



**Convegno Invernale ADEIMF (Associazione Docenti Economia
Intermediari Mercati Finanziari) 2017**

**Problematiche di regolamentazione e vigilanza
sugli operatori *cross-sector* e *cross-border***

Intervento di
Stefano De Polis
Segretario Generale dell'IVASS

Trieste, 10 febbraio 2017

Buon pomeriggio, mi unisco agli altri partecipanti nel ringraziare l'Associazione dei docenti di Economia degli intermediari e dei mercati finanziari (ADEIMF) per questa iniziativa volta ad analizzare l'innovazione strategica e di vigilanza nei settori finanziari delle assicurazioni e degli asset management.

Il quadro macroeconomico

La ripresa dell'attività economica in Italia, avviatasi intorno alla metà del 2013, è proseguita negli ultimi trimestri, ma rimane ancora moderata. Secondo le più recenti valutazioni della Banca d'Italia,¹ la crescita del PIL sarebbe proseguita in autunno a un ritmo in linea con quello medio dei precedenti otto trimestri, in lieve riduzione rispetto all'accelerazione registrata in estate; l'attività sarebbe stata nuovamente sostenuta dalle componenti interne della domanda, con un incremento sia degli investimenti sia della spesa delle famiglie.

Le informazioni più recenti sono coerenti con la prosecuzione di una moderata espansione dell'attività economica anche nel primo trimestre di quest'anno. L'indicatore ciclico coincidente Ita-coin, che fornisce una stima della tendenza di fondo della dinamica del prodotto basata sulla sintesi dei segnali provenienti da un ampio ventaglio di variabili, ha registrato in gennaio il quarto incremento consecutivo e ora si attesta in territorio positivo. In prospettiva, la prosecuzione della crescita presuppone che le condizioni finanziarie e creditizie rimangano distese.

All'aumento dell'incertezza legata agli sviluppi geopolitici globali, in parte associata al timore che possano diffondersi tendenze protezionistiche nei paesi avanzati, si sono di recente accompagnati episodi di risalita dei rendimenti, con un riacutizzarsi della volatilità dei prezzi delle attività finanziarie. Negli ultimi quattro mesi i rendimenti obbligazionari sono aumentati. I differenziali di interesse con la Germania dei titoli di Stato italiani hanno registrato incrementi sensibili, particolarmente marcati a partire dall'inizio di quest'anno.

¹ Bollettino economico, 1/2017, gennaio 2017.

Nei prossimi mesi le scadenze politiche che interesseranno alcuni dei principali paesi europei, a partire dalle elezioni presidenziali francesi, potrebbero alimentare ulteriori fasi di volatilità dei corsi.

L'incertezza sui mercati finanziari e il passo inadeguato della crescita economica contribuiscono a comprimere le attese sugli utili delle assicurazioni italiane, comunque meno esposte rispetto ad altri paesi europei al protrarsi di un basso livello dei tassi di interesse, come anche emerso dagli Stress Test sulle assicurazioni condotti recentemente dall'EIOPA². Nelle valutazioni degli investitori, i rischi macroeconomici, reali e finanziari, hanno tuttavia assunto un peso più rilevante rispetto ai punti di forza specifici dell'industria assicurativa italiana: buona redditività corrente, solidità patrimoniale, contenuta vulnerabilità ai bassi tassi di interesse³.

Il protrarsi dello scenario di bassi tassi di interesse richiede attenzione e monitoraggio da parte delle compagnie e delle Autorità. Anche se questo non sembra essere il caso delle compagnie assicurative italiane, le principali vulnerabilità per le imprese oltre alla bassa redditività, potrebbero estendersi ai disallineamenti dei flussi di cassa e dei rendimenti.

Nell'ambito del risparmio gestito, si osserva una spinta verso la ricerca di maggiori rendimenti anche attraverso l'investimento in attivi meno liquidi. Tale strategia può porre accresciuti rischi per i fondi aperti impegnati a far fronte alle richieste di rimborso dei sottoscrittori.

In questo quadro le compagnie di assicurazione e l'industria del risparmio gestito, devono affrontare con decisione la pressante necessità di adattare i modelli di business al nuovo contesto; sarà particolarmente importante sfruttare appieno le nuove tecnologie, nuove fonti di *business intelligence* (es. *i big data*), al fine di fornire i prodotti in grado di rispondere al meglio alle esigenze di imprese e famiglie.

