



*Economia e Finanza delle Assicurazioni
Università di Macerata – Facoltà di
Economia*

Mario Parisi
I contratti derivati nelle gestioni assicurative



I derivati e le assicurazioni

- L'assunzione di posizioni corte o lunghe comporta una **redistribuzione dei rischi di mercato** tra diversi soggetti in modo del tutto simile a quello che si realizza per le compagnie con i rischi assicurativi: a fronte del trasferimento del rischio di mercato ad un altro soggetto, l'operatore assumerà, a seconda della tipologia del contratto, un rischio di controparte o un rischio base; a sua volta, il soggetto che assumerà il rischio di mercato in modo sistematico cercherà di rendere le sue posizioni negativamente correlate tra loro in modo da compensarne gli effetti.
- L'analogia con il funzionamento dei prodotti assicurativi è evidente anche in quanto i derivati consentono di coprire i rischi con **modesti impieghi di capitale**.

I derivati e le assicurazioni

- Una polizza a capitale rivalutabile a vita intera e con rendimento minimo garantito annuo del 3% può essere di per sé stessa assimilata ad una combinazione di due derivati: uno swap e un'opzione.
- Il contraente, infatti, è come se esercitasse in via automatica una opzione che gli riconosce il diritto di ricevere un tasso fisso, pari al minimo garantito (**floor**), a fronte della cessione del tasso variabile realizzato dalla Gestione, qualora quest'ultimo sia inferiore al livello garantito.

I derivati e le assicurazioni

- Il provvedimento Isvap 297/96 recita che:
*“gli strumenti derivati quali options, futures e swaps in relazione ad attivi che coprono le riserve tecniche possono essere utilizzati nella misura in cui contribuiscono a **ridurre il rischio di investimento** o, in via marginale, consentono una **gestione efficace del portafoglio**”.*
- I presupposti per il loro utilizzo sono: 1) la definizione di una strategia esplicita tramite Delibera quadro del CDA; 2) l'impiego di risorse esperte e competenti; 3) l'esistenza di efficaci sistemi di misurazione e controllo; 4) la definizione di ammontari coerenti con la situazione economica, patrimoniale e finanziaria della Compagnia (ad eccezione dei casi in cui l'impresa abbia un'eccedenza di margine di solvibilità prudenzialmente adeguato; 5) avvenga attraverso controparti abilitate e su mercati liquidi.
- Le finalità perseguibili attraverso l'impiego di derivati sono: 1) **la copertura efficace** (evidenze documentate di una elevata correlazione – 80%/125% - tra le caratteristiche finanziarie delle A/L coperte e quelle degli strumenti derivati); 2) **una gestione efficace** di portafoglio benché limitata ad una percentuale gestita.

I derivati e le assicurazioni

- Per gestione efficiente di portafoglio il Legislatore ha identificato gli investimenti in derivati volti a *“raggiungere determinati obiettivi di investimento in modo più agevole, più economico o flessibile rispetto a quanto sia possibile operando sugli attivi sottostanti”*.
- Nel caso in cui l'impresa decida di utilizzare derivati al fine di copertura delle riserve tecniche, è rilevante ai fini normativi se le passività coperte sono riferite a polizze vita a capitale rivalutabile o a prodotti assicurativi index-unit linked.

I derivati nelle polizze index e unit linked

Per questa tipologia di prodotti il Legislatore ha previsto che, in virtù del collegamento diretto tra redditività conseguita e rivalutazione riconosciuta alle passività:

- si deroghi all'esigenza che sia garantita la sicurezza, la liquidità e la redditività degli investimenti effettuati;
- non si applichino i limiti di utilizzo di strumenti derivati ai fini della copertura delle riserve tecniche;
- le operazioni in derivati vengano chiuse con soggetti appartenenti ai Paesi della zona A, sottoposti a vigilanza prudenziale, e con rating non inferiore ad A-;
- sia garantita la liquidità dell'investimento anche tramite opportuni patti di riacquisto qualora il derivato non sia trattato in mercati regolamentati che offrano adeguate garanzie di liquidità.

I derivati nelle polizze rivalutabili

Per questa tipologia di prodotti il Legislatore ha previsto, invece, che i derivati utilizzati a copertura delle riserve tecniche siano soggetti a norme volte a garantire una valutazione prudentiale degli stessi:

- eventuali plusvalenze devono essere prese in considerazione, alla data di redazione del bilancio (annuale, semestrale) nel limite in cui queste servano a compensare svalutazioni sugli attivi coperti.
- I derivati non aventi finalità di copertura devono essere valutati sempre come gli attivi attribuiti al comparto non durevole: le *plusvalenze* latenti non sono considerate mentre le *minusvalenze* sono classificate tra gli “oneri patrimoniali e finanziari”.

