

2017

Excess of asset over Liabilities & New Business Value

Informazioni supplementari

1. Premessa

La Compagnia, a partire dal 2017, ha rivisto la propria metodologia di determinazione dell'Embedded Value in coerenza con l'evoluzione dei requisiti normativi introdotti dalla normativa Solvency II ed in linea con quanto previsto dai principi "European Embedded Value" ("EEV") pubblicati ad aprile 2016 dal CFO Forum. In relazione a ciò il valore dell'EEV è stato calcolato come il valore degli "Excess assets over liabilities" alla data, determinati conformemente con la normativa Solvency II. Le principali variazioni metodologiche rispetto a quanto elaborato fino allo scorso anno riguardano:

- nella determinazione del "Value in Force" si è fatto riferimento anche ai presumibili futuri versamenti aggiuntivi afferenti al portafoglio in essere;
- nella determinazione del "New Business Value" sono considerati solo i contratti di nuova emissione sottoscritti nel periodo mentre, fino allo scorso anno, venivano considerati anche i versamenti aggiuntivi sottoscritti nel periodo ma riferiti a contratti stipulati negli anni precedenti;
- rispetto ai precedenti esercizi, non sono considerate le "dynamic policyholder behaviour".

Nella presente relazione viene, quindi, fornita una completa informativa sul valore sia del "Excess of asset over Liabilities" (di seguito European Embedded Value o EEV) e della sua riconciliazione con il Patrimonio Netto "Local Gaap" sia del "New Business" (di seguito NBV), presentando gli elementi chiave di redditività e la loro variazione rispetto al 2016 nonché la loro sensibilità rispetto ad una serie di shock delle ipotesi finanziarie ed operative.

1.1 Restatement valori 2016

Al fine di una corretta comparazione, si è provveduto ad effettuare un «restatement» dei risultati 2016 le cui principali differenze, relativamente all'EEV, sono riportate nella tabella seguente:

	€/Mln	2016 New	2016 old	Delta
Patrimonio Netto "Local GAAP"		2.901	2.901	0
P/M Patrimonio libero		201	201	0
Rettifica patrimonio partecipazioni al mercato		(14)	0	(14)
Patrimonio Libero ai "Rami Danni"		0	(11)	11
Rettifica valore di mercato prestito subordinato		(32)	(14)	(18)
Rettifiche per minus GS (G-B)		110	110	0
Tassazione differita L.122/2010		0	277	(277)
Patrimonio netto rettificato (ANAV)		3.165	3.464	(299)
Valore attuale utili futuri		4.983	4.675	308
Time Value delle opzioni\garanzie		(783)	(807)	24
Costo dei rischi non-hedgeable		(321)	(294)	(26)
Value in force		3.879	3.574	306
Excess of Asset Over Liabilities - EEV		7.045	7.038	7

La diminuzione del Patrimonio Netto rettificato è attribuibile principalmente al differente trattamento della tassazione differita afferente l'applicazione del DL 78/2010 (convertito nella legge 122 del 30 luglio 2010). In virtù di tale norma, le variazioni in aumento delle riserve matematiche afferenti ai tradizionali prodotti vita di Ramo I (Fondi Pensione Individuali esclusi)

e Ramo V sono considerate, fiscalmente, costi solo parzialmente deducibili ai fini IRES, con conseguente maggiore tassazione per la Compagnia. Tali maggiori imposte saranno comunque recuperate, conformemente al dettato normativo, in corrispondenza di una variazione in diminuzione delle riserve matematiche in questione. Ciò posto, sebbene il valore dei recuperi fiscali sia stato considerato nella determinazione dell'EEV 2016 (facendo riferimento al profilo di smontamento delle riserve per il business in essere), questi recuperi d'imposta attesi non sono stati riconosciuti, al momento, come attività fiscale differita sia nel bilancio civilistico che nel bilancio SII.

