di bull market, oppure verso la componente obbligazionaria, in ipotesi di mercato bear.

SVANTAGGI:

- Elevati costi di gestione e di transazione dovuti al sistematico ribilanciamento del fondo.
- In ipotesi di relativa stazionarietà del mercato - allorquando gli andamenti dei valori assunti dalle classi di attività risultino tendenzialmente costanti - la strategia buy-and-hold è da preferirsi.

La Continuous Proportion Portfolio Insurance (CPPI)

- La strategia prevede un rapporto di investimento in attività rischiose crescente all'aumentare del livello di capitalizzazione del fondo in modo che non possa scendere mai al di sotto di un predefinito livello minimo "garantito" (hedging dinamico).
- Se il livello di capitalizzazione è basso si investirà in titoli a basso rischio. All'aumentare del livello di capitalizzazione l'investimento si sposterà verso attività più rischiose. Il portafoglio azionario è selezionato tra i portafogli efficienti a più bassa volatilità mentre il portafoglio obbligazionario è caratterizzato da una duration stocastica molto bassa.
- L'esposizione al rischio del portafoglio è proporzionale all'eccesso di ricchezza del fondo rispetto al livello minimo garantito.

La Continuous Proportion Portfolio Insurance (CPPI)

- Quando il livello di capitalizzazione del portafoglio (x) è pari o inferiore al livello minimo garantito M tutte le attività sono investite nel portafoglio a basso rischio. Nel caso in cui il fondo si trova al di sopra del livello minimo, una parte delle attività, per un ammontare pari ad un multiplo (g) dell'eccesso del livello di capitalizzazione rispetto al livello minimo ($x-M$) viene investita nel portafoglio più rischioso che fornisce rendimenti potenziali più elevati.
- In ogni istante di tempo, ad un livello di capitalizzazione x del portafoglio, una quota pari a $p_A(x)$ dello stesso sarà investita nel portafoglio meno rischioso e una quota pari a $p_B(x)$ nel portafoglio a rischio più elevato, con:

$$p_B(x) = \max\left\{g \frac{x-M}{x}, 0\right\}$$

Un esempio di CPPI

Nel caso in cui il contratto prevede dopo 5 anni la restituzione del capitale iniziale (pari a 100) con un moltiplicatore (m) pari a 2 (vuol dire che intendo raddoppiare la mia esposizione sul mercato azionario) ed acquisto uno "zero coupon" con un tasso annuo del 2%, avrò:

Valore attuale della garanzia: $90,57 = 100 \times (1/1,02^5)$

Ammontare iniziale disponibile : 100 (versamento al netto caricamenti)

Quota azionaria: $18,85 = 2 \times (100 - 90,57) = 2 \times 9,43$

Quota obbligazionaria: $81,15 = 100 - 18,85$

Tale strategia comporta una costante verifica del portafoglio ed il ribilanciamento degli investimenti.

Se il mercato azionario scende, si vendono azioni, questo ha comportato che molti dei prodotti unit linked con protezione lanciati due-tre anni fa, a seguito dei continui ribassi del mercato azionario, hanno ormai investimenti unicamente in obbligazioni.

Per ovviare a questo problema i nuovi prodotti fissano una garanzia al di sotto dell'investimento iniziale, così da consentire un maggior peso alla componente azionaria e maggiore flessibilità nel ribilanciamento

La strategia "Core-Satellite"

- La "core-satellite" è una strategia a basso grado di attività gestionale e prevede la suddivisione del portafoglio in due componenti.
- La componente **core** prevede l'adozione di una politica di "costant mix" con pesi standard da assegnare alle varie asset class individuate e il contenimento dei costi. Il *core portfolio* può essere *multi-benchmark*, ossia composto ricorrendo ad un mix di azioni, titoli irs e valute ritenuto più opportuno ed ha la funzione di replicare il rendimento "benchmark" dato dalla somma dei premi al rischio prevalenti sui diversi mercati-obiettivo. Gli strumenti elettivi per la composizione del *core portfolio* sono i fondi di investimento passivi o gli ETF che replicano i relativi benchmark.

La strategia "Core-Satellite"

La componente ***satellite*** è riservata ad una gestione di tipo attivo con rotazione su mercati e settori, attività di stock picking e market timing e all'introduzione di asset class decorrelate quali:

Exchange Trade commodities

Hedge funds

Prodotti strutturati.

Volatilità di una gestione core-satellite

