

## **Le innovazioni nei prodotti assicurativi: un confronto “*Index Linked*” ed “*ETF Linked*”**

Dott.ssa Camilla Mazzoli (Dottorato di Ricerca in “Economia e Gestione nei Mercati Finanziari ed Assicurativi)

Dipartimento di Economia – Facoltà di Economia “G.Fuà” - Università Politecnica delle Marche

E-mail: [mazzoli@dea.unian.it](mailto:mazzoli@dea.unian.it) (\*)

### ***Abstract***

Le polizze assicurative “*Index Linked*” sono un esempio di innovazione nei prodotti finanziari. Si tratta di strumenti ad alto contenuto finanziario che mantengono, solo in parte, la natura assicurativa tipica delle polizze vita. Di fatto, l’investitore partecipa al rischio derivante dalla *performance* di indici di mercato o settoriali; inoltre, in qualità di assicurato, egli beneficia della garanzia di restituzione delle risorse finanziarie investite nel caso in cui l’evoluzione del parametro di riferimento sia negativa.

Di recente, accanto a questi prodotti, se ne sono affiancati di nuovi. Si tratta di polizze che mantengono le caratteristiche tecniche delle *Index* ma che sono legate all’andamento di strumenti tecnicamente e giuridicamente diversi rispetto agli indici: gli *Exchange Traded Fund*.

Ciò che interessa, in questa sede, è studiare brevemente le implicazioni di un investimento in polizze *ETF Linked* rispetto a quello, già noto, in polizze *Index Linked*. L’attenzione è posta sull’analisi delle conseguenze che tali investimenti producono per i quattro soggetti principali coinvolti nell’operazione: l’investitore/assicurato, l’impresa di assicurazione, la banca d’investimento ed il soggetto che distribuisce i prodotti. In particolare, l’analisi si focalizza sull’investitore/assicurato e sull’impresa di assicurazione. A questo scopo, si propone un modello di simulazione dei guadagni a scadenza delle due polizze. Il modello viene sperimentato con riferimento a scenari diversi possibili ed alimentato da dati di mercato. Si tenta di verificare la convenienza - o meno - per l’assicurato e per l’assicuratore a sottoscrivere queste polizze innovative, rispetto alle *Index Linked* tradizionali o ad altre forme di investimento similari.

JEL Classification: G11, G22

Keyword: Polizze vita, *Index Linked*, *Exchange Traded Fund*.

(\*) Si ringraziano il Prof. GianMario Raggetti per il supporto scientifico fornito e la Prof.ssa Caterina Lucarelli per i consigli offerti nel corso di questa ricerca.

## **Introduzione ed obiettivi del lavoro**

Le forme assicurative “vita” nascono per soddisfare i bisogni previdenziali di tutela dell’individuo dai rischi connessi al ciclo della vita. Si tratta di contratti fondati sulla stima del rischio che si verifichi un evento “vita” o “morte” del soggetto assicurato<sup>(1)</sup>. La funzione assicurativa consiste nel definire un ammontare di risorse finanziarie che sarà erogato ai beneficiari alla scadenza del contratto (nel caso di polizze a “capitale differito”), oppure al verificarsi dell’evento morte dell’assicurato (nel caso di “temporanee caso morte”). Le polizze a capitale differito rimangono in essere per il tempo che intercorre tra il momento della stipula del contratto e la scadenza; le temporanee caso morte, invece, si protraggono per periodi indeterminati.

In questo senso, il fattore tempo connesso con la durata dei contratti, ha originato un bisogno nuovo nei soggetti interessati. Si tratta della necessità di mantenere nel tempo – o, ancora meglio, di aumentare - il valore reale delle risorse finanziarie investite in contratti assicurativi. Come per ogni contratto di carattere finanziario che rimanga in essere nel medio-lungo periodo, si pone il problema, per l’investitore, di contrastare la perdita di potere di acquisto nel tempo delle risorse finanziarie investite. In questo senso, poiché le risorse impiegate nella polizza rimangono immobilizzate per periodi estesi (specie nel caso di polizze a premio unico) il contraente pretende che, a scadenza, gli sia restituito almeno il valore reale del capitale versato. La conservazione del valore reale delle risorse investite è, probabilmente, il primo bisogno al quale si è tentato di dare soddisfazione per mezzo dell’innovazione delle polizze vita tradizionali; un’innovazione che si manifesta sotto forma di prodotti che uniscono la funzione tradizionale del contratto assicurativo a quella finanziaria. Ciò allo scopo di introdurre strumenti idonei a valorizzare nel tempo il capitale investito.

La prima risposta alle esigenze accennate è data dalle polizze rivalutabili, introdotte intorno agli anni ‘70. Si tratta di contratti in cui la prestazione a scadenza è composta da una parte garantita ed una variabile. La garanzia è data da un tasso minimo concordato che viene applicato al capitale, mentre la parte variabile è realizzata attraverso un *link* con la performance di gestione di titoli poco rischiosi – prevalentemente di Stato. In questo modo, le imprese assicurative che offrono polizze rivalutabili si sottopongono ad un rischio duplice: uno è relativo all’evento vita e l’altro è che con l’investimento in titoli di stato non si ottenga un rendimento ulteriore rispetto a quello minimo garantito e concordato con gli assicurati/investitori<sup>(2)</sup>. La tabella n.1 mostra i dati relativi alla crescita dei premi investiti in polizze vita tra 1986 ed il 1998 nel contesto nazionale. In particolare, interessa focalizzare l’attenzione sull’inversione del trend verificatasi nel 1997. E’ evidente, infatti, che fino a tale data, i premi investiti in contratti vita erano da attribuirsi, in prevalenza, alla sottoscrizione di polizze rivalutabili. Inoltre, a partire dal 1986 fino al 1997, il trend di collocamento di questi prodotti è stato sempre crescente. Nel 1997, si verifica una discesa consistente del flusso di premi raccolti nel ramo vita ed, in particolare, di quelli in polizze rivalutabili.

