

# sigma

N° 3/2007

**Prodotti di rendita:**  
una soluzione privata per il rischio di longevità

- 3 In breve
- 6 Introduzione
- 7 La sfida demografica e il rischio di longevità
- 11 Caratteristiche comuni e tipi di rendita
- 17 Un confronto internazionale dei mercati delle rendite
- 27 Rendite e protezione dai rischi
- 33 Design dei prodotti e impatto sulla redditività delle rendite
- 49 La sfida dell'assicuratore: gestione del rischio di longevità
- 55 Prospettive: che cosa occorre fare?

Publicato da:  
Swiss Reinsurance Company  
Economic Research & Consulting  
Casella postale  
8022 Zurigo  
Svizzera

Telefono +41 43 285 2551  
Fax +41 43 285 4749  
E-mail: [sigma@swissre.com](mailto:sigma@swissre.com)

Ufficio a New York:  
55 East 52nd Street  
40th Floor  
New York, NY 10055

Telefono +1 212 317 5135  
Fax +1 212 317 5455

Ufficio a Hong Kong:  
18 Harbour Road, Wanchai  
Central Plaza, 61st Floor  
Hong Kong, SAR

Telefono +852 2582 5691  
Fax +852 2511 6603

Autori:  
Veronica Scotti  
Client Solutions  
Telefono +41 43 285 5818

Dr. Dirk Effenberger

Coredattrice *sigma*:  
Aurelia Zanetti  
Telefono +41 43 285 2544

Responsabile della serie *sigma*:  
Thomas Hess, responsabile  
Economic Research & Consulting.

Questo numero di *sigma* è stato concluso nel dicembre 2006.

*sigma* è disponibile in inglese (lingua originale), tedesco, francese, italiano, spagnolo, cinese e giapponese.

*sigma* è disponibile anche sul sito di Swiss Re: [www.swissre.com/sigma](http://www.swissre.com/sigma)

La versione internet può contenere informazioni lievemente aggiornate.

Traduzione:  
CLS Communication

Progetto grafico e produzione:  
Swiss Re Logistics/Media Production

© 2007  
Swiss Reinsurance Company  
Zurigo  
Tutti i diritti riservati.

Tutti i dati contenuti nel presente numero di *sigma* sono protetti da copyright e tutti i diritti sono riservati. I dati possono essere utilizzati a scopi privati ed interni, a condizione che non siano stati rimossi i riferimenti di diritto del copyright e della proprietà. Non è permessa la riutilizzazione elettronica dei dati pubblicati su *sigma*.

La riproduzione integrale o parziale o l'utilizzo per scopi pubblici sono autorizzati solo con citazione della fonte "Swiss Re, *sigma* n° 3/2007" e previa autorizzazione scritta da parte di Swiss Re Economic Research & Consulting. Sarà gradito l'invio di una copia.

Sebbene tutte le informazioni utilizzate nel presente studio provengano da fonti attendibili, Swiss Reinsurance Company non garantisce l'esattezza e la completezza dei dati. Il contenuto di questo studio si intende per scopi puramente informativi e Swiss Re declina qualsiasi responsabilità legale in relazione alle informazioni riportate, né assume alcuna posizione in merito.

**Questo *sigma* esamina i prodotti di rendita, la risposta del settore assicurativo all'esigenza di protezione contro il rischio di longevità.**

**I mercati dei prodotti di rendita differiscono significativamente da un paese all'altro, a seconda dei sistemi pensionistici pubblici, delle riforme intraprese e dei regimi normativi e fiscali.**

**Offrendo protezione per la longevità, gli assicuratori si assumono una combinazione di rischi finanziari e biometrici, che devono essere controllati e gestiti molto attentamente.**

Questo numero di *sigma* ha per oggetto il rischio di longevità, qui definito come l'allargamento del gap di finanziamento che può presentarsi a causa di una longevità protratta inattesa dei singoli e della popolazione in generale.

In particolare, questa ricerca si concentra sulle soluzioni attualmente offerte dal settore assicurativo – principalmente sotto forma di prodotti di rendita – per aiutare le persone a provvedere ai propri bisogni finanziari nella vecchiaia. Una rendita assegna all'assicurato una serie di versamenti periodici fino alla sua morte, offrendo quindi un'effettiva protezione contro il rischio di longevità.

In questa ricerca l'espressione "mercato dei prodotti di rendita" si riferisce principalmente al segmento assicurativo del mercato delle pensioni private, vale a dire a quei prodotti di rendita offerti dalle compagnie di assicurazione che appartengono normalmente al terzo pilastro dei moderni sistemi pensionistici. I mercati delle rendite differiscono significativamente da un paese all'altro, sia riguardo alla loro entità che all'offerta del prodotto; questa diversità ha le proprie origini nei differenti contesti culturali, nei vari sistemi pensionistici pubblici e nei progressi introdotti dalle relative riforme, oltre che nei diversi regimi normativi e fiscali.

Il volume dei fondi che sostengono le pensioni di anzianità private è impressionante. Nei sistemi che si affidano in larga misura a soluzioni private (come negli USA, nel Regno Unito e in Svizzera), tali fondi ammontano già al 100–150% del PIL. Negli USA, gli attivi devoluti alle pensioni hanno raggiunto i 12 mila miliardi di USD nel 2005. Su scala mondiale, gli attivi destinati alle pensioni private sono aumentati di circa il 10% all'anno durante il periodo 2001–2005. Anche i paesi con i mercati pensionistici e di rendita meno sviluppati stanno recuperando terreno: nell'area dell'euro, nello stesso periodo di cinque anni, gli attivi che sostengono tali settori sono cresciuti di oltre il 20% all'anno. Il potenziale di crescita dei mercati delle rendite è significativo ed in gran parte inesplorato, particolarmente se confrontato al possibile vuoto che la riduzione del ruolo dei settori pubblico e aziendale si lascerà dietro.

Tuttavia, le grandi opportunità presentano anche grandi sfide. Questa pubblicazione dedica ampio spazio all'analisi dei rischi che gli assicuratori si assumono quando intraprendono l'attività delle rendite; il maggiore è senz'altro l'interazione dei rischi finanziari e biometrici, che si protrae per un numero considerevole di anni. Viene altresì preso in esame in che modo tali rischi possono essere attenuati senza privare i prodotti della loro caratteristica principale (protezione contro il rischio di longevità), che è effettivamente uno dei principali vantaggi competitivi del settore rispetto agli altri fornitori di soluzioni finanziarie.

L'esposizione al rischio finanziario giunge sotto forma di variazione dell'esperienza avversa (ovvero la differenza fra le ipotesi formulate per la determinazione del prezzo all'inizio della polizza e le condizioni di mercato realmente osservate) riguardo a quattro dimensioni: tasso di interesse, rendimenti del mercato azionario, inflazione e spread creditizi.

Gli strumenti principali per gestire questi rischi in maniera appropriata sono un approccio integrato alla gestione di attività/passività e l'adozione di programmi di copertura del rischio finanziario. I recenti sviluppi normativi in Europa forniscono agli assicuratori un forte incentivo a fare in futuro un uso più ampio e coerente di entrambi tali approcci.

L'esposizione al rischio biometrico è la seconda maggiore sfida per gli assicuratori che operano nel settore delle rendite. Sebbene la capacità del settore di interpretare le tendenze demografiche sia migliorata significativamente nell'ultimo decennio e sia stato individuato un numero di fattori socio-demografici alla base di differenti sviluppi collettivi, gli assicuratori restano in gran parte esposti alla selezione avversa, che consiste nel rischio di sottoscrivere solo i rischi peggiori. Qualsiasi azione da cui risulti un ampliamento della base dei beneficiari di rendite riduce questo rischio, anche se non può eliminarlo completamente.

Ancor più rilevante, dato il fatto che è stato finora in gran parte ignorato, è il rischio di un aumento sistematico della durata della vita per la popolazione nel suo complesso. La natura sistematica (cioè non diversificabile) di questo rischio priva di valore le tecniche tradizionali di gestione del rischio e quindi rende molto costosa la sua gestione per gli assicuratori. Si stima che l'ammontare di questo rischio di longevità sui portafogli degli assicuratori (e di tutti i fornitori di pensione in genere) sia ingente e destinato a crescere ulteriormente in futuro.

**Gli assicuratori dispongono di una gamma di strategie di copertura e trasferimento del rischio per attenuare l'esposizione al rischio.**

Il trasferimento del rischio ad altri soggetti (relativamente sottoesposti) è attualmente la principale modalità in esame. Sono in corso sviluppi incoraggianti che si incentrano sulla ridistribuzione del rischio di longevità attraverso i mercati dei capitali, ma il settore è comunque lontano dall'individuazione di una soluzione positiva e rapidamente scalabile. È contemplata sempre più spesso anche l'opzione alternativa di trasferire il rischio di longevità ai riassicuratori professionali, man mano che le opinioni nel mercato convergono in tal senso e le opportunità commerciali si fanno più interessanti.

Anche senza considerare i progressi nel risk management che il settore può raggiungere una volta che le nuove opzioni di trasferimento e copertura sono pienamente in atto, il settore è già in condizioni di rettificare marginalmente il design dei prodotti di rendita offerti per ottenere un'esposizione più equilibrata al rischio e ridurre contestualmente i costi di capitale associati. Questo sviluppo sarà promosso ulteriormente dalle prevalenti tendenze normative e di rating verso la costituzione di riserve risk-adjusted, il che rende più trasparente il costo delle garanzie finanziarie e delle opzioni integrate nelle rendite e, di conseguenza, meno arbitrarie le pratiche di determinazione del prezzo.

**I governi possono fare molto per favorire un sano sviluppo dei mercati dei prodotti di rendita e per promuovere una redistribuzione più equilibrata del rischio di longevità nella società e nell'economia.**

I governi hanno un ruolo cruciale nel promuovere le condizioni per un positivo sviluppo delle soluzioni di mercato private del rischio di longevità. In particolare, le azioni del governo possono seguire quattro direzioni:

- promuovere la consapevolezza e l'istruzione finanziaria degli individui;
- sostenere l'emissione di strumenti finanziari adatti alla copertura del rischio di longevità;
- eliminare il fenomeno della selezione avversa;
- fornire incentivi fiscali per sostenere l'iniziativa privata.

Un mercato sano e ben sviluppato delle soluzioni private rimuove la pressione dai sistemi pensionistici pubblici in difficoltà, crea trasparenza dei prezzi di trasferimento e può diminuire le distorsioni nella redistribuzione della ricchezza tra generazioni, che emergono quando l'attuale livello dei contributi sociali per la terza età viene proiettato in uno scenario caratterizzato da un invecchiamento della società.

**“E alla fine, non sono gli anni nella vostra vita che contano. È la vita nei vostri anni”  
(Abraham Lincoln)**

**Una rivoluzione socio-economica senza precedenti**

**Questo *sigma* è organizzato in due sezioni.**

**La prima esamina le caratteristiche dei prodotti di rendita, i mercati e la redditività.**

**La seconda sezione si incentra sulla sfida di gestire il rischio di longevità e su che cosa può essere fatto da parte di tutti gli interlocutori sociali per promuovere le soluzioni pensionistiche private.**

## Una vita più lunga e più felice, forse

Le tendenze demografiche sono inequivocabili in molti paesi: le persone fanno meno figli e vivono più a lungo rispetto a tutte le generazioni precedenti. Il risultato è irreversibile per il prossimo futuro: la popolazione del mondo sviluppato, specialmente in Europa occidentale e in Giappone, sta invecchiando rapidamente.

Ciò ha conseguenze sociali, culturali ed economiche drammatiche. Il settore delle assicurazioni è tra i principali comparti ad essere affetti da tali cambiamenti in quanto il processo di invecchiamento influisce direttamente sull'assistenza sanitaria, sulle cure di lungo termine e sull'erogazione delle pensioni. La presente ricerca si concentra su quest'ultimo aspetto ed esamina la questione di come il settore delle assicurazioni possa contribuire a gestire il rischio di longevità nei propri portafogli e nel contesto della società.

Sebbene la longevità sia un fenomeno ben compreso dal punto di vista demografico e macroeconomico, è stato studiato meno nell'ambito del risk management del settore assicurativo. Pertanto, questo *sigma* adotta esplicitamente questo punto di vista per esaminare il significato dell'estensione della longevità e delle sue ripercussioni per gli assicuratori.

Dopo una breve introduzione alle sfide demografiche ed alle implicazioni finanziarie del rischio di longevità nel capitolo 1, una prima sezione di quattro capitoli è dedicata ai prodotti di rendita, strutturata come segue:

- il capitolo 2 descrive le caratteristiche comuni e i diversi tipi di rendita;
- il capitolo 3 analizza gli elementi distintivi del mercato delle rendite a livello mondiale;
- il capitolo 4 tratta i rischi assunti con i contratti di rendita;
- il capitolo 5 esamina in che modo la progettazione del prodotto influisca sulla redditività di questa famiglia di prodotti.

Poiché i capitoli 2 e 3 presentano la struttura e il vocabolario di base su cui si fonda la restante parte di *sigma*, essi possono essere tralasciati dagli esperti del settore.

La seconda parte della ricerca sposta l'attenzione sulle sfide che gli assicuratori del ramo vita affrontano quando offrono i prodotti di rendita. In particolare:

- il capitolo 6 esamina la sfida relativa alla gestione del rischio di longevità insita nei prodotti di rendita;
- il capitolo 7 fornisce alcune idee su cosa possono fare lo stato e il settore assicurativo per promuovere soluzioni private contro il rischio di longevità e per sostenere lo sviluppo dei mercati dei prodotti di rendita.

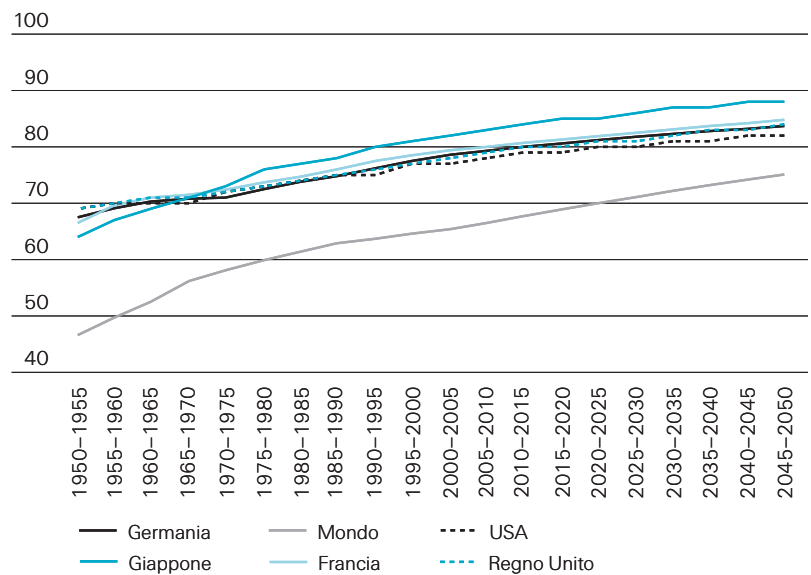
# La sfida demografica e il rischio di longevità

La longevità è aumentata notevolmente negli ultimi 150 anni ed è destinata ad aumentare nel prossimo futuro.

## Trend demografici

Gli enormi progressi medici, il miglioramento dell'igiene e degli standard di vita, gli stili di vita in generale più salutaris oltre all'assenza di conflitti militari globali e di gravi crisi pandemiche, sono le ragioni principali per cui le persone nel mondo godono di una maggiore aspettativa di vita. A livello globale, l'aspettativa di vita alla nascita è aumentata di 4,5 mesi all'anno in media nella seconda metà del ventesimo secolo. In Giappone, uno tra i primi paesi a sperimentare tale sviluppo, un neonato femmina (maschio) poteva contare su un'aspettativa di vita di 65,5 anni (61,6 anni) nel 1950, mentre nel 2050 questa cifra salirà a 92,5 anni (84,1 anni), secondo le ultime stime demografiche sulla popolazione mondiale delle NU. Sebbene ciò sia in parte legato alla riduzione della mortalità infantile, tale dato riflette altresì l'aumento generale della longevità.<sup>1</sup>

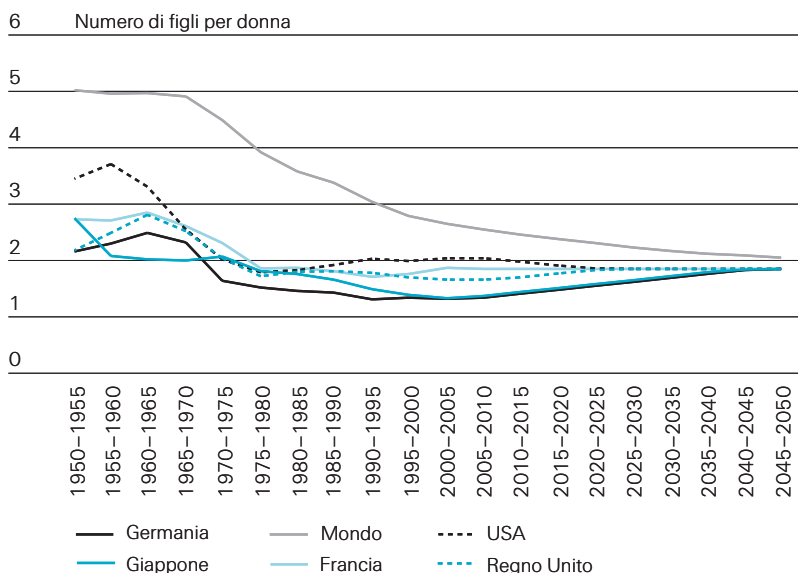
Grafico 1  
Aspettativa di vita alla nascita in  
varie regioni



Fonte: Nazioni Unite, Prospettive della popolazione mondiale, Revisione 2004

<sup>1</sup> Un criterio di valutazione più adeguato della crescita della longevità sarebbe l'aspettativa di vita all'età di 65 anni, ma poiché le proiezioni per questa variabile non sono pubblicamente disponibili, l'aspettativa di vita alla nascita è qui utilizzata quale sostituto.

**Grafico 2**  
**Tassi di fertilità in varie regioni**



Fonte: Nazioni Unite, Prospettive della popolazione mondiale, Revisione 2004

**I tassi di fertilità sono diminuiti costantemente negli ultimi 50 anni.**

Al contempo, i tassi di fertilità sono in diminuzione. Secondo la banca dati delle Nazioni Unite per la popolazione mondiale del 2004, mentre nel 1950 una donna europea dava alla luce 2,66 bambini in media, oggi tale rapporto è pari solo a 1,4, di gran lunga al di sotto della soglia di circa 2,1 necessaria per mantenere costante la popolazione di un paese sviluppato (grafico 2). Infatti, in molti paesi la bassa fertilità è un fattore più importante dell'invecchiamento medio della popolazione rispetto alla crescita dell'aspettativa di vita.<sup>2</sup>

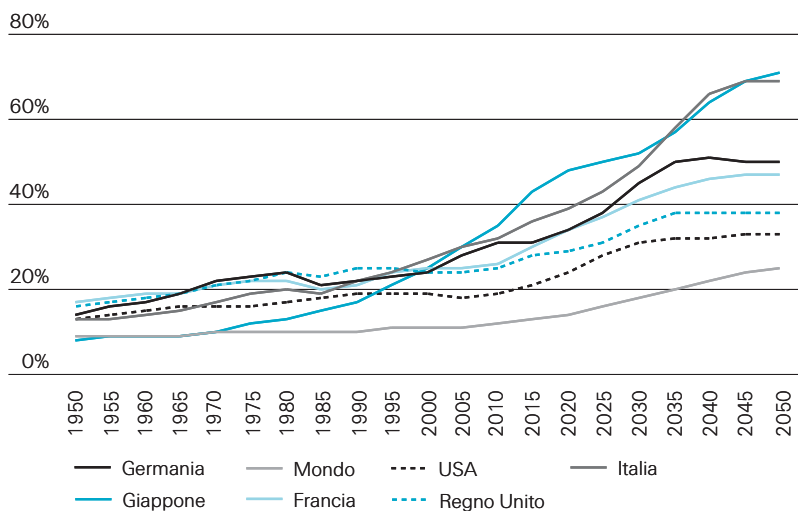
**Pertanto, la popolazione del mondo sta invecchiando. Ciò sta avendo conseguenze socio-economiche enormi.**

Il risultato di una aspettativa di vita più elevata e del minore tasso di natalità è inequivocabile: la popolazione del mondo sta invecchiando. Nel 2050, il 27% della popolazione europea sarà più vecchio di 65 anni (nel 2005: 16%) e circa il 10% sarà più vecchio di 85 anni (nel 2005: 3,5%). Ciò ha conseguenze importanti in termini di composizione della popolazione, come evidenziato dal rapporto tra popolazione in età pensionabile e popolazione in età lavorativa (grafico 3). Sebbene oggi il rapporto sia intorno al 25% in un tipico paese sviluppato, nel 2050 avrà raggiunto il 70% in paesi quali il Giappone e l'Italia.

<sup>2</sup> Sebbene l'immigrazione possa far crescere le statistiche locali sulla fertilità nel breve termine, i dati dimostrano che gli immigrati si conformano agli standard del paese ospitante nel giro di pochi anni.



**Grafico 3**  
**Rapporto tra popolazione in età pensionabile e popolazione in età lavorativa\* in paesi selezionati**



Fonte: Nazioni Unite, Prospettive della popolazione mondiale, Revisione 2004

\* Rapporto tra la popolazione con oltre 65 anni e la popolazione tra i 15 e i 64 anni.

**Le tendenze demografiche stanno innescando cambiamenti nella composizione reddituale dei pensionati.**

### Implicazioni finanziarie del rischio di longevità

La combinazione di una vita più lunga e di una bassa fertilità comporta una sfida enorme sia a livello sociale che individuale in quanto aumenta l'esposizione al rischio di longevità.

Le stesse tendenze demografiche che acquisiscono il rischio di longevità stanno innescando cambiamenti nella composizione reddituale dei pensionati. In primo luogo, poiché vi sono sempre meno lavoratori per finanziare le pensioni di un numero crescente di pensionati (si veda la crescita dei rapporti tra popolazione in età pensionabile e popolazione in età lavorativa nel grafico 3), i sistemi pubblici tradizionali pay-as-you-go diventano insostenibili. Ciò determinerà molto probabilmente una riduzione relativa dei redditi derivanti dalle pensioni pubbliche. In secondo luogo, la marcata tendenza a privilegiare i piani pensionistici aziendali a contribuzione definita rispetto a quelli a prestazione definita implica che anche i benefici pensionistici aziendali potrebbero divenire più incerti. In terzo luogo, la maggiore mobilità della forza lavoro ha spezzato i tradizionali legami familiari, impedendo quindi o almeno riducendo in pratica la capacità dei membri più giovani di una famiglia di occuparsi dei componenti più anziani. Ciò è ancor più inasprito dal fatto che in alcuni mercati (per esempio nel Regno Unito e negli USA) le generazioni più giovani stanno affrontando il rischio dello scoppio della bomba immobiliare e dell'incertezza del mercato del lavoro.

**Il bisogno di provvedere a se stessi è in crescita.**

Quindi, le persone dovranno fare maggiore affidamento su se stesse e dovranno provvedere ad aumentare le proprie fonti di reddito nell'età della pensione, attribuendo maggior peso alle soluzioni private. In aggiunta, il fatto che le persone vivono più a lungo e che (l'effettiva) età della pensione probabilmente non verrà aumentata nella stessa misura, implica necessariamente che le persone mettano da parte una parte ancora più consistente dei propri mezzi finanziari per coprire il costo della maggiore durata della loro vita.

### Il ruolo del settore assicurativo

In generale, il settore delle assicurazioni ha ottime possibilità di aiutare i pensionati a soddisfare i propri bisogni finanziari, sia nelle fasi di accumulazione dei capitali che di decumulazione. Come evidenzia il grafico 4, il valore aggiunto degli assicuratori risiede nella loro capacità di raggruppare i rischi. Questa capacità permette al settore di offrire ai pensionati non solo protezione ma anche adeguati rendimenti durante la fase di decumulazione dei propri attivi.