² Comunicato stampa IVASS – 15 dicembre 2016, Stress test dell'EIOPA sulle assicurazioni vita in Europa

³ Banca d'Italia, Rapporto sulla stabilità finanziaria, 2, 2016

Gli investimenti

Le compagnie di assicurazioni italiane, con investimenti pari a oltre 830 miliardi di euro e l'industria dell'asset management, con gli oltre 1.930 miliardi di euro⁴ di patrimonio gestito, hanno un rilevante ruolo nei processi di efficiente e produttiva allocazione del risparmio a sostegno dello sviluppo economico.

Accanto alla ricerca di redditizie forme di impiego, l'attività di investimento deve contribuire anche ad ottimizzare la composizione del portafoglio mediante una attenta diversificazione. Secondo recenti stime della Commissione Europea, per compagnie di assicurazione e fondi pensione la quota di portafoglio di strumenti di capitale è di circa il 10 per cento, rispetto a oltre il 20 per cento nel Regno Unito e quasi il 45 per cento negli Stati Uniti.

Le nuove forme di investimento debbono anche tener conto del ribilanciamento del portafoglio investimenti delle famiglie italiane attualmente in corso, con una riduzione del peso dei titoli pubblici e delle obbligazioni bancarie a favore dei prodotti assicurativi e del risparmio gestito⁵. Tra l'inizio del 2014 e il terzo trimestre del 2016 le famiglie hanno ridotto le consistenze dei titoli di debito italiani bancari e pubblici, a vantaggio dei prodotti assicurativi e pensionistici nonché degli investimenti in fondi comuni.

In questo contesto le politiche delle Autorità europee si propongono di facilitare e incentivare il ruolo dei gestori professionali nel sostegno degli investimenti con particolare attenzione a quelli a medio e lungo termine, mediante nuovi strumenti e regole. Il quadro normativo costituisce infatti un fattore importante nel processo decisionale degli investitori.

Uno stimolo per nuove forme di investimento è stato già introdotto dalla Commissione Europea nel regime *Solvency II* per le compagnie di assicurazioni. Mi riferisco al trattamento più favorevole per gli investimenti, sotto forma di titoli di debito e di capitale,

⁴ Fonte Assogestioni: "Mappa mensile del Risparmio Gestito - Dicembre 2016".

⁵ Banca d'Italia, Bollettino Economico, 1, 2017.

in infrastrutture di alta qualità. Questa tipologia di investimenti è in grado di attuare una migliore corrispondenza tra l'interesse delle assicurazioni a beneficiare di flussi di entrate stabili generati dagli investimenti in infrastrutture, in grado di controbilanciare le passività di più lunga durata, e a diversificare i rischi nel portafoglio e l'esigenza generale di finanziare iniziative di sviluppo, essenziali per sostenere la ripresa economica e la crescita in Europa. Tali investimenti richiedono per contro attente e rilevanti capacità di valutazione e monitoraggio.

Sul piano più generale, non limitato cioè agli investimenti in infrastrutture, i nuovi Atti delegati prevedono per gli strumenti di capitale detenuti [dalle compagnie] nell'ambito di organismi di investimento collettivo assimilati a ELTIFs (European Long-Term Investment Funds), lo stesso requisito patrimoniale richiesto per investimenti in fondi per il *venture capital* e in fondi qualificati per l'imprenditoria sociale. Tali investimenti sono considerati al pari di azioni negoziate in mercati regolamentati, con un impatto più contenuto rispetto al passato ai fini del calcolo del requisito patrimoniale calcolato con standard formula (dal 49 al 39 per cento prima dell'effetto della diversificazione).

Il recepimento della nuova regolamentazione europea *Solvency II* consente alle assicurazioni di valutare più liberamente investimenti adeguati agli impegni che intendono assumersi nei confronti degli assicurati.

In ordine a quest'ultimo punto mi vorrei soffermare su due aspetti: il primo legato proprio alle nuove possibilità previste in *Solvency II* per investire le riserve tecniche e il secondo ad un profilo che, visto il tema del Convegno, riguarda entrambi i settori, cioè gli investimenti legati al comparto dei fondi e al calcolo del requisito patrimoniale regolamentare delle assicurazioni (approccio *look-through*).

