

Data di pubblicazione: 30 giugno 2026

SARA LANDINI* E PAOLO RATTI**

Impatto sulle compagnie della riforma sulle cartolarizzazioni

Impact of the securitization reform on companies

ABSTRACT [IT]: Il saggio analizza l'impatto delle recenti riforme europee in materia di cartolarizzazione sul settore assicurativo, con particolare attenzione al ruolo delle compagnie come investitori ed emittenti, allo sviluppo dei *Cat-Bonds* e alle interazioni con polizze parametriche e strumenti climatici.

ABSTRACT [EN]: The essay analyses the impact of recent European reforms on securitization in the insurance sector, with particular attention to the role of companies as investors and issuers, the development of Cat Bonds, and interactions with parametric policies and climate instruments.

PAROLE CHIAVE: Cartolarizzazioni – Polizze parametriche – Cat Bonds

KEYWORDS: Securitization – Parametric policies – Cat Bonds

* Professoressa Ordinaria di Diritto dell'economia, Università degli Studi di Firenze, Collegio sindacale di Assicurazioni Generali.

** Collegio sindacale di Assicurazioni Generali.

SOMMARIO: 1. Premesse. – 2. Il processo di revisione del quadro normativo in materia di cartolarizzazioni. – 3. Cartolarizzazioni e compagnie. – 4. Compagnie e *Cat Bonds*. – 5. *Cat-Bond*, derivati climatici e polizze parametriche.

1. Premesse

Il punto di partenza è la revisione del quadro normativo europeo, fondato sul Regolamento UE 2017/2402, che aveva introdotto le cartolarizzazioni STS (semplici, trasparenti e standardizzate). L'obiettivo della riforma è rilanciare il mercato europeo delle cartolarizzazioni attraverso la semplificazione delle regole, la riduzione degli oneri di due diligence e un trattamento prudenziale più favorevole per le esposizioni meno rischiose. Tuttavia, le analisi di EIOPA e del Comitato Congiunto delle Autorità di Vigilanza (JC) mostrano come l'interesse delle compagnie assicurative resti limitato, principalmente a causa di profili rischio-rendimento poco attrattivi e dei vincoli imposti dal quadro di *Solvency II*.

Da questa constatazione deriva la necessità di considerare le compagnie assicurative non solo come investitori, ma anche come emittenti di strumenti di cartolarizzazione, soprattutto per finalità di trasferimento del rischio. In questo senso, la riforma regolamentare – culminata anche nel Regolamento Delegato del 29 ottobre 2025 che modifica il Regolamento Delegato (UE) 2015/35 – mira a rafforzare la capacità di investimento e di gestione del rischio delle imprese assicurative, riducendo il margine di rischio e migliorando l'efficienza del capitale.

Il saggio distingue quindi tra cartolarizzazione tradizionale di attivi e cartolarizzazione di passività assicurative, più complessa ma in rapida espansione. Quest'ultima si realizza principalmente attraverso gli *Insurance Linked Securities* (ILS), che comprendono strumenti eterogenei come *mortality bonds*, *industry loss warranties*, *sidecars* e, soprattutto, *Cat-Bonds*. Questi ultimi risultano predominanti grazie a un mercato più maturo, a una maggiore domanda

e a una migliore modellizzabilità attuariale, oltre alla loro bassa correlazione con i mercati finanziari tradizionali.

L'analisi si concentra quindi sui *Cat-Bonds*, descritti come obbligazioni strutturate emesse tramite una società veicolo (SPV), con capitale collateralizzato e trasferimento del rischio catastrofe agli investitori. Il meccanismo consente alle compagnie di ridurre l'esposizione a eventi ad alta severità e bassa frequenza, integrando – e non sostituendo – la riassicurazione tradizionale. Il confronto tra *Cat-Bonds* e riassicurazione evidenzia differenze rilevanti in termini di rischio di credito, durata, pricing, capacità e trattamento prudenziale, con un vantaggio dei *Cat-Bonds* sotto il profilo dell'anticiclicità e dell'efficienza del capitale in Solvency II.

Il ricorso crescente ai *Cat-Bonds* è inoltre collegato a fattori macroeconomici strutturali: l'aumento delle perdite legate al cambiamento climatico, l'ampliamento dell'insurance gap e la crescente difficoltà dei mercati riassicurativi tradizionali di assorbire rischi catastrofici. In questo contesto, il saggio analizza il ruolo cruciale dei trigger (*indemnity*, parametrici, *modelled*, *industry loss*), che determinano l'effettivo trasferimento del rischio e incidono su trasparenza, rapidità di liquidazione e *basis risk*.

L'attenzione sui trigger consente di introdurre il tema delle polizze parametriche, soprattutto alla luce dell'obbligo assicurativo contro le calamità naturali previsto dalla normativa italiana. Le polizze parametriche vengono qualificate come veri e propri contratti di assicurazione, distinti sia dai *Cat-Bonds* (titoli obbligazionari) sia dai derivati climatici, in quanto fondati sull'interesse all'assicurazione e sulla mutualità. Esse presentano vantaggi in termini di semplicità, trasparenza e rapidità di liquidazione, risultando particolarmente adatte a colmare il gap di copertura per PMI e microimprese.

Nella parte conclusiva, il saggio evidenzia le sinergie tra polizze parametriche e *Cat-Bonds* parametrici, che consentono alle compagnie di ridurre il *basis risk* e di

migliorare la riassicurabilità dei nuovi rischi assunti. La riflessione finale sottolinea come il successo di questi strumenti dipenda da un equilibrio tra semplificazione regolatoria, vigilanza efficace e innovazione tecnologica, al fine di rafforzare la fiducia del mercato e sostenere la stabilità del sistema finanziario europeo.

2. Il processo di revisione del quadro normativo in materia di cartolarizzazioni

Il processo di revisione del quadro normativo attuale in materia di cartolarizzazioni, basato sul Regolamento (UE) 2017/2402 che aveva introdotto il concetto di cartolarizzazione STS (semplice, trasparente e standardizzata), muove essenzialmente alla semplificazione delle regole e dei processi. L'Unione Europea mira a rendere il mercato europeo della cartolarizzazione più robusto ed efficiente, riducendo gli oneri normativi e gli oneri operativi. In particolare, si intende semplificare le regole di *due diligence* e trasparenza, alleggerire i requisiti patrimoniali per le esposizioni meno rischiose e migliorare la gestione del rischio¹.

