

Carlino, Costanzo & Associati

Finance, Governance & Strategy

Valutazioni Real World e Risk Neutral nel mondo assicurativo



SOMMARIO

| | |
|--|---|
| Introduzione | 2 |
| <i>Risk Neutral</i> e <i>Real World</i> | 2 |
| Definizione <i>Risk Neutral</i> | 2 |
| Definizione <i>Real World</i> | 2 |
| Differenza tra metodologie <i>Risk Neutral</i> e <i>Real World</i> | 3 |
| Valutazione <i>Market Consistent</i> | 3 |
| Il framework di valutazione negli standard contabili internazionali..... | 4 |
| IFRS 13 – Fair Value | 4 |
| IAS 36 – Value in Use | 4 |
| IFRS 17 – A cavallo tra i due approcci | 5 |
| Ambiti Applicativi..... | 6 |
| Valutazione <i>Real World</i> in Pianificazione | 6 |
| La valutazione dei prodotti assicurativi | 6 |
| IFRS 17 – Varianza Economica Sistemica o illiquidity premium? | 7 |
| Considerazioni conclusive..... | 8 |
| Glossario | 9 |

INTRODUZIONE

Nell'ambito della gestione del rischio, nella pianificazione finanziaria e ogniqualvolta sia necessaria la scelta di un tasso di interesse, si parla spesso di valutazioni "*Real World*", "*Risk Neutral*" o "*Market Consistent*", affiancati spesso a scenari "stocastici" e "deterministici": dal momento che la regolamentazione dell'industria assicurativa si evolve continuamente, è importante padroneggiare queste nozioni basilari per poter poi applicare il metodo più adeguato.

In questo documento forniremo prima una definizione sintetica di questi termini, per poi analizzare come e quando sia preferibile utilizzare una metodologia piuttosto che l'altra: si vedrà come a seconda della finalità di utilizzo risulti maggiormente appropriata una vista *Real World* piuttosto che una *Risk Neutral*. L'avvento di IFRS 17 ha riaperto il dibattito sulla prevalenza di una metodologia rispetto all'altra. L'obiettivo del presente documento è di offrire uno spunto di riflessione a riguardo.

RISK NEUTRAL E REAL WORLD

DEFINIZIONE RISK NEUTRAL

In ambito di valutazione di strumenti finanziari, si considera *Risk Neutral* una valutazione nella quale tutti gli strumenti rendono (e possono essere attualizzati) ad un tasso risk-free, come ad esempio nel caso dei derivati e della formula di Black e Scholes.

Per comprendere che cosa renda un asset risk-free bisogna considerare come il rischio sia misurato nel mondo della finanza. Chi acquista uno strumento finanziario lo fa sulla base del rendimento che si aspetta di realizzare lungo l'orizzonte temporale di detenzione dell'asset, il quale potrebbe differire dal profitto effettivamente conseguito: questo è dovuto al rischio, ovvero alla varianza del rendimento atteso rispetto a quello effettivo¹.

Volendo dare una definizione più matematica, una misura risk-free (detta anche misura a martingala equivalente) è una misura di probabilità tale per cui il prezzo di uno strumento finanziario è esattamente uguale allo stesso prezzo scontato per tale misura. Tale definizione è ampiamente utilizzata nel pricing di strumenti derivati, implicando che in un mercato completo (ovvero con perfetta informazione dei soggetti partecipanti e liquidità degli strumenti scambiati) il prezzo del derivato corrisponde all'attualizzazione del valore atteso del payoff futuro al solo tasso risk-free².

Riassumendo, un investimento si definisce risk-free quando il rendimento effettivo corrisponde sempre al rendimento atteso. Facendo un semplice esempio, un investitore che acquista un BOT zero coupon con un rendimento atteso del 2% e scadenza ad un anno otterrà sempre esattamente 102 a scadenza, implicando quindi l'assenza di rischio di default.

DEFINIZIONE REAL WORLD

Nel mondo reale ci sono diversi elementi che possono condizionare il prezzo o il valore di uno strumento finanziario: riferendosi all'esempio dell'obbligazione, si può condurre un'analisi delle serie storiche delle inadempienze su titoli comparabili all'obbligazione in esame, ottenendo così un tasso di default medio.