### **Tabella n. 1 – Andamento dei premi investiti in polizze vita 1986-1998**

---

**[INSERIRE TABELLA N.1]**

*Fonte: “Le polizze Index e Unit Linked in Italia”, Quaderno ISVAP n.5, 2001*

Al fine di comprendere questo tipo di evoluzione, si consideri che la fine degli anni '90 è caratterizzata da politiche economiche di molti governi europei (anche dell'Italia) volte a ridurre il debito pubblico ed a liberalizzare il mercato del credito. L'insieme di queste politiche ha abbassato i tassi di interesse (tra il 1996 ed il 1997), come illustrato in tabella n.2. Le imprese di assicurazione hanno percepito, quindi, che gli investitori avrebbero perso interesse per le polizze rivalutabili; le stesse, infatti, beneficiavano dell'andamento positivo e crescente dei tassi di interesse. Ne è derivato, quindi, un ridimensionamento, da parte delle Imprese Assicuratrici, delle proposte di sottoscrizione di polizze rivalutabili e, quindi, una riduzione del flusso complessivo dei premi raccolti nel ramo vita, come mostra la tabella n.3.

Per reagire in qualche modo a questo fenomeno, le imprese di assicurazione hanno spostato il proprio interesse verso i mercati azionari. Infatti, proprio in quegli stessi anni, tali mercati stavano beneficiando di una fase di rialzo appetibile, come da tabella n. 2. La discesa dei tassi di interesse e l'andamento positivo dei mercati hanno suggerito alle imprese di assicurazione di progettare e proporre ai propri investitori/assicurati forme innovative di polizze nelle quali prevalgono le caratteristiche finanziarie, rispetto a quelle assicurative. Non si tratta più, infatti, di perseguire un rendimento in titoli di stato ma, piuttosto, di proporre agli investitori un *link* con strumenti finanziari più rischiosi e, nella fattispecie, titoli azionari.

Tutto ciò nella speranza di poter rinnovare l'interesse degli investitori verso queste soluzioni nuove, dato il temuto disinteresse per le polizze rivalutabili.

### **Tabella n.2 – TUS/TUR e MSCI World 1995-2004**

---

**[INSERIRE TABELLA N.2]**

*TUS (Tasso Ufficiale di Risconto)*

*TUR (Tasso Ufficiale di Riferimento, che ha sostituito il TUR dal 1999)*

*MSCI (Morgan Stanley Capital Index)*

*Fonte: Nostre elaborazioni su dati Morgan Stanley e Banca D'Italia*

### **Tabella n. 3 – Incrementi % della raccolta premi nel Ramo Vita e nel Ramo III**

---

**[INSERIRE TABELLA N. 3]**

*Ramo III (ex D. Lgs 174/1995 è il Ramo cui appartengono le polizze Unit ed Index Linked)*

*Fonte: Nostre elaborazioni su dati ANIA 2004<sup>(3)</sup>*

Si tratta di contratti che, hanno la struttura delle polizze rivalutabili – nel senso che il rendimento del capitale investito è legato all’andamento di uno strumento finanziario – ma che presentano alcune caratteristiche differenti rispetto ad esse. La differenza principale tra le due soluzioni richiamate consiste nella natura del parametro di riferimento al quale è agganciato il capitale; mentre le polizze rivalutabili sono collegate all’investimento in titoli di stato, le nuove polizze sono caratterizzate da profili di rischio più elevati, tipici dei mercati azionari.

Nell’esperienza italiana, queste polizze, disciplinate dal D. Lgs 174/1995 e definite nella stessa sede “*Linked*”, sono legate all’andamento di fondi comuni di investimento (*Unit Linked*) e di indici - o panieri di indici - di mercato azionario (*Index Linked*).

Va ribadito che, nel corso degli anni, le polizze *Index* hanno progressivamente visto offuscare la propria “missione” assicurativa, per lasciare uno spazio sempre maggiore all’aspetto finanziario. Da ciò deriva, come conseguenza immediata, che anche il processo di innovazione finanziaria si manifesta attraverso alcune varianti di carattere finanziario, più che assicurativo, apportate alle polizze *Index Linked* tradizionali. Tale processo è finalizzato a catturare l’attenzione degli investitori con prodotti sempre nuovi, ma si tratta, nella maggior parte dei casi, di innovazioni che non riguardano la struttura tecnica ed il funzionamento della polizza ma, più semplicemente, il parametro cui è agganciato il rendimento della stessa. L’ultimo esempio di questo processo di “innovazione” è rappresentato dalle polizze “ETF *Linked*”, così definite poiché hanno come parametro di riferimento, appunto, un *Exchange Traded Fund*<sup>(4)</sup>.

Fatta questa premessa necessaria circa l’evoluzione delle polizze assicurative vita, si consideri che, con questo contributo, si intende esaminare, in primo luogo, l’aspetto finanziario delle polizze *Index Linked*, ponendo una attenzione minore sul loro aspetto assicurativo. Di fatti, come già accennato poco fa, l’evoluzione delle polizze *Linked* si manifesta soprattutto sotto forma di innovazioni finanziarie, poiché la parte più strettamente assicurativa non sembra mostrare mutamenti rilevanti nel tempo.

Come già dichiarato, con questo contributo si intende fornire qualche informazione circa le conseguenze di un investimento in polizze ETF *Linked* rispetto a quello, già noto, in polizze *Index Linked*. Tale analisi è condotta, in modo particolare, sull’investitore e sull’Impresa di Assicurazione, mentre si trascurano, per ragioni di sintesi, le figure del soggetto che distribuisce i prodotti in questione e della banca di investimento che emetta gli strumenti di copertura del rischio. A questo scopo, si propone un modello di simulazione dei guadagni a scadenza che possa soddisfare un obiettivo conoscitivo articolato su due livelli: realizzare un confronto di carattere tecnico tra polizze *Index Linked* ed ETF *Linked* ed analizzare, attraverso delle simulazioni, l’opportunità, per un investitore, di sottoscrivere contratti come quelli appena citati o, piuttosto, cercare, dove possibile, di riprodurre in autonomia un prodotto simile alle polizze in questione. Entrambi gli obiettivi sono affrontati per mezzo di simulazioni su dati reali. Si tenta, infatti, di illustrare, per alcuni scenari possibili di mercato, la struttura dei guadagni lordi a scadenza delle tre forme di investimento con la stessa scadenza (Opzione su Indice, Opzione su ETF ed investimento autonomo in ETF e Zero Coupon Bond) e di individuare quale, tra queste, potrebbe essere maggiormente remunerativa nei diversi casi. In sintesi, ciò dovrebbe consentire di formulare qualche conclusione circa la

convenienza per l'investitore/assicurato di partecipare ad un contratto agganciato ad ETF o ad indici, piuttosto che riprodurre la struttura tecnica in modo autonomo.