Le imprese di assicurazione, in quanto investitori istituzionali, sono attenzionati dal quadro della riforma e infatti a inizio 2024 EIOPA (l'autorità europea del mercato assicurativo e pensionistico) sottolineava come, nonostante gli sforzi per

¹ Sui vantaggi delle cartolarizzazioni per il mercato finanziario e bancario si veda G. FERRI, *La cartolarizzazione dei crediti. Vantaggi per le banche e accesso ai mercati finanziari per le imprese italiane*, in *Studi e note di Economia*, 1998; P. VIRGA, *La cartolarizzazione: una operazione nuova, anzi antica*, in *Giustizia civile*, X, 2001. Dopo la crisi del 2008 le cartolarizzazioni sono state considerate il veicolo della crisi. Si veda M. MIOLA, *Le cartolarizzazioni e la crisi dei mercati finanziari* (ODC – Roma, 20 giugno 2009), in *Orizzonti del diritto commerciale*, 2009; S. L. SCHWARCZ, *Protecting financial markets: lessons from the subprime mortgage meltdown*, in *Minnesota Law Review*, 2009, vol. 93. Varie le voci per un ripensamento rispetto a talune rigidità introdotte in risposta alla crisi. G. KASTELEIN, *Securitization in the capital markets union*, in D. BUSCH, E. AVGOULEAS, G. FERRARINI (a cura di), *Capital markets union in Europe*, Oxford, 2018; M. LAMANDINI, *Dalla crisi del credito alla Capital Markets Union. Una breve nota introduttiva*, in E. GINEVRA (a cura di), *Efficienza del mercato e nuova intermediazione*, Torino, 2019; G. GUERRIERI, *Investimenti in crediti e nuove cartolarizzazioni*, in *Banca Borsa e Titoli di Credito*, 2017, p. 472 ss. Cauta la dottrina nell'aria di riforma F. VELLA- V. BEVIVINO, *Cartolarizzazioni: il rischio c'è sempre*, in *La Voce*, 12.9.2025.

agevolare gli investimenti di assicuratori e riassicuratori mediante un trattamento preferenziale per cartolarizzazioni Semplici, Trasparenti e Standardizzate (STS) secondo *Solvency II*, l'interesse per gli investimenti in cartolarizzazioni rimanesse basso. Secondo un'analisi condotta nel 2022 dal Comitato Congiunto (JC) delle Autorità di Vigilanza Europee, la maggior parte degli assicuratori indica come motivi per il limitato interesse nelle cartolarizzazioni i profili di rischio-rendimento non allineati e le preferenze nella gestione delle attività e delle passività ².

L'analisi della JC, realizzata sulla base delle risposte di 98 compagnie di assicurazione e riassicurazione europee, dei contributi degli stakeholders e di una consultazione aperta, si propone di valutare l'impatto delle recenti modifiche, in particolare l'introduzione delle cartolarizzazioni *Senior* Semplici, Trasparenti e Standardizzate (STS).

Ricordiamo che il JC sostiene l'obiettivo di rilanciare i mercati di cartolarizzazione dell'UE per gli assicuratori in modo prudente.

Nel mese di marzo del 2025, il Comitato Congiunto (JC) delle Autorità di Vigilanza Europee (ESAs) ha reso pubblico il proprio rapporto di valutazione sul funzionamento del Regolamento sulle Securitizzazioni dell'UE (SECR). Il rapporto propone raccomandazioni per migliorare l'efficacia complessiva del quadro di cartolarizzazione europeo attraverso una semplificazione, garantendo al contempo un elevato livello di protezione per gli investitori e tutelando la stabilità finanziaria.

Particolarmente, JC ha sottolineato l'importanza di una maggiore convergenza nella supervisione per evitare la frammentazione e garantire un'applicazione uniforme tra gli Stati membri. Nel breve termine, questo potrebbe essere realizzato tramite un maggiore coordinamento all'interno del Comitato Congiunto delle Autorità di Vigilanza riguardante la cartolarizzazione. Nel lungo periodo, le

² Insurance regulatory framework for securitisation - Eurofi Magazine- February 2024, www.eiopa.europa.eu

ESAs propongono di considerare l'adozione di strutture di supervisione europea più consolidate, in particolare per le transazioni transfrontaliere ³.

Una riforma risultava però necessaria per rivitalizzare le cartolarizzazioni nel business assicurativo guardando alle compagnie sia come investitori, ma soprattutto come emittenti.

In linea con questo intendimento si pone il recente Regolamento Delegato della Commissione (del 29 ottobre 2025) che modifica il Regolamento Delegato (UE) 2015/35, parte della regolazione di solvibilità per le imprese di assicurazione, riguardo a disposizioni tecniche, misure di garanzia a lungo termine, fondi propri, rischio azionario, rischio di spread sulle posizioni di cartolarizzazione, altri requisiti di capitale secondo formula standard, reporting e divulgazione, proporzionalità e solvibilità di gruppo. L'obiettivo è una riduzione del margine di rischio in tutta l'UE, per rafforzare la capacità di investimento delle compagnie assicurative.

La Commissione ha inoltre pubblicato nuovi Orientamenti sul trattamento delle esposizioni azionarie assunte nell'ambito di programmi legislativi, ai sensi dell'art. 133 del CRR (Regolamento 575/2013), a sostegno del ruolo che gli investitori istituzionali come banche e imprese di assicurazione svolgono nel finanziamento dell'economia UE.

3. Cartolarizzazioni e compagnie

Le compagnie assicurative utilizzano essenzialmente la cartolarizzazione per investimenti e trasferimento del rischio.

³ Si veda il report Eiopa sulla valutazione della regolamentazione in materia di cartolarizzazioni https://www.eiopa.europa.eu/european-supervisory-authorities-publish-evaluation-report-securitisation-regulation-2025-03-31_en.

Lato investitore, la sfida per le compagnie riguarda essenzialmente il tema della prudenzialità negli investimenti in cartolarizzazioni e la considerazione di tali investimenti nella determinazione dei requisiti di capitale secondo il quadro normativo *Solvency II*⁴.

Lato emittente, la cartolarizzazione rappresenta il procedimento che consente di raccogliere attivi finanziari come prestiti, mutui, crediti, e trasformarli in titoli commerciabili che vengono venduti agli investitori. La finalità è quella di trasferire il rischio, migliorare la liquidità e aumentare il capitale al di là delle opzioni tradizionali. Qui il tema riguarda anche la stabilità degli investitori in titoli emessi dalle compagnie.

Le compagnie assicurative e i riassicuratori non sono, quindi, soltanto potenziali acquirenti di attivi cartolarizzati, ma, come detto, possono anche emettere titoli garantiti sotto forma di *Cat-Bonds* e altri Titoli Collegati all'Assicurazione (*ILS Insurance Linked Securities*) per trasferire i rischi assicurativi che sottoscrivono dai loro bilanci a investitori del mercato finanziario. Inoltre, accedendo ai mercati dei capitali tramite la cartolarizzazione, le compagnie assicurative possono raccogliere fondi e ampliare la loro capacità di assunzione dei rischi oltre i limiti della riassicurazione tradizionale. Pure governi e le grandi aziende possono utilizzare l'ILS per il finanziamento del rischio legato alle catastrofi naturali o umane.