Le valutazioni *Risk Neutral* si adattano bene nelle valutazioni dei derivati; tuttavia, non sono altrettanto adatte nello stimare i prezzi di strumenti come le azioni, in quanto, specialmente per queste ultime, si attende che il loro prezzo cresca mediamente di più della risk-free (a maggior rischio, si cerca maggior rendimento).

¹ Damodaran A. "Estimating Risk-free Rates"

² Glyn A. Holton (2005). "Fundamental Theorem of Asset Pricing"

I tassi *Risk Neutral* possono essere accettabili per il pricing di strumenti, ma non sono adeguati alle previsioni il valore futuro di un asset: la probabilità che un determinato intervallo di prezzi si realizzi nel tempo dev'essere calcolato considerando probabilità che tengano in considerazione un premio per il rischio, le cosiddette probabilità *Real World*³.

DIFFERENZA TRA METODOLOGIE *RISK NEUTRAL* E *REAL WORLD*

La prassi operativa ha consolidato nel tempo l'utilizzo di una metodologia piuttosto che di un'altra. Tuttavia, con l'avvento di IFRS 17, è sopraggiunta la necessità di misurare il valore dei contratti assicurativi, riaprendo un dibattito sulla bontà di un metodo rispetto all'altro.

In linea teorica, si potrebbe sostenere infatti che l'uso di una misura di metodologia piuttosto che l'altra dipenda principalmente dall'obiettivo dell'analisi:

- quando si deve produrre una valutazione di mercato delle attività (IAS 36/Value in Use) o delle passività (in ambito Solvency II/BEL), si dovrebbe usare una metodologia *Risk Neutral*;
- per tutte le altre situazioni in cui sia necessario utilizzare proiezioni di flussi di cassa futuri, si dovrebbero invece usare metodologie *Real World*.

Riportiamo uno schema esemplificativo (non esaustivo) dei diversi ambiti operativi e le rispettive metodologie prevalenti in uso:

| AMBITO DI VALUTAZIONE | METODOLOGIA ADOTTATA |
|------------------------------------|--|
| <i>TECHNICAL PROVISIONS SII</i> | <i>Risk Neutral</i> |
| <i>TVOG SII</i> | <i>Risk Neutral</i> |
| <i>FAIR VALUE</i> | <i>Risk Neutral</i> |
| <i>ORSA</i> | <i>Risk Neutral (BS) / Real World (Profit)</i> |
| <i>BUSINESS PLANNING</i> | <i>Real World</i> |
| <i>ECONOMIC CAPITAL ASSESSMENT</i> | <i>Real World</i> |

VALUTAZIONE *MARKET CONSISTENT*

Il concetto di valutazione "*Market Consistent*" si riferisce ad una valutazione del rischio calibrata sui prezzi di mercato, quando disponibili ed affidabili: se una metodologia di valutazione replica con ragionevole approssimazione il valore di mercato del sottostante, può quindi essere definita *Market Consistent*. In un simile framework, le attività e le passività vengono valutate in linea con i prezzi di mercato e di conseguenza in modo coerente tra di loro.

È semplice capire il principio della valutazione *Market Consistent* utilizzando come esempio un'obbligazione non quotata. Per procedere alla valutazione dello strumento, non potendo ricorrere alle quotazioni di mercato (*Real World*), è necessario eseguire una stima del prezzo tramite alcune caratteristiche note, come l'entità e la frequenza di pagamento delle cedole, la scadenza del titolo ed il rischio di default dell'emittente, considerando un rendimento risk-free al quale eventualmente aggiungere un premio per la propria rischiosità implicita.

Definita l'anagrafica del titolo è possibile quindi stimare e attualizzare i flussi di cassa generati nel tempo, ottenendo così una proxy del valore di mercato dello strumento: la valutazione si dirà *Market Consistent* se il tasso utilizzato sarà simile ai principali tassi reperibili sul mercato.⁴

³ Giordano L., Siciliano G. "*Real World and Risk Neutral probabilities in the regulation on the transparency of structured products*"

⁴ N. Kamal, "5 Topics Related to Economic Capital and *Market Consistent* Valuation", Numerica Consulting, 2017.