### **Alcune caratteristiche delle polizze *Index Linked***

Come già accennato, le polizze *Linked* producono rendimenti agganciati ad uno o più parametri di riferimento. In linea teorica, ogni attività può essere assunta come parametro di riferimento nelle polizze *Linked*. Tuttavia, poiché limiti normativi e di mercato lo impongono, il parametro di riferimento deve comunque avere alcune caratteristiche precise. La più importante di queste prevede che il parametro rappresenti, con la massima approssimazione possibile, i prodotti strutturati che sono utilizzati dall'Impresa di Assicurazione per costituire le riserve tecniche accantonate a fronte dei contratti *Index Linked* emessi. La normativa indica, infatti, *“quote rappresentanti il valore di riferimento oppure, qualora non esistano tali quote, attivi di adeguata sicurezza e negoziabilità che corrispondano il più possibile a quelli su cui si basa il valore di riferimento”*<sup>(5)</sup>. Nonostante tali imposizioni normative, tuttavia, l'equazione  $\text{VALORE DEGLI INVESTIMENTI} = \text{VALORE DELLA PRESTAZIONE}$  non può essere considerata realistica a priori, tranne nel caso in cui gli investimenti rappresentino esattamente il parametro di riferimento del contratto. Per le polizze *Index*, la normativa impone il collegamento con indici o con altri strumenti finanziari quotati nei mercati regolamentati.

Nell'esperienza italiana, le *Index* sono legate all'andamento di indici di Borsa; inoltre, accanto alla prestazione variabile, sono offerte garanzie di rendimento o di conservazione del capitale<sup>(6)</sup>. Di norma, le prestazioni vengono erogate a scadenza e sono alimentate da un unico versamento iniziale (premio unico). Per quanto concerne la ripartizione del rischio tra i soggetti che partecipano all'operazione, bisogna sottolineare che, in genere, l'impresa di assicurazione non assume alcun rischio – tranne quello di copertura caso morte e/o recupero delle spese gravanti sui premi; ciò perché gli assicuratori coprono gli impegni assunti attraverso l'acquisto, da emittenti specializzati, di titoli strutturati che offrono, a scadenza, prestazioni speculari a quelle sottoscritte dall'assicurato/investitore. In questo senso, il rischio di mancato adempimento degli obblighi da parte dell'impresa che abbia emesso il titolo strutturato grava interamente sull'investitore. Quanto appena illustrato è legato ad un vantaggio di carattere normativo che è riconosciuto all'impresa di assicurazione che trasferisca il rischio ad altri; infatti, all'art. 30 del D.Lgs 174/1995, si prevede che l'assicuratore accantoni un margine di solvibilità pari al 4% delle riserve matematiche a fronte dei contratti per i quali si trovi a sopportare un rischio. Al contrario, nel caso in cui tale rischio sia trasferito ad altri o comunque non gravi direttamente sull'impresa assicurativa, l'aliquota scende all'1%<sup>(7)</sup>.

In sintesi, per trasferire il rischio, l'assicurazione acquista titoli strutturati la cui prestazione è collegata all'andamento del parametro di riferimento della polizza. Poiché il rischio di rimborso del capitale a scadenza e dell'extra rendimento è legato non all'impresa di assicurazione ma piuttosto alla società che abbia emesso il prodotto strutturato, l'Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private e di Interesse Collettivo (ISVAP) ha introdotto, di recente, l'obbligo per le compagnie assicurative di trattare prodotti strutturati offerti da emittenti con grado elevato di *rating*. In particolare nella circolare 451/D è indicata la soglia minima di A-

(individuata dalla riga grigia in tabella n.4). La tabella sottostante mostra che, ad oggi, il numero maggiore di polizze *Index* si concentra nei livelli di *rating* migliori, anche se, in alcuni casi l'indicazione dell'ISVAP relativa alla soglia minima di A-viene violata.

**Tabella n.4** – Rischio degli emittenti i prodotti strutturati interni alle *Index Linked*

---

**[INSERIRE TABELLA N.4]**

Fonte: *Il Sole 24 ore*, 2005

Per quanto riguarda il titolo strutturato acquistato dall'impresa di assicurazione a fronte della polizza emessa, esso si compone, di fatto, di una parte *straight bond* e di una componente derivata (di tipo opzione *call* su indice). Il *bond* è, in genere, uno Zero Coupon Bond (ZCB)<sup>(8)</sup>, mentre l'opzione *call* consente all'investitore/assicurato di guadagnare in relazione ad aumenti di valore dell'indice di riferimento sottostante<sup>(9)</sup>. E' evidente, tuttavia, che, poiché questi prodotti strutturati sono spesso costruiti *ad hoc*, non esiste un mercato secondario con liquidità elevata, poiché mancano le caratteristiche di standardizzazione che assicurano la liquidità degli strumenti finanziari.

Pur consapevoli della quantità elevata di polizze di questa natura, per semplicità, in questa sede, si considera uno solo dei contratti possibili; si tratta delle polizze con condizione "*best of*". Si intendono, con tale espressione, contratti in cui il capitale finale è il valore maggiore tra premio unico versato - maggiorato di una percentuale predefinita - ed il risultato derivante dall'indicizzazione finanziaria. In questo senso, se a scadenza il valore dell'indice avrà superato quello stabilito nel contratto vi sarà un guadagno soddisfacente per l'investitore/assicurato; in caso contrario, l'investitore riceverà il premio versato inizialmente grazie alla clausola di conservazione del capitale garantita dalla parte obbligazionaria del titolo strutturato.

Questa panoramica generale sull'evoluzione delle polizze vita agganciate a parametri di riferimento finanziari si conclude con l'ultima innovazione introdotta in materia. Di recente, il successo enorme che gli *Exchange Traded Fund* stanno riscuotendo nel panorama finanziario internazionale, ha condotto all'introduzione di polizze nuove di tipo *ETF linked*.

Gli *ETF* hanno regole di funzionamento molto diverse nel mercato primario ed in quello secondario, così come diverse sono le tipologie di soggetti ammessi ad operarvi. Nel mercato primario, infatti, agiscono solo il gestore, la banca depositaria ed i soggetti istituzionali autorizzati, ossia gli *Authorized Participant (AP)*. In questo mercato, la creazione ed il rimborso delle quote avviene con un processo unico ed innovativo nel quale non si verifica mai lo scambio *cash*; per questo motivo è definito *Creation and Redemption in Kind*. Solo per completezza, si pensi ai vantaggi di carattere fiscale che un processo simile conferisce agli operatori del mercato primario. Lo scambio di "quote contro *cash*" evita che si produca il *capital gain*, che, come noto, è soggetto ad imposizione fiscale. L'imposizione fiscale riguarda, quindi, solo le negoziazioni che hanno luogo nel mercato secondario.