Per quanto attiene, invece, il "value in force" del portafoglio, il suo incremento è da ricondurre alle differenti assunzioni sottostanti la valutazione, principalmente riconducibili a:

- (a) la proiezione dei versamenti aggiuntivi;
- (b) non viene considerato il comportamento dinamico degli assicurati;
- (c) la durata delle proiezioni.

Conseguentemente, nella tabella seguente viene riportato anche il valore del NBV determinato secondo le metriche Solvency II.

	€/Mln	2016 New	2016 old
Valore attuale degli utili futuri		798	918
Costo temporale delle opzioni e garanzie finanziarie		-264 -	335
Costo frizionale del capitale richiesto		0	-
Costo dei rischi non-hedgeable residuali		-36 -	64
Valore della nuova produzione al momento di vendita (VNB@point of sale)		497	519
Premi Anni Equivalenti (APE)		1.370	2.062
Marginalità Nuova Produzione (su base APE)		36%	25%
Valore attuale dei premi di nuova produzione (PVNBP)		15.713	20.380
Marginalità Nuova Produzione (su base PVNBP)		3,2%	2,5%

2. Sintesi dei risultati

2.1 Excess of assets over liabilities - EEV

La seguente tabella mostra la riconciliazione tra i valori al 31 dicembre 2017 del Patrimonio Netto "Local Gaap" della Compagnia con quelli "Solvency II" nonché il confronto con i corrispondenti valore al 31 dicembre 2016.

€/Mln	2017	2016	Delta
Patrimonio netto contabile Local Gaap	2.906	2.901	6
P/M Patrimonio libero	192	201	(9)
Rettifica patrimonio partecipazioni al mercato	26	(14)	40
Rettifica valore di mercato prestito subordinato	(32)	(32)	(0)
Rettifiche per minus GS (G-B)	136	110	26
ANAV	3.228	3.165	62
Valore attuale utili futuri	5.903	4.983	921
Time Value delle opzioni\garanzie	(854)	(783)	(71)
Costo dei rischi non-hedgeable	(796)	(321)	(475)
Value in force	4.254	3.879	375
Excess of Asset Over Liabilities - EEV	7.481	7.045	437

Le rettifiche apportate al Patrimonio Netto del bilancio civilistico di Poste Vita necessarie per pervenire all'ANAV (Patrimonio Netto Rettificato) della Compagnia comprendono le seguenti poste (ogni rettifica è mostrata al netto della tassazione differita).

- **Plusvalenze e minusvalenze ("URGL") latenti su titoli del Patrimonio Libero**- Questo aggiustamento rappresenta l'impatto della valutazione al mercato degli attivi sottostanti al Patrimonio Libero;
- **Plus/Minusvalenze da valutazione partecipazioni** – Rappresenta l'impatto della valutazione al mercato delle partecipazioni, iscritte nel bilancio civilistico al loro valore di acquisto;
- **Aggiustamento al valore di mercato dei Prestiti Subordinati** - Rappresenta l'aggiustamento necessario per adeguare al valore di mercato (o mark to model nel caso in cui il prezzo di mercato non sia disponibile) il valore dei prestiti subordinati, iscritti al "costo" nel bilancio civilistico;
- **Rettifica per minus titoli in gestione separata (G-B)** - Il valore di carico di Bilancio Local GAAP degli attivi circolanti iscritti nella gestione separata è calcolato come il minore tra il valore di mercato ed il costo storico, mentre i rendimenti retrocessi agli assicurati sono stimati e modellati nel VIF con riferimento unicamente al valore di iscrizione nella gestione separata che è il costo storico. Onde evitare un doppio computo delle minusvalenze nell'ANAV e nel VIF, l'ANAV è opportunamente rettificato della differenza tra il costo storico e il valore di carico in Bilancio. Tale rettifica è comunemente denominata "G-B".

Facendo seguito a quanto indicato in premessa, anche per il 2017, in continuità con la metodologia utilizzata lo scorso anno, nella determinazione dell'EEV non si è tenuto conto delle attività fiscali

differite derivanti dall'applicazione del DL 78/2010 e ammontanti, a fine 2017, a circa 347 mln/€ (277 mln/€ a fine 2016).