Allo stesso modo, per esempio nel framework Solvency II, le passività di una compagnia assicurativa (che normalmente non sono scambiate sul mercato) sono paragonabili ad uno strumento non quotato ma con flussi di cassa stimabili con ragionevole precisione, che le Compagnie devono valutare a prezzo di mercato, ovvero cercando strumenti negoziati con caratteristiche di flussi e scadenza simili.

Il concetto di *Market Consistency* è trasversale e riguarda una appropriata applicazione sia delle metodologie *Risk Neutral* che *Real World*.

IL FRAMEWORK DI VALUTAZIONE NEGLI STANDARD CONTABILI INTERNAZIONALI

IFRS 13 – FAIR VALUE

Il principio contabile IFRS 13 definisce al paragrafo 11 e seguenti il fair value (valore equo) come il prezzo che si ricaverebbe vendendo un'attività (o si pagherebbe per trasferire una passività) in una transazione alle condizioni correnti di mercato alla data di valutazione, indipendentemente dal fatto che tale prezzo sia direttamente osservabile o stimato utilizzando un'altra tecnica di valutazione: il fair value è quindi una misura di valore oggettiva, basata sul mercato, che non dipende dalla prospettiva dei soggetti coinvolti nella valutazione.

Il principio infatti prevede che le tecniche di valutazione utilizzate per misurare il fair value debbano puntare a massimizzare l'uso di input osservabili e minimizzare l'uso di input non osservabili: a questo proposito, è stata introdotta una gerarchia del fair value che suddivide in tre livelli gli input delle tecniche di valutazione adottate per misurare il fair value. La gerarchia del fair value dà la massima priorità ai prezzi quotati su mercati attivi per attività o passività identiche (input di livello 1) e la minima priorità agli input non osservabili (input di livello 3), al fine di aumentare la coerenza e la comparabilità delle valutazioni, tendendo quindi verso la *Market Consistency*.

Infatti, l'obiettivo di una valutazione al fair value rimane sempre lo stesso: stimare il prezzo al quale una transazione per vendere l'attività o trasferire la passività avrebbe luogo alla data di valutazione alle condizioni di mercato correnti.

Inoltre, all'interno dell'appendice B13 c), approfondendo le tecniche di valutazione, viene sancito esplicitamente l'uso di tassi di interesse risk-free coerenti con le scadenze in esame: testualmente "[...] La valutazione del fair value di un'attività o di una passività attraverso l'utilizzo di una tecnica del valore attuale incorpora:

- a) una stima dei flussi finanziari futuri per l'attività o la passività da valutare
- b) le aspettative in merito alle possibili variazioni dell'ammontare e della tempistica dei flussi finanziari che rappresentano l'incertezza inerente ai flussi finanziari
- c) il valore temporale del denaro, rappresentato dal tasso sulle attività monetarie prive di rischio che hanno date di scadenza o durate che coincidono con il periodo coperto dai flussi finanziari e non presentano né incertezza nei tempi né rischio di insolvenza per il detentore"

IAS 36 – VALUE IN USE

Cerchiamo di capire se la prassi può essere ricondotta ad un framework normato che ci possa aiutare a distinguere meglio differenze, finalità ed anche convergenza dei mondi *Real World* e *Risk Neutral*.

In tal senso potrebbe venire in aiuto il framework valutativo di IAS 36: La finalità del principio è di prescrivere le procedure che le Compagnie applicano per iscrivere le attività a bilancio ad un valore non superiore al loro "valore recuperabile", ovvero il maggiore tra il suo fair value (IFRS 13) meno i costi di dismissione e il suo value in use.

Si possono quindi individuare due configurazioni di valore distinte: il fair value (analizzato approfonditamente nel precedente paragrafo relativo ad IFRS 13) e il value in use.

Quest'ultimo è definito come il valore attuale dei flussi di cassa futuri che si prevede possano derivare da un'attività generatrice. Tra gli elementi necessari per il calcolo di tale valore vengono indicati:

- il valore temporale del denaro, rappresentato dal tasso di interesse risk-free corrente di mercato;
- il prezzo per sopportare l'incertezza inerente all'attività;
- altri fattori (ad es. illiquidità).

Al paragrafo 55 del principio, in particolare, vengono analizzate le caratteristiche richieste ai tassi di sconto utilizzabili. Tali tassi devono infatti riflettere le correnti valutazioni di mercato rispetto a:

- il valore temporale del denaro;
- i rischi specifici dell'attività per i quali le stime dei flussi finanziari futuri non sono state rettificata.