In materia di investimenti e attività a copertura delle riserve tecniche per le assicurazioni, il Regolamento IVASS n.24 del 6 giugno 2016 ha adeguato la disciplina del settore ai principi contenuti nel *framework Solvency II*. Il nuovo quadro normativo apre a maggiori margini di discrezionalità e flessibilità fermo restando il rispetto del "principio della persona prudente", necessario per garantire la sicurezza, la qualità, la

liquidità e la redditività del portafoglio nel suo complesso. Nel quadro della politica di investimento, le imprese sono libere di selezionare i propri attivi sia nella tipologia che negli importi nel presupposto di essere in grado di indentificare, misurare, monitorare, gestire i rischi. Vengono meno i limiti quantitativi e di eleggibilità relativi alle attività a copertura delle riserve tecniche previsti nel *framework* di Solvency I, sostituiti dai requisiti di assorbimento di capitale per i rischi collegati agli attivi.

La Commissione Europea con il supporto dell'EIOPA ha recentemente avviato la revisione della formula *standard* per il calcolo del requisito patrimoniale regolamentare delle assicurazioni. I principi cardine definiti dalla Commissione sui quali fondare l'attività di revisione sono volti a favorire la semplificazione delle complessità di calcolo presenti nella standard formula nell'ottica del principio di "proporzionalità", a eliminare incoerenze tecniche nel *framework* e, fondamentale, a rimuovere eventuali ostacoli allo sviluppo di investimenti a lungo termine. Le compagnie possono avere un ruolo rilevante e nello stesso trarre i dubbi vantaggi dallo sviluppo della *Capital Market Union*.

Passando al secondo aspetto, gli investimenti in fondi comuni, l'IVASS ha recepito le linee guida EIOPA sull'applicazione del metodo *look-through* (Regolamento IVASS n. 28 del 26 luglio 2016). In particolare, sulla base di tale impianto normativo, l'impresa determina il requisito patrimoniale di solvibilità applicando il metodo *look-through* agli Organismi di investimento collettivo in valori mobiliari (OICVM) e ai Fondi di investimento alternativi (FIA).

L'applicazione di tale metodo ai fini del calcolo del requisito patrimoniale di solvibilità implica la considerazione dei rischi di ognuna delle attività sottostanti l'investimento. Gli Atti delegati - articolo 84, paragrafo 3 - chiariscono che, qualora il metodo *look-through* non risulti applicabile agli organismi collettivi o ai fondi di investimento, il requisito patrimoniale possa essere calcolato sulla base dell'allocazione target delle attività sottostanti purché una tale semplificazione, applicata con prudenza, non riguardi più del 20% del valore totale delle attività dell'impresa.

Nei casi in cui l'assicurazione non si avvalga della metodologia appena descritta, deve trattare le attività e le esposizioni indirette nell'ambito del rischio azionario, con assorbimento di capitale pari al 49 per cento, tipico delle azioni più rischiose.

L'impiego del metodo *look-through* sul portafoglio di Fondi detenuto dalle imprese non risulta tuttavia ancora molto diffuso; il *look-through* è applicato - sulla base dei dati di reporting al terzo trimestre 2016 - al 45% degli OICR in portafoglio di classe C delle imprese di assicurazioni, anche in considerazione della difficoltà riscontrata dalle imprese a reperire le necessarie informazioni sugli attivi sottostanti i fondi. La costituzione di fondi dedicati alle assicurazioni con le caratteristiche richieste per il *look-through* genererebbe indubbe sinergie finanziarie tra i due comparti.

o o o

I collegamenti tra compagnie assicurative e società di gestione del risparmio sono già oggi intensi e numerosi sia dal lato degli assetti proprietari, sia dal lato del business. Vorrei soffermarmi sulla natura di questi collegamenti e sui modelli di business prevalenti.

Al 31.12.2016, l'industria italiana del risparmio gestito conta 160 intermediari, in crescita rispetto al numero di 146 società iscritte al 31.12.2015. Tale incremento è da inquadrare nel più ampio andamento positivo del risparmio gestito a livello globale, che in tempi recenti ha fatto registrare un'espansione delle masse in gestione. In Italia, oltre a fattori legati al mercato dei capitali, la crescita del risparmio gestito è anche conseguenza delle misure di recepimento della *Alternative Investment Fund Managers Directive* (AIFMD) che hanno, da un lato, determinato l'attrazione di soggetti attivi nel venture capital all'interno degli intermediari vigilati, originando la costituzione delle prime società di investimento a capitale fisso (SICAF), e, dall'altro lato, ridotto i requisiti di capitale richiesti per lo svolgimento dell'attività di gestione collettiva al di sotto di determinati volumi (gestori c.d. "sotto-soglia").