Il valore del portafoglio in essere alla data di valutazione è stato calcolato con metodo indiretto come la differenza tra "Excess of assets over liabilities" ed ANAV; tale approccio, ritenuto equivalente al calcolo diretto, tiene conto di quanto segue:

- a) *Costo temporale delle opzioni e delle garanzie finanziarie* - Le opzioni e le garanzie finanziarie includono:
- Garanzie finanziarie a scadenza relativamente al business delle polizze rivalutabili collegato a gestioni separate, ivi incluso il piano pensionistico individuale a premi unici ricorrenti (iscritto in una gestione separata);
 - Opzioni finanziarie di riscatto relativamente al business delle polizze rivalutabili, ivi incluso il piano pensionistico individuale a premi unici ricorrenti (iscritto in una gestione separata);
 - Polizze di rendita differita con l'opzione di rendita garantita.

Sono state utilizzate tecniche stocastiche per il calcolo del valore totale delle opzioni e delle garanzie finanziarie derivanti dall'impatto asimmetrico dei rendimenti degli investimenti sui profitti degli azionisti. Il modello valutativo adottato riflette l'interazione tra le passività e gli attivi di una determinata gestione separata, sulla base di regole definite. Tali regole definiscono un livello di rendimento target e un approccio per la realizzazione degli utili e delle perdite latenti sugli attivi in gestione separata in ogni scenario. La strategia di "crediting", ovvero di retrocessione dei rendimenti della gestione agli assicurati, si basa su vincoli contrattuali e normativi, prendendo in considerazione l'attuale prassi di compagnia. Il modello usato nella valutazione utilizza l'effettivo asset mix alla data di valutazione. Il modello stocastico è calibrato in modo da riprodurre i valori di mercato degli attivi alla data di valutazione, utilizzando una serie di scenari "market-consistent" calibrati alle condizioni di mercato alla data di valutazione e, in particolare, alla curva dei tassi Euro swap, alle volatilità implicite delle swaption e alle volatilità implicite delle opzioni su indici azionari.

Il costo temporale delle opzioni e garanzie finanziarie è stato calcolato come la differenza tra il valore medio delle best estimate liability su un set di mille scenari "market-consistent" ed il valore attuale delle best estimate liability in uno scenario certo equivalente.

- b) *Costo del capitale dei rischi residuali non-hedgeable* - Il costo dei rischi non-hedgeable residuali ("CNHR") considera i rischi che non sono stati sufficientemente considerati altrove nella valutazione. Il CNHR è stato calcolato applicando una percentuale annua per ogni anno di proiezione futuro sul capitale a copertura dei rischi non hedgeable residuali (Non Hedgeable Risk Capital, o "NHRC"), scontato alla data di valutazione in base al tasso di riferimento. Il CNHR è il livello di capitale necessario a copertura dei rischi non hedgeable, pari al capitale richiesto dalla Formula Standard di Solvency II per i rischi di sottoscrizione vita, per i rischi di controparte e per i rischi operativi, tenuto conto della diversificazione tra questi rischi.
- c) *Business rivalutabile* - Le ipotesi sottostanti la retrocessione agli assicurati dei rendimenti delle gestioni separate, si basa su vincoli contrattuali e normativi e sulle regole di gestione ("management actions"). Per tutti i prodotti con plusvalenze o minusvalenze latenti la

strategia di retrocessione dei rendimenti (“crediting strategy”) prevede una distribuzione degli stessi agli assicurati ed agli azionisti coerentemente con la prassi di compagnia e di mercato.

2.2 Analisi dei movimenti

La tabella seguente illustra l’analisi dei movimenti dell’EEV di Poste Vita per l’anno 2017.

EEV 2016	7.045
New Business Value	548
Experience Variance	139
Assumption Changes	80
Economic Variances	140
Dividends	(470)
EEV 2017	7.481
	€/Mln

I risultati mostrano una crescita nell’EEV nel 2017 dovuta principalmente al contributo legato al valore della nuova produzione e parzialmente agli sviluppi dei mercati finanziari. Il corrispondente ritorno sull’Embedded Value (“Return on Embedded Value” o “ROEV”), ottenuto dal rapporto tra il totale degli utili EEV (“Embedded Value Earnings”) del periodo e l’EEV di inizio periodo, è pari al 12%.