Un tasso che contiene le valutazioni correnti di mercato del valore temporale del denaro e dei rischi specifici dell'attività è il rendimento che gli investitori richiederebbero se dovessero scegliere un investimento che generasse flussi finanziari di importo, tempistica e profilo di rischio equivalenti a quelli che l'entità prevede di ottenere dall'attività.

Questo tasso è stimato dal tasso implicito nelle operazioni correnti di mercato per attività simili o dal costo medio ponderato del capitale di un'entità quotata che ha una singola attività (o un portafoglio di attività) simile in termini di potenziale di servizio e rischi all'attività in esame.

Tirando le somme, il value in use rappresenta quindi il valore che un soggetto detentore di un asset riesce a trarre dall'uso dello stesso ed il fair value rappresenta, invece, il valore che lo stesso asset potrebbe avere sul mercato, ovvero il valore a cui un terzo potrebbe essere disposto a comperare quell'asset: è economicamente naturale che il primo possa essere superiore al secondo, in quanto chi compera si aspetta, tramite l'acquisto, di trarre dall'asset un valore maggiore rispetto al prezzo pagato per il suo acquisto.

IAS 36, quindi, ci aiuta a comprendere come possano naturalmente coesistere due configurazioni di valore, la prima "soggettiva" in quanto legata al valore che un soggetto ritiene essere in grado di estrarre dall'asset e la seconda "oggettiva", che rappresenta il valore dell'asset, a prescindere dal suo detentore e pertanto, quel valore a cui il mercato si dichiara disponibile ad acquistarlo.

Ci pare conseguentemente logico, laddove si parli di vista "soggettiva" fare pertanto riferimento ad un approccio *Real World*, ove risulta determinante la visione prospettica di uno specifico soggetto, mentre per la determinazione del Fair Value, un approccio *Risk Neutral*, ove risulti, invece, necessario definire il valore a cui quell'asset (o passività, per analogia) può essere scambiato. È infine importante rammentare come in tutti i casi deve essere garantita la *Market Consistency*, ovvero la coerenza delle ipotesi di valutazione con i prezzi espressi dal mercato di riferimento, come spiegato nei paragrafi successivi, anche nel caso prevalga la vista "soggettiva".

Ci pare che la riconduzione delle due metodologie al framework IAS 36 sia estremamente importante in quanto consente di attribuire ad entrambe le metodologie un egual rango (nessuna delle due è meglio dell'altra), né definisce chiaramente il fine e, conseguentemente, gli ambiti ove ciascuna di esse risulti meglio applicabile.

IFRS 17 – A CAVALLO TRA I DUE APPROCCI

Il framework IFRS 17 potrebbe fornire un punto di unione tra le due viste presentate in precedenza.

Infatti, precisamente all'appendice C17 ("Determinazione del margine sui servizi contrattuali o della componente di perdita dei gruppi di contratti assicurativi con elementi di partecipazione diretta"), e successivamente ripreso in C20 ("Metodo del fair value"), il principio sancisce che per i contratti con elementi di partecipazione diretta l'entità deve determinare il margine sui servizi contrattuali (CSM) o la componente di perdita della passività per residua copertura alla data di transizione come differenza tra il fair value (calcolato secondo quanto previsto in IFRS 13) complessivo dei contratti sottostanti e i flussi finanziari di adempimento (fulfilment cash flows), oltre al risk margin.

I flussi finanziari di adempimento vengono trattati all'interno del paragrafo 33 dello stesso IFRS 17 ("Stime dei flussi finanziari futuri"), in cui si precisa che le stime di tali flussi devono "rispecchiare il punto di vista dell'entità, purché le stime delle variabili di mercato pertinenti siano coerenti con i prezzi di mercato osservabili per tali variabili".

In queste righe, ravvisiamo chiaramente il rimando a due importanti temi analizzati in precedenza:

- il value in use (IAS 36), quando si richiama il punto di vista dell'entità e non del mercato, un punto per noi particolarmente rilevante anche in ambito pianificazione;
- il principio di *Market Consistency*, quando si richiama comunque la coerenza con i prezzi di mercato per le variabili che entrano nel calcolo.