Grafico 4

**In che modo gli assicuratori possono aiutare gli individui a far fronte ai propri bisogni finanziari nella terza età?**

Nella fase accumulativa	Nella fase di decumulazione
<ul style="list-style-type: none"><li>■ Aiutando gli individui a sviluppare un livello ottimale di risparmi durante gli anni lavorativi:<ul style="list-style-type: none"><li>– in modo flessibile (nell'ammontare e nei tempi dei loro contributi al piano di capitalizzazione)</li><li>– in modo efficiente (mediante la diversificazione dell'investimento, l'adeguamento graduale del profilo di rischio/rendimento sulla base dell'età, le agevolazioni fiscali)</li></ul></li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>■ Consentendo alle persone un graduale utilizzo dei propri attivi offrendo al contempo protezione contro il rischio di longevità e di inflazione<ul style="list-style-type: none"><li>– mediante vari tipi di rendite</li><li>– attraverso l'assicurazione sanitaria e la Long Term Care</li><li>– attraverso la monetizzazione della ricchezza (es.: mutui inversi)</li><li>– mediante trasferimento di ricchezza in caso di morte anticipata</li></ul></li></ul>

**Oggetto di questo *sigma* sono le rendite.**

Questo *sigma* si concentra in particolare su quei prodotti assicurativi il cui valore aggiunto consiste nell'offrire agli individui protezione contro il rischio di longevità, ovvero una polizza di rendita. Con il termine "rendita", *sigma* intende tutti i prodotti che hanno la caratteristica di fornire pagamenti regolari.

Al contrario, non sono considerati i prodotti di mera protezione contro gli eventi di morte, i prodotti di solo risparmio e le combinazioni di questi due. Inoltre, anche se le dinamiche demografiche influiscono sulla salute, non sono inclusi nell'analisi i prodotti relativi alla salute, inclusa la Long Term Care.

**Lo scopo principale delle rendite è di fornire una serie di pagamenti periodici.**

## Caratteristiche comuni delle rendite

Lo scopo principale delle rendite è di fornire una serie di pagamenti periodici, finanziati con fondi accumulati o con un premio unico. Sebbene le rendite siano spesso anche uno strumento di accumulazione, non è questa la caratteristica principale del prodotto. Negli USA, ad esempio, il 37% delle rendite individuali sono contratti a premio unico<sup>3</sup>, in cui l'assicurato paga un premio in un'unica soluzione in anticipo in cambio di una serie di pagamenti regolari da parte dell'assicuratore. Solitamente, una rendita è utilizzata per integrare il reddito da pensione della persona durante il pensionamento. In molti mercati, le rendite includono benefici quali i pagamenti in caso di morte e protezione contro il rischio dei mercati finanziari. Queste, tuttavia, sono caratteristiche secondarie sviluppate attorno al prodotto principale, piuttosto che suoi elementi essenziali. Infine, in molti mercati vi sono prodotti di rendita che permettono all'assicurato di scegliere se ricevere i versamenti alla fine del periodo di accumulazione sotto forma di pagamenti periodici, o con una prestazione di capitale in un'unica soluzione o una combinazione delle due soluzioni. Le opzioni che prevedono una indennità *tantum* sono particolarmente diffuse nei paesi in cui la conversione in rendita (ovvero la conversione dei fondi accumulati in versamenti periodici) non è obbligatoria. Tuttavia, siccome gli strumenti di questo tipo non assicurano protezione contro il rischio di longevità, essi non sono rilevanti ai fini di questa relazione. I prodotti di rendita qui trattati sono quelli che forniscono una conversione in rendita totale o almeno parziale dei fondi accumulati.

## Caratteristiche distintive delle rendite

I prodotti di rendita hanno una o più delle seguenti caratteristiche distintive che li rendono superiori alle alternative finanziarie concorrenti (ad esempio ritiri programmati):

- **Protezione contro il rischio di longevità:** tramite una rendita, le persone acquistano un flusso di reddito per tutta la vita che le protegge dal rischio di esaurire i risparmi al raggiungimento di un'età avanzata.<sup>4</sup>
- **Garanzie integrate:** alcuni prodotti offrono garanzie interessanti che proteggono gli assicurati dalle oscillazioni del mercato azionario e degli interessi; altri offrono protezione contro l'inflazione per l'assicurato o benefici in caso di morte per i beneficiari della polizza.
- **Agevolazioni fiscali:** in talune giurisdizioni, i prodotti di rendita sono trattati come strumenti fiscalmente deducibili dai governi che desiderano dare agli individui un incentivo per risparmiare in vista della pensione e per acquisire protezione contro il rischio di longevità.

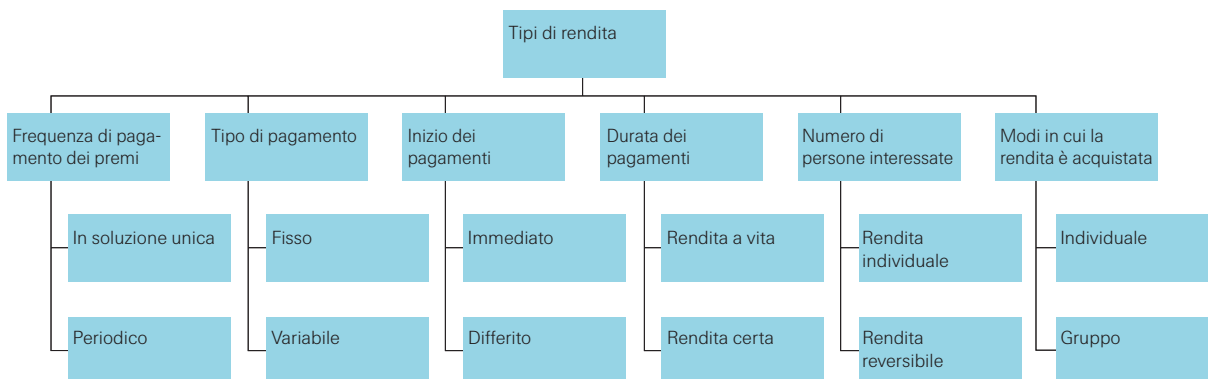
Le caratteristiche e la struttura dei prodotti dipendono dal contesto in cui sono offerti. In particolare, vi è una grossa differenza fra le rendite differite, che sono spesso acquistate come prodotti di risparmio, e le rendite immediate, che fungono da pensioni private complementari. Tali differenze tendono altresì ad avere una connotazione geografica. Per esempio, il mercato USA è dominato dalle rendite orientate al risparmio, mentre il mercato del Regno Unito ha una quota relativamente elevata di rendite immediate, a causa dell'obbligatorietà della conversione in rendita dei fondi pensione.

<sup>3</sup> Sulla base dei dati per gli USA forniti da A.M. Best (2005).

<sup>4</sup> Di conseguenza, le rendite variabili senza prestazioni di ritiro minimo garantito in realtà non trasferiscono il rischio di longevità.

## Tipi di prodotti di rendita

**Grafico 5**  
**Classificazione delle rendite**



Fonte: Swiss Re Economic Research & Consulting

Le rendite possono essere classificate secondo i seguenti elementi contrattuali ricorrenti:

- *Frequenza di pagamento dei premi*: il premio che l'assicurato (beneficiario della rendita) deve pagare può essere un pagamento in soluzione unica, un pagamento fisso periodico, o un pagamento periodico variabile.
- *Tipo di pagamento*: analogamente alla modalità in cui i premi sono pagati, il versamento periodico della rendita può essere fisso o variabile nell'ammontare. Mentre una rendita fissa (o costante) prevede il pagamento di un ammontare nominale fisso garantito, una rendita variabile può assumere forme differenti:
  - i versamenti possono essere indicizzati all'inflazione, fornendo pertanto un reddito garantito in termini reali. In pratica questa garanzia è spesso limitata ad un tasso massimo di protezione contro l'inflazione, per esempio del 5%;
  - i versamenti possono variare secondo la performance di un portafoglio di investimento sottostante, per esempio di un indice azionario (rendita indicizzata su azioni o EIA);
  - i versamenti possono altresì partecipare al rischio di mortalità. Nel caso delle rendite con partecipazione agli utili, i beneficiari della rendita condividono sia l'investimento sia il rischio di longevità ma ottengono il beneficio della concentrazione del rischio;
  - i versamenti possono includere varie forme di garanzie aggiuntive<sup>5</sup>, in particolare:
    - un rendimento minimo dell'investimento (maturato annualmente o per la durata della polizza sotto forma di bonus finale),
    - un beneficio minimo in caso di morte (per esempio, una prestazione di capitale in un'unica soluzione in caso di morte, che si riduce ad ogni corresponsione della rendita),

<sup>5</sup> Alcune di queste garanzie sono più diffuse di altre (ad esempio i versamenti minimi sono più comuni dei benefici minimi in caso di morte); alcune di esse si sono rivelate poco convenienti per il fornitore in talune circostanze (per esempio, un beneficio di accumulazione minimo in un contesto di bassi tassi di interesse).

- un beneficio minimo di accumulazione (una prestazione di capitale in un'unica soluzione alla fine di un periodo specificato),
  - un ritiro minimo garantito (facoltà di ritirare un ammontare o una percentuale predefiniti dei fondi accumulati), e/o
  - un reddito minimo garantito (un livello minimo di reddito è garantito).
- *Inizio dei pagamenti*: il periodo dei versamenti può cominciare subito dopo l'acquisto della rendita (rendita immediata), o può iniziare in un tempo futuro specificato (rendita differita), per esempio al 65° compleanno dell'assicurato. Mentre una rendita immediata viene corrisposta in cambio di un premio unico una tantum, una rendita differita viene solitamente finanziata tramite pagamenti regolari dei premi.
  - *Durata dei versamenti*: i versamenti possono continuare finché il beneficiario della rendita è in vita (rendita a vita), fino ad una data specificata (rendita certa), sino alla prima delle due ipotesi (rendita temporanea) o alla seconda (rendita garantita). La durata dei versamenti è la caratteristica più importante in relazione al rischio di longevità, come verrà illustrato in seguito.
  - *Numero di persone interessate*: una rendita può coprire la vita di una singola persona o può essere progettata come un contratto di rendita reversibile, secondo il quale i benefici sono corrisposti sino a quando una delle due o più persone è in vita – e spesso si riducono alla morte del beneficiario principale.
  - *Modo in cui la rendita è acquistata*: l'acquisto di una rendita può essere effettuata direttamente da un individuo o indirettamente sotto forma di contratto di gruppo, solitamente da un datore di lavoro. Mentre nel primo caso il contratto fa parte dell'erogazione della pensione individuale (terzo pilastro del sistema pensionistico),<sup>6</sup> nel secondo la rendita è fornita da un piano pensionistico sponsorizzato dal datore di lavoro (secondo pilastro), in cui i premi sono corrisposti solamente dal datore di lavoro o dal dipendente e dal datore di lavoro insieme.
  - *Altre caratteristiche*: ulteriori distinzioni sono possibili, per esempio a seconda che i prodotti di rendita offrano la possibilità di beneficiare di eventuali sgravi fiscali o a seconda della valuta in cui i versamenti sono denominati. Alcune rendite sono organizzate in fondi finanziati in base al principio mutualistico (rendita con partecipazione). Una classe relativamente nuova di prodotti, sviluppata nei paesi anglosassoni, considera la minore aspettativa di vita delle persone a rischio elevato (rendite per rischi non standard).

### **Rendite per rischi non standard**

Nell'ultimo decennio, in alcuni paesi (Regno Unito, USA ed Australia, per menzionarne alcuni) si è sviluppato un mercato di nicchia che fornisce rendite a persone ad elevato rischio. Questi strumenti possono assumere la forma di una rendita maggiorata, ovvero una rendita che fornisce una piccola maggiorazione di versamento ai fumatori senza richiedere un esame completo delle condizioni di sottoscrizione – o di una rendita per rischi non standard, che fornisce una sostanziale maggiorazione agli individui in grado di dimostrare una grave condizione medica e che si sottopongono a un processo di sottoscrizione accurato.

<sup>6</sup> L'approccio dei tre pilastri si riferisce alle fonti da cui provengono i versamenti pensionistici: lo stato (primo pilastro), il datore di lavoro (secondo pilastro) e il contributo personale (terzo pilastro).

In entrambi i casi, la mortalità iniziale è più elevata di quella standard; tuttavia, la mortalità dei superstiti col passare del tempo converge verso tassi convenzionali. Un portafoglio di rendite maggiorate è probabilmente maggiormente esposto ad un gruppo ristretto di malattie, in particolare le malattie cardiovascolari e quelle legate al fumo. I progressi nelle cure mediche di tali malattie possono influire sui tassi di mortalità futuri e pertanto aumentare l'esposizione al rischio di longevità per questa categoria di contratti. Per questo motivo, le rendite maggiorate possono richiedere un maggiore rendimento sul capitale rispetto a quelle standard, poiché la loro redditività è legata ancora di più al progresso medico. Sebbene queste polizze siano volte ad accrescere il mercato di riferimento per gli assicuratori che operano nel settore delle rendite generando una "nuova" classe di clienti, possono in effetti avere l'effetto secondario di accrescere la selezione avversa nel settore dei prodotti di rendita standard.

#### Il principio della concentrazione del rischio

### Rendite con partecipazione

#### *Un esempio*

Per illustrare in che modo la riduzione del rischio viene conseguita attraverso questo contratto, prendiamo l'esempio di un gruppo di cinque donne di 95 anni, preoccupate per il rischio di esaurire i propri mezzi finanziari per l'anno successivo. Statisticamente, c'è una probabilità di morte pari al 20%; vi è, cioè, la probabilità che una di esse muoia nel corso dell'anno prossimo.

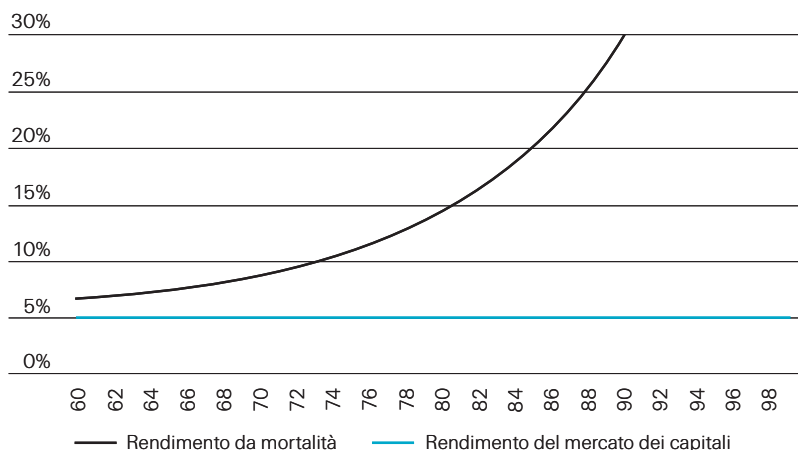
Per proteggersi dal rischio di longevità, convengono di apportare ciascuna 100 USD ad un fondo comune, che ridistribuirà il capitale e i proventi da investimento maturati durante l'anno (si ipotizzi un rendimento del 5% annuo) fra i superstiti. Alla fine dell'anno, ciascuna di esse può riscuotere una somma compresa fra 105 USD (se nessuna di esse muore) e 525 USD (se muoiono quattro di esse su cinque), sulla base dell'effettiva mortalità riscontrata nel gruppo (sono possibili sei risultati, a seconda che non si verifichi alcun decesso o se ne verifichino cinque).

Ciò che evidenzia questo esempio è che concentrando il rischio di mortalità e distribuendo i benefici, ognuno ottiene un vantaggio. Ex-ante, tutti i partecipanti al fondo ricevono una certa protezione contro il rischio di longevità per la durata del contratto. Se il contratto fra le cinque signore anziane fosse stato intermediato da una compagnia di assicurazioni, avesse coinvolto un numero considerevole di persone e fosse durato per l'intera durata della vita dei partecipanti, si sarebbe trattato di un contratto di rendita con partecipazione.

#### Rendimento da mortalità

Tramite i prodotti di rendita con partecipazione con un vasto gruppo di investitori, i fondi apportati da coloro che muoiono prima del previsto in base ai tassi di mortalità integrano i rendimenti dei mercati dei capitali del gruppo e pertanto offrono una pensione più consistente ai superstiti rispetto a quanto potrebbe essere ottenuto mediante investimenti individuali. Poiché l'aspettativa di mortalità di un gruppo consistente di persone è relativamente stabile, gli attuari possono prevedere il rendimento da mortalità per l'anno successivo con elevato grado di certezza.

**Grafico 6**  
**Rendimento da mortalità di una rendita di partecipazione e dei rendimenti finanziari su base lorda: un esempio illustrativo**



Fonte: Swiss Re Economic Research & Consulting

**Il valore di una rendita a partecipazione aumenta con l'età ...**

La differenza fra il rendimento dell'investimento disponibile sul mercato e quello guadagnato dai superstiti che partecipano al pool offre una protezione tangibile a coloro che giungono ad età estremamente avanzate. Il rendimento di una rendita di partecipazione per i membri del gruppo aumenta con l'età: all'età di 85 anni e oltre, diventa di fatto impossibile per un investimento sui mercati finanziari superare il rendimento da mortalità implicito di una rendita a partecipazione (si veda il grafico 6).<sup>7</sup>

Per contro, questo significa altresì che, dal punto di vista del singolo individuo, non ha molto senso acquistare un contratto di rendita immediata ad un'età giovane: il rendimento da mortalità sarebbe piuttosto basso, il premio unico anticipato necessario piuttosto ingente e le spese relativamente elevate legate a un prodotto assicurativo renderebbero l'investimento diretto nel mercato finanziario un'opzione finanziaria migliore.

**... ma l'investimento in un prodotto simile può cominciare in qualunque momento.**

Tuttavia, le persone possono scegliere di acquistare una rendita differita: questo strumento rende ragionevolmente certo il fatto che potranno accumulare le risorse finanziarie necessarie per acquistare la rendita a partecipazione alla fine del periodo di accumulazione (la certezza risiede nel fatto che devono pagare premi regolari). Le agevolazioni fiscali possono costituire un incentivo ad acquistare questo genere di prodotti anziché altri strumenti di risparmio, ma la limitata flessibilità nella fase di accumulazione incide negativamente. La scelta definitiva sarà determinata molto probabilmente dai mezzi finanziari della singola persona rispetto ai propri livelli di consumo e avversione al rischio.

<sup>7</sup> Ovviamente, la curva del rendimento da mortalità non può crescere all'infinito, poiché dipende dal numero di persone che partecipano al gruppo e dalla struttura del fondo (aperto o chiuso rispetto a nuovi membri).

### Limiti dei prodotti con partecipazione

Le rendite con partecipazione presentano anche alcuni limiti. In primo luogo, come nel caso di altre forme di rendita variabile, il beneficiario della rendita di un pool di partecipazione non conosce in anticipo il guadagno di quest'ultimo, quindi si assume un certo rischio. In particolare, le rendite con partecipazione senza garanzie sono strutturate in modo che le persone condividono sia la mortalità sia i risultati di investimento nei periodi favorevoli e in quelli negativi (in altre parole, la loro esposizione al rischio è simmetrica nei due sensi). In secondo luogo, nella sua forma più semplice, una rendita di partecipazione non dà agli eredi dei membri del gruppo accesso all'investimento del capitale né a qualsivoglia fondo accumulato. Ciò ovviamente non è adatto per coloro che desiderano lasciare una qualche eredità. In terzo luogo, i compratori di un simile prodotto tendono ad essere persone che prevedono comunque di vivere più a lungo; ciò determina una "anti selezione".<sup>8</sup> In quarto luogo e per concludere, qualsiasi aumento sistematico della longevità ridurrà il rendimento da mortalità, in quanto il numero dei superstiti di una certa età aumenta in confronto all'esperienza pregressa.

Il vantaggio di questa struttura rispetto all'autoassicurazione è che l'esposizione al rischio non è immediata: è sostenuta dal gruppo (non dal singolo individuo) ed è distribuita dalla compagnia di assicurazioni su un lungo orizzonte temporale. In aggiunta, i rischi di mortalità e di investimento sono in gran parte privi di correlazione. Ciò significa che un rendimento negativo sugli investimenti può essere controbilanciato parzialmente da rendimenti da mortalità positivi. In questo senso, gli effetti dell'esposizione complessiva al rischio sono attenuati o postposti a livello individuale quando vengono mitigati dalla presenza di una struttura del genere.

### Le rendite a partecipazione dal punto di vista dell'assicuratore

Dal punto di vista dell'assicuratore, le rendite a partecipazione hanno anche caratteristiche interessanti. In primo luogo, una tale struttura permette agli assicuratori di ridurre significativamente il rischio di longevità cui sono esposti, poiché questo è in parte condiviso con i beneficiari della rendita. Secondariamente, se non viene offerta nessuna garanzia d'investimento, anche l'esposizione al rischio del mercato finanziario è distribuita simmetricamente fra gli assicuratori e gli assicurati. Per contro, le garanzie, sia esplicite (come i Redditi Minimi Garantiti (GMIB) sia implicite (mediante le rendite fisse), determinano un costo supplementare, che deve essere sostenuto dal beneficiario della rendita o dall'assicuratore, riducendo le prestazioni per il primo e/o gli utili per quest'ultimo, a parità di condizioni.

<sup>8</sup> In questo contesto, "anti selezione" si riferisce al rischio corso dall'assicuratore che soltanto le persone con un'aspettativa di vita maggiore acquistino effettivamente le rendite.



# Un confronto internazionale dei mercati delle rendite

Questo capitolo analizza il mercato delle rendite e i fattori alla base del suo sviluppo.

## Un confronto internazionale dei mercati delle rendite

Questo capitolo fornisce un'analisi dei mercati delle rendite a livello mondiale e si articola in due sezioni: la prima offre una descrizione di mercati selezionati, mentre la seconda studia i fattori determinanti per il loro sviluppo.

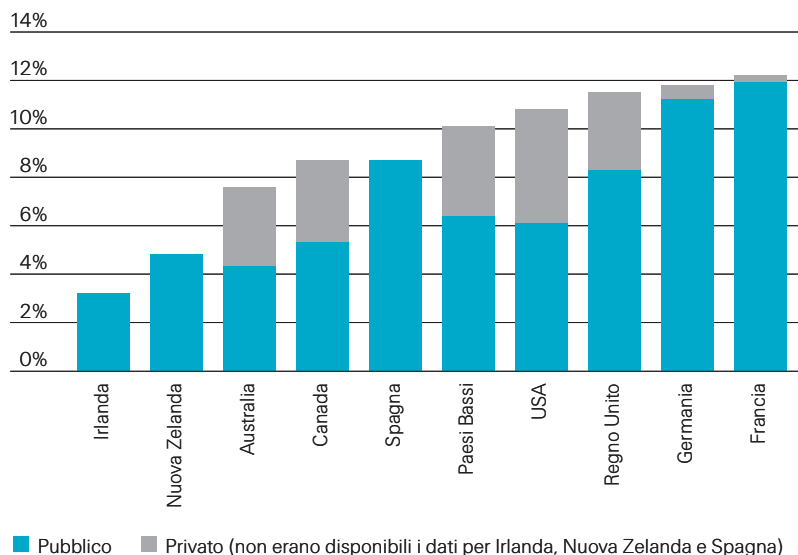
In questa relazione l'espressione "mercato delle rendite" si riferisce al segmento assicurativo del mercato delle pensioni private, vale a dire a quei prodotti di rendita offerti dalle compagnie di assicurazioni che appartengono normalmente al terzo pilastro dei moderni sistemi pensionistici.<sup>9</sup>

## Descrizione dei mercati delle rendite

I mercati delle rendite differiscono significativamente da un paese all'altro, per quanto riguarda sia la loro entità sia l'offerta di prodotti. Poiché i prodotti assicurativi sulla vita sono molto legati alla legislazione e ai regolamenti nazionali, come i sistemi fiscali e previdenziali, i confronti internazionali non sono del tutto semplici.

Ogni mercato di prodotti di rendita deve essere visto nel contesto di un sistema pensionistico complessivo, che nella maggior parte dei paesi consiste nei tre pilastri precedentemente menzionati. Il grafico 7 mostra i vari modi secondo cui possono essere finanziate le erogazioni pensionistiche. Mentre in alcuni paesi (per esempio in Finlandia, Spagna, Italia, e Germania) gli odierni pensionati contano quasi interamente sulle pensioni pubbliche obbligatorie, altri come il Regno Unito, gli USA ed i Paesi Bassi sono orientati maggiormente verso pensioni finanziate privatamente.