Successivamente alla *Creation* nel mercato primario, le quote possono essere scambiate nelle principali borse internazionali esattamente come fossero titoli

azionari; in alcuni casi, infatti, le stesse sono trattate nello stesso segmento di mercato delle azioni. E' evidente, quindi, che, mentre nel mercato primario vi è un meccanismo di accesso limitato e riservato ad alcune tipologie di operatori, le negoziazioni nel mercato secondario di ETF sono consentite a tutti gli operatori che abbiano sottoscritto con la propria banca un contratto di accesso al mercato azionario. Tale meccanismo ha riflessi non immediatamente intuibili, ma estremamente importanti in tema di arbitraggio. Si tratta della possibilità, che è riservata per legge solo agli AP, di poter operare sia nel mercato primario che in quello secondario, fungendo da arbitraggisti tra i due. In questo senso, l'operatività degli AP garantisce, o dovrebbe garantire, che il prezzo delle quote nel mercato secondario sia equivalente al loro NAV nel mercato primario; se così non fosse, infatti, essi potrebbero approfittare di questi scostamenti per mettere in atto arbitraggi senza rischio e trarre profitto dall'operazione<sup>(10)</sup>. Tuttavia, al di là delle modalità di negoziazione e di creazione delle quote del fondo e del funzionamento del mercato primario e secondario, ciò che interessa, in questa sede, è sottolineare che, proprio per la presenza di arbitraggi da parte degli AP, l'ETF non si scosta molto, in termini di risultati, dall'indice che replica.

Nonostante la novità dello strumento finanziario che assumono come parametro di riferimento, le ETF *Linked* hanno un funzionamento tecnico del tutto simile a quello delle *Index*, tranne il fatto che, ovviamente, sono agganciate ad un parametro di riferimento differente. Un parametro che, come già ribadito più volte, nel caso delle ETF *Linked* è un fondo a gestione passiva. In questo senso, si deve considerare che, in caso di esercizio a scadenza dell'opzione che compone il titolo strutturato, il soggetto avente diritto ad esercitare ottiene quote dell'ETF; quote che, pertanto, generano costi di gestione – anche se, come noto, tali costi sono relativamente bassi rispetto ad un fondo a gestione attiva. In questo senso, in caso di esercizio dell'opzione, il contratto si perfeziona con il trasferimento delle quote dell'ETF all'assicurato, anziché con la liquidazione del differenziale in risorse liquide.

## **Dati e metodologia**

Per realizzare il confronto tra l'investimento in *Index Linked* e quello in ETF *Linked*, oltre che quello con l'ipotesi di costruzione di un prodotto del tipo Zero Coupon Bond (ZCB) e quote di ETF, si costruiscono, sulla base di dati reali di mercato, tre simulazioni. In particolare, si tratta di una polizza *Linked* agganciata all'indice *Dow Jones Industrial Average* (DJIA), una legata al *Diamond* (DIA) che è l'ETF costruito sullo stesso indice ed, infine, un prodotto costruito in modo autonomo con una parte in ZCB ed una in quote dell'ETF. Si consideri, inoltre, che, per semplicità, nel caso della polizza su DIA si considera un paniere di riferimento composto da un solo ETF; tuttavia, il mercato sembra offrire, fino ad ora, panieri composti da un basket di ETF piuttosto che da un solo prodotto. Ciò al fine di diversificare ulteriormente i settori ed i mercati in cui investire e di ridurre, quindi, il rischio complessivo dell'investimento. Si precisa, inoltre, che per semplicità si trascura del tutto il caso di morte dell'assicurato prima della scadenza, ma si presuppone che il contratto rimanga in essere per la durata prestabilita.

Dopo aver costruito i tre prodotti da analizzare ed aver illustrato la struttura dei guadagni lordi a scadenza, si calcolano gli stessi nell'ipotesi di scenari diversi di

mercato a scadenza. Si tratta di ipotesi di incrementi e di decrementi percentuali dei parametri di riferimento individuati. Tuttavia, per ragioni di sintesi, si considerano solo variazioni in aumento ed in diminuzione al massimo del 30%. Sulla base di queste ipotesi si dovrebbe essere in grado di effettuare una valutazione comparata dei guadagni realizzati mediante i tre prodotti in ciascuno degli scenari considerati e di trarre alcune conclusioni circa la convenienza di ciascuno di essi nelle situazioni diverse di mercato. Per ragioni di chiarezza espositiva e di coerenza nel percorso logico, si illustrano, in primo luogo, i casi delle polizze DJIA *Linked* e DIA *Linked* e, successivamente, il caso dell'acquisto diretto di quote del DIA.

- Polizze DJIA e DIA *Linked*

I dati di mercato acquisiti per la costruzione del modello si riferiscono all'ipotesi di contratti sottoscritti in data 10 novembre 2003 ed aventi scadenza in data 10 novembre 2009. Si sottolinea che, per ragioni di semplicità e di calcolo, si trascurano completamente le spese di gestione così come gli oneri fiscali<sup>(11)</sup>. Si immagina di investire una somma pari ad \$ 30.000. A fronte di questo capitale investito l'impresa di assicurazione acquista da un emittente un titolo strutturato così costruito:

- il 16,55% (pari ad \$ 4.965) della somma totale investita è destinato all'acquisto dei contratti di Opzione *Call*
- il restante 83,45% (pari a \$25.035) impiegato nell'acquisto dello ZCB emesso al valore nominale.

Di seguito si propone una sintesi dei dati:

**Tabella n. 5** – Dettagli contenuto Polizze su DJIA e DIA

**[INSERIRE TABELLA N.5]**

Per quanto riguarda la parte investita in derivati, in entrambi i casi si tratta di stabilire, intanto, il numero di contratti di opzione acquistabili con la somma destinata. Si specifica che, in base a quanto già noto circa la formula di Black e Scholes, il premio pagato per l'opzione varia a seconda delle caratteristiche dell'opzione; in questo senso, il premio che si indica di seguito è funzione dello *strike price*, della scadenza dell'opzione, della durata del contratto, etc.