Come detto, sia che si guardi alle compagnie come emittenti sia che si guardi loro come investitori, non si può prescindere dal considerare il quadro prudenziale

⁴Sempre attuali le considerazioni sulla prospettiva *Solvency* nella gestione del rischio legato al business assicurativo di S. HAJEK, *Solvency 2. Strumenti per il risk management delle aziende assicurative*, Milano, 2011.

La direttiva nota come *Solvency II* 138/2009 è stata recentemente aggiornata dalla Direttiva (UE) 2025/2 del 2025. L'obiettivo è rendere le compagnie assicurative più resilienti, competitive e agili, semplificando la *governance*, migliorando la gestione del rischio e liberando capitale per investimenti, pur mantenendo solidità finanziaria. Le modifiche mirano anche a rafforzare la gestione della liquidità e ad aumentare la trasparenza.

di *Solvency II* che richiede alle compagnie assicurative europee di disporre di un capitale sufficiente per affrontare eventi avversi significativi ma plausibili Rischio (VaR) su un periodo di un anno.

Sebbene l'obiettivo della politica di rilanciare i mercati di cartolarizzazione europei possa presentare vantaggi per l'economia, è fondamentale mantenere gli standard di capitale basati sul rischio per i partecipanti al mercato al fine di sostenere la stabilità e la resilienza del sistema finanziario ⁵.

Analogamente al fenomeno della *securitization* tradizionale soprattutto in ambito bancario laddove si cedono sostanzialmente attività ovvero crediti che generano flussi di cassa in entrata, meno comune ma certamente caratterizzato da un grado di accelerazione significativo sui mercati finanziari è la *securitization* di passività. Tipicamente attraverso il trasferimento di rischi assicurativi verso i mercati globali dei capitali. La cartolarizzazione delle passività risulta essere più complessa di quella tradizionale di attività/crediti in quanto, in questo scenario, richiede di trovare investitori disposti ad assumere obblighi di pagamenti futuri.

Concentrando quindi l'analisi circa il fenomeno della cartolarizzazione di rischi assicurativi dal punto di vista dell'originator o meglio dello "sponsor", si osserva che la famiglia degli ILS presenta caratteristiche eterogenee includendo forme tecniche piuttosto articolate tra cui ad esempio:

- i) *Mortality/Longevity Bonds* ovvero forme attraverso le quali vengono trasferiti i rischi legati alla mortalità o longevità particolarmente rilevanti in un mondo che invecchia e per rischi legati ovviamente alla vita umana o dei fondi pensione
- ii) *Industry Loss Warranties (ILW)*: contratti che risarciscono sulla base delle perdite cumulate del settore assicurativo (giurisdizioni/geografie) piuttosto che sinistri specifici di singola compagnia

⁵ J. CRUGNOLA HUMBERT, *Securitisations and capital requirements for European insurers* | *Finance Watch*.

iii) *Sidecars*: forme riassicurative che permettono ad investitori di partecipare direttamente a specifici portafogli di rischi assicurativi per periodi limitati

iv) *Extreme Mortality Bonds* forme assicurative che coprono eventi pandemici

v) *Cat Bonds*: strumenti volti al trasferimento dei rischi catastrofici verso i mercati di capitale.

Nel novero sopra esposto certamente i Cat-Bonds sono predominanti nelle forme riscontrabili nel business assicurativo (in termini di quota di mercato) sostanzialmente in quanto rispondenti ad un mercato più maturo da un lato, caratterizzati da una più alta domanda dall'altro e da ultimo meglio modellizzabili sotto il profilo tecnico-attuariale. La loro bassa correlazione con le dinamiche dei mercati finanziari tradizionali ne completa la forte attrattività per gli investitori.

4. Compagnie e Cat - Bonds

I *Cat Bonds* sono titoli obbligazionari, garantiti da assets collateralizzati, l'emittente riceve il capitale e in cambio si impegna a restituire il capitale e il pagamento delle cedole in caso di mancato verificarsi di un evento catastrofico. In caso di evento catastrofico, il capitale investito è ritenuto dall'emittente del titolo ed è destinato a coprire potenziali perdite per l'emittente a seguito dell'evento.

Rappresentano uno strumento finanziario che protegge un rischio assicurativo attraverso un sistema complesso che vede:

1. la costituzione di una società veicolo SPV "*Special Purpose Vehicle* " (SPRV)
2. il rapporto tra assicuratore o "riassicuratore" (cd sponsor) e SPV che ha alla base un processo di cartolarizzazione dei rischi assicurativi ovvero la loro cessione attraverso l'emissione e il collocamento di titoli obbligazionari garantiti da assets collateralizzati (normalmente conti vincolati gestiti da banche o istituzioni

finanziarie di alto livello) investiti cioè in assets a basso rischio ed estremamente liquidi.

I rischi vengono ceduti alla società-veicolo attraverso il pagamento di un premio.

La SPV ha come oggetto

- emettere obbligazioni cedendo il rischio assicurativo agli investitori
- mantenere il nozionale (valore sottostante per il pricing) in un conto separato

c.d. *collateral* (investito in assets di *rating* primario)

- in caso di evento liquida il conto per pagare il sinistro all'assicuratore.

Gli investitori hanno diritto a

- ricevere i proventi dal 'collateral' più il pagamento di uno spread commisurato al rischio

- ricevere il nozionale a scadenza nel caso di non avvenimento dell'evento "*trigger*", diversamente sarà rimborsato in maniera parziale/non sarà rimborsato

Volendo inquadrare la emissione di *Cat-Bonds* si tratta di obbligazioni strutturate essenzialmente basate sulla combinazione di due elementi:

- una componente obbligazionaria ordinaria, che può prevedere o meno il pagamento di cedole periodiche e che assicura la restituzione del valore nominale del titolo;

- un contratto derivato, che fa dipendere la remunerazione dell'investitore dall'andamento di uno o più parametri finanziari o reali, come ad esempio indici o combinazioni di indici di borsa, azioni, fondi comuni, tassi di cambio o materie prime.

Nel compiere questa operazione occorre tenere presenti i limiti introdotti dal regolamento 35/2015.

La società veicolo deve ottenere autorizzazione ex art. 318 in base al quale: l'autorizzazione di una società veicolo da parte dell'autorità di vigilanza dello Stato membro nel cui territorio la società veicolo intende stabilire la propria sede è

soggetta ad una serie di condizioni volte a garantire la stabilità della società veicolo.