I principali fattori che spiegano la variazione tra l’EEV di apertura e quello di chiusura periodo sono di seguito riportati.

- **Valore della nuova produzione**

Il valore della nuova produzione (“VNB”) è stato calcolato alla data di valutazione, adottando ipotesi economiche e non-economiche di fine periodo. Il valore della nuova produzione sottoscritta nel periodo ha contribuito alla formazione degli utili dell’Embedded Value per 548 milioni di Euro nel 2017.

- **Varianza rispetto all’esperienza osservata**

La varianza rispetto all’esperienza osservata rappresenta l’impatto sull’EEV generato da scostamenti tra l’esperienza effettiva del periodo (ivi incluse spese, mortalità e tenuta di portafoglio) e le ipotesi operative adottate nel calcolo dell’Embedded Value all’inizio del periodo (anno). La varianza è pari a Euro 139 milioni riconducibile prevalentemente all’effetto positivo dei minori riscatti nell’anno.

- **Cambiamenti delle ipotesi**

La voce cambiamenti di ipotesi rappresenta l’impatto sull’EEV delle variazioni di ipotesi operative prospettiche che riflettono gli aggiornamenti delle ipotesi best estimate. Nel 2017 l’impatto legato a cambiamenti di ipotesi è pari a Euro 80 milioni dovuti principalmente alla diminuzione delle frequenze di abbandono.

- **Varianze economiche**

Le varianze economiche includono principalmente gli impatti dei cambiamenti dei tassi di interesse e della performance effettiva degli investimenti in portafoglio. Per il 2017 l’incremento in valore positivo è spiegato da un complessivo aumento del livello dei tassi.

- **Aggiustamenti di fine periodo**

Gli aggiustamenti di fine periodo riflettono la distribuzione di dividendi pari a 470 milioni di Euro a Poste Italiane nel 2017.

2.3 New Business Value

La nuova produzione comprende le nuove polizze assicurative vita vendute durante il periodo. Il valore della nuova produzione (“VNB”) è stato calcolato al momento della vendita (“at point of sale”), adottando ipotesi economiche e non-economiche di fine periodo, considerando i futuri versamenti aggiuntivi ad esse afferenti ed i costi di acquisizione effettivamente sostenuti nel primo anno di vita dei contratti. Il valore della nuova produzione e i margini della stessa per l’anno 2017 sono riportate nella tabella sottostante.

	€/Mln	2017	2016	delta
Valore attuale degli utili futuri		745	798	(52)
Costo temporale delle opzioni e garanzie finanziarie		(136)	(264)	128
Costo frizionale del capitale richiesto		0	0	0
Costo dei rischi non-hedgeable residuali		(81)	(36)	(45)
Valore della nuova produzione al momento di vendita (VNB@point of sale)		528	497	31
Premi Annui Equivalenti (APE)		1.353	1.370	(17)
Marginalità Nuova Produzione (su base APE)		39,0%	36,3%	2,7%
Valore attuale dei premi di nuova produzione (PVNBP)		15.574	15.713	(139)
Marginalità Nuova Produzione (su base PVNBP)		3,4%	3,2%	0,2%

La marginalità della nuova produzione è espressa come percentuale del valore attuale dei premi di nuova produzione (“present value of new business premiums” o “PVNBP”), calcolata adottando le medesime ipotesi, in particolare ipotesi di riscatto e tassi finanziari di riferimento, e durata di proiezione coerente con quelle usate nella stima del VNB. La marginalità della nuova produzione espressa come percentuale del premio annuale equivalente (“Annual Premium Equivalent” o “APE”) è anch’essa rappresentata.