I titoli “strutturati”

Le obbligazioni strutturate (Asset Backed Securities e titoli Index linked) sono assimilate giuridicamente a titoli di debito e come tali sono soggette ai limiti di investimento previsti per i titoli di debito:

- fino al 100% dell'ammontare delle riserve tecniche purché negoziati in mercati regolamentati con un massimo del 10% per i titoli di debito non quotati, nel rispetto delle caratteristiche di sicurezza, redditività e liquidità e provvedendo ad un adeguata diversificazione e dispersione degli stessi.
- possono essere attribuiti al comparto ad utilizzo durevole (*tranne che se utilizzati a copertura di riserve tecniche di prodotti index e unit linked*) motivando adeguatamente tale scelta.

Gli swaps nei portafogli assicurativi

- Gli interest rate e i currency swaps possono essere utilizzati dalle assicurazioni con le seguenti finalità:

*1) modificare le modalità di determinazione del costo delle passività: da tasso fisso a variabile e viceversa, oppure da un tipo di indice ad un altro e/o la valuta di denominazione (**liability swap**);*

*2) creare attività o titoli “sintetici”: utilizzati in combinazione con altri strumenti del mercato consentono di ottenere attività con caratteristiche tecniche diverse da quelle reperibili sul mercato sotto il profilo rischio/rendimento e/o denominate in valuta differente (**asset swap**);*

3) controllare l'esposizione al rischio di mismatching derivante dalla presenza di impieghi con condizioni di rivedibilità dei tassi e/o valute, diverse da quelle della raccolta.

- Una stessa operazione può essere definita asset swap o liability swap a seconda che venga considerata dal punto di vista dell'uno o dell'altro contraente.

Liability Swap

- Si consideri una compagnia che abbia emesso obbligazioni con scadenza 4 anni e cedola semestrale pari a Euribor6m + 50 bp:

La passività a tasso variabile può essere trasformata in passività a tasso fisso negoziando uno swap in **posizione lunga sull'indice I e corta sul tasso fisso**.

Affinché ciò si realizzi, le caratteristiche dello swap devono coincidere con le condizioni dell'emissione obbligazionaria (*capitale di riferimento pari all'ammontare emesso delle obbligazioni, scadenza, flussi di pagamento semestrali con liquidazione in corrispondenza delle date di stacco cedola delle obbligazioni*).

Risultato: *rideterminazione del costo delle passività con eliminazione del rischio di rialzo dei tassi; maggior rischio di credito, connesso alla qualità della controparte dello swap (solitamente, ma non necessariamente, una istituzione finanziaria).*

Una combinazione di operazioni simmetrica consente di trasformare il tasso di una passività da fisso a variabile nel caso di attese di ribasso dei tassi o per chiudere posizioni relative ad impieghi a tasso variabile (ALM)

Asset Swap

- **Si consideri uno swap - in combinazione con una posizione su Btp, con vita residua 3 anni e cedola nominale del 5% - con le seguenti caratteristiche:**

- notional: pari all'ammontare dei Btp
- *scadenza: 2 anni*
- *tasso fisso: 5,2% nominale annuo*
- *frequenza dei pagamenti: trimestrale per la parte variabile, semestrale per il fisso*

Risultato: protezione dal rialzo dei tassi per 2 anni.

Lo Swap come strumento di ALM

- Si consideri una compagnia che abbia la seguente posizione iniziale:

Impieghi: capitale 100 in titoli con rendimento indicizzato al Bot 6m + 150 bp; scadenza 2 anni; rimborso del capitale in un'unica soluzione; pagamento interessi semestrale.

Raccolta: capitale 100 in titoli con rendimento indicizzato all'Euribor 6m; scadenza 2 anni; rimborso del capitale in un'unica soluzione; pagamento interessi semestrale.

Spread iniziale: $0,5 \text{ Bot6m} + 150 \text{ bp} - 0,5 \text{ Euribor6m} =$
 $= 0,5(\text{Bot6m} - \text{Euribor6m}) + 150 \text{ bp}$

Il portafoglio A/L è esposto al rischio di una variazione in aumento dell'Euribor6m in misura più pronunciata del tasso Bot6m (rischio base).

*Per coprire tale rischio è possibile negoziare un **basis swap** con posizione lunga sull'Euribor6m e corta sul Bot6m+50 bp incassando un margine fisso semestrale di 100 bp.*

Valutazione dei derivati secondo lo IAS 39

I derivati, secondo lo **IAS 39**, possono essere valutati:

- 1) al ***fair value***, con impatto sul conto economico, se di trading o per scelta valutativa della compagnia;
- 2) utilizzando lo stesso criterio applicato per il sottostante, se di copertura: ***a) del fair value*** (es. derivato su azione) con riflesso sul conto economico; ***b) del cash flow*** (es. IRS collegato a un titolo a tasso variabile), in cui le variazioni di valore del derivato sono temporaneamente “parcheeggiate” in una specifica voce di patrimonio netto e rilasciate a conto economico nei periodi successivi al fine di mitigare l'effetto attribuibile ai flussi coperti .