Inoltre, i rapporti contrattuali tra società veicolo, imprese di assicurazione o di riassicurazione, vedono condizioni contrattuali obbligatorie

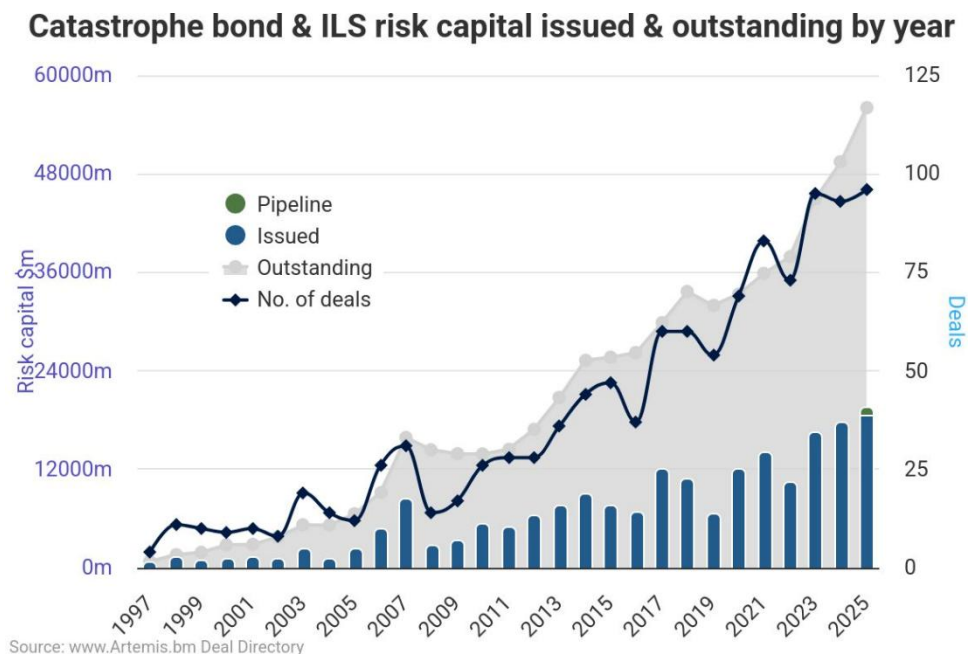
Certamente le variabili macroeconomiche legate al cambiamento climatico da una parte e l'andamento dei mercati dei *Cat-Bonds* dall'altra e le loro dinamiche evolutive nel corso del tempo (legate in una sorta di correlazione sistemica), oltre alla percezione circa il *Gap* di protezione altrimenti detto "Insurance gap" laddove tale divario è decisamente più marcato per rischi catastrofici, hanno spinto gli assicuratori globali ma non solo, (principalmente negli ultimi dieci anni anche se in Italia il fenomeno appare essere più recente), a ricercare forme alternative ed innovative alla protezione dei rischi e dei relativi costi; nel tentativo di ridistribuire i medesimi sul sistema economico globale dei capitali anziché sui grandi riassicuratori stabilizzandone, da ultimo, i relativi flussi finanziari. Gli elementi quantitativi desumibili dalla ricerca non fanno che confermare il razionale di questa tendenza.

Il dato macroeconomico circa l'andamento delle perdite globali derivanti dal "*climate change*" presenta un tasso di crescita medio *double digit* pari a circa il 10,5% annuo sull'arco degli ultimi cinque anni con un dato puntuale 2024 pari a circa 320 miliardi di dollari ⁶. La proiezione statistica sembra peraltro confermare il dato di *World Economic Forum* circa la stima delle perdite economiche attese al 2050 collocabili in un intervallo tra 1,7 e 3,1 trilioni di dollari.

Parallelamente il mercato dei *Cat bond* registra anch'esso una crescita a doppia cifra nell'arco degli ultimi dieci anni di circa l'11-10% rilevando un dato puntuale degli *outstanding* di oltre 50 miliardi di dollari alla fine del 2025. La tabella sotto riportata evidenzia l'effervescenza di un mercato che certamente risponde alle necessità a cui si è ora fatto cenno e quindi alle specifiche

⁶ Fonte: Climate Catastrophy Report AON, Swiss-Re-Munich-Re.

dinamiche di una domanda crescente (tesa a colmare l'*Insurance Gap*) e figlia a sua volta delle aumentate frequenze di eventi catastrofici rilevati annualmente nel mondo.



Anche il mercato italiano si è rivolto verso queste forme non tradizionali di trasferimento di rischio anche se in modo più tiepido all'inizio dello scorso decennio e via via in modo più frequente nel corso degli ultimi anni. Gli operatori sono sostanzialmente due: Assicurazioni Generali e Unipol. Senza voler proporre un'analisi tecnica esaustiva delle emissioni di Cat-Bonds dei due assicuratori, nel seguito si rappresentano le caratteristiche principali di essi anche al fine di riscontrare, nel seguito, taluni elementi di confronto con il mercato mondiale:

Issuer	General	Gener	General	General	Unipol	Unipol	Unipol
	i	ali	i	i			

SPV	Lion I RE	Lion II Re	Lion III Re (*)	Lion RE DAC (*)	Azzurr o Re I	Atmos Re	Azzurr o Re II
Issua nce	2014	2017	2021	2025	2015	2019	2020
Amou nt	190 mio €	200 mio €	200 mio €	200 mio €	200 mio €	45 mio €	100 mio €
Trigge r	Parame tric	Indem nity	Parame tric	Parame tric	Indem nity	Indem nity	Indem nity

Un aspetto di novità e che recentemente caratterizza le emissioni di Cat Bond è peraltro il tentativo di coniugare, da parte delle imprese, la gestione del rischio assicurativo con obiettivi di sostenibilità incentivando, in ultima analisi, pratiche di resilienza e adattamento climatico attraverso sia i sottostanti (progetti di protezione ambientale ad esempio) che i criteri di selezione degli emittenti privilegiando quelli con profilo “sostenibile”. Assicurazioni Generali con le emissioni segnate in tabella con (*) è un buon esempio di scelte ESG.

Diversamente dalla tradizionale tecnica utilizzata dalle imprese di Assicurazioni per il trasferimento a terzi dei rischi catastrofali sottoscritti (per diverse finalità tecniche quali ad esempio i. quella di ridurre la propria esposizione al rischio, ii. proteggere la propria solidità finanziaria o iii. di aumentare la capacità di sottoscrizione) attraverso la sottoscrizione di un trattato bilaterale con un' Impresa di Riassicurazione in cui la cedente a fronte del pagamento di un premio trasferisce i suoi rischi (riserve tecniche) al cessionario-riassicuratore, il meccanismo di funzionamento di un *Cat bond*, che di fatto assolve alle stesse necessità della cedente, come detto nel dettaglio sopra, prevede una struttura trilaterale dove lo “sponsor” ovvero la Compagnia di Assicurazioni crea un SVP

indipendente (*Special Purpose Vehicle*) che funge da entità intermediaria in quanto tipicamente emette obbligazioni collaterizzate, garantite da attività finanziarie ad alta qualità ed estremamente liquide, al fine di raccogliere i capitali dagli investitori. I fondi raccolti vengono depositati presso un ente fiduciario ed investito in assets di alta qualità e ad alto rendimento. A scadenza il capitale (remunerato durante tutta la vita utile dell'asset) viene restituito agli investitori o, in caso di evento catastrofe (trigger event), i fondi *securized* vengono liquidati per coprire le perdite sofferte dallo sponsor. Gli investitori quindi subiscono una perdita, parziale o totale, a seconda della gravità dell'evento in combinazione con l'articolazione contrattuale del trigger (*attachment point, coverage layer, loss coverage, geography coverage, etc*).