La differenza così ottenuta può risultare in un utile (CSM) o in una perdita (Loss Component), in quanto le due grandezze a confronto sono calcolate seguendo due approcci differenti, rispettivamente il fair value e il value in use; se anche i flussi di adempimento fossero calcolati come fair value, la differenza sarebbe per costruzione sempre pari a 0.

AMBITI APPLICATIVI

VALUTAZIONE *REAL WORLD* IN PIANIFICAZIONE

Uno degli ambiti in cui ci parrebbe pacifico utilizzare metodologie *Real World*, è quello della Pianificazione, che ha il compito di misurarsi con dati di consuntivo, che per definizione non possono essere risk-free.

In tale ambito, il rendimento di ogni asset oggetto di proiezione futura sarà dato dal tasso risk-free con l'aggiunta di un premio per il rischio che si assume sia richiesto dagli investitori per detenere delle attività più rischiose rispetto a titoli risk-free. Il premio al rischio varia da soggetto a soggetto e ogni ipotesi su un determinato livello del premio al rischio valido per tutti gli investitori è inevitabilmente arbitraria.

La complicazione principale, rispetto ai modelli *Risk Neutral*, è data dalla presenza potenziale di infiniti "*Real Worlds*", in quanto essi rappresentano un concetto soggettivo e quindi variabile, anche a seconda dell'uso che se ne dovrà fare, a differenza dell'unico insieme di scenari *Risk Neutral*.

Diventa perciò necessario calibrare al meglio i parametri utilizzati. Una delle variabili principali da considerare è l'orizzonte temporale delle proiezioni da effettuare:

- se annuale (ad es. VaR) richiederà un maggiore utilizzo dei dati osservabili/ricavabili direttamente dal mercato e si concentrerà sulle distribuzioni a breve termine;
- se pluriennale (ad es. SAA), invece, verterà sulla costruzione di ipotesi mediamente corrette nel medio-lungo termine da utilizzare per la costruzione delle distribuzioni.

LA VALUTAZIONE DEI PRODOTTI ASSICURATIVI

In ambito prodotti emerge la rilevanza dell'approccio valutativo per apprezzare la redditività di un prodotto: da una nostra survey svolta emerge, infatti, come gli operatori siano divisi e non abbiamo una view unica sulla scelta di un criterio specifico.

Anche in ambito valutativo di un prodotto potrebbe, quindi, porsi il tema della corretta scelta tra metodologia *Real World* e *Risk Neutral*.

In tale contesto, a nostro avviso, non esiste un criterio preferibile in quanto:

- Ai fini della comparabilità della profittabilità del prodotto con soggetti terzi parrebbe preferibile l'utilizzo di approcci orientati alla *Risk neutrality*;
- Ai fini del conseguimento di livelli di profittabilità del prodotto coerenti con obiettivi di Piano o Budget, parrebbe preferibile l'utilizzo di approcci orientati al *Real World*;

Ai fini pratici potrebbe pertanto essere utile definire un framework di pricing dei prodotti duplice, monitorando nel tempo il gap di valore differenziale misurato con i due differenti approcci, che rappresenta la quota di extravalore che il prodotto può essere in grado di generare, rispetto al prezzo che il mercato riconoscerebbe allo stesso.

IFRS 17 – VARIANZA ECONOMICA SISTEMATICA O ILLIQUIDITY PREMIUM?

Secondo l'IFRS 17, un contratto assicurativo “with direct participation features” ha elementi di partecipazione diretta se:

- L'assicurato partecipa a una quota di un pool chiaramente identificato di elementi sottostanti;
- La Compagnia prevede di pagare all'assicurato un importo pari a una quota parziale dei rendimenti fair value degli elementi sottostanti;
- Ci si attende una variazione proporzionale nella quota da pagare all'assicurato in base alla variazione del fair value del sottostante.

Per questi contratti, l'IFRS 17 prevede l'applicazione del variable fee approach (VFA). Si tratta di una modifica specifica del general model (GM) per accogliere una quota variabile, che rappresenta il prezzo pagato dall'assicurato per il servizio fornito dall'assicuratore in quel periodo.

Il VFA differisce dal GM per il trattamento del CSM al momento delle valutazioni successive: le variazioni dei fulfilment cash flow (FCF) e le variazioni dell'entity's share del sottostante sono considerate come parte variabile della fee per l'assicuratore.