Grafico 7  
Spese pensionistiche totali in % sul PIL



Fonti: Report of the Pensions (Turner) Commission, 2005; OCSE, 2004, Social Expenditure Database (1980-2001).

<sup>9</sup> Alcune delle statistiche internazionali presentate in questo capitolo si riferiscono al mercato delle pensioni private nel suo complesso, il quale comprende i prodotti pensionistici del secondo e del terzo pilastro. L'errore di approssimazione che ne risulta è tuttavia marginale, poiché i paesi con un solido pilastro pensionistico sponsorizzato dal datore di lavoro tendono altresì ad evidenziare un migliore sviluppo dei mercati delle rendite private.

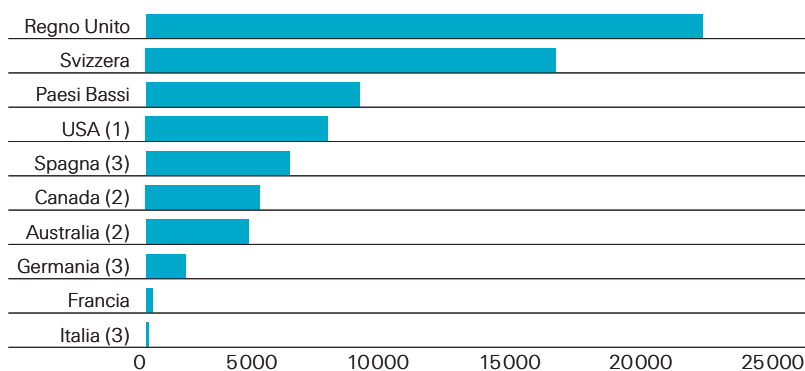
**Le dimensioni di un mercato delle rendite possono essere valutate esaminando le riserve tecniche o gli attivi a copertura delle rendite ...**

*Le dimensioni dei mercati delle rendite*

In assenza di dati certi e coerenti,<sup>10</sup> le dimensioni possono essere valutate prendendo in considerazione un certo numero di indicatori. La seguente analisi si fonda sulle stime di *sigma* e sulle statistiche del CEA (Comité Européen des Assurances) e dell'OCSE, che confrontano i mercati pensionistici privati attraverso una gamma di paesi.<sup>11</sup>

Il grafico 8, combinando due indicatori dimensionali – riserve tecniche relative al settore delle rendite e attivi a copertura delle stesse – evidenzia differenze significative anche tra i mercati delle rendite dei paesi industrializzati. Con circa 21141 USD di attivi pro capite, il mercato del Regno Unito è il maggiore a livello mondiale, di gran lunga superiore a quello di Svizzera, Paesi Bassi e USA.

**Grafico 8**  
**Dimensioni dei mercati nazionali in base alle riserve tecniche o agli attivi a copertura delle rendite pro capite, in USD, 2004**



Note: (1) Riserve. (2) Attivi. (3) Riserve stimate.

Fonti: Swiss Re Economic Research & Consulting, Limra; CLHIA; ABI; FSA returns; FFSA; GDV; CBS; ICEA; DEXX&R.

**... o inferendo dal mercato globale delle pensioni private.**

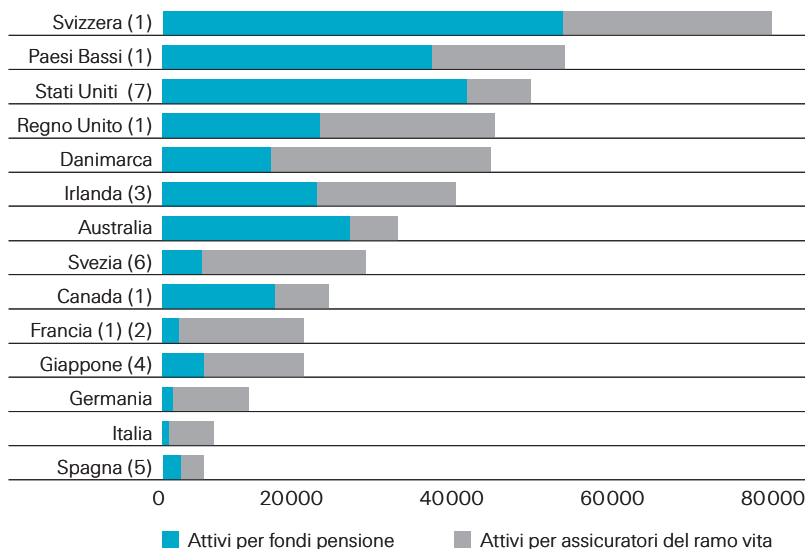
Inoltre, l'OCSE ha creato recentemente un vasto database che raccoglie le statistiche sulle pensioni, da aggiornare e pubblicare biennialmente. Contrariamente alle valutazioni di cui sopra e all'oggetto principale di questo studio, le statistiche OCSE coprono tuttavia il mercato delle pensioni private nel suo complesso, ovvero aggregando le pensioni aziendali e quelle private. Tuttavia i dati forniscono un quadro aggiuntivo, sebbene approssimativo, dell'importanza relativa dei vari mercati delle rendite. La graduatoria generale dei mercati delle rendite a livello mondiale indicata nel grafico 8 è in gran parte confermata dai dati OCSE<sup>12</sup> (vedi grafico 9). In primo luogo, tra i vari paesi permangono differenze significative. Secondariamente, le graduatorie confermano la Svizzera, i Paesi Bassi, il Regno Unito e gli USA come i quattro mercati principali, misurati in base agli attivi pro capite. Tuttavia, l'ordine è differente, con la Svizzera alla guida del gruppo dei mercati maggiori.

<sup>10</sup> Le statistiche sulle rendite sono scarse e la qualità dei dati varia considerevolmente: mentre nei mercati delle rendite più sviluppati – quali gli USA ed il Regno Unito – sono disponibili dati dettagliati e tempestivi, in altri tali dati non sono disponibili.

<sup>11</sup> OCSE: Financial Market Trends, N. 90, aprile 2006. OCSE: Pensions Markets in Focus, Newsletter Issue 2, dicembre 2005.

<sup>12</sup> La differenza significativa nella scala tra il grafico 8 e il grafico 9 deve attribuirsi ai grandi volumi di attività previdenziale gestiti dai fondi pensione.

**Grafico 9**  
**Attivi totali per fondi pensione e investimenti di assicurazione sulla vita pro capite, in USD, 2004 salvo indicazione contraria**



Note: (1) 2003. (2) Stima del personale OCSE; attivi complessivi per i fondi pensione sulla base delle passività totali. (3) Fonte: Irish Association of Pension Funds (IAPF). (4) I dati non includono le associazioni di mutuo soccorso; i dati 2004 includono i programmi pensionistici individuali. (5) Include gli enti pensionistici mutualistici per il 2004. (6) Include gli attivi del Premium Pension System per il 2004. (7) Include i fondi pensione statali e degli enti locali e i fondi pensione del governo federale.

Fonte: Global Pension Statistics, OCSE; Insurance Statistics Yearbook, OCSE

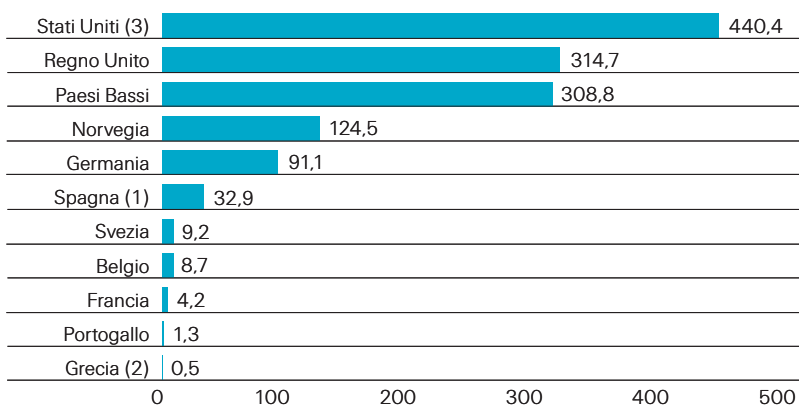
**La crescita del settore offre informazioni utili sugli sviluppi del mercato nel breve termine.**

#### *Sviluppo di nuovi contratti*

Il CEA pubblica statistiche annuali di mercato che forniscono alcune informazioni utili sebbene limitate sui nuovi contratti nel settore, in particolare nel segmento delle rendite individuali in Europa (vedi grafico 10).<sup>13</sup> I dati indicano che, rispetto alle dimensioni della popolazione, i mercati principali (esclusa la Svizzera) hanno generato altresì i maggiori volumi di premi in termini di vendita di nuove rendite individuali, a dimostrare che i mercati già grandi possono comunque racchiudere un notevole potenziale di crescita. In tutti i casi, le continue riforme dei sistemi pensionistici possono essere individuate come il fattore principale alla base della crescita delle vendite di rendite.

<sup>13</sup> Non era possibile estendere il confronto tra i paesi europei agli affari collettivi relativi al settore delle pensioni in quanto le statistiche CEA non forniscono queste informazioni.

**Grafico 10**  
**Nuove rendite individuali in base ai premi pro capite, in euro, dati 2003 salvo diversa indicazione**



Note: (1) Dati al 2001. (2) Dati al 2002. (3) Dati al 2004.

Fonti: CEA, IMF, A.M. Best, Swiss Re Economic Research & Consulting

#### *Sviluppi storici*

Complessivamente, gli attivi totali gestiti dai fondi pensione (escludendo cioè gli attivi degli assicuratori vita, per i quali l'OCSE non fornisce una serie cronologica separata) sono aumentati fortemente dal 2003 al 2004, ovvero di 2123 miliardi di USD, pari al 16%. Sebbene l'andamento delle quotazioni azionarie possono aver svolto un loro ruolo, i nuovi afflussi di attività sono stati un fattore importante alla base di questo sviluppo, particolarmente nei paesi in cui le partecipazioni azionarie a copertura delle passività pensionistiche sono state storicamente limitate o sono state significativamente ridotte durante gli ultimi cinque anni. Fra il 2001 e il 2004, gli attivi dei fondi pensione si sono sviluppati ad un tasso di crescita medio composto (CAGR) dell'8,6% nei paesi OCSE.

**Tabella 1**  
**Totale attivi dei fondi pensione in miliardi di USD**

Paesi OCSE	2001	2002	2003	2004	2005	CAGR 2001-2005	Penetrazione dei fondi pensionistici
							(attivi in % del PIL, 2005)
Australia	213	239	296	337	409	17,8%	58,0%
Francia	51	95	123	124	124	24,5%	5,8%
Germania	63	68	89	104	108	14,3%	3,9%
Italia	25	28	37	44	50	18,4%	2,8%
Giappone	581	562	658	710	865	10,5%	18,8%
Paesi Bassi	411	375	545	660	780	17,3%	124,9%
Norvegia	7	8	10	17	20	31,2%	6,8%
Polonia	5	8	11	17	26	54,5%	8,7%
Svezia	18	19	23	43	52	29,7%	14,5%
Svizzera	261	268	361	389	429	13,2%	117,4%
Regno Unito	1 040	1 040	1 175	1 467	1 541	10,3%	66,2%
Stati Uniti	9 408	8 511	10 079	11 638	12 348	7,0%	98,9%
<b>Totale G10</b>	<b>12 248</b>	<b>11 325</b>	<b>13 549</b>	<b>15 672</b>	<b>16 880</b>	<b>8,3%</b>	
<b>Area Euro</b>	<b>676</b>	<b>694</b>	<b>964</b>	<b>1 236</b>	<b>1 451</b>	<b>21,1%</b>	
<b>Totale OCSE</b>	<b>12 674</b>	<b>11 805</b>	<b>14 164</b>	<b>16 496</b>	<b>17 915</b>	<b>9,0%</b>	

Fonti: Global Pension Statistics, OCSE; stime proprie Swiss Re Economic Research & Consulting

**L'acquisto di blocchi di portafoglio rendite è un'attività destinata a crescere nei prossimi anni.**

**Tre i fattori che sospingono lo sviluppo dei mercati delle pensioni private**

**In primo luogo, il tipo di sistema pensionistico pubblico ed il livello di riforma raggiunto**

Mentre i mercati delle rendite più sviluppati come USA, Regno Unito e Svizzera hanno evidenziato una crescita relativamente modesta, i mercati con bassi tassi di penetrazione – quali Norvegia, Polonia e Repubblica Slovacca – si sono sviluppati fortemente.

Tuttavia, sarebbe fuorviante concludere che, in futuro, i mercati pensionistici meno consolidati registreranno tassi di crescita più elevati semplicemente sulla base dell'attuale bassa penetrazione delle pensioni private. Il previsto processo di allineamento potrebbe dopo tutto non avvenire mai.

#### *Tendenze recenti: acquisto di blocchi di portafoglio rendite*

In taluni mercati, specialmente il Regno Unito, si sta valutando la possibilità di trasferire completamente le passività sia pensionistiche che delle aziende assicurate rispetto al rischio delle rendite mediante un approccio che ne prevede l'acquisto in blocco. Attualmente, nel Regno Unito oltre un miliardo di GBP di passività dei fondi pensione viene trasferito ogni anno al settore assicurativo, in quanto le società cercano di liberarsi dei rischi legati alle pensioni; inoltre, i volumi in eccesso di 1 miliardo di GBP vengono ora consuetudinariamente scambiati fra le compagnie di assicurazione rispetto ai singoli blocchi di portafogli di rendite. Non sorprende quindi che nel 2006 siano sorte molte nuove compagnie assicurative finalizzate ad assumersi tali rischi.

### **Fattori alla base dello sviluppo di mercato**

Lo sviluppo dei mercati delle pensioni private sembra essere direttamente correlato a un certo numero di fattori, vale a dire:

- lo stato ed il grado delle riforme del sistema pensionistico statale
- la pressione concorrenziale derivante dai fornitori alternativi di pensioni
- l'esistenza di incentivi fiscali per i prodotti pensionistici privati

#### *Lo stato ed il grado delle riforme del sistema pensionistico statale*

La tabella 2 indica che esistono due gruppi principali fra i paesi dell'OCSE: uno in cui il settore delle assicurazioni ha assunto un ruolo cardinale ed un altro dove la maggior parte della responsabilità rimane ancora addossata ai governi nazionali. Da una parte, i paesi con un consolidato sistema pensionistico professionale obbligatorio o semi-obbligatorio sembrano denotare il più elevato grado di penetrazione dei fondi pensione e delle assicurazioni sulla vita; ciò è particolarmente vero per la Svizzera, l'Islanda, la Danimarca e l'Australia (vedi il riquadro "L'esperienza australiana"). Dall'altra parte, anche gli USA, il Regno Unito ed i Paesi Bassi (che in effetti hanno un sistema privato semi-obbligatorio) si posizionano fra i paesi che fanno ampio ricorso ai sistemi volontari in virtù del buon livello di sviluppo dei loro mercati privati. Di conseguenza, non vi è alcuna prova empirica che una qualsiasi forma specifica di sistema pensionistico sia esclusivamente favorevole ad un mercato pensionistico privato. La comparabilità internazionale può, tuttavia, essere distorta dal fatto che non tutti i sistemi pensionistici sono stati implementati contemporaneamente. Tra alcuni anni a partire da oggi, il quadro presentato nella tabella 2 può presentarsi sostanzialmente diverso. I paesi che hanno intrapreso la strada della riforma del sistema pensionistico registreranno con maggiore probabilità un'espansione delle vendite di rendite.

Le distorsioni possono altresì derivare dal fatto che in alcuni paesi le politiche di governo prevedono pensioni pubbliche universali, mentre in altri l' idoneità alla pensione viene verificata in base alle condizioni economiche. Paradossalmente, nei sistemi basati sulle condizioni economiche, le fasce della popolazione con un reddito medio-basso possono avere un disincentivo a risparmiare e provvedere a se stessi, in quanto rischierebbero di non rientrare nei parametri per l'erogazione della pensione minima pubblica.

Tabella 2  
Finanziamento dei sistemi pensionistici professionali nei paesi OCSE, 2004

Paese	Obbligatorio	Copertura volontaria			Penetrazione*
		Elevata	Media	Bassa	
Australia	1992				91,3
Austria			✓		25,6
Belgio			✓		35,8
Canada			✓		77,3
Repubblica Ceca				✓	8,0
Danimarca	1964/1985				91,7
Finlandia	1956/1985				60,1
Francia				✓	60,0
Germania			✓		31,9
Grecia				✓	-
Ungheria	1998				11,1
Islanda	1986				146,2
Irlanda			✓		80,9
Italia				✓	22,1
Giappone			✓		48,2
Corea	2005				20,5
Paesi Bassi		✓			140,4
Nuova Zelanda				✓	15,5
Norvegia	2006				32,6
Polonia	1999				11,0
Portogallo				✓	21,9
Slovacchia	2005				21,1
Spagna				✓	20,9
Svezia	2000	✓			65,4
Svizzera	1985				153,2
Turchia				✓	0,7
Regno Unito			✓		116,2
Stati Uniti			✓		115,0

\* attivi dei fondi pensioni e assicuratori vita in % di PIL

Fonti: Global Pension Statistics, OCSE; stime proprie Swiss Re Economic Research & Consulting

### L'esperienza australiana

Il mercato delle rendite australiano ha preso l'avvio soltanto nel 1992, in seguito all'introduzione del piano previdenziale obbligatorio. Questo piano impone ai lavoratori di accumulare un risparmio pensionistico che può in seguito essere utilizzato per ritiri gradualmente o per l'acquisto di una rendita. All'epoca in cui il piano è stato lanciato, ai dipendenti è stato imposto di versare il 2% del loro reddito; cifra che ora è arrivata al 9%.

Il mercato di tale forma previdenziale si è sviluppato ad un tasso CAGR del 10,1% fra il 1994 e il 2004 in termini di attivi destinati alle rendite.<sup>14</sup> Nell'aprile del 2005, ha interessato il 90% di tutte le persone impiegate.<sup>15</sup> Con attivi in gestione pari a 800 miliardi di AUD nel settembre 2005 (693 miliardi di AUD nel dicembre 2004)<sup>16</sup> collegati a tale piano previdenziale, l'Australia si colloca tra i primi paesi nelle statistiche degli indicatori economici OCSE. Ciò può altresì spiegare perché la pensione pubblica di base può essere considerata come un'erogazione previdenziale legata alle condizioni economiche piuttosto che una erogazione universale (con il relativo carico fiscale ad essa associato) – un esempio raro fra i paesi dell'OCSE.

Nel 2004, il segmento di tale forma previdenziale ha rappresentato l'87% del mercato vita australiano per dimensione degli attivi, di cui il 26% detenuto sotto forma di polizze vita, una cifra in diminuzione nel tempo. L'esperienza australiana porta a due conclusioni: da una parte, la riforma del sistema pensionistico è uno strumento molto potente per promuovere l'espansione del mercato pensionistico. Dall'altra, questo non avvantaggia solo gli assicuratori. Nel caso australiano, i fondi pensione hanno tratto il vantaggio maggiore da questa riforma. Da notare che solo una minima parte degli attivi dei fondi pensione è stata utilizzata per comprare i prodotti di rendita.

Lo sviluppo del mercato delle rendite sembra essere direttamente correlato con lo stato e la riforma del sistema pensionistico di ogni singolo paese, in quanto il ruolo che il settore assicurativo può svolgere è limitato da due dimensioni concorrenziali: tra i vari pilastri e nell'ambito del terzo pilastro.

#### *La pressione concorrenziale degli enti pensionistici alternativi*

Riguardo al primo aspetto, le statistiche indicano che i paesi con un minore impatto della previdenza pubblica tendono ad avere un mercato delle pensioni private meglio sviluppato e viceversa.

La correlazione fra pensione pubblica e privata è altresì evidente nel tasso di sostituzione<sup>17</sup> – ovvero il rapporto tra la pensione media del pensionato ed il reddito medio percepito durante la sua vita attiva. Stime recenti che confrontano i tassi di sostituzione del reddito in Germania, Francia, Italia e Paesi Bassi indicano che quanto minore è il contributo statale al reddito pensionistico, tanto maggiore è la componente privata.<sup>18</sup> Più in particolare, il tasso complessivo di sostituzione dei pensionati è quasi uguale (intorno all'80%) in tutti e quattro i paesi, a prescindere dai diversi livelli di contribuzione pubblica nel campione considerato.

**In secondo luogo, la concorrenza fra i pilastri e nell'ambito del terzo pilastro determina le prospettive di crescita delle vendite delle rendite.**

<sup>14</sup> Vedi APRA, Life Office Market Report dicembre 2004, edizione aprile 2005.

<sup>15</sup> Vedi Australian Taxation Office, aprile 2005.

<sup>16</sup> Vedi APRA, Quarterly superannuation performance statistics, dicembre 2004.

<sup>17</sup> Il tasso di sostituzione è calcolato come la percentuale rispetto al reddito medio lavorativo espressa dal reddito di pensione. Mentre il tasso lordo si riferisce al reddito totale individuale, il tasso di sostituzione netto si ottiene deducendo le imposte sul reddito personale e i contributi previdenziali.

<sup>18</sup> Vedi A Börsch-Supan (2005), "Risiken im Lebenszyklus – Theorie und Evidenz".

Ciò significa che l'intervento pubblico, quello sponsorizzato dal datore di lavoro ed il contributo personale sono quasi perfettamente interscambiabili. Se, a livello personale, l'ammontare dei versamenti pensionistici attesi dal primo e dal secondo pilastro influenza direttamente il livello di previdenza privata che una persona è disposta a finanziare, ciò influirà in ultima analisi sulle potenziali dimensioni del mercato delle rendite di un dato paese.

Una ulteriore pressione competitiva giunge dai prodotti nell'ambito del terzo pilastro. La propensione all'acquisto sarà influenzata in ultima analisi da:

- l'esistenza (o spesso la mancanza) di un pari contesto competitivo tra le varie offerte concorrenti (differenze in termini di trattamento fiscale, requisiti di capitale e obblighi di rendicontazione, per menzionare solo alcuni esempi) che possono influire sul prezzo per il consumatore e orientare indirettamente le vendite,
- l'accessibilità delle informazioni sulle risorse finanziarie individuali per i vari fornitori di servizi finanziari,
- la competenza dell'individuo in materia finanziaria e la familiarità con i canali di distribuzione.

### **Outsourcing dei piani di pensione professionali a fondazioni costituite da più datori di lavoro in Svizzera**

**In che modo il quadro normativo può cambiare il panorama competitivo all'interno di un pilastro.**

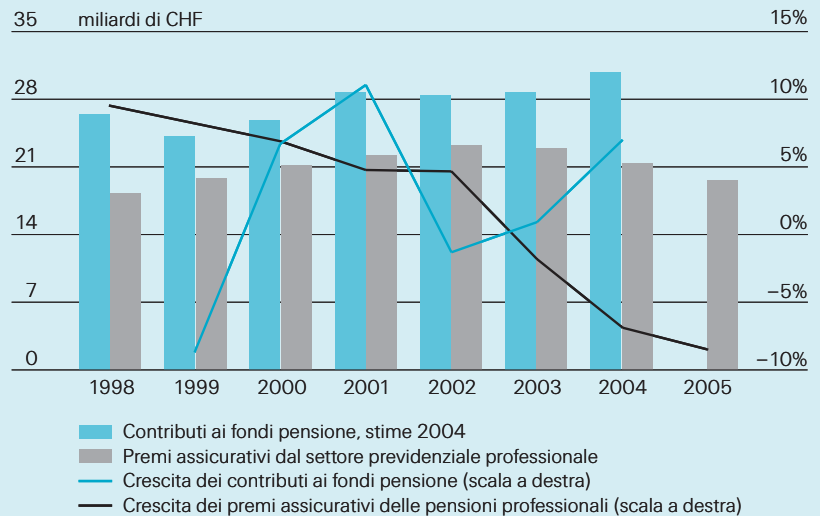
L'esperienza svizzera mostra in che modo il quadro normativo può influire sulla concorrenza all'interno del secondo pilastro del sistema pensionistico. In Svizzera, le fondazioni costituite da più datori di lavoro (note altresì come "fondi collettivi") sono organizzazioni che gestiscono piani pensionistici professionali come istituzioni legalmente indipendenti. Queste fondazioni sono controllate dall'Ufficio federale delle assicurazioni sociali (UFAS) a differenza degli assicuratori privati, che fanno riferimento all'Ufficio federale per le assicurazioni private (UFAP). Il vantaggio principale per le fondazioni costituite da più datori di lavoro è che l'UFAS consente loro, nei casi appropriati, di registrare perdite provvisorie (quando cioè gli attivi disponibili nel fondo sono minori di quelli attuarialmente necessari). Ciò permette alle fondazioni costituite da più datori di lavoro di implementare una politica di investimento più flessibile e pertanto di conseguire rendimenti complessivamente più elevati.