La formula per il calcolo del premio del contratto di Opzione è:

$$NO_t = \frac{SO_t}{P_t * 100} \quad [1]$$

Dove:

NO è il numero di contratti acquistabili

SO è la somma da investire in contratti di Opzione

P sono i punti premio del contratto<sup>(12)</sup>

t è il momento della sottoscrizione del contratto



Stabilito il numero di contratti sottoscrivibili si è già in grado di determinare il guadagno lordo a scadenza<sup>(13)</sup> in scenari diversi legati all'incremento o decremento di prezzo del parametro di riferimento secondo la formula:

$$GLO_T = \max\{(I_T - K_T) * NO_t * 100; 0\} \quad [2]$$

Dove:

GLO è il guadagno lordo dell'opzione a scadenza

K è lo strike price

I è il valore del sottostante (Indice o ETF a seconda del caso) a scadenza

T è la scadenza del contratto

Infine, per il calcolo della parte ZC la formula è la seguente:

$$GLZCB_T = SZCB_t * (1 + i)^{T-t} \quad [3]$$

Dove:

GLZBC è il guadagno lordo dello ZCB a scadenza

SZC è la somma investita inizialmente in ZCB

i è il tasso di interesse

T- t è l'intervallo tra la sottoscrizione e la scadenza del contratto

Il Guadagno Lordo Totale (GLT) sarà:

$$GLT_T = GLO_T + GLZCB_T \quad [4]$$

Le tabelle n.6 e n.7 sottostanti illustrano i guadagni lordi a scadenza per le due polizze analizzate, distinguendo tra la parte da attribuirsi all'investimento in opzione *Call* e quella in ZCB. Per i calcoli intermedi si rinvia all'appendice finale.

**Tabella n.6** - Guadagno Lordo a scadenza Polizza DJIA *Linked* <sup>(14)</sup>

[INSERIRE TABELLA N.6]

(\*)Var% indica gli incrementi e decrementi percentuali del valore dell'indice a scadenza nei diversi scenari considerati. La colonna a fianco mostra i valori che si ottengono applicando tali percentuali al valore iniziale dell'indice.

E' evidente come gli incrementi di valore dell'indice sottostante dall'1 al 20%, così come i decrementi, producano un guadagno lordo di \$30.000; tale guadagno è quello "garantito" dalla componente obbligazionaria, mentre non esiste alcun rendimento prodotto dalla componente derivata in quanto, per rendimenti del mercato come quelli indicati sopra, non risulta conveniente esercitare l'Opzione. Al

contrario, per incrementi superiori al 20% si produce un guadagno lordo che cresce in modo esponenziale, poiché alla componente “garantita” va ad aggiungersi il guadagno prodotto dall’esercizio del derivato.

In tabella n.7 si illustra il guadagno lordo a scadenza nel caso dell’investimento in una polizza di tipo “ETF *Linked*”. E’ evidente che non esistono grandi differenze in termini di guadagno lordo finale tra la polizza *Index* legata all’Indice od al suo ETF. Tuttavia, in caso di esercizio a scadenza dell’Opzione sul DJIA si ricevono risorse finanziarie liquide<sup>(15)</sup>, mentre nel caso del contratto legato al DIA, a scadenza è prevista la consegna, pur immateriale, delle quote dell’ETF all’impresa di assicurazione. Le stesse quote saranno poi offerte in vendita nel mercato secondario.

**Tabella n.7** - Guadagno Lordo a scadenza Polizza DIA *Linked*

[INSERIRE TABELLA N.7]

(\*)Var% indica gli incrementi e decrementi percentuali del valore dell’ETF a scadenza nei diversi scenari considerati. La colonna a fianco mostra i valori che si ottengono applicando tali percentuali al valore iniziale dell’indice.

Prima di trarre qualsiasi conclusione, sembra tuttavia opportuno procedere con l’analisi del terzo caso oggetto di questo contributo.

- *Caso investimento diretto in ETF:*

Ciò su cui interessa porre l’attenzione è, in questo caso, la possibilità di replicare in forma autonoma la struttura tecnica dei prodotti illustrati in precedenza, ed in particolare, della polizza *ETF Linked*. Tale operazione avviene attraverso la sottoscrizione di un ZCB e l’acquisto nel mercato azionario di quote dell’ETF. E’ noto, infatti, che, a differenza degli indici azionari, i quali non sono direttamente acquistabili nel mercato (nel senso che non rappresentano prodotti finanziari), l’ETF è quotato presso le principali Borse internazionali ed è scambiato esattamente come fosse un titolo azionario.

In questo caso, trattandosi di titoli simili ad azioni, è banale determinare sia il numero di quote sottoscrivibili, sia il guadagno lordo a scadenza della parte ETF. In particolare:

La formula per il calcolo del numero di quote di ETF acquistabili è:

$$NETF_t = \frac{SETF_t}{PETF_t} \quad [5]$$

Dove:

NETF è il numero di quote acquistabili

SETF è la somma da investire in quote del fondo

PETF è il valore della quota nel mercato secondario

t è il momento della sottoscrizione del contratto

In tabella n.8 si illustrano i dettagli dei prodotti considerati:

**Tabella n.8** – Dettaglio investimento in ZCB ed ETF

---

[INSERIRE TABELLA N.8]

Stabilito il numero di quote acquistabili si è già in grado di determinare il guadagno lordo a scadenza di diversi scenari legati all'incremento o decremento di prezzo del parametro di riferimento secondo la formula:

$$GLETF_T = PETF_T * NQ \quad [6]$$

Dove:

GLETF è il guadagno lordo dell'ETF a scadenza

PETF è la quotazione dell'ETF nel mercato secondario

NQ è il numero di quote dell'ETF

Il guadagno lordo realizzato attraverso lo ZCB è speculare a quello del caso *Index* ed *ETF Linked*, per cui risulta che il Guadagno Lordo Finale è:

$$GLF_T = GLETF_T + GLZCB_T \quad [7]$$

**Tabella n.9** - Guadagno Lordo a scadenza caso diretto ETF

---

[INSERIRE TABELLA N.9]

Da un primo e rapido confronto visivo tra le tabelle relative all'investimento in polizze ed a quello in ZCB ed ETF appare che, mentre nel caso della *Index ed ETF Linked* variazioni negative dell'indice aggiungono un valore pari a zero al capitale "garantito" (o meglio, in realtà si tratta di un valore negativo, poiché il premio versato per la sottoscrizione del diritto non viene recuperato), nel caso dell'investimento diretto in ZCB ed ETF la vendita delle quote produce comunque un ritorno di capitale, anche se inferiore a quello versato per l'acquisto delle quote. Per ogni approfondimento si rinvia comunque al paragrafo successivo.