Un *Cat-bond* quindi, lungi dall'essere un succedaneo di un contratto di Riassicurazione è piuttosto una valida opzione utilizzabile dalla cedente che si integra in modo del tutto complementare nell'ambito del complessivo processo di *set-up* circa l'articolazione del piano di riassicurazione annuale adottato dall'impresa, soprattutto a fronte di rischi caratterizzati da elevata gravità e rarefatta frequenza.

5. Impianto tecnico-assicurativo nei *Cat-Bonds* e nella riassicurazione

In conclusione, volendo sintetizzare quindi gli aspetti principali, le differenze e le analogie dei due impianti tecnico-assicurativi finalizzati, in generale, al trasferimento dei rischi e delle connesse passività o riserve tecniche, è utile proporre la seguente tabella sinottica:

Aspetto	Cat-Bond	Riassicurazione Tradizionale

Controparte	Mercati dei Capitali	Riassicuratori
Rischio di Credito	Molto basso (collateralizzazione)	Si
Durata	Tipicamente multi- years non rinnovabile	Tipicamente Annuale rinnovabile
Pricing	Anticiclico. Determinato dal mercato dei capitali, maggiormente trasparente e basato su modelli quantitativi	Prociclico. Negoziato da un contratto bilaterale influenzato dai cicli di mercato e dalle dinamiche commerciali
Velocità di pagamento	Variabile (in caso di coperture di tipo parametrico molto veloce)	Richiede più tempo ed istruttoria complesse
Struttura	Titolo obbligazionario collocato sui mercati finanziari. Gli investitori forniscono capitale che viene perso se si verifica l'evento catastrofe	Contratto bilaterale assicuratore- riassicuratore. L'assicuratore cede al riassicuratore parte dei premi e dei rischi via le riserve tecniche o dei sinistri pagati
Mercato	Aperto a tutti gli investitori istituzionali	Sostanzialmente limitato a grandi player internazionali
Efficienza di Capitale:	Solvency 2:	Solvency 2:

	più favorevole in quanto il capitale è collaterizzato: basso rischio di credito	Minori vantaggi per maggior rischio di credito del riassicuratore
Capacità	Più ampia in quanto maggiore è la diversificazione delle fonti di capitale. Quindi meno soggetta a restrizioni cicliche	Può contrarsi a valle di grandi catastrofi quando i riassicuratori riducono l'esposizione e/o innalzano i costi della copertura
Accounting	In presenza di genuino trasferimento di rischio assicurativo: IFRS 17	In presenza di genuino trasferimento di rischio assicurativo: IFRS 17

A riguardo vi sono almeno tre aspetti principali della tabella che meritano un ulteriore commento:

1) Atteso il soddisfacimento di taluni aspetti specifici con riguardo alle *risk mitigation techniques* (S2 ad esempio: i. *fully collateralized*, ii. rispetto dei requisiti di trasparenza e qualità, iii. la SPV è adeguatamente strutturata iv. genuino trasferimento di rischio assicurativo) nella sostanza sia il framework regolatorio comunitario riguardante il bilancio economico-finanziario da un lato (IAS/IFRS) che quello di solvibilità dall'altro (Direttiva 2009 /138/CE “*Solvency II*”) trattano la materia da un medesimo punto di vista ovvero privilegiando la prospettiva che mette al centro la definizione giuridica del contratto piuttosto di chi contrae. Diversamente dalla normativa di secondo livello riscontrabile nella giurisdizione – italiana per fare un esempio – laddove il centro di gravità è sempre l'impresa di

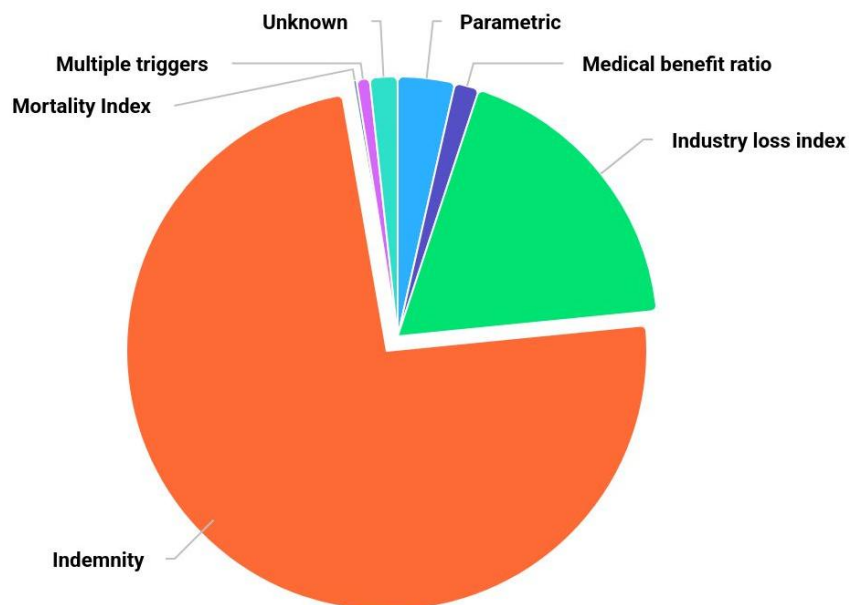
assicurazione o riassicurazione. In tal senso già IFRS 4 ma certamente IFRS 17 rendono chiaro il Concetto che lo standard “*apply to Insurance Contracts*” e quindi *regardless of the Entity that issues them*: ciò spiega l’uguale trattamento in entrambi i casi della materia contabile alla luce degli IAS/IFRS ancorché nel caso dei *Cat-Bond* il rapporto contrattuale non preveda l’intervento di un Riassicuratore, ma di un SPV. Analogamente anche la normativa regolamentare sulla Solvibilità se da un lato riverbera sostanzialmente analoghi benefici sui requisiti di S2 ratio in quanto in entrambi i casi vi è una riduzione dell’ SCR e contestuale liberazione di fondi propri precedentemente immobilizzati e più in particolare di MVBS da un lato (in quanto “*reinsurance held*” in entrambi i casi e al netto del *Credit Default Adjustment*) e del SCR grazie al trasferimento del rischio dall’altro, i *Cat-Bond* presentano invero taluni vantaggi legati soprattutto al calcolo della probabilità di default dello SPV calcolato sulla base del credit risk inerente gli attivi detenuti dal veicolo, laddove nel caso di riassicurazione tradizionale il ratio di solvibilità risente del merito creditizio del Riassicuratore.