Al contrario, le compagnie di assicurazioni soggette al controllo dell'UFAP sono costrette a investire una parte consistente dei loro attivi in titoli privi di rischio per proteggersi in qualunque momento da eventuali perdite. La loro maggiore sicurezza pertanto è ottenuta a spese di minori rendimenti attesi. In aggiunta, una fondazione controllata dall'UFAS può attualizzare le proprie obbligazioni ad un tasso di interesse tecnico maggiore, con conseguenti minori passività stimate.

Ciò ha determinato negli ultimi anni il passaggio di una parte considerevole del settore delle pensioni professionali controllato dall'UFAP alle fondazioni costituite da più datori di lavoro. Gli esempi più eclatanti (per esempio Winterthur, Zurich) indicano che ciò era dovuto almeno in parte agli sforzi delle principali compagnie di assicurazioni, che hanno costituito le proprie fondazioni. Pertanto,



**Grafico 11**  
**Premi e contributi dal settore pensionistico professionale, 1998–2005.**



Fonti: UFAP, UFAS

**In terzo luogo, gli incentivi fiscali forniscono un supporto determinante allo sviluppo dei mercati delle rendite.**

**Le imposte progressive sul reddito personale sono la norma.**

#### *Incentivi fiscali per i prodotti pensionistici privati*

I vantaggi fiscali sono un fattore importante per i mercati delle pensioni e delle rendite a livello mondiale in quanto offrono alle persone l'incentivo a risparmiare per gli anni della pensione. La maggior parte dei sistemi fiscali forniscono incentivi in uno o più dei tre modi seguenti:

- una combinazione di progressività delle imposte sul reddito personale e di deducibilità dei contributi per la pensione dal reddito imponibile;
- uno specifico trattamento fiscale preferenziale dei redditi da pensione;
- un trattamento fiscale preferenziale dei redditi da investimento e della crescita del capitale per gli attivi detenuti nei fondi pensione.

Nella maggior parte dei paesi, le aliquote fiscali per i redditi personali sono progressive, in altre parole i redditi più elevati sono tassati con aliquote maggiori rispetto ai redditi inferiori. Poiché i tassi lordi di sostituzione sono normalmente ben al di sotto del 100%,<sup>19</sup> l'aliquota fiscale applicata ai redditi lavorativi è normalmente più elevata di quella applicata ai redditi da pensione. Considerando che il contributo pensionistico è deducibile dal reddito imponibile, un individuo può ottenere un risparmio d'imposta investendo parte del reddito nella costituzione di una pensione, che in seguito, quando percepita, sarà tassata in base ad una aliquota minore. In alcune giurisdizioni, tuttavia, tali incentivi fiscali sono riconosciuti soltanto per i fondi soggetti ad una percentuale minima obbligatoria di conversione in rendita.

<sup>19</sup> Con un tasso lordo di sostituzione pari a 102 per il fruitore medio, il Lussemburgo fa eccezione.

**È probabile che venga introdotto uno specifico trattamento fiscale preferenziale per il reddito da pensione quale incentivo per un'autonomia finanziaria al momento della pensione.**

Il governo può fornire incentivi aggiuntivi prevedendo un trattamento fiscale preferenziale per i redditi da pensione. Ciò può essere realizzato in tre modi diversi:

- detrazioni fiscali e crediti d'imposta in base all'età, soprattutto per pensionati a basso reddito;
- detrazione parziale della pensione pubblica dal reddito imponibile e – in alcuni casi – trattamento fiscale preferenziale per pensioni private di basso ammontare;
- detrazione dei contributi previdenziali dal reddito pensionistico. I contributi, tuttavia, sarebbero imposti a qualsivoglia reddito lavorativo conseguito da una persona ufficialmente in pensione che continui a lavorare.

La tabella 3 indica che la maggior parte dei paesi dell'OCSE prevede almeno una forma di tassazione preferenziale del reddito personale o di riduzione dei contributi sociali per i pensionati.

**Tabella 3**  
**Categorie di incentivi fiscali per pensionati**

	<b>Maggiori detrazioni fiscali o crediti d'imposta</b>	<b>Sgravio per redditi da pensione</b>	<b>Contributi sociali a carico dei pensionati</b>
Australia	✓		
Austria			basso
Belgio	✓		basso
Canada	✓	✓	nessuno
Repubblica Ceca	✓		nessuno
Danimarca		✓	nessuno
Finlandia	✓		basso
Francia		✓	basso
Germania		✓	basso
Grecia			nessuno
Ungheria		✓	nessuno
Islanda			nessuno
Irlanda	✓		nessuno
Italia	✓	✓	nessuno
Giappone	✓		basso
Corea	✓	✓	nessuno
Paesi Bassi	✓		basso
Nuova Zelanda			
Norvegia	✓	✓	basso
Polonia			basso
Portogallo			nessuno
Slovacchia			nessuno
Spagna			nessuno
Svezia			nessuno
Svizzera			nessuno
Turchia		✓	nessuno
Regno Unito	✓		nessuno
Stati Uniti	✓	✓	nessuno

Nota: Il livello dei contributi sociali pagabili dai pensionati è minore di quelli pagabili durante la vita attiva, o persino pari a zero.

Fonte: OCSE Pension at a Glance, 2005.

## Rendite e protezione contro i rischi

Grazie alle rendite, gli assicuratori offrono protezione agli assicurati contro due ampie categorie di rischio:

- rischi biometrici, quali quello di longevità e di mortalità;<sup>20</sup>
- rischi macroeconomici e dei mercati finanziari, quali l'inflazione, i tassi di interesse, il rischio del mercato creditizio e del mercato azionario.

**Le rendite sono la risposta del settore delle assicurazioni al bisogno di protezione contro i rischi di longevità e dei mercati finanziari.**

La misura in cui gli assicuratori si assumono effettivamente un'esposizione al rischio offrendo tale protezione dipende dalla struttura dei propri prodotti, dalla comprensione dei fini per cui vengono acquistate le rendite, dalla possibilità di usufruire dei vantaggi di diversificazione nel portafoglio delle attività sottoscritte, dalla competenza nella gestione del rischio e dagli strumenti di copertura adottati.

La predominanza di una categoria di rischio e il grado di esposizione cambiano normalmente con la struttura del prodotto. Nel caso delle rendite immediate, per esempio, i rischi più importanti sono la longevità ed i tassi d'interesse,<sup>21</sup> seguiti da vicino dal rischio di credito sugli attivi di copertura.<sup>22</sup> Nel caso delle rendite differite, d'altra parte, il rischio predominante risiede negli sviluppi negativi dei tassi di interesse a lungo termine – specialmente i tassi di reinvestimento, seguito dal rischio di longevità e dal rischio di inflazione. Confrontando i contratti immediati e differiti, tuttavia, l'esposizione al rischio di longevità di una rendita differita è sempre maggiore di quella di una rendita immediata equivalente, a causa del periodo di tempo più lungo durante il quale può aver luogo un miglioramento della mortalità e per il fatto che l'effetto di tali miglioramenti è concentrato negli anni di pagamento della rendita.

**La struttura del prodotto è fondamentale nella determinazione della quota di rischio effettivamente da trasferire.**

Il resto di questo capitolo analizza in maggior dettaglio in che modo i rischi biometrici, macroeconomici e finanziari influiscono sulle rendite, assumendo la prospettiva dell'assicurato, salvo diversamente specificato.

**L'esposizione dell'assicuratore al rischio di longevità è in funzione della durata dei versamenti agli assicurati.**

### *Rendite e rischio di longevità*

La più importante caratteristica delle rendite in relazione al rischio di longevità è rappresentata dalla durata dei versamenti. Supponendo che l'ammontare dei versamenti delle rendite è uguale o superiore al costo della vita del beneficiario della rendita, il grado di protezione contro il rischio di longevità dipenderà dalla durata del flusso dei pagamenti. A questo proposito, si possono distinguere quattro tipi di prodotto, i cui flussi di reddito sono illustrati nel grafico 12:

- 1) Vitalizi puri: in un contratto di vitalizio puro, i pagamenti continuano finché il beneficiario del vitalizio è in vita, fornendogli pertanto una protezione totale ed incondizionata contro il rischio di esaurire i propri risparmi. Altrettanto dicasi per i vitalizi a partecipazione.

<sup>20</sup> Altre categorie di rischio rilevanti ai fini assicurativi sono analizzate più approfonditamente nel capitolo seguente.

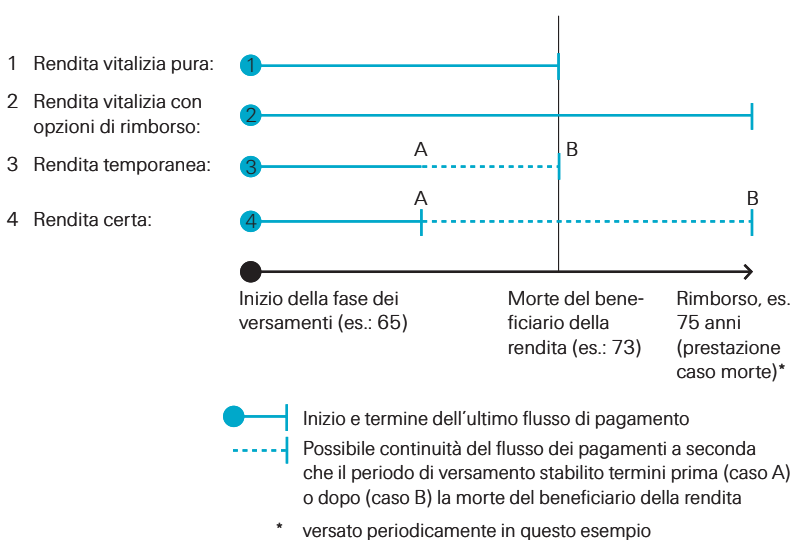
<sup>21</sup> Ciò in quanto è l'interazione della durata e del rendimento che determina il rischio principale. Per la maggior parte della durata della rendita, il prezzo della protezione dipende maggiormente dalle previsioni sui tassi di interesse che non dai tassi di mortalità. Soltanto alle età più avanzate (75+) la mortalità diviene il fattore predominante.

<sup>22</sup> Presumendo che ci siano attivi finanziari sufficienti a fronte della durata delle passività e della relativa valuta di denominazione, e che in particolare siano utilizzate obbligazioni societarie a copertura delle passività assicurative.

- 2) Vitalizio con opzioni di rimborso: questo tipo di prodotto è strutturato come un vitalizio puro con la caratteristica aggiuntiva del rimborso, corrisposto ai beneficiari del fruitore della rendita dopo la sua morte. Riguardo al rischio di longevità, questo tipo di rendita assicura la stessa protezione incondizionata di un vitalizio puro.
- 3) Rendita temporanea (o rendita a termine fisso): una rendita temporanea fornisce versamenti per un periodo di tempo limitato stabilito in anticipo. Dopo tale data, i versamenti terminano e l'assicuratore ritrasferisce il rischio residuo di longevità all'individuo. Qualora il beneficiario della rendita muoia prima del termine del periodo specificato, i pagamenti terminerebbero in anticipo. In altre parole, il beneficiario è protetto dal rischio di longevità soltanto qualora la sua morte avvenga prima che i pagamenti terminino (ex-post).
- 4) Rendita certa: la rendita certa presenta somiglianze con la rendita temporanea. Entrambi i contratti garantiscono versamenti per un periodo di tempo limitato. Tuttavia, mentre i versamenti della rendita temporanea terminano alla scadenza del termine contrattuale o in seguito alla morte del beneficiario della rendita, a seconda di quale evento fra i due avvenga per primo, la rendita certa continua a erogare i pagamenti previsti fino al termine del periodo specificato, a prescindere dal fatto che il beneficiario sia in vita oppure no. La protezione contro il rischio di longevità, tuttavia, è identica nel quadro di entrambi i contratti: qualora l'assicurato muoia prima del termine del periodo di versamento, egli è stato effettivamente protetto contro il rischio di esaurire i propri risparmi. D'altra parte, qualora il beneficiario viva oltre il periodo contrattuale, sarà lui stesso a sopportare il rischio di longevità dal quel momento in poi.

Il seguente grafico illustra la protezione contro il rischio di longevità offerta dai differenti tipi di rendita, sulla base della durata dei versamenti forniti.

**Grafico 12**  
**Schemi di flusso di reddito per vari prodotti di rendita**



Fonte: Swiss Re Economic Research & Consulting

Ipotizziamo che un pensionato acquisti una rendita immediata all'età di 65 anni e muoia all'età di 73 anni. Nel caso di un vitalizio puro (tipo 1) e di un vitalizio con opzione di rimborso (tipo 2), il pensionato riceve per tutta la vita un flusso di reddito e pertanto gode di una protezione incondizionata contro il rischio di longevità. Tuttavia, nei casi di una rendita temporanea (tipo 3) e di una rendita certa (tipo 4) la situazione è diversa. Qui la protezione contro il rischio di longevità del pensionato dipende dalla durata dei versamenti. Se il periodo dei pagamenti previsto dal contratto è di 6 anni, per esempio, questi termineranno prima del decesso del beneficiario della rendita in entrambi i contratti (punto A nel grafico) e il pensionato non sarà completamente protetto contro il rischio di consumare i propri risparmi prima della sua morte. Tuttavia, qualora il periodo dei versamenti definito contrattualmente sia di 10 anni, i pagamenti proseguono almeno fino alla morte del pensionato (punto B) e nel caso di una rendita certa, anche oltre tale data. Di conseguenza, nel caso dei contratti 3 e 4, il beneficiario non è completamente protetto dal rischio di longevità.

**In taluni mercati, le rendite offrono una protezione contro la mortalità sotto forma di benefici minimi garantiti in caso di morte.**

#### *Rendite e rischio di mortalità*

La protezione contro il rischio di mortalità non è insolita per un contratto di rendita, anche se non è la caratteristica principale di questa famiglia di prodotti. Normalmente assume la forma di un beneficio minimo garantito in caso di morte (GMDB), che è spesso offerto insieme ad una rendita variabile differita (nel mercato USA, per esempio, questa è una combinazione molto diffusa). Il beneficio è un ammontare minimo predeterminato che il beneficiario della rendita riceverà qualora l'assicurato muoia prima che la rendita inizi a operare. Il beneficio può essere pari al maggiore tra il valore di bilancio attuale, o ai pagamenti dei premi accumulati al netto dei ritiri pregressi.<sup>23</sup> Il GMDB normalmente decade quando la rendita giunge alla fase dei versamenti o una volta raggiunto un massimo di 10 anni in quella fase. Per estendere la copertura contro il rischio di morte, il beneficiario della rendita può acquistare una "opzione a termine certo", che prevede il pagamento di un beneficio in caso di morte per un certo periodo dopo che il contratto è divenuto efficace (come nei precedenti esempi 2 e 4). Infatti, tali garanzie sono molto comuni nel mercato britannico.

**Le rendite sono esposte al rischio macroeconomico di un'evoluzione negativa dell'inflazione e dei tassi di interesse ...**

#### *Rendite e rischi macroeconomici e finanziari*

Mentre i fattori macroeconomici non influiscono direttamente sull'aspettativa di vita, sono tuttavia rilevanti nel contesto dei prodotti di rendita in quanto presentano un effetto composto sulle dimensioni dei fondi necessari per coprire l'esposizione al rischio di longevità. Tale effetto può essere considerato dalla prospettiva dell'assicuratore come l'impatto dell'andamento negativo del tasso di inflazione e dei tassi d'interesse rispetto alle ipotesi formulate al momento della determinazione del prezzo. Per contro, prendendo in considerazione la prospettiva dell'assicurato, il livello di inflazione ed i tassi di interesse possono influire sulla sua decisione di acquistare o meno una rendita in un dato momento. I seguenti esempi aiutano a chiarire meglio questo punto.

<sup>23</sup> Molti contratti di rendita variabile offrono ora dei benefici maggiorati in caso di morte, includendo altresì un certo grado di protezione contro l'appezzamento dei mercati capitalizzando i rendimenti degli investimenti a date specificate, o corrispondendo un tasso di interesse minimo prestabilito sui pagamenti convenuti all'atto dell'acquisto.

Come illustra la tabella 4 di seguito, il medesimo incremento dell'aspettativa di vita di tre anni (da 90 a 93) in un contesto di bassi tassi d'interesse (5%) produce un gap di finanziamento che è quasi quattro volte più elevato che in un contesto di alti tassi d'interesse (10%) (63 010 USD contro 14 252 USD).

**Tabella 4**  
**Impatto dei tassi di interesse sul gap di finanziamento stimato**

**Esempio: Impatto del tasso di interesse e della mortalità prevista sulle passività pensionistiche stimate**

Età pensionabile	60
Versamento della rendita (USD, all'anno)	100 000
	Base case
	Best case
Età di decesso prevista	90
Aspettativa di vita residua all'età di pensionamento	30
Aumento dell'aspettativa di vita	10%

Tasso di interesse previsto	Valore netto attuale della pensione		Deficit del fondo pensionistico (ammontare in USD)	
	Base case	Best case		Best vs. Base case
5%	1 537 245	1 600 255	63 010	4,1%
10%	942 691	956 943	14 252	1,5%

Fonte: Swiss Re Economic Research & Consulting

Anche il rischio di inflazione svolge un ruolo importante. Dal punto di vista dell'assicurato, data la lunghezza del periodo dei pagamenti delle rendite, persino delle piccole differenze nei livelli di inflazione nel lungo termine possono incidere notevolmente sul valore reale dei fondi accumulati. Un modo per superare questo rischio (almeno parzialmente) è l'acquisto di una rendita indicizzata all'inflazione, che offre pagamenti garantiti in termini reali (ove disponibile). Similmente, un assicuratore è maggiormente esposto al rischio di inflazione nel caso di una rendita differita a premio unico con versamenti effettivi garantiti al momento della sottoscrizione. Con l'aumentare dell'inflazione, il premio iniziale ricevuto dall'assicuratore può rapidamente risultare inadeguato per finanziare il versamento della rendita convenuta.

**... e dell'andamento sfavorevole dei mercati azionari e creditizi.**

Un'altra componente fondamentale del rischio comune a tutte le forme di rendita è l'esposizione ai rischi del mercato finanziario. L'esposizione al rischio dei mercati finanziari sorge con l'attività di investimento che l'assicuratore intraprende per conto degli assicurati. I prodotti possono essere strutturati per tenere conto di un'esposizione più ampia o più limitata a questa classe di rischi, a seconda dell'avversione al rischio dell'assicurato e dell'assicuratore e del principale obiettivo del prodotto in esame (veicolo di risparmio o pensione complementare).

**Il grado ed il tipo di esposizione al rischio dei mercati finanziari cambiano confrontando le rendite fisse e variabili, nonché quelle immediate e differite.**

Per esempio, nel caso di una rendita fissa immediata che viene acquistata e venduta come una pensione privata, la strategia d'investimento sarà normalmente basata su strumenti a reddito fisso con scadenza molto simile alla durata della pensione da corrispondere. Compensare le rendite immediate in pagamento è relativamente semplice: la maggior parte delle rendite hanno un termine medio attualizzato inferiore a venti anni, per cui sono disponibili strumenti privi di rischio di durata analoga nella maggior parte dei paesi. Un assicuratore che opera nel settore delle rendite può quindi teoricamente gestire il proprio rischio di reinvestimento sulle rendite immediate sino ad annullarlo, a condizione che abbia formulato correttamente le stime sulla mortalità (in pratica, resterà sempre un certo livello di rischio di reinvestimento).<sup>24</sup>

Le rendite differite per le quali viene scelta la conversione in rendita sono in genere esposte, nell'ordine, ai seguenti rischi:

- tassi d'interesse a lungo termine: una tipica rendita differita per un uomo di quarantacinque anni può essere in pagamento anche cinquanta anni dopo. Non vi sono attivi di copertura con questa tipologia di durata, il che implica un rischio di reinvestimento non compensabile negli ultimi venti anni circa, qualora i pagamenti siano garantiti (vitalizio puro). Se la tendenza della mortalità si evolve negativamente (aumento della longevità), il rischio di reinvestimento può crescere ulteriormente nel tempo.<sup>25</sup>
- rischio di longevità: l'evoluzione della mortalità ha un maggiore impatto sulla gestione del ramo vita nel caso di una rendita differita, in quanto vi è un maggiore lasso di tempo per il suo manifestarsi e consolidarsi. Ciò è particolarmente vero nel caso delle rendite che offrono un'opzione garantita di conversione in rendita (GAO).
- rischio di inflazione non compensabile: ciò è particolarmente importante per i contratti con un periodo di differimento di 15 anni e oltre. Una rendita differita può essere soggetta a una limitata indicizzazione annuale<sup>26</sup> nel periodo del pagamento (allo stesso modo di una rendita immediata) ed alla rivalutazione durante il periodo differito. Quando la rivalutazione è soggetta, inoltre, ad un limite applicabile per l'intero periodo di differimento, alcuni accantonamenti per il rischio di inflazione "inutilizzati" possono essere portati a nuovo. Ciò espone l'assicuratore che opera nel settore delle rendite ad uno shock d'inflazione, che ha per effetto un innalzamento immediato del valore di tutte le rendite differite. Più lungo è il periodo di differimento, maggiore è il rischio di inflazione. Questo rischio non può essere compensato: non vi sono attivi che si comportano esattamente come le passività di rivalutazione, nell'ipotesi di uno shock d'inflazione.<sup>27</sup>

<sup>24</sup> Se un attuario ha sottovalutato la longevità futura, non solo saranno necessari più fondi del previsto, ma viene meno anche l'opportunità di approfittare del rendimento supplementare disponibile sulle obbligazioni societarie, con conseguente impatto negativo sulla redditività del prodotto.

<sup>25</sup> D'altra parte, un portafoglio chiuso di rendite differite può essere compensato mediante investimenti col passare del tempo.

<sup>26</sup> La protezione dall'inflazione è assicurata dall'indicizzazione del prezzo limitata (LPI) all'indice dei prezzi retail (RPI) con un tetto del 5,0%. Nel Regno Unito, la LPI si applica dal 6 aprile 1997 ed include i diritti tutelati derivanti dalle pensioni stipulate in base allo stipendio finale nonché delle pensioni private in relazione alle agevolazioni del Dipartimento per la Sicurezza Sociale a partire dall'esercizio fiscale 1997/1998 in poi.

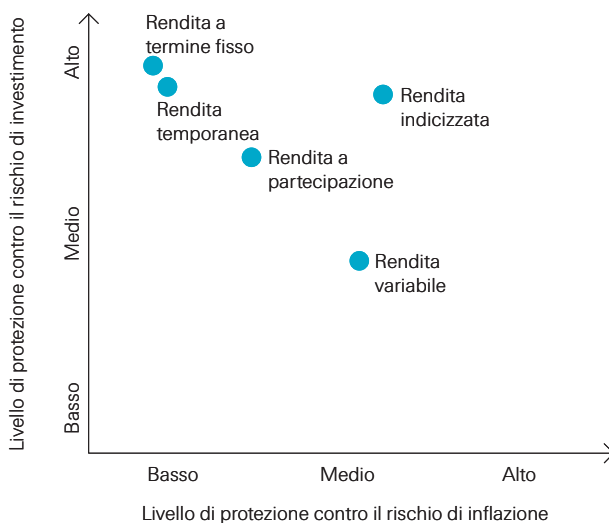
<sup>27</sup> Vedi S. Richards, G. Jones, "The financial implications of longevity risk", ottobre 2004.