### **Risultati della simulazione**

Per comprendere il confronto tra i guadagni lordi a scadenza che si potrebbero realizzare attraverso le tre forme diverse di investimento/assicurazione, si riportano per intero, in appendice, i risultati della simulazione.

I risultati mostrano che, per variazioni positive del parametro di riferimento – Indice o ETF – inferiori al 21% e per variazioni negative dello stesso, la soluzione di investimento maggiormente remunerativa<sup>(16)</sup> è fornita dalla combinazione dello ZCB e dell'ETF acquistati direttamente nel mercato secondario. Al contrario, per incrementi del parametro di riferimento superiori al 21% si assiste ad una crescita esponenziale<sup>(17)</sup> del guadagno lordo a scadenza nel caso dell'investimento in polizze *Index Linked* ed *ETF Linked*.

#### **Tabella n. 10 – Confronto tra guadagni lordi a scadenza**

---

**[INSERIRE TABELLA N.10]**

Accade infatti, che per rendimenti inferiori al 21% non risulti conveniente, per l'impresa di assicurazione, chiedere all'emittente del derivato l'esercizio dell'opzione; questo perché in tale situazione, lo *strike price* è superiore al valore corrente del parametro di riferimento e, quindi, l'esercizio dell'opzione produce un guadagno negativo – al netto del premio investito per la sottoscrizione del derivato. Da ciò deriva che, in situazioni di mercato come quella appena considerata, non sia conveniente esercitare il diritto di opzione e, quindi, il guadagno lordo finale, in termini di risorse finanziarie ricevute dall'investitore a scadenza, sia determinato solo dalla parte investita nello ZCB.

Alla luce di quanto appena illustrato, può essere interessante analizzare i rendimenti che l'indice DJIA e l'ETF DIA hanno prodotto dal 1970 per intervalli di sei anni<sup>(18)</sup>; tali informazioni sono riportate in tabella n.11.

#### **Tabella n.11 – Variazioni percentuali Indice DJIA ed ETF DIA 1970- 2005**

---

**[INSERIRE TABELLA N.11]**

*Fonte: Dow Jones Indexes*

Per quanto riguarda il DIA, non si dispone di serie storiche antecedenti al 1998, poiché l'introduzione di questo prodotto è assai recente.

Come già accennato nelle prime pagine del contributo presente, l'analisi che si conduce in questa sede prescinde totalmente dai costi legati a caricamenti, oneri fiscali ed aliquote di retrocessione. Ne risulta, cioè, che i guadagni a scadenza illustrati in precedenza sono al lordo di tali voci di costo. In questo senso, bisogna sottolineare che, l'investimento in ETF è noto per i vantaggi fiscali e per le basse spese a carico dell'investitore. La maggior parte dei gestori di ETF non applicano, infatti, spese di ingresso ed uscita dal fondo agli AP; allo stesso modo, anche gli investitori che sottoscrivano le quote del fondo nel mercato secondario non versano commissioni di *performance* e pagano commissioni di gestione molto contenute. Nonostante i guadagni illustrati in precedenza siano al lordo delle voci di costo, per completezza si illustrano in tabella n.12 le spese medie sostenute dagli investitori

nel caso di investimenti in polizze *Index Linked* ed in quello dell'acquisto diretto di ETF e ZCB.

#### **Tabella n.12 – Sintesi di alcuni costi delle polizze *Index Linked***

---

**[INSERIRE TABELLA N. 12]**

(\*) *media semplice dei caricamenti relativi a ciascun prodotto sul premio unico versato*

(\*\*) *se il livello di dispersione è elevato indica che nel mercato sono presenti prodotti con caricamenti maggiori rispetto alla media*

Fonte: ISVAP, 2001

#### **Tabella n.13 – Sintesi di alcuni costi di ETF e ZCB**

---

**[INSERIRE TABELLA N. 13]**

(\*) *Dato Twice SIM*

(\*\*) *Dato Lyxor Asset Management*

Mentre tutte le fonti ufficiali consultate per il reperimento dei dati illustrati sopra sono aggiornate al 2005, quella relativa alle polizze vita sono ferme al 2001. In ogni caso, alcune stime recenti dell'ISVAP attestano il caricamento medio delle polizze *Index* senza copertura caso morte intorno al 7%, che è il dato cui si farà riferimento nei calcoli che seguono.

Nel caso di acquisto diretto di ETF, presupponendo che l'investitore utilizzi una piattaforma di accesso diretto al mercato, si tratta di sostenere le spese legate alle commissioni di negoziazione dei titoli. Spese che sono pari allo 0,19% della somma investita, nel caso degli ETF, e sono invece pari all' 1% del controvalore dell'investimento, nel caso dei titoli obbligazionari. Ne deriva che, nel caso particolare, l'investitore sostiene una spesa pari a \$9,43 per l'ETF e \$25,03 per lo ZCB. Il totale delle spese sostenute per la costruzione del prodotto finanziario in autonomia è pari, quindi, a \$ 34,47, ai quali va aggiunto il costo delle commissioni di gestione dell'ETF che, a seconda dei gestori, variano da 0,165 a 0,9%.

Nel caso delle *Index*, invece, applicando il 7% al valore investito si ottiene una spesa pari a \$2100.

E'ovvio, quindi, come questa differenza consistente, in termini di spese, non possa essere trascurata nell'ambito del processo di selezione dell'investimento.

#### **Conclusioni**

I risultati della simulazione suggeriscono alcuni spunti di riflessione circa la convenienza ad investire in polizze *Index Linked* ed ETF *Linked*, a seconda della situazione di mercato, piuttosto che riprodurre la struttura tecnica attraverso

l'acquisto di quote dell'ETF e di ZCB. Nella simulazione illustrata, in situazioni di mercato azionario *bullish* – ed in particolare per variazioni su base 6 anni<sup>(19)</sup> superiori al 21% - l'investimento in polizze *Index* ed *ETF Linked* risulta altamente remunerativo.

In questo senso, i dati reali dal 1982 fino al 2000 mostrano che l'andamento positivo dei mercati mondiali ha consentito agli indici azionari di registrare variazioni positive - calcolate, ancora una volta, su base 6 anni - superiori anche al 100%; ne deriva che, in un contesto simile, l'investimento in polizze assicurative *ETF* o *Index Linked* sarebbe stato premiante.