3. Analisi di sensitività

L'EEV è stato calcolato adottando ipotesi operative derivate dall'esperienza della compagnia vita (ipotesi "best estimate") e ipotesi economiche derivate dalle condizioni di mercato alla fine del periodo di riferimento. Nella tabella di seguito riportata, sono indicate i risultati delle analisi di sensitività dell'EEV al 31 dicembre 2017 e del valore della nuova produzione dell'anno 2017 al cambiare di specifiche ipotesi.

Per il valore della nuova produzione sono state fatte le medesime analisi di sensitività dell'EEV. Il VNB è calcolato adottando un approccio marginale. Anche le sensitività sono calcolate adottando il medesimo approccio.

Se non diversamente indicato, viene cambiato un solo parametro alla volta, lasciando tutti gli altri parametri invariati. Le "management actions" sono lasciate invariate rispetto a quelle utilizzate per il calcolo del valore base.

Le analisi di sensitività di seguito riportate sono state effettuate nel rispetto dei Principi EEV. Le analisi non rappresentano i limiti di ciò che potrebbe o non potrebbe avvenire e l'evoluzione effettiva del valore, se confrontata con il valore base, potrebbe essere superiore o inferiore rispetto all'analisi di sensitività illustrata oppure potrebbe essere influenzata da altri fattori o da combinazioni di fattori.

	EEV (%)	VNB (%)
TASSI DI INTERESSE E ATTIVI		
Diminuzione del 1% dei tassi risk-free	-21,28%	-97,75%
Aumento del 1% dei tassi risk-free	8,75%	58,06%
Diminuzione del 10% del valore di azioni/immobili	-8,37%	-1,49%
Interest Volatilities UP +25%	-3,8%	-12,9%
Equity Volatilities UP +25%	-0,75%	1,00%
SPESE E TENUTA DI PORTAFOGLIO		
Diminuzione del 10% nelle spese di gestione	0,96%	2,30%
Diminuzione del 10% nei tassi di riscatto	0,90%	2,49%
RISCHI ASSICURATIVI		
Diminuzione del 5% nei tassi di mortalità escluse le rendite	0,21%	0,76%
Diminuzione del 5% nei tassi di mortalità per le rendite	-0,13%	-0,24%

a) Tassi di interesse e altre variabili finanziarie

Diminuzione / Aumento di 100 basis point p.a. dei tassi di interesse - L'analisi di sensitività è pensata per rilevare l'impatto immediato (shock istantaneo) verso il basso o verso l'alto di uno shift parallelo nella curva risk-free di riferimento. Lo shock è ottenuto come shift parallelo della curva iniziale pari a 100BPS, lasciando inalterati last liquid point (20Y), convergenza all'ultimate forward rate (420 BPS), velocità di convergenza, periodo di convergenza (40Y). Visto che i tassi di inflazione sono ricavati come differenza tra tassi nominali e tassi reali, l'inflazione nominale utilizzata per calcolare il valore di mercato dei titoli index linked rimane inalterata in queste sensitività. L'ipotesi di inflazione delle spese non varia. Una diminuzione dei tassi di riferimento risk-free porta ad una riduzione dell'EEV e del VNB poiché l'aumento delle passività è superiore al corrispondente aumento degli attivi sottostanti ai prodotti tradizionali, per effetto delle opzioni di minimo garantito. Infatti, data la natura asimmetrica delle opzioni e garanzie implicite nelle passività assicurative, una riduzione dei tassi di interesse ha un impatto maggiore sull'EEV che

un aumento degli stessi. Viceversa un incremento dei tassi di riferimento risk-free porta ad un aumento dell'EEV e del VNB in quanto la diminuzione del valore delle attività è inferiore alla corrispondente diminuzione del valore delle passività. Gli impatti in termini relativi sono maggiori per il VNB rispetto all'EEV. Ciò è dovuto al fatto che il VNB ha una durata maggiore del business in-force e (nella sensitività relativa alla riduzione dei tassi) non gode del buffer di plusvalenze non realizzate per coprire l'aumentato costo delle garanzie.