- spese legate all'inflazione: nel caso delle rendite differite e dei contratti a lungo termine in generale, il fornitore della rendita è altresì esposto al rischio di spese amministrative effettive eccedenti la portata stimata inizialmente, a causa – per esempio – di picchi di inflazione inattesi, che spesso determinano un aumento delle retribuzioni.

D'altra parte, le rendite variabili differite non garantite sono investite per la gran parte in strumenti azionari, sia in quanto l'assicuratore non ha l'obbligo di garantire un congruo beneficio, sia in quanto una parte significativa degli assicuratori opta per il versamento di una prestazione di capitali in un'unica soluzione alla fine del periodo di accumulazione.

Per riassumere, le differenti forme di rendita sono illustrate di seguito con riferimento al grado di protezione che offrono all'assicurato contro il rischio di investimento, il rischio dei tassi di interesse e il rischio di inflazione.

**Grafico 13**  
**Livello di protezione contro il rischio**  
**offerto agli assicurati dalle varie rendite**



Nota: La valutazione è puramente indicativa; non deriva da una simulazione correttamente modellizzata.

Fonte: Swiss Re Economic Research & Consulting

Per agevolare il confronto, il grafico sopra si riferisce soltanto ai prodotti con versamenti immediati. Il differimento della fase dei versamenti ha l'effetto di accrescere l'esposizione dell'assicuratore sia al rischio di inflazione che al rischio dei tassi di interesse a lungo termine ma non cambia l'esposizione dell'assicurato a questi fattori.



## Fattori determinanti della redditività delle rendite

Le rendite presentano in generale caratteristiche comuni ad altri prodotti assicurativi: esse consentono all'assicurato di trasferire il rischio (vale a dire il rischio di longevità ma non solo) e al contempo lo aiutano, nel caso delle rendite differite con GAO, ad accumulare risparmi in un modo fiscalmente conveniente ed efficiente.

Dalla prospettiva dell'assicuratore, la redditività delle rendite sottoscritte dipenderà dalla capacità dell'assicuratore sia di valutare correttamente i rischi assunti sia di trasferire i costi di produzione agli assicurati. La redditività delle rendite è estremamente sensibile ai cambiamenti delle ipotesi sottostanti, per tre motivi:

- In primo luogo, le rendite sono prodotti a spread, gli assicuratori cioè guadagnano sulla differenza fra le varie ipotesi fatte all'inizio della polizza e quanto verificatosi nella realtà. Di conseguenza, le rendite sono strumenti a effetto leva. Ciò significa che persino i cambiamenti minimi in una o più delle ipotesi sottostanti possono produrre un impatto amplificato (in senso positivo o negativo) sui rendimenti dei prodotti.
- Secondariamente, mediante le rendite gli assicuratori si assumono rischi a lunghissimo termine. Mentre i sottoscrittori delle polizze danni possono spesso rivedere le condizioni su base annuale, una polizza di rendita il cui prezzo sia stato calcolato in maniera erronea "vincola" l'assicuratore ad un contratto svantaggioso per decenni. Similarmente, una polizza dal prezzo congruo assicura utili per decenni, qualora non rinegoziata.
- In terzo luogo, trattandosi di un'attività a larga scala, deve essere mantenuto un volume minimo per conseguire i livelli di redditività desiderati. Tuttavia, le vendite delle rendite sono estremamente sensibili ai cambiamenti di fattori al di fuori del controllo dell'assicuratore, quali il contesto fiscale, le condizioni del sistema pensionistico, l'intervento normativo ed i requisiti di capitale, solo per ricordarne alcuni già accennati nel capitolo dedicato ai mercati delle rendite. I cambiamenti imprevisti di tali fattori esterni possono diminuire le vendite e compromettere la redditività conseguibile.

Grafico 14  
Rischi e costi principali che influiscono sulla redditività delle rendite



<sup>28</sup> L'effettiva esposizione è al netto di posizioni di copertura. Allo stesso modo, i risultati degli investimenti si riferiscono ai rendimenti rettificati in base al rischio degli investimenti che generano plus ritorno (alfa).

Il grafico 14 evidenzia i principali rischi e costi che influiscono sulla redditività delle rendite, se si assume ancora una volta il punto di vista dell'assicuratore. Gli assicuratori che erogano rendite ricavano gli utili da tre fonti: attività di sottoscrizione, attività di investimento ed attività operativa. Ogni componente è valutata separatamente per ottenere un prezzo tecnico per l'attività sottoscritta, come descritto di seguito; in ultima analisi, è l'interazione reciproca tra tali elementi che determina la redditività.

### Attività di sottoscrizione

L'attività di sottoscrizione è soggetta al rischio di mispricing.

Il valore aggiunto dell'assicurazione contro il rischio di longevità risiede nel fatto che l'assicurato trasferisce la sua esposizione individuale al rischio di longevità ad un assicuratore professionale che, grazie agli effetti di diversificazione ottenuti aggregando e selezionando il rischio, può meglio far fronte ad esso e trarre un utile dalla sua attività. In linea di massima, ciò rappresenta una situazione in cui entrambe le parti, gli assicurati e le compagnie di assicurazione del ramo vita, ottengono un vantaggio.

Nel determinare il prezzo del rischio, gli assicuratori del ramo vita si affidano ai dati statistici di una certa popolazione e, quando ammissibile, li rettificano per riflettere le differenze potenziali fra i dati storici e la futura evoluzione attesa della mortalità e fra la popolazione nel suo complesso e il gruppo specifico delle persone assicurate. La correttezza dei modelli di pricing è determinante, in quanto il rischio di erronea determinazione del prezzo è elevato per le rendite; quattro fattori possono influire sulle ipotesi di redditività della mortalità considerata all'inizio della polizza:

- incertezza rispetto al livello di mortalità attuale
- selezione avversa
- incrementi sistematici inattesi della longevità
- rischio di *persistence* (solo per le rendite nella fase accumulativa e con una percentuale di conversione garantita).

Questi quattro fattori sono esaminati più approfonditamente di seguito. In minor misura può altresì entrare in gioco il rischio soggettivo quando, dopo la sottoscrizione del contratto, un assicurato dovesse cambiare il suo stile di vita (per esempio smette di fumare), incrementando pertanto la sua aspettativa di vita residua.

#### *Incertezza nelle attuali tabelle di mortalità*

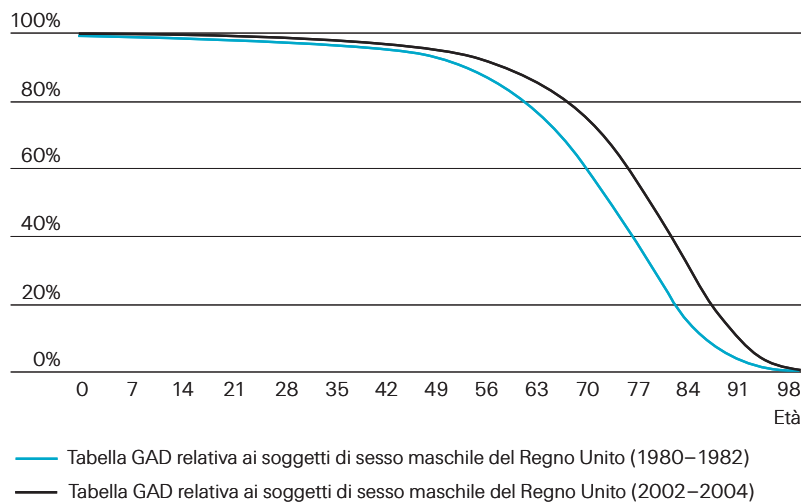
L'incertezza nel livello della attuale mortalità può influire sui margini di utile degli assicuratori.

Uno dei rischi maggiori che una compagnia di assicurazioni del ramo vita corre è quello di utilizzare ipotesi inadeguate sulla mortalità per gestire la propria attività. Ad esempio, il costo delle rendite pensionistiche può essere del 29% più elevato se basato sulla tabella di mortalità del Regno Unito PM/FA92 con coorte media per un individuo maschio di 65 anni rispetto ai dati corrispondenti basati sulla tabella di mortalità del Regno Unito PA (90) – 2 anni.<sup>29</sup>

<sup>29</sup> Vedi R. Willets (2004), riportato in G. Jones (2004). Le cifre sono riferite alle rendite pagabili mensilmente in via posticipata dall'età di 65 anni, calcolate ad un tasso di interesse del 2,5% annuo per approssimare l'effetto netto degli interessi al 5% annuo e dell'incremento della pensione del 2,5% annuo.

Le recenti ricerche attuariali indicano che la semplice incertezza sugli attuali tassi di mortalità può ridurre il margine di utile della compagnia di assicurazioni vita qualora sottoscriva contratti per le persone più anziane, come avviene spesso negli acquisti in blocco o nei trasferimenti di portafoglio fra compagnie.<sup>30</sup> Ciò perché, secondo le recenti statistiche, l'età in cui sopraggiunge la morte tende a situarsi intorno ad una fascia di anni più ristretta rispetto al passato (il cosiddetto effetto di rettangolarizzazione). Ciò significa che sebbene la probabilità di morte entro i prossimi 12 mesi sia, in media, piuttosto bassa e stabile da un anno all'altro prima dell'età di 75 anni (inferiore al 3%), in seguito aumenta sensibilmente (4,5–5,5% per la fascia d'età dai 75 ai 77 anni; 6,2–7,7% per la fascia d'età dai 78 agli 80 anni e 8,5–10,8% per la fascia d'età dagli 81 agli 84 anni, 12–25% fra gli 85 anni e i 94 anni e oltre il 28% per le persone di oltre 95 anni).<sup>31</sup>

**Grafico 15**  
**Rettangolarizzazione della curva di mortalità**



Fonte: GAD, Regno Unito

**La selezione avversa comporta distorsioni nel profilo di rischio del portafoglio delle rendite.**

*Impatto della selezione avversa*

In sede di sottoscrizione degli affari di longevità, la situazione di mutuo vantaggio sia per gli assicurati che per gli assicuratori può essere compromessa qualora l'attività di sottoscrizione dell'assicuratore risenta di uno qualsiasi dei tre tipi seguenti di distorsione:

- la probabilità che la popolazione degli assicurati viva più a lungo della popolazione media sottostante a causa delle distorsioni determinate dalle dimensioni ridotte del campione (rischio di dimensioni contenute del campione);
- la probabilità che la mortalità media effettiva della base clienti dell'assicuratore differisca da quella della popolazione nel suo insieme o da quella calcolata alla decorrenza delle polizze, a causa di fattori socio-demografici (rischio coorte);
- la probabilità di un miglioramento della mortalità nella popolazione nel suo complesso superiore a quella assunta nel momento in cui è stato determinato il prezzo, che sposta ancor più in alto l'età media di morte (il rischio di longevità sistematico).

<sup>30</sup> Vedi S. Richards e G. Jones, "The financial implications of longevity risk", ottobre 2004.

<sup>31</sup> Sulla base delle cifre ufficiali sulla mortalità pubblicate dal Dipartimento dell'Attuario del Governo (GAD) nel Regno Unito. Vedi [http://www.gad.gov.uk/Life\\_Tables/Interim\\_Life\\_Tables.htm](http://www.gad.gov.uk/Life_Tables/Interim_Life_Tables.htm).

Mentre i primi due tipi di distorsione possono in teoria essere eliminati, rispettivamente, sottoscrivendo un numero abbastanza grande di polizze identiche (traendo quindi vantaggio dalla legge dei grandi numeri) ed avendo una base clienti che rifletta la struttura della popolazione nel suo insieme (rimuovendo l'effetto coorte), il terzo tipo di rischio – il rischio sistematico di longevità – non può essere mitigato mediante diversificazione.<sup>32</sup>

### Il ruolo dei profili socio-economici

#### La selezione avversa è dovuta ai differenziali socio-economici nella mortalità

I dati empirici del Regno Unito e della Germania indicano che i differenziali nell'aspettativa di vita per i vari gruppi socio-economici sono presenti da tempo e sembrano rilevanti e coerenti nel tempo.<sup>33</sup>

Non sorprende quindi che i maggiori differenziali nella mortalità siano da attribuirsi all'età. Tuttavia, il sesso, lo stile di vita (una definizione più ampia per i differenziali socio-demografici non misurati esclusivamente in base alle statistiche occupazionali), l'ammontare della pensione riscossa e l'area (il nord rispetto al sud o l'est rispetto all'ovest, o le zone rurali rispetto a quelle metropolitane) sono altresì fattori che giocano un ruolo importante.

L'impatto finanziario di tali differenziali può essere abbastanza rilevante: alcuni studi indicano che il fattore di rendita per un uomo che appartiene al gruppo con uno stile di vita meno elevato con la prospettiva di una pensione modesta a distanza di alcuni anni e che vive nel nord dell'Inghilterra può essere minore di circa il 33,6% rispetto a quella di una donna che appartiene a un gruppo con stile di vita elevato, prossima a ricevere una pensione considerevole e che vive nel sud dell'Inghilterra.<sup>34</sup>

La valutazione corretta dei differenziali di mortalità è fondamentale per il pricing e la costituzione di riserve per le rendite assimilabili alle pensioni. Ciò è vero in particolare ai fini dell'adeguamento delle pensioni, ad esempio nei piani pensionistici a prestazione definita gestiti dalle compagnie di assicurazioni nell'ambito della loro attività di gruppo, in cui l'esposizione al rischio di longevità è più elevata rispetto alle pensioni fisse o livellate. Le compagnie di assicurazioni vita attive nel settore delle rendite, o nell'acquisto di blocchi di portafoglio rendite, devono prendere in considerazione i differenziali di mortalità fra i vari tipi di portafogli per minimizzare l'asimmetria delle informazioni tipica di questo genere di operazioni.

<sup>32</sup> Tuttavia, può essere trasferito sia ad altri (ri)assicuratori o ai mercati dei capitali. Vedi il capitolo "La sfida dell'assicuratore: la gestione del rischio di longevità" per ulteriori dettagli.

<sup>33</sup> I modelli per i soggetti di sesso maschile britannici sono particolarmente ben definiti: sembrano essersi allargati agli estremi (da 2,5 anni all'inizio degli anni 70 a 4,5 anni verso la fine degli anni '90), malgrado il fatto che l'aspettativa di vita sia migliorata sostanzialmente per tutti i gruppi socio-economici nell'arco di trenta anni. Tali differenziali socio-economici di mortalità sono più importanti per gli operatori che sottoscrivono affari di gruppo, poiché i piani professionali tendono ad avere un profilo socio-economico più concentrato.

<sup>34</sup> Vedi S. Richards e G. Jones "The financial implications of longevity risk", ottobre 2004. Sulla base di una rendita fissa pagabile annualmente in anticipo e di parametri desunti dai dati sulla mortalità del 2002 e tassi d'interesse presunti del 5%.

**I miglioramenti sistematici della longevità non possono essere fronteggiati con la diversificazione del portafoglio.**

### Miglioramenti sistematici della longevità

Le stime che le compagnie formulano sui futuri livelli previsti di mortalità sono particolarmente importanti, specie riguardo alle persone con oltre 75 anni di età. Le recenti ricerche attuariali nel Regno Unito, che non hanno ancora trovato un più ampio referente geografico, suggeriscono che la mortalità all'età di 80 anni potrebbe migliorare del 50% nei prossimi 20 anni (pari ad un miglioramento del 3,5% all'anno); la mortalità all'età di 70 anni potrebbe diminuire del 75% nei prossimi 40 anni.<sup>35</sup>

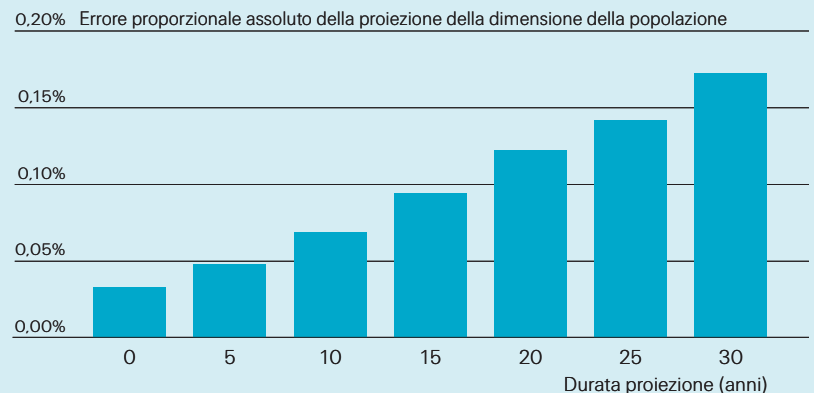
### Prevedere il rischio di longevità

Nel corso del ventesimo secolo, l'aspettativa di vita globale alla nascita è aumentata in media di 3 mesi all'anno. Più di recente, questa tendenza si è accelerata, raggiungendo 4,5 mesi all'anno dalla seconda metà del ventesimo secolo. I miglioramenti non previsti nell'aspettativa di vita hanno un impatto importante sull'entità dei fondi necessari per far fronte alle passività pensionistiche. La difficoltà più grande nel valutare con accuratezza i necessari fondi è riconducibile all'incertezza riguardo alle tendenze future della longevità (vedi grafico 16). Le due ipotesi più comuni formulate per prevedere le tendenze future della mortalità sono

- un tasso costante di miglioramento della mortalità come quello registrato attualmente;
- un tasso di mortalità positivo ma in diminuzione (implicando dunque un limite all'aspettativa di vita dell'uomo).<sup>36</sup>

Le iniziative volte a migliorare il controllo e la comprensione degli sviluppi di mortalità sono state molteplici in diversi paesi (basti citare il Continuous Mortality Investigations Bureau (CMIB) nel Regno Unito).

**Grafico 16**  
**Grado di incertezza delle previsioni demografiche**



Fonte: IMF, World Economic Outlook (2004)

<sup>35</sup> Vedi S. Richards, J. Kirkby e I. Currie, "The importance of year of birth in two-dimensional mortality data", presentato al British Institute of Actuaries il 24 ottobre 2005. Disponibile per il downloading dal sito [www.actuaries.org.uk](http://www.actuaries.org.uk).

<sup>36</sup> L'ipotesi di un miglioramento continuo del tasso di mortalità è discussa, anche se il progresso medico può determinare ampi miglioramenti della longevità.

Le previsioni sulla mortalità devono considerare l'incertezza intrinseca in qualsiasi previsione futura. In alcuni paesi, devono altresì prendere in considerazione gli andamenti di mortalità per anno di nascita. I motivi per questi modelli sono aperti all'interpretazione, ma un fattore importante può essere rappresentato dai cambiamenti dell'atteggiamento verso il fumo.

Nel 2002, il CMIB ha pubblicato, per la prima volta, non una singola previsione sui tassi futuri di mortalità ma tre stime differenti: stime demoscopiche a breve, a medio e a lungo termine.<sup>37</sup>

**Un basso livello di mantenimento ha effetti contrastanti sulla redditività.**

*Rischio del livello di mantenimento del portafoglio (persistence risk)*

Il basso livello di mantenimento è definito come la probabilità che il contratto non giunga a termine a causa di decadenza o conversione. Il basso livello di mantenimento ha due effetti opposti:<sup>38</sup>

- da una parte, impedisce all'assicuratore di ammortizzare completamente i costi di acquisizione iniziali dell'attività e di guadagnare i margini futuri stimati al momento della tariffazione;<sup>39</sup>
- dall'altra parte, un contratto decaduto dotato di garanzie in termini di rendita libera l'assicuratore dal rischio di longevità, poiché lo esonera dall'obbligo di fornire un flusso di reddito all'assicurato vita natural durante.

Ovviamente, il livello di mantenimento normalmente non riguarda le rendite immediate, ma può interessare coloro che offrono prodotti di risparmio con o senza garanzie di rendita. Ciò in quanto in molti mercati gli assicurati non sono tenuti a comprare una rendita dall'assicuratore presso il quale stanno implementando il piano di accumulazione. Il livello di mantenimento delle rendite differite è spesso basato sul differenziale fra il rendimento conseguito sul contratto e l'attuale rendimento del mercato. Quando quest'ultimo supera il primo, è più probabile che gli assicurati passino ad altri prodotti finanziari/assicurativi.

<sup>37</sup> Ciò fa parte di un intenzionale scostamento dalle false certezze insite in una singola proiezione e rappresenta un passo avanti verso l'esplicito riconoscimento dell'incertezza che circonda l'evoluzione dei miglioramenti futuri. L'impatto di questa particolare fonte di incertezza sui costi delle rendite può variare dal 5,1% all'8,8%, prendendo come riferimento un tasso d'interesse del 2,5%.

<sup>38</sup> La "decadenza" si riferisce alla risoluzione di una polizza assicurativa a causa del mancato pagamento dei premi da parte dell'assicurato. La "rinuncia" si riferisce alla risoluzione o cancellazione di una polizza assicurativa sulla vita da parte dell'assicurato prima della data di scadenza. La "conversione" si riferisce alla prassi di mercato degli assicurati (prevalentemente di rendite variabili) che rinunziano o che lasciano decadere la loro polizza attuale per sottoscriverne un'altra dietro suggerimento dell'intermediario assicurativo.

<sup>39</sup> Le recenti statistiche AM Best indicano un indice medio di rinuncia del 7,5% per il ramo vita USA e un tasso di rinnovo dei premi dell'85,1%. Si veda BestWeek, 25 luglio 2005 per ulteriori dettagli.

## Attività di investimento

Solitamente gli assicuratori fanno partecipare gli assicurati al rendimento degli investimenti generato investendo i premi degli assicurati e il patrimonio sui mercati finanziari. In alternativa o in aggiunta, gli assicuratori possono ottenere commissioni annuali sui fondi investiti come remunerazione per il servizio di gestione degli attivi che forniscono, in particolare quando il rendimento degli investimenti è attribuito per intero agli assicurati.

**I rendimenti degli investimenti sono una fonte di ricavi volatile per gli assicuratori.**

La quota dei rendimenti da investimento di pertinenza degli assicuratori tende ad essere una fonte di guadagno volatile, poiché è altamente correlata alla performance dei mercati finanziari in cui gli attivi accumulati sono investiti. In aggiunta, i rischi e le ricompense sono distribuiti asimmetricamente fra gli assicurati e gli azionisti delle compagnie assicuratrici vita attive nel settore delle rendite. Ciò è dovuto al fatto che, mentre gli assicuratori decidono normalmente sull'allocazione degli attivi a copertura delle loro riserve tecniche – con determinate limitazioni normative –, essi offrono in genere anche delle garanzie sul capitale investito o sul rendimento atteso o sui tassi di accreditamento (o bonus).

Pertanto, gli assicuratori trattengono soltanto quella parte dei rendimenti sugli investimenti che supera il rendimento minimo garantito e il tasso di accreditamento. Il suo ammontare dipende principalmente dalla portata delle garanzie, dalle condizioni del piano di partecipazione agli utili nonché dalle restrizioni e dalla strategia di *asset allocation*, che spesso sono a loro volta in funzione della concorrenza e della normativa in ogni giurisdizione. L'estrema volatilità del mercato azionario che ha caratterizzato il periodo 2000–2003 ha evidenziato la sensibilità degli utili delle rendite variabili all'accuratezza delle stime utilizzate e della strategia di copertura adottata rispetto alle attività di investimento.<sup>40</sup>

### *Impatto delle ipotesi di investimento*

Le rendite fisse immediate offrono all'assicurato un reddito nominale garantito e regolare fino alla sua morte, a prescindere dall'effettiva performance dell'investimento dei premi investiti.

**Le deviazioni da una strategia di ottimale integrazione delle attività/passività (ALM) possono essere volute o inevitabili.**

Durante il periodo dei pagamenti, gli assicuratori affrontano un rischio notevole se non compensano il flusso di cassa previsto delle loro passività con i flussi di cassa privi di rischio di pari durata. Il rischio di base che sorge a causa del mancato matching delle attività e passività può essere dovuto ai seguenti fattori:

- cambiamenti inattesi sul versante delle passività
- mancanza di strumenti di copertura idonei sul versante delle attività o
- la scelta esplicita dell'assicuratore di non utilizzare gli strumenti di copertura disponibili (ad esempio swap sui tassi di interesse e copertura dell'inflazione) capaci di contenere il rischio di base.