Tuttavia, vi sono periodi in cui il rendimento dell'indice è negativo. E' il caso, ad esempio, del periodo 2000-2005 in cui l'andamento *bearish* dei mercati ha prodotto rendimenti dell'indice inferiori allo 0%. In tale periodo, sarebbe stato molto più conveniente realizzare forme di investimento in autonomia piuttosto che affidare le proprie risorse finanziarie a compagnie di assicurazione per sottoscrivere *Index Linked*. Ne è una conferma il confronto tra l'andamento dei mercati azionari e quello della raccolta di premi investiti in polizze del Ramo III<sup>(20)</sup>, illustrato in appendice E. I dati ANIA (Associazione Nazionale Imprese di Assicurazione) mostrano che nel 1999 la raccolta dei premi è stata pari al 122,5% rispetto all'anno precedente; nel 2000 il 47,9% e nel 2001 è stata solo il 6,3%. E' evidente, quindi, che nel momento in cui la situazione *bullish* del mercato ha cominciato a rallentare, le imprese di assicurazione hanno assunto la consapevolezza che l'entusiasmo degli investitori per le polizze *Index* si sarebbe affievolito. Da qui la strategia di progettare e proporre agli investitori polizze legate agli *Exchange Traded Fund*, al fine di rinnovare l'interesse del pubblico degli investitori verso questa tipologia di contratti. Non a caso, questi fondi avevano già riscosso un successo ed un consenso elevato tra gli investitori del mercato domestico fin dalla loro prima quotazione presso Borsa Italia<sup>(21)</sup>.

In sintesi, i risultati della simulazione proposta in questa sede, consentono di formulare alcune riflessioni circa l'innovazione dei prodotti finanziari e circa la tutela degli interessi degli investitori. In linea teorica, infatti, ogni forma di innovazione dei prodotti finanziari, ed in particolare quelle che riguardano i prodotti assicurativi, nel caso specifico, dovrebbe derivare da un'analisi dei bisogni degli investitori e dal tentativo di produrre strumenti utili per la soddisfazione degli stessi. Nella pratica, tuttavia, accanto a prodotti che rispecchiano questa filosofia, ne esistono altri nei quali è più difficile ravvisare un logica di soddisfazione dei bisogni finanziari degli investitori. In molti casi, infatti, le innovazioni sembrano scaturire maggiormente da esigenze delle società emittenti; si tratta del tentativo di migliorare la propria immagine diffondendo un messaggio di innovazione continua, o di strumentalizzare l'innovazione nel tentativo di contrastare la concorrenza.

Se si analizza l'evoluzione dei contratti "*Linked*", è possibile individuare quattro fasi principali, che corrispondono a quattro tipologie di polizze :

- Fase 1 (Polizze Rivalutabili): sono proposte dalle Imprese di Assicurazione in situazione di tassi di interesse elevati e sono abbandonate, in modo progressivo, quando il *trend* dei tassi diviene negativo;
- Fase 2 (*Unit Linked*): sono introdotte dalle Imprese di Assicurazione quando si stava per verificare l'inversione del *trend* dei tassi di interesse; ciò per evitare un temuto disinteresse verso le rivalutabili. Le imprese hanno progettato, quindi,

forme nuove di polizza che consentano agli investitori di trarre vantaggi dall'abilità dei gestori di fondi comuni di investimento attivi;

- Fase 3 (*Index Linked*): consentono alle Imprese di offrire agli investitori delusi dalle *performance* delle gestioni attive di rimanere legati ai mercati azionari attraverso un legame con gli indici;
- Fase 4 (*ETF Linked*): sono l'ultima innovazione in materia di polizze *Linked*, in quanto legate ad ETF; tuttavia, gli *Exchange Traded Fund* sono giuridicamente un fondo comune ma si comportano come indici.

Un'evoluzione come quella appena illustrata, mostra che le Imprese di Assicurazione, spesso, progettano strumenti che, di volta in volta, hanno caratteristiche tecniche simili a quelli che li precedono, ma ai quali vengono aggiunte innovazioni di "forma", più che di "sostanza"; tali innovazioni sono tali da intercettare, e mantenere nel tempo, l'attenzione degli investitori. Inoltre, ma l'analisi dei rischi a carico dell'investitore e dell'Impresa di Assicurazione, consente di sostenere che, le innovazioni apportate nel tempo alle polizze hanno incrementato il rischio a carico degli investitori<sup>(22)</sup>; al contrario, per le Imprese di Assicurazione non si è verificato alcun mutamento nei livelli di rischio sopportati, poiché, come già illustrato ampiamente, esse trasferiscono i rischi sugli investitori attraverso la sottoscrizione di prodotti strutturati.

Non si può trascurare, inoltre, che non sempre esiste una convenienza reale a sottoscrivere prodotti complessi ed "innovativi", proposti dalle diverse tipologie di intermediari. Esistono, infatti, alcuni scenari di mercato in cui l'investitore potrebbe ottenere risultati migliori optando per forme di investimento più semplici, che, accanto a rendimenti altrettanto elevati, consentirebbero di ridurre notevolmente i caricamenti (imposti dalle società in questione), così come gli oneri fiscali.

In definitiva, si pone un problema per i soggetti che istituzionalmente tutelano gli interessi degli investitori. Si tratta di stabilire fino a che punto l'innovazione finanziaria rappresenti una fonte di beneficio per gli investitori ed oltre quale confine, invece, essa diventi una forma di tutela degli interessi degli intermediari finanziari.

## APPENDICE

### A) Dettaglio simulazione su Polizza *Index Linked* su DJIA

$$NO = \frac{4.965}{(3,10 * 100)} = 16$$

$$GLO_T = \max\{[(I_T - 125) * 16 * 100]; 0\}$$

$$GLZCB_T = 25.035 * (1 + 0,030613)^6 = 30.000$$

$$GLT_T = GLO_T + 30.000$$

### B) Dettaglio simulazione su Polizza *Index Linked* su DIA

$$NO = \frac{4.965}{(3,05 * 100)} = 16$$

$$GLO_T = \max\{[(I_T - 115,8) * 16 * 100]; 0\}$$

$$GLZCB_T = 25.035 * (1 + 0,030613)^6 = 30.000$$

$$GLT_T = GLO_T + 30.000$$

### C) Dettaglio simulazione ETF + ZCB

$$NETF_t = \frac{4.965}{97,81} = 51$$

$$GLETF_T = PETF_T * 51$$

$$GLZCB_T = 25.035 * (1 + 0,030613)^6 = 30.000$$

$$GLF_T = GLETF_T + 30.000$$



#### **D) Guadagni Lordi Totali : confronto *Index Linked*, *ETF Linked* e *ETF+ZCB***

---

**[INSERIRE TABELLA APPENDICE D]**

In grigio è evidenziato quale, tra le tre forme di investimento considerate, produca il guadagno lordo maggiore nelle diverse situazioni di mercato. La prima parte della tabella rappresenta gli scenari di mercato positivi, mentre quella che segue indica situazioni di mercato negativo con decrementi del parametro di riferimento dall'1 al 30%.