Diminuzione del 10% nel valore delle azioni, dei fondi e degli immobili alla data di valutazione - Una diminuzione istantanea del valore dei titoli azionari comporta una riduzione del valore di mercato degli investimenti afferenti alle gestioni separate esistenti alla data di valutazione. La riduzione del livello delle plusvalenze latenti disponibili per livellare i rendimenti e finanziare le garanzie degli assicurati porta ad una riduzione di VIF ed EEV.

Aumento della volatilità dei tassi di interesse e degli indici azionari del 25% - Aumento della volatilità dei parametri finanziari che generano un aumento del costo delle opzioni e delle garanzie finanziarie, con conseguente riduzione del valore del portafoglio, per effetto dell'asimmetria generata dalle opzioni di minimo garantito. Gli impatti sono contenuti per via di un sostanziale matching tra il portafoglio degli attivi e dei passivi (interest volatility up) e per via di una limitata esposizione sul comparto azionario (equity volatility up).

b) Spese e tenuta di portafoglio

Diminuzione del 10% delle spese di gestione - L'analisi di sensitività è applicata alle ipotesi prospettiche "best estimate" delle spese di gestione derivate dalla compagnia.

Diminuzione proporzionale del 10% dei tassi di riscatto - L'analisi di sensitività riflette una diminuzione dei tassi di riscatto "best estimate" per tutti i prodotti e per tutte le durate. Altre uscite non legate a sinistri o scadenze quali riscatti parziali e riduzioni non sono state cambiate in questa analisi di sensitività.

c) Rischi assicurativi

Diminuzione proporzionale del 5% dei tassi di mortalità (escluse le rendite) - L'analisi di sensitività riflette l'impatto di una diminuzione dei tassi di mortalità "best estimate" per tutte le età e per tutto il portafoglio assicurativo vita, ad eccezione delle rendite. La morbilità non è stata stressata in quest'analisi di sensitività poiché non materiale.

Diminuzione proporzionale del 5% dei tassi di mortalità per le rendite - Quest'analisi di sensitività riflette esclusivamente l'impatto di un aumento della longevità della popolazione assicurata nella fase di pagamento della rendita nel piano pensionistico individuale e per i prodotti long term care. L'impatto della minor mortalità nella fase di differimento è inclusa nella sensitività relativa ad una diminuzione del 5% dell'ipotesi di mortalità dei tassi di mortalità descritta nel paragrafo precedente.

4. Ipotesi

La sezione seguente descrive le principali ipotesi usate nel calcolo dell'EEV al 31 dicembre 2017. Le ipotesi di proiezione utilizzate per il calcolo del VNB sono consistenti con quelle utilizzate per la valutazione del business in essere alla data di valutazione, ad eccezione di quanto descritto in seguito.

4.1 Ipotesi Economiche

I risultati dell'Embedded Value sono stati calcolati utilizzando ipotesi market-consistent basate sulle condizioni economiche al 31 dicembre del rispettivo anno di valutazione.

- a) Tassi di riferimento - I tassi di riferimento utilizzati nelle proiezioni sono calibrati sui tassi Euro swap. In conformità ai Principi EEV di aprile 2016, (convergenza tra Embedded Value e Solvency II), sono stati considerati "credit risk adjustment", "volatility adjustment" che "ultimate forward rate". La tabella seguente mostra tassi risk free utilizzati (curva EIOPA derivata dalla curva Euro Swap dopo gli aggiustamenti richiesti) per alcune durate.
- b) Scenari stocastici market-consistent - Gli scenari stocastici market-consistent sono stati utilizzati per calcolare il valore temporale delle opzioni e garanzie finanziarie implicite nel business tradizionale, polizze rivalutabili collegate a gestioni separate. Sono stati generati scenari per tassi di interesse e rendimenti azionari in base alle condizioni di mercato in vigore alla rispettiva data di valutazione. Gli scenari sono stati generati con il tool di Moody's Economic Scenario Generator e Automation Module. La calibrazione dei modelli relativi agli scenari macroeconomici utilizzati è stata fornita dallo stesso provider.