<sup>40</sup> Particolarmente nel caso delle rendite variabili, gli assicuratori sono diventati sempre più consapevoli della necessità di gestire la combinazione dei rischi del mercato finanziario e dei rischi biometrici connessi alle garanzie più diffuse (p. es. GMDB, GMB, GMAB). In particolare, la copertura del rischio azionario attraverso i derivati è divenuta una prassi diffusa negli USA, dopo che le garanzie sono passate "in the money" nel 2001 e nel 2003.

**Le garanzie possono risultare molto costose.**

A prescindere da quale sia il motivo del mismatch, ogni volta che il rendimento degli investimenti scende al di sotto delle stime formulate al momento della definizione dei prezzi, i margini degli assicuratori si restringono. Certamente, i contratti del ramo vita durano per un certo numero di anni e in tale lasso di tempo gli assicuratori hanno modo di recuperare il rendimento perso, se i mercati si riprendono. Tuttavia, il quadro diventa particolarmente negativo quando i bassi rendimenti durano per un tempo prolungato. Nel tentativo di fare fronte a questa realtà, gli assicuratori del ramo vita hanno spesso fatto ricorso all'adozione di una strategia di investimento più aggressiva: crescita dell'esposizione alle obbligazioni di qualità inferiore e rendimento maggiore, ai titoli azionari, agli attivi illiquidi, o riduzione della duration in un contesto di inversione della curva dei rendimenti. Sebbene questo aiuti nel breve termine a conseguire un certo rendimento nominale, comporta altresì l'assunzione di un maggiore rischio di natura finanziaria nei portafogli.<sup>41</sup>

#### *Tasso di conversione garantito delle rendite*

Nel Regno Unito, molte polizze di rendita differita vendute offrono un'opzione per convertire il capitale accumulato in una rendita ad un tasso predeterminato a scadenza (nota come opzione di conversione di rendita garantita o GAO). Se i tassi della rendita garantita sono più favorevoli all'assicurato rispetto ai tassi correnti di mercato, l'assicuratore deve integrare la differenza. Il rischio per l'assicuratore consiste nel concedere tali opzioni in base a stime troppo generose dei tassi di interesse e della longevità.

Questa opzione diventa particolarmente interessante quando i tassi di interesse diminuiscono. Dato l'attuale contesto prolungato di bassi tassi di interesse, le compagnie hanno dovuto sostanzialmente aumentare le loro riserve per potere adempiere alle obbligazioni assunte.<sup>42</sup> Sebbene in principio la questione riguardi in particolare le strutture non partecipative, anche le polizze con caratteristiche di partecipazione e un tasso di conversione garantito possono risultare onerose, in quanto le compagnie non sono del tutto libere di rettificare il bonus finale discrezionale in misura necessaria a finanziare tali condizioni garantite.<sup>43</sup> Il fallimento della compagnia di assicurazioni Equitable Life è stato determinato esattamente da tale mancanza di flessibilità.

<sup>41</sup> Gli assicuratori possono scegliere di non compensare completamente le loro passività e di investire nei titoli a durata più breve o a maggior rischio allo scopo di conseguire rendimenti di lungo termine maggiori. Tuttavia, questa esposizione supplementare al rischio richiede l'accantonamento di notevoli capitali aggiuntivi. Il costo aggiuntivo di capitale sostenuto a causa di una strategia di investimento più rischiosa andrà a detrimento di gran parte del rendimento aggiuntivo che può essere ottenuto. Vedi Swiss Re *sigma* n° 3/2005, "Il costo del capitale e la creazione di valore economico nell'assicurazione: principi e implicazioni pratiche".

<sup>42</sup> La continua diminuzione dei tassi di interesse ha messo i GAO "in the money", ma è la crescita delle aspettative sulla longevità a far aumentare i costi.

<sup>43</sup> Ciò perché anche i bonus discrezionali finali sono soggetti alle leggi del mercato ed alle aspettative degli assicurati, a prescindere dalla loro ragionevolezza.



## Esame delle ipotesi di non correlazione fra longevità e rendimenti degli investimenti

La gestione finanziaria delle riserve delle rendite è fondata sulla principale ipotesi attuariale della non correlazione fra i rendimenti del mercato dei capitali e la longevità.

Se ci fosse una correlazione e questa fosse negativa, i rendimenti degli investimenti diminuirebbero a fronte dell'aumento della longevità. Ciò metterebbe ancor più sotto pressione la posizione finanziaria dell'assicuratore, poiché alle perdite legate alla longevità sul lato delle passività si accompagnerebbero le perdite finanziarie sul lato delle attività. Tre argomenti tendono a sostenere l'ipotesi di una correlazione negativa fra gli sviluppi della longevità ed i rendimenti finanziari degli attivi.<sup>44</sup>

- Argomento macroeconomico: i paesi più interessati dall'invecchiamento della popolazione tendono inoltre a risentire di una stagnazione della crescita economica, da un contesto prolungato di bassi tassi d'interesse e minori spread di rischio sui mercati dei capitali.
- Argomento dell'effetto domino: per coprire le loro passività, gli assicuratori del settore delle rendite investono in titoli quotati. Se gli emittenti di tali titoli subiscono un downgrade a causa dell'elevato deficit pensionistico nei loro bilanci (per il quale devono raccogliere capitali freschi), i prezzi delle azioni di tali compagnie sono destinati a diminuire. Gli assicuratori che detengono tali titoli affronterebbero una perdita di capitale sul loro investimento mentre aumenta l'esposizione al loro rischio di longevità.
- La longevità detenuta come un'attività nello stato patrimoniale: quando il rischio di longevità è indirettamente cartolarizzato (per esempio tramite la cartolarizzazione dei portafogli azionari ceduti), può figurare come un'attività nello stato patrimoniale di un altro assicuratore che opera nel settore delle rendite.

Le politiche di investimento devono essere riviste per minimizzare la correlazione non desiderata. In generale, gli assicuratori che operano nel settore delle rendite devono trattare le stime sulla mortalità e sugli investimenti con un approccio olistico.

## Attività operativa (spese amministrative e di distribuzione)

Nel determinare il prezzo di una rendita, l'assicuratore deve formulare ipotesi riguardo al costo che sosterrà nel corso della durata della polizza. Questi costi sono inclusi nel processo di pricing come "caricamenti" e comprendono:

- le commissioni per l'acquisizione di attività corrisposte alla rete di distribuzione (caricamento alfa),
- le commissioni di fidelizzazione e/o rinnovo (caricamento beta),
- le spese amministrative e i costi fissi sostenuti per mantenere l'infrastruttura richiesta per la copertura dell'attività per diversi anni (caricamento gamma).

<sup>44</sup> Fra i temi esposti, solo il primo postula un rapporto di causalità fra la longevità ed i rendimenti del mercato dei capitali. Il secondo e il terzo argomento assumono semplicemente una certa forma di esposizione alla longevità sia sul lato delle passività che sul lato delle attività di bilancio.

**La struttura di costo di un assicuratore, insieme alla massa critica, contribuisce ad ottenere una migliore redditività.**

**I costi di capitale delle rendite sono influenzati dalla natura sistematica dei rischi assunti.**

Sebbene i costi di acquisizione iniziali e i costi di fidelizzazione e rinnovo di solito sono noti con certezza, i caricamenti gamma possono essere definiti con maggiore flessibilità. Pertanto, se l'assicuratore ha spese minori di quelle calcolate originariamente nel contratto (per esempio a causa di miglioramenti successivi nell'efficienza amministrativa), può conseguire un "taglio di spesa". In aggiunta, i tagli di spesa possono essere un modo indiretto per consentire agli assicuratori di migliorare la redditività dell'attività sottoscritta nei mercati altamente trasparenti, competitivi o disciplinati.

I caricamenti di costo sono espressi solitamente come percentuale dei premi; nella realtà, tuttavia, le spese amministrative tendono ad essere fisse, in una certa misura. Pertanto, tanto più grande è il portafoglio sottoscritto, tanto più elevate saranno le economie di scala e i potenziali tagli di spesa ottenibili. Tuttavia, questa fonte di utili tende a scomparire in quanto i mercati divengono sempre più competitivi e concentrati.

#### *Il ruolo del capitale nella definizione della redditività delle rendite*

Gli assicuratori che operano nel settore delle rendite accantonano il capitale necessario ad assorbire i rischi insiti nei contratti stipulati. Ad esempio, nell'UE, le norme sulla solvibilità attualmente obbligano gli assicuratori a detenere un margine di solvibilità minimo del 4%<sup>45</sup> delle riserve matematiche per un portafoglio di rendite. In alcuni casi gli enti di controllo locali impongono un margine di solvibilità più elevato (per esempio il 5% o il 6%) e le singole compagnie possono detenere riserve esplicite aggiuntive per tenere conto dell'incertezza rispetto all'evoluzione futura della mortalità o per dimostrare la propria solidità finanziaria.

Sia i rischi di investimento che di longevità sono sistematici e rappresentano il principale fattore alla base dei costi di capitale connessi a questa famiglia di prodotti.<sup>46</sup> Nel caso della longevità, si ha un'incertezza sui flussi di cassa a causa delle variazioni statistiche nei dati sulla mortalità ed altresì per le oscillazioni della tendenza. Un'ulteriore incertezza deriva dalla difficoltà di individuare attività accuratamente allineate per i rischi di longevità di lunga durata, in particolare per le rendite differite che provengono da piani pensionistici a prestazione definita.<sup>47</sup>

<sup>45</sup> Vedi Swiss Re, *sigma* n° 4/2006, "Solvency II: un approccio integrato al rischio per gli assicuratori europei".

<sup>46</sup> Sebbene i costi di capitale delle rendite non siano elevati come quelli dei prodotti di protezione se espressi in percentuale sui premi, data la maggiore lunghezza della durata effettiva delle rendite nei confronti di altri prodotti con indici di rinuncia più elevati, il costo di capitale può essere abbastanza rilevante una volta distribuito sulla durata del contratto.

<sup>47</sup> Riducendo il livello di incertezza nei flussi di cassa, l'assicuratore dovrebbe poter ridurre il capitale necessario per sostenere un contratto di rendita. L'incertezza può essere ridotta con la riassicurazione o con la copertura del portafoglio. Questi aspetti sono esaminati approfonditamente nel capitolo "La sfida dell'assicuratore: gestire il rischio di longevità".

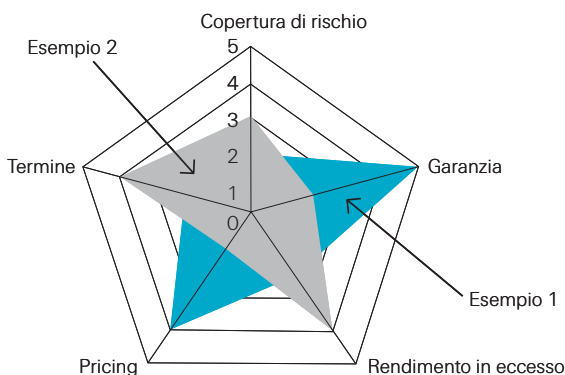


### L'importanza del design del prodotto per la definizione della redditività delle rendite

Mantenere i clienti soddisfatti e migliorare la gestione del rischio e la redditività rappresenta effettivamente la sfida più ardua per gli assicuratori che operano nel settore delle rendite. Un consulente identifica cinque dimensioni che devono essere valutate in modo olistico in fase di sviluppo di un nuovo prodotto (grafico 17). Periodi di durata più lunghi, una copertura del rischio più ampia, maggiori garanzie, sono tutti fattori che impediscono maggiori utili potenziali per gli assicurati e rappresentano un costo più elevato delle polizze stesse. Una volta che i clienti apprezzano la relazione fra protezione e rendimenti potenziali loro offerti, saranno meglio in grado di scegliere fra le varie alternative.

D'altra parte, la comprensione del valore relativo per il cliente in base ai cinque componenti di design del prodotto riportati nel grafico 17 aiuterà gli assicuratori a soddisfare le aspettative dei loro clienti in modo redditizio. Infine, facendo leva su una strategia di marketing appropriata, si potrà fare in modo che il valore del prodotto offerto sia correttamente e completamente apprezzato dal cliente.

**Grafico 17**  
**Design di prodotto integrato (su scala da 1 a 5, ordinata in base al grado di rilevanza)**



Esempio 1: prodotto con garanzia annuale a breve termine, con elevato costo di caricamento e limite dei rendimenti superiori

Esempio 2: prodotto con garanzia finale del valore a lungo termine, con basso costo di caricamento e aumento elevato

Fonte: Mercer Oliver Wyman

**Esempi recenti di innovazione dei prodotti per far fronte ad un contesto macroeconomico più problematico**

Gli assicuratori a livello mondiale sono ben consapevoli di queste sfide ed hanno risposto creativamente sviluppando nuovi prodotti o nuove caratteristiche innovative con lo scopo ultimo di riequilibrare i rischi e i vantaggi fra gli azionisti e gli assicurati. Alcuni esempi:

- Abolizione dell'opzione ratchet (o cliquet),<sup>48</sup> per esempio, che ha permesso agli assicuratori italiani di migliorare la propria redditività e diminuire il costo di capitale pur offrendo comunque una certa forma di rendimento minimo garantito sull'attività tradizionale del ramo vita. I nuovi prodotti non danno più agli assicurati l'opzione di incorporare i bonus degli anni precedenti nel rendimento garantito; quest'ultimo è soltanto applicabile a scadenza<sup>49</sup> ed in media, anche se i bonus al di sopra della soglia minima devono comunque essere ripartiti secondo il criterio 85/15 (ovvero l'assicurato riceve l'85% del rendimento superiore generato dalla polizza).
- La revisione, nel luglio 2003, delle condizioni di Allianz per le proprie rendite fisse negli USA, incluso l'abbassamento delle garanzie minime all'1%–1,6% e la riduzione delle commissioni del 23% per conseguire un ROE del 15% sui nuovi contratti nell'attuale contesto di bassi tassi d'interesse.<sup>50</sup> Allianz ha indicato che potrebbe introdurre caratteristiche di miglioramento della performance, come il collegamento di parte dei rendimenti eccedenti a un dato indice del mercato azionario, ma che non avrebbe alzato i rendimenti minimi garantiti.
- La decisione di AXA Belgium di sospendere l'offerta di un rendimento minimo garantito per l'intera durata del contratto sulle polizze tradizionali. Invece, la società è disposta ad offrire una garanzia minore del 2,75% per circa 8 anni senza applicazione ai contributi dei futuri premi ricorrenti.
- Winterthur ha deciso, tra le altre iniziative, di adattare le proprie tabelle di mortalità per riflettere il miglioramento dell'aspettativa di vita da applicarsi alle polizze vita collettive non obbligatorie in Svizzera. Hanno presto seguito il suo esempio un certo numero di assicuratori attivi nello stesso ramo.

Gli esempi riportati sopra indicano che esistono modalità di progettazione dei prodotti comunque interessanti per gli assicurati e nel contempo a costi minori per gli assicuratori. Singoli dati raccolti in un certo numero di paesi suggeriscono che normalmente è il leader del mercato ad apportare cambiamenti alla formulazione del prodotto, seguito a ruota dagli altri operatori. Un motivo plausibile per questa tendenza è il fatto che le economie di scala si manifestano nel processo di R&S.

<sup>48</sup> In base all'opzione cliquet, una compagnia è tenuta ad accreditare ogni anno almeno il minimo garantito. L'applicazione di questa opzione all'insieme dei bonus accumulati ha avuto l'effetto di incrementare il conto composto separato dell'assicurato al tasso minimo garantito. Se il rendimento sul conto separato scende al di sotto del minimo garantito, la perdita dovrebbe essere reintegrata dagli azionisti. Di fatto, il ritorno all'assicurato ha superato implicitamente il minimo garantito. In aggiunta, la maggior rigidità nella costituzione delle passività, ha reso necessaria una maggior quota di investimento nelle obbligazioni e ha limitato notevolmente le opzioni di gestione di attività/passività.

<sup>49</sup> Ciò significa che un rendimento superiore in un dato anno può essere utilizzato per bilanciare le perdite in un altro anno. I bonus possono quindi scomparire in toto e non sono composti al tasso minimo garantito. Soltanto quando il rendimento supera il minimo garantito, l'eccedenza viene accreditata al conto degli assicurati, analogamente a quanto avviene con l'opzione cliquet. Data la maggiore flessibilità nell'accumulazione delle passività, nei primi anni del contratto può essere adottata una strategia di investimento più aggressiva.

<sup>50</sup> Vedi la presentazione di Allianz sui risultati del primo semestre 2003 all'indirizzo [http://www.allianz.com/en/allianz\\_group/investor\\_relations/presentations/download\\_center/archive/page1.html](http://www.allianz.com/en/allianz_group/investor_relations/presentations/download_center/archive/page1.html).

### Un'indagine sulle cause di fallimento fra gli assicuratori che operano nel settore delle rendite

Da una prospettiva storica sulla base dell'esperienza USA (il maggiore mercato di rendite al mondo) si evince che la maggior parte degli assicuratori che hanno incontrato problemi finanziari abbiano venduto attivamente due tipi di rendite in particolare: le rendite differite a premio unico (Single Premium Deferred Annuities – SPDA)<sup>51</sup> e i contratti di investimento garantiti (Guaranteed Investment Contracts – GIC).<sup>52</sup> Avevano altresì spesso operato una cattiva compensazione tra attività e passività, laddove persino le passività a breve termine sono state compensate con le classi di attivi illiquide o a rischio più elevato, quali i prestiti commerciali ipotecari, gli immobili, i collocamenti privati o le obbligazioni di qualità inferiore all'*investment grade*. Anche oggi, l'opzione tra gli attivi illiquidi e le passività continua a rappresentare una combinazione potenzialmente letale che deve essere controllata molto attentamente.

In prospettiva futura, l'importanza dei rischi connessi alla fase dei versamenti aumenterà, in quanto le passività delle compagnie diverranno più concentrate nei prodotti che prevedono erogazioni periodiche, particolarmente se viene aggiunta una maggiore opzionalità a questi prodotti. In particolare, i rischi legati alle due garanzie seguenti diventeranno più rilevanti nei prossimi anni: Embedded Equity Guarantee (EEG) e Aggressive Payout Annuity Guarantee (APAG).<sup>53</sup>

- **Embedded Equity Guarantee:** i consumatori che si avvicinano alla pensione cercano un'esposizione al mercato azionario con una qualche forma di protezione contro i ribassi. Gli assicuratori hanno risposto con caratteristiche di prodotto innovative, destinate a soddisfare questa richiesta. La forma più diffusa di garanzia azionaria racchiusa nelle offerte di rendita negli USA è il reddito minimo garantito (GMIB) e la rendita variabile (VA) con una soglia minima di investimento.
- **Aggressive Payout Annuity Guarantee:** le ipotesi troppo aggressive in termini di mortalità, tassi di interesse, rendimenti dei mercati azionari, rinunzie e ritiri possono portare a perdite rilevanti per gli assicuratori quando le rendite entrano nella fase di erogazione dei versamenti. L'entità di queste perdite può essere limitata quanto prima l'assicuratore fissa le condizioni del contratto (per esempio le stime di mortalità e di rendimento degli investimenti).

<sup>51</sup> In cambio di un iniziale investimento a soluzione unica, la compagnia assicuratrice promette di versare all'assicurato il capitale investito più gli interessi maturati su quest'ultimo fino alla data di scadenza della rendita (vale a dire in corrispondenza della data di versamento della prestazione contrattuale). Spesso l'assicurato può optare tra un tasso di interesse fisso per l'intera vita del contratto (tasso garantito) o un tasso ridefinibile a intervalli prestabiliti (tasso variabile). Le SPDA sono state concepite come strumento di risparmio di ottimizzazione fiscale, in quanto gli interessi maturati durante il periodo di accumulazione sono esentasse fino al momento di versamento della rendita.

<sup>52</sup> I GIC sono contratti che garantiscono il rimborso del capitale e un tasso di interesse fisso o variabile per un periodo predeterminato. I GIC vengono emessi in genere da compagnie di assicurazione vita e destinati a istituti che presentano uno status fiscale favorevole in base all'Internal Revenue Code (p. es. i piani 401(k)). Questi contratti vengono usati soprattutto perché generano un rendimento maggiore rispetto ai conti di risparmio o ai titoli di stato USA. A volte vengono chiamati accordi di funding, sebbene questo termine sia in genere usato per i contratti venduti a istituti non qualificati.

<sup>53</sup> Vedi S. Doyle e J. Piggott, "Integrating Payouts: Annuity Design and Public Pension Benefits in Mandatory Defined Contribution Plans", capitolo 5 in "The Pension Challenge: Risk Transfers and Retirement Income Security", pubblicato da O Mitchell & K Smetters, novembre 2003.

Sebbene l'erronea determinazione del prezzo non porterà al fallimento, è probabile che indebolisca la posizione del capitale dell'assicuratore e riduca la sua solidità finanziaria complessiva, qualora si verifichi un periodo prolungato di perdite operative. Il danno alla reputazione, d'altra parte, durerà molto più a lungo del mero impatto finanziario sui conti dell'assicuratore.

### **Impatto delle garanzie sui requisiti di capitale e sul costo del capitale**

Come illustrano gli esempi di cui sopra, si possono offrire garanzie a protezione sia dei rischi biometrici sia dei rischi di investimento. Sebbene le garanzie secondarie possono determinare per l'assicuratore proventi aggiuntivi da commissioni, normalmente il prezzo relativo viene formulato per raggiungere il punto di pareggio piuttosto che per incrementare i margini. A causa del trasferimento del rischio che comportano, possono avere un impatto rilevante sui requisiti di riserva e di capitale, nonché sul costo di capitale per l'attività sottoscritta.

#### **Requisiti di riserve e capitale**

In teoria, deve essere accantonato più capitale se viene offerta una garanzia: ciò in quanto gli azionisti sosterranno un rischio se la garanzia viene esercitata. Quale forma di capitale dovrebbe coprire il rischio connesso a tali garanzie? La prassi attuariale suggerisce il rafforzamento delle riserve tecniche o l'accantonamento di ulteriore patrimonio, o entrambe le cose. In un modo o nell'altro, in ultima analisi sono gli azionisti che forniscono quel capitale. Vale la pena di osservare che, sotto il profilo normativo, se le opzioni sono "in the money", la compagnia deve accantonare maggiore capitale a copertura delle stesse, a prescindere che siano esercitate o meno.

#### **Costo del capitale**

Gli azionisti si aspetteranno ragionevolmente di conseguire un rendimento supplementare sul capitale di rischio aggiuntivo che devono fornire a copertura delle condizioni di garanzia dei contratti. Ne consegue che i contratti che offrono garanzie dovrebbero essere più costosi dei contratti equivalenti senza garanzie. Quando le garanzie non sono incluse correttamente nel prezzo, il costo sarà sopportato dagli altri assicurati (per cui i nuovi contratti vanno a finanziare quelli esistenti non redditizi<sup>54</sup>), dagli azionisti e, in ultima analisi, dal pubblico in senso lato, qualora la compagnia di assicurazioni non possa adempiere alle proprie obbligazioni.

<sup>54</sup> Il principio dell'equo trattamento dei clienti scoraggia gli operatori del ramo vita dal seguire questa strada. Pertanto, le compagnie non possono incrementare i prezzi dei nuovi contratti per coprire le condizioni svantaggiose dei contratti pregressi.

*Come limitare il costo delle garanzie*

Come accennato nei paragrafi precedenti, per limitare il costo delle garanzie sono disponibili due semplici approcci: sviluppo di prodotti con caratteristiche di partecipazione e limitazione della durata/ambito di applicazione delle garanzie offerte.