#### **E) Variazioni % annue MSCI World e Raccolta Premi Ramo III (1998-2004)**

---

**[INSERIRE GRAFICO APPENDICE E]**

*Fonte: Nostre elaborazioni su dati MSCI ed ANIA*

## Bibliografia

- ANIA, “*L’assicurazione Italiana nel 2004/2005*”, Roma, 2005
- ANIA, *Indagine annuale sui canali distributivi delle polizze Vita e Danni (1991-2004)*, Roma 2005
- Banca d’Italia, Banca dati Serie Storiche dei tassi di interesse
- Bazzano C., “*Unit Linked ed Index Linked*”, Sperling & Kupfer editori, Milano, 1997
- Circolare Isvap n. 451/D del 2001
- Corinti A., Cucinotta G., “*Le polizze Index e Unit Linked in Italia*”, Quaderno ISVAP n.5, Roma, 2001
- Fuhr D., “*Exchange Traded Funds: a global overview*”, Morgan Stanley, London, July 2002.
- Gastineau G., “*The Exchange Traded Funds Manual*”, John Wiley & Sons, London, 2000
- Hull J.C., “*Opzioni, Future ed altri derivati*”, Il Sole 24 Ore, 2000
- Il Sole 24 ore, “*L’unione tra ETF e Zero Coupon*”, 17 luglio 2005, n. 194 pag. 26
- Il Sole 24 Ore, Guida Risparmio, “*L’assicuratore scopre gli ETF*”, 21 maggio 2005, pagina 6
- Jarrow R., Turnbull S., “*Derivative Securities*”, South Western College Publishing, London, 1996
- Morgan Stanley, *Historical Series of MSCI Indexes*
- “*Options on the Dow Jones Industrial Average*”, DJIA & DIA, Chicago Board Options Exchange, Chicago, 2004
- Seminario ANIA, “*Unit ed Index Linked con ETF*”, Innovazione Finanziaria ed Approccio Marketing, Milano, 6 aprile 2005

- 
- 1 In termini di probabilità che l'evento si verifichi
- 2 Corinti A., Cucinotta G., "Le polizze Index e Unit Linked in Italia", Quaderno ISVAP n.5, 2001.  
Non di dimentichi che, in questo caso, l'investimento in titoli a reddito fisso produce un rischio inferiore a quello azionario poichè deriva dalla possibilità di default di chi abbia emesso i Corporate Bond o i Titoli di Stato
- 3 I dati ANIA sui premi del ramo III (al quale appartengono le Polizze *Index* e *Unit Linked*) sono disponibili solo a partire dal 1998
- 4 Tecnicamente, l'ETF è un fondo comune di investimento, a gestione passiva, che replica l'andamento di un indice di riferimento. Per costruzione, inoltre, le quote dell'ETF possono essere acquistate nel mercato secondario come i titoli azionari.
- 5 Art. 302 D Lgs 174/1995 e Circolare ISVAP 451/ D del 2001
- 6 In realtà, come si illustrerà in modo più preciso in seguito, nei contratti Index non è espressamente indicata questa clausola di garanzia minima per le implicazioni normative che essa determina circa il margine di solvibilità da accantonare da parte delle imprese di assicurazione (si veda D. Lgs 174/1995 art.30)
- 7 Come noto, per i contratti inclusi nel ramo III, il margine di solvibilità deve essere diversamente costituito in funzione dell'assunzione o meno di un rischio di investimento da parte dell'impresa. Più precisamente, ogni qualvolta sussista in capo alla compagnia assicurativa uno o più profili di rischio di investimento sopra descritti, indipendentemente dalla logica finanziaria adottata nella gestione degli attivi, l'impresa è tenuta a determinare il margine di solvibilità da costituire in misura pari al 4% della riserva matematica (D.Lgs 174/95).
- 8 Ciò consente di eliminare un rischio ulteriore che deriverebbe dalla variabilità del tasso di interesse al quale sono reinvestite le cedole eventuali
- 9 Si tenga presente che, come in tutti i contratti di opzione su indice, in caso di esercizio del diritto a scadenza, non avviene la consegna fisica del sottostante ma piuttosto una differenza di valori espressa in moneta corrente. Inoltre, per semplicità, si considera solo il caso di una opzione plain vanilla
- 10 Per approfondimenti circa il meccanismo di C&R e gli arbitraggi tra mercato secondario e primario si rinvia a Gastineau (2001), Fuhr (2002), etc.
- 11 Si sia consapevoli, tuttavia, dei costi elevati che l'investimento in Index Linked comporta rispetto a quello in quote dell'ETF
- 12 Si moltiplica per 100 poichè i prezzi delle opzioni sono espressi come 1/100 del valore dell'indice.
- 13 Si tenga presente che si tratta, appunto, di guadagno lordo inteso come somma pagata a scadenza e non di payoff (cioè non si considera la somma al netto del premio versato perché in questa sede interessa la somma finale lorda versata al sottoscrittore). Tuttavia, lordo indica anche che sono trascurati spese ed oneri fiscali.
- 14 Si tenga presente che si tratta, appunto, di guadagno lordo inteso come somma pagata a scadenza e non di *payoff* (cioè non si considera la somma al netto del premio versato perché in questa sede interessa la somma finale lorda versata al sottoscrittore). Tuttavia, lordo indica anche che sono trascurati spese ed oneri fiscali.
- 15 Cioè viene "monetizzata" la differenza del valore dell'indice a scadenza rispetto allo strike price
- 16 Sempre al lordo di carichi, oneri fiscali e aliquota di retrocessione per le polizze
- 17 Per ragioni di spazio si illustrano solo i risultati per incrementi del parametro di riferimento fino al 30% ma la crescita per incrementi maggiori è esponenziale
- 18 Cioè pari alla durata dei contratti considerati in questa sede
- 19 Interessano, infatti, le variazioni che l'indice registra nel periodo pari alla durata della polizza che, appunto, è 6 anni
- 20 che ex Dlgs 174/95 comprende le polizze Unit ed Index Linked
- 21 Quotazione che risale al settembre 2002
- 22 Si è passati, infatti, da Titoli di Stato, a Fondi Comuni di Investimento ed Indici Azionari