Gli scenari stocastici sono stati testati per garantire che essi siano privi di arbitraggio("arbitrage-free") e che riproducano i prezzi di mercato degli strumenti utilizzati durante il processo di calibrazione. Il valore temporale delle opzioni e garanzie finanziarie è stato calcolato utilizzando una serie di 1.000 scenari. Le ipotesi per la volatilità implicita per swaptions e per opzioni azionarie sono necessarie per la valutazione del valore temporale delle opzioni e garanzie finanziarie implicite nel portafoglio delle polizze rivalutabili.

- c) Volatilità del tasso di interesse - Le volatilità implicite delle swaptions sono implicitamente fornite all'interno della calibrazione fornita da Moody's. La tabella seguente mostra alcuni dati di volatilità implicite del modello:

Volatilità implicita swaption a 10 anni*						
	Opzioni tenor (anni)					
	1	2	5	7	10	20
31 dicembre 2017	0,54%	0,57%	0,62%	0,64%	0,64%	0,56%

*Volatilità di modello

L'evoluzione dei tassi di interesse è stata modellizzata attraverso il "Libor Market ModelPlus" (LMM+). Per evitare l'esplosione dei tassi di interesse negli scenari è stato applicato un cap. Il modello è stato calibrato in modo tale che fitti le volatilità di mercato delle swaption. La volatilità sia dei titoli governativi italiani che delle obbligazioni corporate è stata considerata pari alla volatilità Euro-swaption.

- d) Volatilità dei titoli azionari - Gli indici azionari sono stati modellati usando un modello a due fattori Stochastic Volatility Jump Diffusion (modello SVJD). La tabella seguente mostra alcuni dati relativi alla volatilità implicita delle opzioni ATM sull' Eurostoxx50 riprodotte dal modello.

Volatilità implicita Eurostoxx50*					
	Scadenza delle opzioni (anni)				
	1	2	5	7	10
31 dicembre 2017	16,0%	17,2%	19,1%	19,7%	20,4%

*Volatilità di modello

I fondi di investimento nei quali si è investito sono stati raggruppati in gruppi omogenei e per ognuno di questi si è proceduto alla creazione di un indice di rivalutazione specifico atto a riguardare la volatilità target del cluster. Per i fondi di investimento più rilevanti in termini di esposizione si è provveduto a creare degli indici specifici.

- e) Inflazione - La curva di inflazione iniziale è stata derivata da adeguati strumenti di mercato (la curva EUR Zero Coupon Inflation Swap Excluding Tobacco). La curva di inflazione, simulata dal modello è stata derivata come la differenza tra il tasso di interesse nominale e la struttura a termine del tasso di interesse reale degli scenari. La curva del tasso di interesse reale è stata modificata con un aggiustamento per il rischio di credito al fine di evitare distorsioni dei tassi d'inflazione. Un modello GLMM ("Gaussian Libor Market Model") è stato utilizzato per produrre gli scenari per i tassi di interesse reali. Le spese di gestione espresse come importo per polizza aumentano in linea con la curva. Nessun aggiustamento per l'inflazione salariale è stato incluso nelle ipotesi d'inflazione delle spese, poiché l'impatto sull'Embedded Value sarebbe stato immateriale. La tabella seguente fornisce alcuni tassi spot d'inflazione utilizzati nella valutazione.

Curva dell'inflazione Euro swap					
	Anni				
	1	5	10	20	30
31-Dec-17	1.37%	1.41%	1.57%	1.85%	1.98%

- f) Asset mix - Le ipotesi economiche sopra descritte sono utilizzate nei modelli congiuntamente alle ipotesi per il futuro asset mix per derivare la proiezione dei rendimenti e della volatilità della gestione separata, che sono key driver del TVOG. La valutazione del valore temporale delle opzioni e garanzie finanziarie si basa sull'effettivo asset mix allocato al portafoglio di polizze rivalutabili afferenti alle gestioni separate alla data di valutazione ed è riportato nella tabella che segue:

Asset Mix - Valore di Mercato (Euro milioni)		
Investimenti sottostanti le		
Polizze rivalutabili	2017	Quota
Titoli governativi	77,880	66%
Titoli obbligazionari corporate	17,468	15%
Azioni e fondi comuni di investimento	22,851	19%
Totale	118,199	100%

4.2 Ipotesi operative

Le ipotesi operative, o non-economiche, ivi incluse le ipotesi demografiche e le spese, sono state derivate con un approccio “best-estimate” avendo considerato l’esperienza passata e corrente, nonché quella prevista per il futuro. Le ipotesi sono state attivamente revisionate e aggiornate annualmente ove necessario dalla compagnia.