**Caratteristiche di partecipazione**

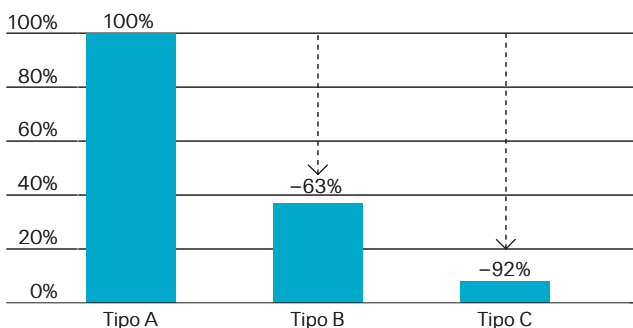
Nel primo caso, gli assicurati condividono i rischi del gruppo cui appartengono; quindi, il costo delle garanzie può effettivamente essere ridotto, mentre gli assicurati possono comunque godere della protezione contro i rischi assicurati a condizioni molto più interessanti di quelle che otterrebbero se dovessero far fronte personalmente a tali rischi. Le polizze di partecipazione permettono la ripartizione dei rischi fra gli azionisti e gli assicurati attraverso un bonus o un meccanismo di attribuzione dei dividendi (nel Regno Unito, le regolari ripartizioni degli utili sono note come bonus di reversibilità e la somma forfettaria attribuita al termine della polizza di partecipazione è conosciuto come bonus finale). Le compagnie rettificano i bonus corrisposti agli assicurati per riflettere il contesto corrente del mercato finanziario e la pressione competitiva.

Anche gli accordi di ripartizione degli utili sui prodotti assicurativi di gruppo fungono da ammortizzatore contro un andamento negativo e offrono potenzialmente sconti più elevati se l'andamento è positivo.

**Limitare la durata delle garanzie sui rendimenti degli investimenti**

Un modo alternativo per attenuare il costo delle garanzie è di concepire prodotti con una durata limitata della garanzia. È stato stimato che un passaggio dalle condizioni garantite su base annuale a condizioni garantite in media, e ancor meglio soltanto alla fine del contratto, può avere un impatto rilevante sul costo della garanzia (vedi grafico 18).

**Grafico 18**  
**Impatto del costo delle varie strutture di garanzia**



Tipo A: Garanzia annuale, accreditalmento annuale dei rendimenti superiori  
 Tipo B: Garanzia annuale, rendimenti superiori accreditalti come bonus finale  
 Tipo C: Garanzia del valore finale, rendimenti superiori accreditalti come bonus finale

Fonte: Mercer Oliver Wyman



## Gestione del rischio di longevità

Il rischio di longevità è in gran parte sistematico per natura; ciò rende meno utile l'approccio tradizionale alla diversificazione del portafoglio come strumento di riduzione del rischio. Tuttavia, anche se il rischio aggregato di longevità non può essere ridotto, è possibile gestire le diverse esposizioni al rischio. Dalla prospettiva degli assicuratori, ci sono due alternative per la gestione del rischio:

- ridurre il rischio di longevità nel proprio stato patrimoniale trasferendolo ad un'altra controparte;
- coprire il rischio pur continuando a sopportarlo.

**Il rischio di longevità può essere gestito attraverso il trasferimento del rischio e la copertura del rischio.**

La scelta fra queste due opzioni dipenderà dal fatto che vi siano controparti disposte ad assumere il rischio (e a quali condizioni) nel primo caso e sulla disponibilità degli strumenti di copertura adeguati nel secondo. Queste alternative possono essere combinate per facilitare una ridistribuzione del rischio che sia accettabile per tutte le parti coinvolte. Le seguenti sezioni discutono in dettaglio le opzioni di trasferimento e copertura del rischio dal punto di vista dell'assicuratore.

## Trasferimento del rischio

Il trasferimento del rischio riduce il rischio di una parte trasferendolo ad un'altra controparte. Finora, le controparti più ovvie sono state gli operatori professionali del rischio, come gli altri (ri)assicuratori. Tuttavia, la propensione dei (ri)assicuratori per questo genere di rischio è limitata; i motivi (tecnici e strategici) di tale riluttanza sono vari:

- Sostenere il rischio sistematico è un'attività che richiede molti capitali. Particolarmente in momenti di capacità limitata, questo aumenta il costo opportunità di investimento in altre alternative.
- Man mano che aumenta la sensibilizzazione degli investitori nei confronti del rischio di longevità, aumentano anche i loro timori rispetto all'entità finale del rischio. Ciò determina un atteggiamento negativo del mercato verso le compagnie che assumono ampie quote di questo rischio in proporzione alle loro passività totali, anche quando lo fanno a condizioni vantaggiose.
- Un controllo più attento ed accurato dell'attività assicurativa da parte dell'investitore, unitamente alla maggiore trasparenza contabile, stanno limitando le possibilità di finanziamento incrociato tra i vari rami e prodotti. Ciò provoca un conflitto fra le esigenze a breve termine della comunità degli investitori e le soluzioni a lungo termine necessarie al settore assicurativo per potere affrontare l'esposizione al rischio di longevità.
- L'innovazione dei prodotti nei mercati ben sviluppati delle rendite giunge spesso sotto forma di maggiore protezione contro il rischio per gli assicurati.<sup>55</sup> Alcune di queste caratteristiche che rendono il prodotto più interessante possono avere incrementato il rischio di selezione avversa e ridotto la propensione per questa forma di rischio.

**Trasferimento del rischio agli assicuratori**

<sup>55</sup> Tra gli esempi vi sono le rendite indicizzate all'inflazione, il capitale versato garantito, i versamenti/rendimenti minimi garantiti, i benefici di disabilità, la trasferibilità ai superstiti, per menzionarne solo alcuni.

## Il ruolo della riassicurazione

La capacità per il rischio di longevità nel settore riassicurativo è stata storicamente limitata; tuttavia, man mano che converge l'opinione attuariale fra riassicuratori, assicuratori vita e consulenti in materia di prestazioni per i dipendenti, possono sorgere opportunità di operazioni commerciali.

## Trasferimento del rischio ad assuntori alternativi del rischio

Una possibilità è di allargare la lista degli assuntori del rischio per includere nuove controparti.<sup>56</sup> Il ragionamento è che più parti partecipano, meno è concentrato il rischio e più facile diventa gestirlo. Perché questa soluzione sia realizzabile, ci deve essere un prezzo di riferimento per il rischio di longevità. Ciò significa altresì che un rischio non finanziario deve essere trasformato in attività finanziaria, come illustrato nella sezione seguente (soluzione del mercato finanziario).

In teoria, i governi e gli stessi individui, che sono già esposti al rischio di longevità, potrebbero altresì assumerne una quota più grande. Ciò equivale a conservati più elevati nelle condizioni dei contratti di assicurazione tradizionali. Nel contesto di questo studio, ciò è indicato come "soluzione sociale", i cui limiti pratici sono analizzati meglio nelle pagine seguenti.

### *La soluzione del mercato finanziario*

Perché vi sia un mercato del rischio di longevità, ci deve essere un prezzo di riferimento per tale rischio; il processo di determinazione del prezzo può essere chiamato la "finanziarizzazione" del rischio. Recentemente, sono stati pubblicati indici di mortalità che potrebbero essere utilizzati come un benchmark per il pricing delle operazioni di trasferimento del rischio.<sup>57</sup> L'ovvio vantaggio di un tale approccio è la crescente trasparenza; il problema tecnico è che il profilo di rischio di specifici portafogli può differire sostanzialmente da quello dell'indice. Ciò è dovuto a:

- differenza fra l'età media della popolazione utilizzata per costruire l'indice e quella effettiva degli aderenti al programma
- vari fattori socio-demografici diversi dall'età influiscono pesantemente sull'aspettativa di vita di varie popolazioni (sesso, stile di vita, stato civile e reddito, per accennarne solo alcuni).

<sup>56</sup> Idealmente, una nuova classe di investitori di capitale, piuttosto che di intermediari del rischio o di investitori opportunistici nel rischio well-out-of-the-money.

<sup>57</sup> Negli USA, CSFB pubblica un indice, mentre il Regno Unito ha utilizzato i dati sulla popolazione per conseguire lo stesso scopo.

Poiché un tale indice di mortalità dovrebbe essere costruito per eliminare le idiosincrasie insite in specifici portafogli/popolazioni, esso dovrebbe essere quanto più ampio possibile (in termini di fattori geografici e socio-demografici) per far sì che resti soltanto un nucleo non diversificabile di rischio di longevità; tuttavia dovrebbe restare il più possibile aderente ai portafogli che lo compongono, in modo da minimizzare il rischio di base (per esempio, costruendolo su base nazionale). Un tale indice potrebbe allora trasformarsi nel benchmark ideale del mercato per specifiche operazioni/trasferimenti in blocco di valore effettivo, il cui prezzo, nella maggior parte dei casi, non può essere minore di quello del benchmark.<sup>58</sup> In conformità con l'esperienza precedente con l'introduzione di altre nuove classi di attivi, ci si può ragionevolmente aspettare che nel corso del tempo si sviluppino dei sub-indici, il che permetterà una riduzione del rischio di base dello strumento di copertura.

Finora, pochissimi operatori si sono cimentati nella cartolarizzazione del rischio di longevità/mortalità. Swiss Re ha emesso un *mortality bond* nel dicembre 2003 (Vita Capital) e nell'aprile 2005 (Vita Capital II), mirato a diminuire il rischio della sua esposizione agli eventi catastrofici rari che possono influire sulla mortalità (ad es. un'epidemia di influenza o un attacco nucleare). Anche BNP Paribas ha programmato di lanciare un *survivor bond* nel novembre 2004, il primo reale tentativo di cartolarizzare il rischio di longevità. Con un innalzamento del rating ad AAA da EIB e la sottoscrizione del rischio eccedente da Partner Re, l'obbligazione è stata offerta al settore dei fondi pensione ma finora non è stato ancora messo sul mercato.

#### *La soluzione sociale*

I governi sono stati indicati come gli emittenti ideali dei *longevity bond*.<sup>59</sup> Mentre ciò può essere vero per quanto riguarda gli obbligazionisti (da un punto di vista della qualità creditizia), non è necessariamente opportuno per i governi stessi. La maggior parte dei governi europei è già altamente esposta al rischio di longevità, sia direttamente, con i programmi di pensione pubblica – inclusi quelli per il proprio personale – che indirettamente, attraverso la previdenza pubblica per gli anziani con reddito insufficiente. La sostenibilità dei sistemi pensionistici è soltanto un elemento nell'agenda dei governi che concorre con altri temi di politica previdenziale (per esempio, istruzione e salute). Pertanto, i governi non possono concentrare l'attenzione esclusivamente sulla previdenza per gli anziani.

Le persone potrebbero assumersi una certa quota di responsabilità per il rischio di longevità. Tuttavia, l'auto-previdenza richiede perseveranza e disciplina per tutta la vita in tema di risparmio e di investimento, con le questioni connesse in termini di comprensione finanziaria e di cambiamenti di modelli consolidati di consumo. Per una persona realizzare tutto questo da sola è costoso; ripartire il rischio di longevità sistematico in modo collettivo e mutualistico, ad esempio, non dovrebbe invece essere così costoso.

<sup>58</sup> Le eccezioni alla regola includono, per esempio, il caso di un benchmark che si riferisce alla popolazione USA e di un'operazione relativa agli operai in una fabbrica di amianto in Luisiana. In questo caso, il prezzo dell'indice per la mortalità sarà certamente più elevato di quello del portafoglio.

<sup>59</sup> Ad esempio, vedi un intervento del governatore della Bank of England nel dicembre 2004.

La copertura è effettuata sulla base del principio della compensazione dei flussi di cassa.

Non tutte le strategie di copertura menzionate in questo *sigma* possono essere rapidamente implementate.

## Copertura del rischio

Teoricamente, potrebbe essere coperta tutta o una parte non trasferita dell'esposizione al rischio di longevità. Il principio della copertura prevede che i flussi di cassa attesi delle passività possono essere compensati con flussi di cassa simili (in termini di durata e convessità) determinati con la copertura degli attivi e/o gli swap sui tassi di interesse. In questo caso la posizione è immunizzata. Ciò può essere realizzato, completamente o in parte, in diversi modi,:

- tramite swap sull'inflazione e sui tassi di interesse – almeno per i (grandi) rischi del mercato finanziario presenti nei prodotti di rendita;
- sottoscrivendo polizze assicurative con dinamiche di mortalità esattamente opposte;
- investendo in titoli di società con dinamiche di mortalità opposte;
- detenendo *longevity bond*;
- attraverso una copertura sostitutiva sintetica ("synthetic proxy hedge").

Sebbene le prime tre strategie possono essere perseguite sin da oggi, le ultime due sono ancora in fase di sviluppo e non possono essere messe in pratica nel brevissimo termine a causa dell'effettiva mancanza delle classi di attivo di riferimento.

### *Copertura del rischio mediante swap sui tassi di interesse/sull'inflazione*

Come già detto, gli assicuratori che operano nel settore delle rendite sono esposti al rischio dei tassi d'interesse e di inflazione per periodi lunghi. Uno strumento semplice anche se imperfetto di copertura è un'attività priva di rischio con durata identica alle passività da rendite/pensioni. Investendo in titoli di stato a lungo termine, gli assicuratori possono coprirsi contro i rischi dei tassi d'interesse.

Inoltre, le compagnie di assicurazioni affrontano un problema simile quando cercano di coprire il rischio di inflazione insito nei prodotti di rendita garantiti contro l'inflazione. Una strategia di copertura è di investire nei titoli di stato collegati all'inflazione (ILB).

Tuttavia, un requisito preliminare di entrambe queste strategie è una sufficiente disponibilità delle obbligazioni a lunga scadenza e/o delle obbligazioni collegate all'inflazione. I mercati per entrambe queste categorie sono attualmente piuttosto sottosviluppati, particolarmente se si considera l'entità della richiesta effettiva; occorreranno un paio d'anni prima che tali mercati raggiungano una dimensione critica.

Come seconda migliore soluzione, molti assicuratori stanno comprando attivamente swap sull'inflazione/sui tassi di interesse a lunga scadenza per coprire le rispettive passività a lungo termine. Oltre agli strumenti per di più *plain-vanilla*, si stanno attualmente sviluppando altri prodotti strutturati – concepiti specificamente per affrontare la combinazione unica di rischio assicurativo e finanziario sostenuto dagli assicuratori vita.

*Copertura del rischio mediante sottoscrizione di polizze assicurative con dinamiche di mortalità opposte*

Uno strumento di copertura teoricamente perfetto per la longevità del beneficiario di rendita sarebbe una polizza a vita intera stipulata per le stesse persone con premi pari ai pagamenti delle rendite e nessuna decadenza; gli utili eccedenti sull'uno cancellerebbero le perdite eccedenti sull'altro.<sup>60</sup> Purtroppo, questa strategia di copertura è molto difficile da attuare nella prassi, a causa della mancanza di affari di mortalità di persone sopra i 65 anni ed è probabile che la situazione permanga tale, poiché solitamente i consumatori hanno bisogno di protezione o contro la mortalità o la longevità – ma non contro entrambe. Tuttavia, sono comunque possibili delle coperture imperfette. Ad esempio, si considerino due prodotti, una rendita costante convenzionale il primo e una polizza a vita intera il secondo, al valore del costo della rendita convenzionale. La variazione nel costo dei due prodotti in base al tasso dei miglioramenti futuri è indicata nella tabella 6.

**Tabella 6**  
**Modifica della riserva in seguito all'inclusione del tasso di miglioramento della mortalità**

<b>Tasso di miglioramento della mortalità</b>	<b>Polizza di rendita convenzionale</b>	<b>Assicurazione a vita intera</b>
1%	+3,2%	-1,0%
2%	+6,6%	-2,6%

Fonte: S Richards, G Jones, "Financial implications of longevity risk", 2004. Calcoli effettuati utilizzando PMA92, pagamenti in via posticipata, interesse del 5% all'anno. Persone di sesso maschile di 65 anni di età.

Con la giusta combinazione di contratti contro il rischio di longevità e di mortalità, un assicuratore potrebbe trarre vantaggi significativi in termini di diversificazione, anche se ciò non rappresenta comunque uno strumento di copertura perfetto.

*Copertura del rischio investendo nelle società con dinamiche di mortalità opposte*

Le società farmaceutiche, case di cura, associazioni di accoglienza, società biotecnologiche, traggono tutte vantaggio dall'estensione della longevità. In pratica, ciò che viene suggerito è che il soggetto esposto al rischio di longevità assuma una posizione lunga nei titoli azionari di questi settori: le vendite di farmaci o i servizi per gli anziani sono probabilmente destinati a trasformarsi in un'attività in crescita. Gli utili conseguiti dai settori che traggono vantaggio da un aumento della longevità possono essere utilizzati per bilanciare le perdite dei settori che risentono negativamente delle stesse tendenze demografiche. Ciò viene definito nel contesto presente come una "copertura naturale".

Il principale problema di una simile strategia di copertura risiede nella sua inefficienza: quando un assicuratore investe, ad esempio, in una società farmaceutica "veicolo" per coprire la sua esposizione al rischio di longevità contemporaneamente si assume anche una certa quantità di rischio diversificabile della società (di credito, economico, ecc).

<sup>60</sup> L'esatta struttura del contratto determinerebbe se il rischio coperto è la variazione statistica, il rischio implicito in un contratto annuale, o il rischio di miglioramento della longevità, che risulterebbe prevalente in un contratto a lungo termine.

#### *Copertura del rischio con longevity bond*

Dal punto di vista della società, i *longevity bond* rappresentano una soluzione interessante per il problema dei piani pensionistici professionali potenzialmente sottocapitalizzati.<sup>61</sup> Anche le società o i fondi pensione che non sono sottocapitalizzati possono detenere questo tipo di obbligazioni come attivi a stato patrimoniale per allineare le proprie passività pensionistiche. Così facendo, si possono ottenere due risultati importanti:

- ridurre la rispettiva esposizione al rischio di longevità (compensazione dei flussi di cassa delle passività contro i flussi di cassa delle attività)
- mantenere il proprio impegno per i propri dipendenti passati, presenti e futuri. Ciò accresce l'attrattiva delle società come datore di lavoro.

Le limitazioni di questa soluzione risiedono nel fatto che al momento non esiste un mercato sufficientemente grande per i *longevity bond* e la casistica di mortalità di una data obbligazione può differire da quella del piano pensionistico. In aggiunta, questa struttura significa che detenendo i *longevity bond* emessi da un'altra entità, le società sostituiscono il rischio di longevità con il rischio di credito. Ciò non è sempre auspicabile.<sup>62</sup>

#### *Copertura del rischio attraverso una copertura sostitutiva sintetica ("synthetic proxy hedge").*

Certe soluzioni di finanza strutturata (ovvero gli swap di flussi di cassa) potrebbero essere contemplate fra qualche anno, il che può aiutare a superare i limiti della strategia della copertura naturale succitata. Per esempio, i flussi di cassa farmaceutici cartolarizzati potrebbero essere comprati dagli assicuratori per compensare le loro passività legate all'esposizione al rischio di longevità. Questi titoli ibridi verrebbero scambiati sul mercato analogamente ai titoli garantiti (ABS), ai titoli garantiti da ipoteca (MBS) e ad altri strumenti di credito strutturati. I compratori potrebbero essere assicuratori ma anche fondi pensione, governi e tutte le società con una certa esposizione al rischio di longevità.

I limiti a questa soluzione risiedono nel fatto che la maggior parte delle società e/o dei gestori dei fondi pensione non hanno familiarità con questo tipo di strumento. Data la ripidità della curva di apprendimento, è probabile che occorreranno alcuni anni perché queste operazioni acquistino diffusione.

<sup>61</sup> Vedi Swiss Re, *sigma* n° 7/2006 "Cartolarizzazione – nuove opportunità per assicuratori e investitori" per una descrizione generale dell'applicazione della tecnica della cartolarizzazione ai rischi assicurativi. Vedi D. Blake, A.J.G. Cairne and K. Dowd, "Living with mortality: longevity bonds and other mortality-linked securities" per una visione attuariale di questo tipo di strumento.

<sup>62</sup> Ovviamente, i titoli di stato presenterebbero un profilo di rischio di credito basso e possono evidenziare un andamento migliore.

## I passi successivi

Il mercato delle rendite private, sebbene stia già registrando tassi di crescita relativamente elevati, racchiude comunque un grosso potenziale non sfruttato. Sono allo studio un certo numero di misure per promuovere le soluzioni private per la gestione del rischio di longevità. Le seguenti idee riassumono le migliori prassi in vari paesi o società. Sono suddivise secondo i due orientamenti principali: lo Stato e le compagnie assicurative.

## Che cosa può fare lo Stato

Quando i governi decideranno che è opportuno ridurre il loro ruolo nell'erogazione delle pensioni, il settore delle assicurazioni può "colmare il gap" fornendo soluzioni private al rischio di longevità. Tuttavia, l'esperienza di alcuni paesi che sono passati dal sistema pensionistico statale a quello privato indica che ciò può essere conseguito attuando talune condizioni favorevoli:

- incrementare la trasparenza delle questioni legate alla longevità attraverso una migliore definizione delle tabelle di mortalità
- incrementare la trasparenza delle questioni legate alla longevità attraverso una maggiore sensibilizzazione delle persone circa l'allungamento dell'aspettativa di vita
- facilitare la disponibilità delle informazioni circa la posizione finanziaria delle persone durante la pensione
- promuovere la consapevolezza e l'educazione finanziarie degli individui
- predisporre gli strumenti finanziari per le attività di copertura
- contribuire a sviluppare il volume dell'attività rendendo obbligatoria o fortemente desiderabile l'iniziativa personale per eliminare la selezione avversa
- fissare una struttura normativa per gli assicuratori e gli altri soggetti che erogano le pensioni
- fornire incentivi e armonizzare l'imposizione fiscale

### *Incrementare la trasparenza delle questioni legate alla longevità attraverso una migliore definizione delle tabelle di mortalità*

Per determinare correttamente il prezzo dei prodotti di rendita, è essenziale che gli assicuratori abbiano un quadro chiaro delle future tendenze di longevità. Data la fondamentale difficoltà di prevedere l'aspettativa di vita per tutta la durata di un contratto di rendita, è ancor più importante ottenere le informazioni sull'aspettativa di vita attuale e futura di una classe di popolazione specifica. In alcuni paesi, tuttavia, le tabelle di mortalità o non sono disponibili affatto o soltanto con considerevole ritardo. Fornendo tabelle di mortalità attuali ed esatte, gli stati aiuterebbero gli assicuratori a valutare più attendibilmente le tendenze future della mortalità. Sebbene sia nell'interesse della compagnia di assicurazioni e sua esclusiva responsabilità capire il rischio di mortalità cui è esposta, una trasparenza maggiore ridurrebbe il premio di rischio aggiunto per far fronte all'incertezza delle tendenze della mortalità.

**C'è molto da imparare dall'esperienza dei paesi che hanno promosso le soluzioni pensionistiche private.**

**In primo luogo, mantenere aggiornate le tabelle di mortalità.**

**In secondo luogo, sensibilizzare maggiormente le persone sull'allungamento dell'aspettativa di vita.**

*Incrementare la trasparenza delle questioni legate alla longevità attraverso una maggiore sensibilizzazione delle persone sull'allungamento dell'aspettativa di vita*

Sensibilizzare le persone rispetto al miglioramento della loro aspettativa di vita può aumentare significativamente il ricorso a soluzioni pensionistiche private. La recente ricerca attuariale nel Regno Unito indica che le aspettative di vita soggettive sono inferiori alle aspettative attuariali di circa 5 anni in media.

Lo stesso studio suggerisce altresì che le aspettative sulla longevità influiscono significativamente sulle decisioni circa l'acquisto di pensioni private. In particolare, per ogni ulteriore anno di vita di cui le persone acquistano consapevolezza, la parte di quelle disposte ad acquistare una pensione complementare (ovvero, uno strumento del terzo pilastro) è aumentata di circa lo 0,15%. Se l'errore medio di cinque anni di sottovalutazione dell'aspettativa di vita venisse completamente corretto, il ricorso volontario a una pensione potrebbe aumentare al 2,25% rispetto all'attuale livello dell'1,5%, un aumento significativo del 50%.<sup>63</sup>

*Facilitare la disponibilità delle informazioni sulla posizione finanziaria delle persone durante la pensione*

**In terzo luogo, rendere facilmente accessibili, comprensibili e disponibili anzitempo le informazioni sulla situazione finanziaria al momento della pensione.**

Una maggiore trasparenza sulla situazione finanziaria delle persone nell'età della pensione rivelerebbe immediatamente se esse corrono il rischio di non avere le risorse sufficienti (o di averne in eccesso) in rapporto alle proprie aspettative e ai propri bisogni. Un modello di benchmark a questo proposito è lo svedese "Personalregister". Questa interfaccia sponsorizzata dal Ministero delle finanze, accessibile online mediante un accesso limitato, permette al futuro pensionato di calcolare i suoi diritti pensionistici, tenendo conto di tutte le sue varie fonti di reddito.