2) Uno dei vantaggi, potremmo dire tattici, dei *Cat-Bond* è sicuramente il carattere anticiclico della copertura dei rischi. Aprendosi difatti al mercato dei capitali, fonte ampia e diversificata di risorse finanziarie al contrario dei mercati riassicurativi legati dai vincoli tecnici di capacità e solvibilità dei riassicuratori, le imprese di assicurazioni (ma non solo: enti governativi, grandi aziende, organismi pubblici etc.) riescono a trovare un valido strumento alternativo alla riassicurazione tradizionale laddove la capacità di sottoscrizione, che si riduce significativamente in presenza di grandi catastrofi, in combinazione con il parallelo innalzamento dei prezzi delle coperture che comprime di fatto le scelte tecnico-finanziarie disponibili in capo alla cedente, risultano, in tal modo, svincolate dalle volatilità dei mercati tradizionali. Ma non solo. Anche gli investitori (sia istituzionali che non) trovano vantaggioso un investimento in *Cat-Bond* e non solo per un rendimento competitivo (bassa probabilità ed alta severità di

accadimento avverso) e a basso rischio di credito, ma anche in quanto scollegato o meglio non correlato agli andamenti dei mercati finanziari tradizionali in quanto solo in misura minima condizionanti dai suoi più tipici fattori di rischio (recessioni, volatilità dei tassi, inflazione, liquidità etc).

3) Risulta centrale, nella scelta del profilo di rischio che l'impresa intende trasferire, nell'ambito del più ampio processo di setting di un Cat-Bond, la definizione del trigger event. Ancorché l'analisi dimostri, come risulta dalla tabella che segue, l'esistenza di una estrema varietà di tipologie di trigger utilizzati sui mercati globali, in realtà possiamo identificare tre cluster principali di trigger: parametrici, non parametrici e una combinazione dei due.

Catastrophe bond & ILS risk capital outstanding by trigger type



Source: www.Artemis.bm Deal Directory

La tabella sinottica che segue identifica le principali caratteristiche delle principali tipologie:

	Basis Risk	Claim	Transparenc	Price
--	------------	-------	-------------	-------

		settlement	y for Investors	(spread= premio aggiuntivo)
Indemnity	Perfect matching ovvero expected losses dello sponsor allineate e correlate alle perdite effettive da lui sofferte. Immunizzazione e puntuale dei rischi assunti	Audit complesso, istruttoria dei sinistri articolata e tempi lunghi di liquidazione	Opacità sulle caratteristiche del portafoglio e dei rischi correlati	Spread elevato
Parametri	La griglia parametrica (magnitudo terremoto, velocità del vento, intensità della pioggia etc) potrebbe non rappresentare con sufficiente	Processo veloce e poco complesso	Parametri oggettivi, misurabili e verificabili da terzi	Spread non elevato

	precisione le perdite effettive subite dallo sponsor post evento. Correlazione non sempre sufficiente			
Modelled	La s sofisticatezza e scarsa qualità del modello può non approssimare adeguatamente il livello delle perdite effettive dello sponsor. Rischio di bassa correlazione	Processo mediamente complesso ed articolato	Parametri filtrati dalla complessità del modello non sempre intuitivo	Mediame nte elevato
Industry loss	Trigger basato sulle perdite attese di un intero settore. Scarsa granularità che potrebbe non	Processo veloce e poco complesso	Parametri oggettivi, misurabili e verificabili da terzi	Mediame nte non elevato

	rappresentare i profili di rischio del portafoglio dello sponsor.			
--	--	--	--	--

Un'analisi attenta delle qualificazioni circa il trasferimento dei rischi sulla base di trigger parametrici non può che portare, per certi versi, ad interrogarsi in merito alle implicazioni e le sfide che la recente legge di bilancio 2024 (Legge 30 dicembre 2023 No. 213 e regolamento DM 30 gennaio 2025 No.18) ovvero la norma che prevede l'obbligo di assicurazione contro i rischi derivanti da calamità naturali innescherà sul mercato assicurativo e riassicurativo nazionale nel futuro prossimo.

Il ben noto divario strutturale che caratterizza il paese Italia dal punto di vista del gap di copertura assicurativa e che di fatto stimolerà le imprese di assicurazione a confrontarsi con una nuova domanda, in crescita, complessa dal punto di vista assuntivo e caratterizzata da un elevato grado di assorbimento di capitale di solvibilità -che a sua volta nuovamente ripropone il tema delle scelte riassicurative, porta necessariamente l'attenzione sul tema dei *trigger* parametrici delle polizze catastrofali in quanto meglio di altre forme tecniche questi potrebbero rispondere alle necessità dei *policy holders* soprattutto per quella fascia di mercato (peraltro la più vasta nel tessuto economico-produttivo del paese) formato dalle medio-piccole e micro aziende⁷.

6. Cat-Bond, derivati climatici e polizze parametriche

⁷ EIOPA, *Dashboard on insurance protection gap for natural catastrophes*, reperibile online: www.eiopa.it

I *Cat-Bonds* si inseriscono in una strategia di riduzione del *protection gap* cui possiamo ricondurre l'uso di polizze parametriche, che però devono essere distinte dai *Cat-Bond* i quali sono titoli obbligazionari come visto.

Le polizze parametriche sono contratti di assicurazione che differiscono dalle assicurazioni *tradizionali* solo in quanto il danno che l'assicuratore si impegna da contratto a "risarcire" viene presunto al verificarsi di determinati eventi o al raggiungimento di determinati indici (ad esempio mm di pioggia).-Questo vuol dire che in assenza del danno (ad es. raggiungimento dell'indice rispetto a aree non messe a coltura) l'assicuratore può rifiutare il pagamento dell'indennizzo salvo sia diversamente previsto da contratto.

Allo stesso tempo le polizze parametriche si distinguono dai derivati, compresi i derivati climatici⁸, che pure vedono la costituzione di un diritto di credito precuniario in caso di raggiungimento di indici o di eventi determinati.

Le polizze parametriche come i contratti di assicurazione danni richiedono un interesse all'assicurazione ex art. 1904 ⁹. Questo vuol dire che, a differenza dei

⁸ Tra i derivati climatici ricordiamo quelli sulle temperature. Le condizioni meteorologiche producono importanti effetti economici relativamente ad un ampio numero di attività imprenditoriali.