- a) Ipotesi non-economiche - Le ipotesi “best-estimate” relative a mortalità, riscatti, riscatti parziali, riduzioni, versamenti aggiuntivi e altre uscite sono state ottenute da un’analisi della recente esperienza operativa dove questa è affidabile e, dove appropriato, tenendo in considerazione l’esperienza generale del mercato e l’atteso comportamento futuro. Le ipotesi riflettono le diverse caratteristiche dei gruppi di prodotti o portafogli omogenei, laddove materiale. Per alcuni portafogli, dove i dati di esperienza non erano disponibili, le ipotesi sono state formulate con l’ausilio di “expert judgement”, tenendo conto della prassi di mercato o basi di pricing.
- b) Tassi di conversione in rendita - Non esiste esperienza di compagnia o di mercato attraverso cui valutare il tasso di conversione in rendita del prodotto di rendita differita legato al fondo Posta Pensione, dove la data di inizio godimento della rendita attesa per la maggior parte delle polizze è prevista dopo circa 30 anni rispetto alla data di valutazione. Il tasso di conversione in rendita è stato determinato in base al giudizio del management della compagnia, avendo considerato il profilo degli assicurati nella proiezione e gli attuali requisiti normativi sulla conversione in rendita. L’incertezza che circonda l’esperienza osservata relativamente alle conversioni in rendita attese è stata riflessa nella determinazione del capitale allocato ai rischi residuali non hedgeable.
- c) Spese - Le ipotesi “best-estimate” delle spese sono revisionate frequentemente e sono basate sui costi effettivamente registrati alla data di valutazione e allocati sulle diverse aree del “covered business”, incluse allocazioni da parte del gruppo, quali spese generali e di servizio. Non si è tenuto conto di altre spese sostenute altrove nel gruppo Poste Italiane. Le spese allocate alla compagnia danni Poste Assicura e quelle allocate al “non-covered” business di Poste Vita sono anch’esse escluse. Le spese unitarie (gestione, acquisizione e investimento) sono state derivate sulla base di un’analisi interna del totale delle spese sostenute nell’anno. L’approccio di base prevede l’inclusione di tutte le spese sostenute nel corso dell’anno nelle ipotesi di spesa dell’Embedded Value, eccezion fatta dei costi straordinari (“costi one-off”). Le spese di gestione prospettiche sottostanti le proiezioni degli utili prospettici sono aumentate per effetto dell’inflazione, fissata pari alla curva dei tassi zero coupon degli inflation-swaps europei. Il bilancio civilistico italiano ammette la capitalizzazione

di alcuni costi di acquisizione. Coerentemente con questa prassi, l'ANAV include un'attività di costi di acquisizione differiti ("Deferred Acquisition Cost" o "DAC") e le ipotesi di spese future includono una componente di ammortamento del DAC, assicurando così la coerenza tra PVFP e ANAV.

- d) Provvigioni - Le provvigioni di collocamento e di mantenimento sono state considerate nel VIF e nel NBV, coerentemente con gli attuali accordi provvigionali.

- e) Tasse - Per l'anno 2017 e successivi è stata applicata un'aliquota fiscale del 30,82%, in linea con le attuali aliquote nominali IRES (24,00%) e IRAP (6,82%). Alle plus/minusvalenze latenti degli attivi liberi e per gli aggiustamenti dei valori di mercato per il prestito subordinato è stata applicata solamente l'aliquota nominale dell'IRES in coerenza con l'attuale normativa