**Quarto, promuovere la formazione finanziaria.**

*Promuovere la consapevolezza e l'educazione finanziarie degli individui*

Le pensioni private acquisteranno sempre più peso nella maggior parte dei paesi. Attraverso l'offerta di programmi di formazione finanziaria, gli Stati potrebbero incoraggiare le persone ad accumulare risparmi per la pensione secondo i rispettivi bisogni. Lo Stato può e deve giocare un ruolo pionieristico e di sostegno per offrire una cultura finanziaria<sup>64</sup>; tuttavia, programmi di formazione finanziaria possono altresì essere offerti dai datori di lavoro, dalle compagnie di assicurazioni e dalle altre istituzioni finanziarie. Negli USA, per esempio, la formazione sui piani pensionistici 401(k) a favore dei dipendenti, promossa dalle società, ha aumentato sia il numero delle persone partecipanti ai piani pensionistici professionali 401(k) che l'ammontare medio dei risparmi accantonati in tali conti.

<sup>63</sup> CRIS Research Report 1/2005, "How long do people expect to live?", pubblicato dal Centre for Risk & Insurance Studies, Nottingham University Business School, marzo 2005.

<sup>64</sup> Vedi anche OCSE (2005): "Recommendation on Principles and Good Practices for Financial Education and Awareness."



**Quinto, predisporre o promuovere gli strumenti finanziari per le attività di copertura.**

*Predisporre gli strumenti finanziari per le attività di copertura*

Come discusso nel capitolo precedente, la limitata offerta di titoli di stato con scadenza sufficientemente lunga (30 anni e oltre) attualmente limita lo sviluppo di mercati per tali strumenti, ancor più se posti a confronto con le dimensioni degli attivi pensionistici che sono destinati a coprire (si veda la tabella 7). Finora, essi sono stati integrati con gli swap sui tassi di interesse.

Sebbene molti paesi industrializzati abbiano cominciato ad emettere titoli di stato a 30 anni, i volumi di mercato restano limitati. Nei paesi emergenti, finora soltanto il Messico, il Brasile e la Colombia hanno emesso titoli di stato con una scadenza di 30 anni. Nel settore delle scadenze a 50 anni l'offerta è ancor più limitata. Sebbene l'emissione di tali obbligazioni a lunga scadenza sia in discussione in diversi paesi, finora solo il Regno Unito, il Giappone e la Francia le hanno introdotte nel mercato. Emettendo obbligazioni a più lunga scadenza, i governi attenuerebbero le scarsità dell'offerta e sosterrrebbero lo sviluppo dei mercati delle pensioni private.

**Tabella 7  
Mercato dei titoli di stato a lunga scadenza e attivi pensionistici a confronto, 2004**

	<b>Obbligazioni societarie e titoli di stato a lungo termine (≥ 10 anni) – Ammontare totale in circolazione in mld di USD<sup>1</sup></b>	<b>Totale attivi di fondi pensione e investimenti assicurazioni vita in mld di USD</b>	<b>Stima carenza/surplus obbligazioni a lungo termine in % del totale delle obbligazioni a lungo termine<sup>2</sup></b>
USA	1 266	13 432	- 642,7%
Regno Unito	241	2 475	- 618,9%
Francia	178	1 055	- 314,9%
Italia	241	370	- 7,5%
Giappone	427	2 351	- 269,0%

<sup>1</sup> Per il Regno Unito, la Francia e l'Italia, soltanto titoli di stato

<sup>2</sup> Ipotizzando un'allocazione del 70% degli attivi alle obbligazioni

Fonte: OCSE, Pension Market in Focus, dicembre 2005 e OCSE, Financial Market Trends, Supplemento 1, 2005

Una situazione analoga si riscontra nei titoli di stato collegati all'inflazione (ILB), una soluzione ideale per i bisogni di copertura del rischio inflazione degli assicuratori. Di nuovo, tali strumenti o non esistono affatto o sono insufficienti in rapporto al totale degli attivi pensionistici di molti mercati. Secondo i dati OCSE, l'80% delle compagnie di assicurazioni nel Regno Unito detiene già l'80% delle emissioni ILB in circolazione, a riprova della enorme domanda di tali prodotti.<sup>65</sup>

Un mercato degli ILB più ampio migliorerebbe chiaramente le opportunità di copertura per gli assicuratori che erogano rendite e sosterrrebbe lo sviluppo dei mercati delle rendite private. Ciò è quanto si sta già discutendo nel Regno Unito, in Canada, in Australia, in Svezia, in Francia ed in Italia.

<sup>65</sup> Come già menzionato, gli assicuratori hanno l'alternativa del ricorso al mercato degli swap sull'inflazione per proteggersi dal rischio di inflazione.

**Sesto, contribuire a diminuire la selezione avversa.**

*Contribuire a sviluppare il volume di attività eliminando la selezione avversa*

L'assicurazione di longevità è acquistata di regola da coloro che prevedono comunque di vivere più a lungo (effetto di selezione avversa). Gli assicuratori conoscono questo aspetto e lo riflettono nella determinazione del prezzo. Ai tassi attuali, ciò può rendere l'acquisto dell'assicurazione sulla longevità troppo costoso per la maggior parte della popolazione. Pertanto, la richiesta di soluzioni pensionistiche private è minore di quanto sarebbe in assenza di selezione avversa.

Se l'assicurazione di longevità fosse resa obbligatoria (generalmente come un sostituto delle pensioni pubbliche), gli assicuratori avrebbero una popolazione più ampia da assicurare e questo dovrebbe portare a una tariffazione più bassa del rischio grazie all'effetto di pooling. Una pensione privata obbligatoria diminuirebbe altresì il rischio per le persone di trovarsi in ristrettezze finanziarie nel caso in cui i governi taglino i benefici pensionistici. Mentre la previdenza professionale è già obbligatoria in molti paesi (per esempio in Svizzera e per talune categorie in Francia ed in Australia), l'obbligatorietà è meno comune per le pensioni private. L'Australia e la Repubblica slovacca sono gli unici paesi dell'OCSE che avevano adottato tali sistemi dal 2004.

Pur eliminando il problema della selezione avversa, rendere obbligatoria la pensione privata potrebbe introdurre incentivi alla "scrematura" per gli assicuratori (gli assicuratori cioè tenderanno di vendere le polizze soltanto a coloro che presentano un profilo di rischio favorevole) al momento di adottare un sistema di premi uniformi sulla base dell'aspettativa di vita media. Per neutralizzare questa distorsione, normalmente viene introdotto un piano di rettifica del rischio, il che porta ad una regolamentazione severa, un risultato spesso indesiderabile.

Dall'altra parte, l'obbligatorietà con premi rettificati in base al rischio porta ad un problema simile a quello che si ha in assenza di costrizioni. Questo perché se fosse effettivamente possibile stabilire premi equi, non si avrebbe alcuna selezione avversa. Questa ipotesi però contrasta con i dati d'esperienza e non sembra essere adeguata alla situazione. Ecco perché gli incentivi che spingono gli individui o i datori di lavoro ad acquistare i prodotti di rendita su base volontaria sono la via preferita in molti paesi.

*Fissare una struttura normativa per gli assicuratori e gli altri soggetti che erogano pensioni*

**Settimo, stabilire un approccio equo alle regole del gioco tra i diversi soggetti eroganti.**

Il controllo prudenziale e la regolamentazione dei soggetti che erogano pensioni è essenziale per lo sviluppo sostenibile dei mercati delle pensioni private. Da un lato, gli standard normativi dovrebbero aiutare a proteggere il beneficiario della pensione contro l'insolvenza del rispettivo ente erogante. Dall'altro lato, la regolamentazione dovrebbe essere mantenuta ad un livello minimo per non pregiudicare l'efficienza del mercato.

**In ultimo, anche se non per importanza, utilizzare la leva degli incentivi fiscali.**

Nel 2004, l'OCSE ha stabilito le raccomandazioni per i "Principi di base per la regolamentazione delle pensioni professionali".<sup>66</sup> Il loro scopo primario è di assicurare la stabilità del pilastro di previdenza professionale. Pertanto, le raccomandazioni OCSE non sono subito applicabili ai fornitori di pensioni del terzo pilastro.

#### *Fornire incentivi fiscali adeguati*

Mentre i cittadini dei paesi membri dell'UE hanno assistito ad una crescente libertà di movimento negli ultimi cinquanta anni, il diritto di portabilità della pensione entro l'UE ha ancora un percorso lungo da percorrere: i vari approcci culturali alle politiche in ambito di pensioni sono limitati dalla maggior parte dei paesi continentali, che tradizionalmente vedono le pensioni principalmente come una responsabilità del governo. Al contrario, il Regno Unito pone maggiore enfasi sul secondo pilastro del sistema pensionistico. I cambiamenti, tuttavia, stanno giungendo velocemente, principalmente attraverso la Corte di giustizia europea.<sup>67</sup> Dal 2000, la Commissione promuove un progetto paneuropeo di riforma del sistema pensionistico volto a migliorare la sostenibilità dei sistemi pensionistici aumentando la portabilità delle pensioni.<sup>68</sup>

La creazione di incentivi fiscali adeguati (per esempio stabilendo un contesto competitivo uniforme fra i contributi per la previdenza professionale ed i contributi per la pensione privata in modo che quest'ultima segua altresì il principio EET<sup>69</sup>) dovrebbe facilitare la vendita dei prodotti di rendita, che "naturalmente" accrescerebbe la base dei beneficiari di rendite.

Tuttavia, è dato prevedere che parte del volume di mercato aggiuntivo generato dai maggiori risparmi da destinare alla pensione e alla protezione del reddito e dello stile di vita, verrebbe assorbita da altri fornitori di risparmio (per esempio banche, fondi di investimento, altri fondi pensione) la cui gamma di prodotti principali in generale non includerebbe la protezione della longevità.

### **Che cosa possono fare gli assicuratori**

La longevità offre al settore delle assicurazioni l'opportunità di assumere un ruolo maggiore nella gestione dei rischi societari. Poiché le differenze tra i paesi, derivanti dai diversi contesti culturali, fiscali e di prestazioni professionali, non verranno meno in un prossimo futuro, non ci può essere un approccio unico valido per tutti in sede di design del prodotto.

<sup>66</sup> Vedi <http://www.oecd.org/dataoecd/14/46/33619987.pdf>

<sup>67</sup> In seguito alla comunicazione della Comunità Europea, il 19 aprile 2001, sull'eliminazione degli ostacoli fiscali all'erogazione internazionale delle pensioni di previdenza professionale, la Corte di giustizia europea è intervenuta in due casi che riguardano la detrazione fiscale dei contributi corrisposti a fondi esteri – il caso Danner (Caso C-136/00) del 3 ottobre 2002 e il caso Skandia/Ramstedt (Caso C-422/01) del 26 giugno 2003.

<sup>68</sup> Vedi [http://europa.eu.int/comm/employment\\_social/social\\_protection/pensions\\_en.htm](http://europa.eu.int/comm/employment_social/social_protection/pensions_en.htm).

<sup>69</sup> EET corrisponde a "esentato, esentato, tassato", indicando che le pensioni sono esentate da imposte nel momento della contribuzione e durante l'accumulazione del capitale, per essere poi tassate nel momento in cui vengono versate. L'Italia fornisce un esempio di recente riforma pensionistica in tale senso.

**Tuttavia, il grado di successo è principalmente legato a tre fattori:**

**In primo luogo, la capacità di raggiungere la massa critica**

**Secondariamente, individuare una formulazione del prodotto che combini una struttura snella dei costi con un certo livello di protezione dei rischi.**

**In terzo luogo, sono essenziali l'analisi e la selezione prudentiale del rischio, soprattutto riguardo all'interazione del rischio di longevità e del rischio del mercato finanziario.**

Il grado di successo di qualsiasi soluzione privata sarà misurato in base alla propria capacità di soddisfare i bisogni e le aspettative degli assicurati in modo sostenibile. Oltre che con la gestione attiva dell'attività di copertura precedentemente menzionata, ciò può essere conseguito a condizione che siano soddisfatti determinati presupposti in tre aree principali:

- In primo luogo, il volume di attività è un aspetto fondamentale per ovviare alla questione della selezione avversa e conseguire le economie di scala tanto importanti per l'attività.
- Secondariamente, come per qualsiasi prodotto, il prezzo dovrebbe riflettere i rischi assunti e essere stabilito su una base economicamente fattibile e coerente con le condizioni di mercato.
- In terzo luogo, una selezione prudente del rischio implica che gli assicuratori dovrebbero ponderare con attenzione le implicazioni finanziarie dell'assunzione del rischio di longevità, soprattutto congiuntamente ad una esposizione di lungo termine al rischio dei mercati finanziari.

Gli ultimi due aspetti sono analizzati di seguito più dettagliatamente.

#### *Pricing del prodotto*

Le offerte dei prodotti di rendita devono soddisfare i bisogni delle persone e devono inserirsi nel tessuto dei sistemi di previdenza sociale e fiscali. La formulazione e il pricing del prodotto resteranno una sfida fondamentale.

Generalmente, perché i prodotti di rendita risultino interessanti, dovrebbero presentare una struttura snella dei costi. La strada che più probabilmente dovrà essere intrapresa sarà quella della razionalizzazione dei costi attraverso una diversificazione oculata dei prodotti, accertandosi che i consumatori ottengano esattamente ciò che desiderano senza compromettere le economie di scala, di importanza fondamentale per il settore. Ciò può essere conseguito mediante i seguenti fattori:

- miglioramento della determinazione del prezzo del rischio di longevità puro perfezionando le tecniche attuariali
- minimizzazione dei costi di distribuzione e amministrazione dei prodotti di rendita
- esclusione delle caratteristiche finanziarie supplementari dal prodotto di base. Ciò presenta il doppio vantaggio di mantenere sotto controllo il costo del capitale e di ridurre il rischio soggettivo. Altri vantaggi finanziari supplementari possono comunque essere offerti in aggiunta, ad una tariffa distinta ben specificata (per esempio opzioni replicabili).

#### *Selezione del rischio ed implicazioni sul modello di attività*

Gli assicuratori possono vedersi costretti a riconsiderare il proprio modello d'attività ed essere preparati a soppesare il rischio per accertarsi che se ne assumano solo la quantità e la combinazione che giudicano desiderabili, trasferendo la parte restante ad altri soggetti. Così come avviene per lo sviluppo delle tecniche di trasferimento del rischio di credito, le opportunità per il trasferimento e la copertura del rischio di longevità possono emergere nel giro di alcuni anni.

**In che modo gli assicuratori possono mantenere la promessa di pagare le rendite per tutta la vita**

Quando si offre nel contempo la protezione contro il rischio di longevità e i rischi del mercato finanziario, è essenziale un design adeguato. Gli assicuratori del ramo vita si trovano fra la necessità di soddisfare l'esigenza di protezione (ad esempio, con rendite dotate di caratteristiche garantite) ed i vincoli finanziari di operare in un contesto difficile del mercato finanziario, che richiederebbe l'abolizione di tutte le condizioni di garanzia. La riduzione indiscriminata del rischio proprio ai prodotti di assicurazione pregiudicherebbe uno dei principali vantaggi competitivi degli assicuratori<sup>70</sup>; tuttavia, l'entità del mercato delle pensioni impone agli assicuratori di ponderare il rischio potenziale di accumulare una grande esposizione al rischio di longevità. Seguono alcuni suggerimenti sul modo in cui gli assicuratori possono migliorare la capacità di adempiere alle proprie promesse nelle attività di lungo periodo:

- limitare le opzioni di investimento degli assicurati e rimuovere le posizioni neutre prive di rischio può ridurre la volatilità dei rendimenti degli assicuratori;
- migliorare i canali di distribuzione e la comprensione del consumatore per le caratteristiche del prodotto può facilitare la sottoscrizione evitando pratiche scorrette di vendita dei prodotti;
- utilizzare strumenti di copertura e gestione dei capitali, inclusa la riassicurazione tradizionale e le soluzioni finanziarie alternative;
- migliorare la comprensione della creazione di valore a livello di prodotto, verificando la redditività e l'esposizione al rischio di ogni struttura in un ampio ventaglio di ipotesi. Le interazioni fra le linee di prodotto (approccio di portafoglio) contribuiscono altresì a valutare il probabile impatto netto degli scenari futuri sulla solidità finanziaria della società.

In linea di massima, lo sviluppo del prodotto dovrebbe essere incentrato sul cliente. In aggiunta, la chiara commercializzazione dei benefici e dei limiti della copertura offerta aiuta gli assicurati a capire che cosa stanno pagando (accrescendo quindi la comparabilità tra le offerte) e aiuta ad impedire sia pratiche scorrette di vendita dei prodotti (le polizze miste nel Regno Unito e le rendite indicizzate<sup>71</sup> negli USA sono casi esemplificativi) sia la formazione di aspettative irragionevoli sulla base dell'esperienza precedente ormai non più operante (come nel caso dei prodotti con partecipazione con bonus discrezionali, ancora una volta nel Regno Unito, vedi la debacle di Equitable Life).

<sup>70</sup> Un recente studio strategico ha evidenziato che i settori a maggiore generazione di valore nel mercato degli attivi finanziari personali sono la protezione del rischio e la crescita del patrimonio. Gli assicuratori sono i leader del mercato nel settore della protezione contro il rischio. Sebbene di maggiori dimensioni e meno impegnativo sotto il profilo dei capitali rispetto alla protezione del rischio, il settore specifico della crescita del patrimonio personale è anche il più contestabile. Vedi Mercer Oliver Wyman, "Going on the offensive", giugno 2004.

<sup>71</sup> Vedi BestWeek, "US regulators expected to crack down on alleged deception in annuities sales", 18 luglio 2005 e BestWeek, "New rules may follow claims of deceptive annuity sales", 13 giugno 2005.

Indagini sul campo<sup>72</sup> mostrano che sono necessari una consulenza facilmente comprensibile e prodotti di investimento più sicuri per facilitare l'operazione di investimento per la pensione. La tabella di seguito riassume gli elementi spesso trovati nelle liste dei "desiderata" dei compratori e dei venditori di prodotti di rendita. Quando la formulazione del prodotto riesce a soddisfare entrambe le parti, gli assicuratori sono un passo avanti nel raggiungimento di una soluzione di successo.

Tabella 8  
Il punto di vista di clienti e assicuratori:  
un confronto

Cosa desiderano i clienti	Che cosa devono considerare gli assicuratori
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Trasparenza Più trasparenza e una migliore rendicontazione possono probabilmente migliorare la performance degli investimenti (in quanto ciò riduce lo spazio per allocazioni sub-ottimali) e mantenere i costi sotto controllo</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ È necessaria una certa flessibilità per adeguare i premi ai cambiamenti sistematici nelle tendenze della longevità</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Caratteristiche di prodotto di semplice comprensibilità</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Nessuna garanzia di tariffa per i prodotti di rendita dall'inizio di un contratto di rendita, ma soltanto quando la polizza giunge in prossimità del periodo dei versamenti</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Modularità e flessibilità del prodotto (libertà di scegliere le caratteristiche e cambiarle nel corso del contratto)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Alcune garanzie sono impegnative in termini di capitale e devono essere riviste Ad es.: condizioni favorevoli per le polizze prossime a decadere</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Strategia basata sull'età (tasso di conversione in rendita flessibile)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ L'ALM e il CM devono riflettere la natura sistematica del rischio di longevità                             <ul style="list-style-type: none"> <li>– Quale classe di attivi investire per compensare le passività di lungo termine?</li> <li>– Quanto e quale tipo di capitale dovrebbe sostenere questa attività?</li> </ul> </li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Protezione contro l'inflazione</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ È necessaria la riduzione del rischio soggettivo e della selezione avversa Acquisto obbligatorio di una rendita? Obbligatorietà del tasso minimo di conversione in rendita?</li> </ul>
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Motivo del beneficio Ad es.: opzione di rimborso del capitale per morte sopraggiunta entro 10 anni dall'acquisto; annessa copertura dell'assicurazione sulla vita per bilanciare parte del rischio di longevità al costo del pagamento della rendita</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ Le disposizioni che prescrivono il finanziamento incrociato andrebbero evitate Ad es.: regolamento UE sull'eguaglianza dei premi per uomini e donne</li> </ul>

Fonte: Swiss Re, Economic Research & Consulting

<sup>72</sup> AXA Retirement Scope, maggio 2005. La relazione può essere consultata all'indirizzo [www.retirement-scope.axa.com](http://www.retirement-scope.axa.com)

## Recenti pubblicazioni di *sigma*

---

- N° 3/2007    Prodotti di rendita: una soluzione privata per il rischio di longevità
- N° 2/2007    Calamità naturali e catastrofi man-made nel 2006: livelli contenuti di sinistralità
- N° 1/2007    Lo scenario assicurativo nei mercati emergenti: sviluppo solido e terreno vergine per le assicurazioni rischi agricoli
- 
- N° 7/2006    Cartolarizzazione – nuove opportunità per assicuratori e investitori
- N° 6/2006    L'assicurazione credito e cauzioni: a sostegno degli impegni contrattuali
- N° 5/2006    Assicurazione mondiale nel 2005: crescita moderata dei premi, redditività attraente
- N° 4/2006    Solvency II: un approccio integrato al rischio per gli assicuratori europei
- N° 3/2006    Misurazione della redditività dell'attività assicurativa nel ramo danni
- N° 2/2006    Calamità naturali e catastrofi man-made nel 2005: numerose le vittime dei terremoti, danni da tempeste a livelli record
- N° 1/2006    Attività di M&A nel ramo vita: compagnie globali in prima linea
- 
- N° 5/2005    Assicurazione nei mercati emergenti: enfasi sugli sviluppi della responsabilità civile
- N° 4/2005    L'innovazione: una risposta alle sfide della non assicurabilità
- N° 3/2005    Il costo del capitale e la creazione di valore economico nell'assicurazione: principi e implicazioni pratiche
- N° 2/2005    Assicurazione mondiale 2004: premi in crescita e bilanci finanziari più solidi
- N° 1/2005    Calamità naturali e catastrofi man-made nel 2004: oltre 300 000 vittime e sinistri assicurati senza precedenti
- 
- N° 7/2004    I nuovi principi contabili IFRS: impatti sul settore assicurativo
- N° 6/2004    Panoramica economica sui sinistri di responsabilità civile: assicurare un fenomeno in continua evoluzione
- N° 5/2004    Individuazione del potenziale di crescita dei mercati assicurativi emergenti: riflettori puntati sulla Cina e sull'India
- N° 4/2004    Copertura caso morte: prodotto fondamentale dell'assicurazione vita
- N° 3/2004    Assicurazione mondiale 2003: il settore assicurativo sulla via della ripresa
- N° 2/2004    Brokeraggio assicurativo per aziende e brokeraggio riassicurativo: un settore in evoluzione
- N° 1/2004    Catastrofi naturali e man-made nel 2003: elevato numero di vittime, sinistri assicurati relativamente contenuti
- 
- N° 8/2003    Assicurazione mondiale 2002: elevata crescita dei premi nel ramo danni
- N° 7/2003    I mercati assicurativi emergenti: la lezione delle crisi finanziarie
- N° 6/2003    I mercati assicurativi danni in Asia: sviluppi recenti ed evoluzione del panorama aziendale
- N° 5/2003    La riassicurazione, un rischio sistemico?
- N° 4/2003    I rating delle compagnie di assicurazione
- N° 3/2003    Affari unit-linked in Europa occidentale: tempi di rilancio?
- N° 2/2003    Calamità naturali e catastrofi man-made nel 2002: le alluvioni gravano sul bilancio sinistri
- N° 1/2003    I prodotti ART: una panoramica

Swiss Reinsurance Company  
Economic Research & Consulting  
Mythenquai 50/60  
Casella postale  
8022 Zurigo  
Svizzera

Telefono +41 43 285 2551  
Fax +41 43 285 4749  
[sigma@swissre.com](mailto:sigma@swissre.com)