A copertura dei rischi connessi al cambiamento climatico vi sono, appunto, i derivati climatici e in particolare quelli legati alla temperatura misurata di «*degree day*» ovvero la differenza espressa in gradi centigradi o Fahrenheit tra la temperatura media e 18° oppure 65° Fahrenheit. È possibile coprire il rischio di impatti negativi di abbassamenti e innalzamenti delle temperature sulle attività economiche attraverso l'acquisto di derivati che prevedano il pagamento di un premio verso il diritto ad ottenere una certa somma in caso di salita o discesa delle temperature rispetto ad un determinato livello. Di norma si prevede una riduzione o esclusione del premio laddove l'impresa «assicurata» acquisti il diritto a ricevere una data somma se le temperature superano un certo limite, ma si è al contempo impegnata a versare una data somma se le temperature scendono oltre un certo limite o viceversa.

⁹ L'obbligazione dell'assicuratore sarà inoltre delimitata dall'individuazione dell'evento coperto che sarà, nel caso dell'assicurazione contro i danni, una circostanza lesiva degli interessi dell'assicurato e, come tale, produttiva di un sinistro, inteso come concreto pregiudizio dell'interesse all'assicurazione di cui all'art. 1904 per come individuato nel singolo contratto. La dottrina assicurativista ha da sempre sottolineato l'improprietà di un simile linguaggio Cfr. in particolare V. SALANDRA, *Dell'assicurazione*, in Comm. Scialoja-

derivati, le polizze richiedono necessariamente un *underling asset* ovvero un bene sul quale insiste il rischio assicurativo oggetto di una situazione giuridica dell'assicurato (diritto di proprietà, detenzione...) che giustifica l'interesse all'assicurazione ovvero l'interesse a che l'evento in copertura non si verifichi. Viceversa, un derivato potrebbe non vedere alcun bene sul quale grava il rischio assicurato.

Inoltre, il contratto di assicurazione è fondato sulla mutualità ovvero sulla condivisione del rischio all'interno della comunione degli assicurati, il risk pooling che consente agli assicuratori di gestire l'inversione del ciclo produttivo e compensare le uscite (sinistri) con le entrate incassate prima (premi)¹⁰. Per contro

Branca, Bologna – Roma, 1966, p. 304; G. PARTESOTTI, *La polizza stimata*, Padova, 1967, p. 34; G. VOLPE PUTZOLU, *Il contratto di assicurazione*, in *Tratt. Rescigno*, Torino, 1987, p. 91.

¹⁰ Così G. VOLPE PUTZOLU, *L'assicurazione privata contro gli infortuni*, Milano, 1968, p. 46; EAD., *Le assicurazioni Produzione e distribuzione*, Bologna, 1992, p. 62 ss.. L'Autrice si richiama a G. FANELLI, *Le assicurazioni*, in *Tratt. Cicu – Messineo*, XXXVI, 1, Milano, 1973, p. 27 ss. e prima ancora a C. VIVANTE, *Il contratto di assicurazione, Assicurazioni sulla vita*, vol. III, Milano, 1887, p. 2 ss.; EAD., *Il contratto di assicurazione: le assicurazioni terrestri*, I, Milano, 1886, p. 33. In senso analogo, più recentemente, V. DURANTE, *L'alea ed il contratto di assicurazione contro i danni*, in *Riv. dir. comm.*, 1946, I, p. 571 ss.; N. GASPERONI, voce *Contratto di assicurazione*, in *Noviss. Dig. it.*, IX, Torino, 1957, p. 586 ss.; S. SOTGIA, *Contratto di assicurazione con premio in base ad elementi di rischio fluttuanti*, in *Scritti giuridici in onore di A. Scialoja*, vol. II, Bologna, 1952, pp. 639-640; ID., *La prestazione dell'assicuratore*, in *Assicurazioni*, 1959, I, p. 365 ss.; L. MOSSA, *Sistema del contratto di assicurazione nel libro delle obbligazioni del codice civile*, in *Assicurazioni*, 1953, I, p. 149 ss.; A. DONATI, *Trattato del diritto delle assicurazioni private*, III, *Il diritto del contratto di assicurazione*, sez. II, *La disciplina delle singole specie (rami) di assicurazione*, Milano, 1956, p. 13 ss.; ID., *La causa nel contratto di assicurazione*, in *Assicurazioni*, 1950, I, p. 228 ss.; F. CARRESI, *Osservazioni sulla causa dell'assicurazione*, in *Assicurazioni*, 1960, I, pp. 125-126; A. PINO, *Rischio e alea nel contratto di assicurazione*, *ivi*, 1960, p. 236 ss.; L. BUTTARO, *Moderni orientamenti sul concetto giuridico di assicurazione nella dottrina italiana*, *ivi*, 1962, I, p. 179 ss.; R. CAPOTOSTI, *L'alea nel contratto di assicurazione*, in *Foro it.*, 1960, IV, p. 16 ss.; G. FERRI, *L'impresa nella struttura del contratto di assicurazione*, in *Studi sulle assicurazioni raccolti in occasione del cinquantenario dell'istituto nazionale delle assicurazioni*, Roma, 1963, p. 111 ss.; G. FANELLI, *Pluralità di assicurazioni e pluralità di assicurati*, in *Assicurazione e responsabilità. Quarto convegno per la trattazione di temi assicurativi*, Venezia 3-4-5 Ottobre 1960, Milano, 1962, p. 37 ss.; A. GAMBINO, *La neutralizzazione dei rischi nella struttura e nella funzione giuridica unitaria del contratto di assicurazione*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, I, p. 215; G. VOLPE

i derivati mirano a realizzare un'operazione speculativa nel solo interesse delle parti in contratto.

Le polizze parametriche inoltre non violano il principio indennitario per il fatto di consentire una determinazione in astratto del danno in quanto la determinazione in astratto consente quantificazioni che superano problemi di errori umani e di frodi e in questo più rispettose del principio indennitario se inteso come impedimento per l'assicurato di avere un indennizzo maggiore del danno subito. Inoltre, l'art. 1905 c.c., su cui il principio indennitario si fonda, appunto, non dice che l'assicurato non dovrà ricevere somme di denaro in eccesso rispetto all'entità del danno sofferto. Simile principio sarebbe fondato sulla necessità di evitare comportamenti non prudentziali dell'assicurato stesso improntati ad una logica di “*Moral Hazard*”. Alla luce delle nuove esigenze assicurative, la dottrina ha infatti ripensato in ordine all'assunto relativo all'inderogabilità di tale principio. Piuttosto che parlare di esistenza o meno del principio indennitario, si potrebbe riflettere sulla sua inderogabilità. La stessa potrebbe essere assunta non in una logica formale, ma in una logica funzionale che renda veramente aderente il principio alla funzione per cui è dettato¹¹. Il principio indennitario avrebbe una dimensione qualitativa piuttosto che quantitativa e sarebbe strettamente collegato all'interesse all'assicurazione e al contenimento dell'azzardo morale.

Sarebbero allora valide le clausole poste in deroga all'art. 1905 laddove sussistano dei correttivi che escludano o comunque mitighino fortemente il rischio di “*Moral Hazard*”¹².