Nelle valutazioni successive, il CSM viene rilasciato a conto economico (utile) durante il periodo in cui il servizio è fornito: se è vero che il totale della “cassa” generata da un gruppo omogeneo di contratti assicurativi lungo l'intero boundary non varia, nondimeno è vero che la quota di utile distribuita ogni anno può cambiare le sorti del risultato complessivo della Compagnia, pur essendo un problema di mera rappresentazione.

IFRS 17 prevede di determinare la quota di CSM da rilasciare in un dato periodo confrontando il servizio reso nel periodo stesso con il servizio totale previsto dalla durata del contratto: per la determinazione della quantità di prestazioni, che si suppone rifletta sia i servizi di copertura assicurativa che i servizi legati agli investimenti, si può pensare a una molteplicità di approcci.

Il Transition Resource Group for IFRS 17 Insurance Contracts (TRG) ha menzionato, come criterio appropriato, l'utilizzo di "proxy ragionevoli" per i servizi forniti nei periodi corrispondenti: l'approssimazione non ha bisogno di riflettere la quantità assoluta di servizio, ma può rappresentare il suo sviluppo relativo durante il periodo di copertura, poiché le unità di copertura definiscono solo il programma di rilascio del CSM.

L'entità deve valutare il pattern di rilascio in modo che il guadagno derivante dall'allocazione del CSM rifletta adeguatamente i servizi forniti durante il periodo di copertura e porti a risultati in linea con il principio IFRS 17, al fine di avere una rappresentazione veritiera, corretta e di rispettare la competenza dei ricavi e l'inerenza dei costi nel proprio risultato economico.

La modellizzazione dei FCF utilizza tipicamente approcci stocastici a causa delle opzioni contrattuali e delle garanzie: questo implica che in mercati liquidi e privi di arbitraggio in media non si può guadagnare di più di un tasso di interesse privo di rischio (valutazione *Risk Neutral*). In realtà, gli assicuratori si aspettano di guadagnare un tasso di rendimento maggiore, ovvero di ricevere un premio al rischio coerente con la valutazione *Real World*.

Se, in fase di pianificazione, ci si può ragionevolmente attendere un rendimento medio sistematicamente più alto di quello considerato nella modellizzazione *Risk Neutral*, allora la parte spettante alla Compagnia della differenza effettivamente rilevata in un periodo di riferimento viene immediatamente sommata al CSM, per essere poi rilasciata nel resto del periodo di copertura.

Come evidenziato in un recente paper della German Association of Actuaries⁵, questi aggiustamenti possono portare ad un ritardo sistematico nel riconoscimento degli utili attraverso il rilascio del CSM: infatti, quest'ultimo continuerà ad essere ritardato rispetto all'accumulo sistematico di CSM derivante dall'extra-rendimento incassato sul mercato

⁵ German Association of Actuaries, “IFRS 17 for German life insurance”, Köln, 2020.

(rispetto alla risk-free dello scenario *Market Consistent*), portando alla formazione di quello che viene definito come “bow wave effect”, ossia un differimento del rilascio del CSM nel tempo rispetto al momento di origine.

Se la parte di rendimento atteso per la Compagnia si discosta sistematicamente e significativamente dal rendimento dell'investimento utilizzato nel modello risk-free (“Varianza Economica Sistemica”, VES), il rilascio del CSM dovrebbe essere comparabile con quello di un CSM che ha già considerato la serie di extra-rendimenti effettivamente attesi all'inizio del periodo (casistica che non sarebbe in linea con un approccio di valutazione totalmente *Risk Neutral*).

Sono quindi possibili due differenti soluzioni:

- Modificare l'illiquidity premium: il presupposto di base riguarda il fatto che nel lungo termine la quota di extra-rendimento *Real World* di competenza della Compagnia non porta a un ritardo sistematico nel riconoscimento degli utili rispetto all'illiquidity premium già considerato nel tasso risk-free. In base a questa considerazione non è necessario alcun ulteriore aggiustamento al rilascio del CSM;
- Metodo della VES per riconciliare viste real e *Risk Neutral*: consiste nell'assegnare la quota di competenza della Compagnia della differenza tra i rendimenti *Real World* (attesi) e *Risk Neutral* (modellizzati) complementare al rilascio del CSM del periodo in cui viene rilevata, comportando un immediato rilascio aggiuntivo di CSM a conto economico, indipendente dal pattern prestabilito.