PUTZOLU, *L'assicurazione privata contro gli infortuni*, Milano, 1968, p. 46; ID., *Le assicurazioni Produzione e distribuzione*, Bologna, 1992, p. 62 ss.; G. FANELLI, *Le assicurazioni*, in *Tratt. Cicu – Messineo*, XXXVI, 1, Milano, 1973, p. 27 ss.

¹¹ Come già affermava, con riferimento al problema della inderogabilità delle norme sulla forma, P. PERLINGIERI, *Forma dei negozi e formalismo degli interpreti*, Napoli, 1987 dovrebbe essere possibile «una gamma intermedia tra l'inderogabilità e la derogabilità».

¹² Cfr. V. DE LORENZI, *Contratto di assicurazione: disciplina giuridica e analisi economica*, Padova, 2008, 192-194.

Per contro, i derivati sono strumenti speculativi e quindi aventi sempre una funzione gambling anche quando vanno a coprire un rischio dimostrando una funzione hedging in quanto il *pay out* non trova delimitazioni che possano portare a fondare un interesse all'assicurazione nel senso sopra precisato.

I *weather derivatives* si distinguono anche dai *catastrophic bonds*.

I Cat- Bonds, come più volte detto, sono titoli obbligazionari che prevedono il pagamento previsto nel titolo in caso di eventi o raggiungimento di indici legati ad eventi catastrofici indicati nel titolo stesso.

I derivati climatici sono options o futures in cui le prestazioni dedotte in contratto sono coordinate, attraverso meccanismi condizionali, al superamento di un indice climatico¹³.

Simili derivati rappresentano uno strumento di gestione del rischio e sono come tali utilizzabili dagli enti che si occupano di copertura di rischi per il caso di calamità naturali, *climate change*, variazioni climatiche. I soggetti che possono impiegarli sono, a titolo esemplificativo, i Fondi mutualistici costituiti da consorzi agricoli per fronteggiare le avversità atmosferiche ma anche le imprese di assicurazione e di riassicurazione.

I maggiori dealers sono le Banche, le società finanziarie, le Compagnie di assicurazione, i quali coprono rischi propri ma anche i rischi relativi agli assicurati (si pensi ad una Compagnia che assicura danni anche da eventi climatici avversi agli agricoltori) e ai debitori (si pensi ad una Banca che eroga credito a imprese la cui attività è sensibile agli eventi climatici).

Dando così per risolta la questione della qualificazione delle polizze parametriche come contratti di assicurazione contro i danni, esse certamente presentano indubbi vantaggi e presentano anche sinergie rispetto ai *Cat-Bonds* e

¹³ S.LANDINI, C. MUGELLI, F. LA FATA, C. CACCIAMANI, A.CANDIAN, J. BENARFA, *Cat bonds: why is the horse not drinking? A survey on the Italian companies' market*, in *Diritto del mercato assicurativo e finanziario*, 2020.

in ragione di ciò ha senso trattare di esse in merito ai processi di cartolarizzazione nel business assicurativo.

Le polizze parametriche, prevedendo un indennizzo prestabilito contrattualmente che viene erogato dalla compagnia allorché il parametro quantitativo previsto in polizza eccede una certa soglia prefissata (trigger event) stabilita da una terza parte (oracolo), presentano vantaggi soprattutto per *prospect* culturalmente poco inclini ad approcciare, in generale, il mercato assicurativo oltre ad essere mediamente scarsamente informati e che da ultimo privilegiano pattern contrattuali pragmatici.

In particolare, i principali vantaggi sono¹⁴:

- i) I contratti sono semplici, comprensibili e mediamente chiari
- ii) La trasparenza è piena

iii) I meccanismi di funzionamento, incluso l'indice di correlazione tra indice e danno sono facili ed evidenti. A riguardo sembra sostenibile la tesi secondo la quale laddove nella polizza si attribuisse la somma assicurata su *trigger multy layers* l'indice di dispersione nella correlazione tra danno ed evento ne trarrebbe vantaggio.

iv) La liquidazione dei danni è veloce e non richiede perizia tecnica in quanto predefiniti

- v) Non è richiesta la denuncia di danno

¹⁴ Considerano, con argomentazioni diverse, le polizze parametriche contratti di assicurazione rispettosi del principio indennitario M. SIRI, *L'assicurazione e i rischi pandemici*, in AGE, 2020, p. 675; S. LANDINI, *Assicurazione del rischio in agricoltura*, in D. agr., 2021, p. 546; R. SANTAGATA, *Polizze assicurative parametriche (o index-based) e principio indennitario*, in Riv. dir. civ., 2022, p. 134; N. DE LUCA, *Stima accettata, polizza stimata e assicurazione parametrica. Spunti di riflessione*, in Assicurazioni, 2023, p. 432; R. CESARI, *Vantaggi e criticità dell'assicurazione parametrica*, Intervento al Convegno Insurance Connect "Aziende: quali opportunità dall'assicurazione parametrica?" Milano, 15 maggio 2025, www.ivass.it. Si veda anche per una buona descrizione del fenomeno dell'uso della blockchain nella conclusione e nella esecuzione del contratto di assicurazione E. TOTARO, *Tecnologia Blockchain nell'ambito assicurativo: operazioni di onboarding e di indennizzo*, in Dialoghi di diritto dell'Economia, 2023, p. 1.

Parallelamente anche l'assicuratore potrebbe trarre vantaggi nella commercializzazione di polizze parametriche (che ribadiamo sono contratti di assicurazione, non rientrano nel fenomeno delle cartolarizzazioni e si sono distinte per le ragioni dette dai derivati climatici¹⁵) in quanto troverebbe la possibilità di assumere rischi riassicurabili specularmente attraverso l'emissione di *Cat-Bond* parametrici facendo quindi leva sulla riduzione del *Basis Risk* laddove entrambi utilizzassero i medesimi *trigger*.

Ne consegue, da ultimo, che le attese riguardo queste forme contrattuali potrebbero risultare in una vivacità di domanda del tutto nuova rispetto al passato in quanto spinte dall'obbligo legislativo oltre ad essere innovative e meglio rispondenti alle necessità di copertura dei rischi percepiti adattandosi meglio, in definitiva, al citato contesto normativo.

Sarà necessario adottare approcci, anche in termini di sorveglianza, per ridurre questi rischi se desideriamo aumentare la fiducia del mercato in questo ambito. È fondamentale avere modalità di due diligence semplificate, senza però compromettere il controllo sull'emittente. È importante semplificare le procedure, assicurandosi che questa semplificazione non comporti una diminuzione delle responsabilità. La tecnologia sta favorendo l'adozione di innovativi strumenti negoziali per la gestione del rischio, ma può anche contribuire a semplificare i processi senza rimuovere elementi fondamentali, la cui complessità potrebbe essere affrontata tramite l'automazione.

¹⁵ R. SANTAGATA, *op. cit.*, p. 15.