L'approccio di rilasciare direttamente come utile la differenza tra il rendimento effettivo atteso e il rendimento risk-free risolve l'apparente contraddizione insita nel modello IFRS 17, tra metodologia *Risk Neutral*, in fase di proiezione ed attualizzazione dei flussi contrattuali, e mondo *Real World*, in fase di consuntivazione dei risultati economici ove, ricordiamo, IFRS 9 si basa sui valori economici *Real World*.

IFRS 17 è un ambito in cui emerge con tutta chiarezza la dicotomia e i relativi effetti difformi tra approccio *Risk Neutral* e *Real World*, ponendo la necessità di individuare una soluzione che eviti applicazioni fuorvianti del principio della competenza.

Ci parrebbe in conclusione, che una adeguata individuazione di una struttura di illiquidity premium tramite un vettore (piuttosto che un singolo valore) possa adeguatamente catturare sia le caratteristiche di *risk neutrality* prospettiche del portafoglio sottostante sia quelle *Real World* derivanti dalla storicità del medesimo, coniugando una corretta applicazione del principio ad una rappresentazione coerente con gli effettivi rilasci di profittabilità dell'impresa.

CONSIDERAZIONI CONCLUSIVE

Auspichiamo che questo documento possa contribuire a fare chiarezza nelle differenze tra i due approcci, identificandone peculiarità, finalità e differenti ambiti applicativi.

Non esiste, a nostro avviso, un approccio migliore di un altro, ma solo differenti ambiti in ciascuno dei quali un approccio può essere più adatto dell'altro.

Forse IFRS 17 è l'ambito in cui si rende, più che in altri, necessario comprendere la natura e le finalità delle due differenti metodologie per definirne un criterio di attuazione che sia conforme allo spirito del principio contabile.

Stefano Carlino

Alberto Canclini

Emanuele D'Imprima

Andrea Noè

GLOSSARIO

| | |
|---------------------------|--|
| BEL | Best Estimate Liabilities, ovvero una stima delle passività come valore attuale dei flussi di cassa futuri attesi, attualizzati utilizzando una curva di tassi risk-free. |
| CSM | Contractual Service Margin, una componente dell'attività o della passività del gruppo di contratti assicurativi che rappresenta l'utile non realizzato che l'entità rileverà nel futuro al momento della prestazione dei servizi assicurativi. |
| FAIR VALUE | Il fair value rappresenta il valore intrinseco di un'attività reale o finanziaria. |
| GM | General Model, anche Building Block Approach, in quanto la valutazione del contratto assicurativo è suddivisa in una serie di blocchi: i flussi di cassa futuri, l'attualizzazione e il risk adjustment. |
| MARKET CONSISTENCY | Coerenza degli input e delle assunzioni utilizzate per una determinata valutazione con quanto osservabile direttamente o indirettamente sul mercato. |
| MARTINGALA | Una "misura a martingala equivalente" è una misura di probabilità sotto la quale il prezzo corretto (ossia, di non arbitraggio) di un'attività finanziaria è pari al suo valore atteso futuro scontato al tasso privo di rischio, ovvero una misura di probabilità <i>Risk Neutral</i> . |
| VALUE IN USE | Il valore d'uso è il valore attuale netto dei flussi di cassa generati da un'attività come utilizzata dal proprietario. |
| VAN | Valore Attuale Netto, calcolato sottraendo i valori attuali dei flussi finanziari in uscita (inclusi quelli iniziale) dal valore attuale dei flussi in entrata lungo lo stesso periodo di tempo considerato. |
| VAR | Value at Risk, un indicatore di rischio che misura la perdita massima conseguibile ad un determinato livello di confidenza entro un certo orizzonte temporale di riferimento. |
| VES | Varianza Economica Sistemica, ovvero la parte di extra-rendimento medio atteso da un soggetto in fase di pianificazione rispetto a quello considerato nella modellistica neutrale al rischio. |
| VFA | Variable Fee Approach, una metodologia di misurazione alternativa al General Model (GM) per prodotti aventi caratteristiche di partecipazione diretta agli utili. |