Delle 160 società di gestione e SICAF iscritte all'Albo, sei risultano controllate da compagnie assicurative. Il numero è contenuto (ad esempio, sono oltre 30 le SGR controllate da banche) e indica che gran parte delle compagnie assicurative non detiene direttamente una società di gestione del risparmio, avvalendosi così di altri canali di accesso all'investimento professionale. In ogni caso, la dimensione dei "gestori" facenti capo a gruppi assicurativi è rilevante; infatti, le gestioni individuali di tali società pesano per il 54% del totale delle gestioni individuali; per quanto riguarda gli OICR, il peso dei prodotti gestiti dalle SGR controllate da gruppi assicurativi è del 4,5%. Questa differenza tra peso di gestioni collettive e gestioni individuali è meritevole di un approfondimento in relazione ai modelli di business delle società di gestione interessate.

Le società di gestione controllate da compagnie assicurative si differenziano in base alla specializzazione operativa, ovvero secondo il tipo di fondi gestiti, che contemplano fondi aperti (i cui *asset* sono investiti prevalentemente in titoli di società quotate e titoli obbligazionari), e fondi chiusi; in quest'ultimo caso si distinguono ulteriormente i prodotti specializzati in investimenti mobiliari (strategie di *private equity* o *private debt*) e quelli che hanno un patrimonio investito per almeno due terzi in immobili (fondi immobiliari).

Sono però le gestioni individuali a rappresentare l'offerta prevalente delle SGR di matrice assicurativa. A tal riguardo, va segnalato che i principali sottoscrittori di tali gestioni individuali sono le stesse compagnie assicurative, i cui investimenti in taluni casi rappresentano oltre il 90% degli Asset under Management delle SGR in discorso; si tratta, pertanto, di un'attività di raccolta e investimento del risparmio prevalentemente di tipo *captive*.

Tale modello di business non è sicuramente un *unicum* sul piano europeo e internazionale, e può offrire vantaggi sul piano organizzativo e dell'efficienza. D'altra parte, nell'ottica di sfruttare a pieno le caratteristiche specifiche e il potenziale di tali SGR, ovvero la possibilità di offrire servizi di investimento su scala industriale nei confronti di una pluralità di investitori, l'avvio di un ulteriore percorso di crescita implica un'augmentata capacità di tali intermediari di attrarre e gestire risparmio in modo

considerevole anche al di fuori del perimetro del gruppo di appartenenza. Talune esperienze di successo indicano che questa strategia, sebbene comporti complessità organizzative, può contribuire alla creazione di valore da parte delle società di gestione.

In ogni caso, la dimensione degli intermediari e il conseguimento di economie di scala diventano sempre più fattori critici in un settore, quello del risparmio gestito, caratterizzato da esigenze di elevati investimenti nei sistemi di selezione, controllo e gestione dei rischi e nei servizi informatici; peraltro, in chiave evolutiva e di prossime sfide per gli asset manager, occorre tener conto anche della crescente competizione dell'industria del risparmio gestito, derivante dalla disponibilità di prodotti a gestione passiva a basso costo (ad esempio, gli *Exchange Traded Funds*) e della maggiore integrazione dei mercati dei capitali.

Da un punto di vista macro-prudenziale, la recente crescita del risparmio gestito a livello internazionale può contribuire a rendere più efficiente e resiliente il sistema finanziario, grazie al rafforzamento di canali alternativi per il finanziamento delle imprese e alla maggiore competizione all'interno del sistema finanziario. Allo stesso tempo, la crescita del risparmio gestito può porre nuovi rischi di stabilità finanziaria, come anche recentemente indicato dal report del *Financial Stability Board* pubblicato lo scorso 12 gennaio⁶ [*Policy Recommendations to Address Structural Vulnerabilities from Asset Management Activities*].

Le raccomandazioni dell'FSB sono volte a: migliorare il monitoraggio dei rischi, attraverso un aumento dell'informazione e della trasparenza dei fondi aperti, nonché la definizione di indicatori uniformi di leva finanziaria; semplificare l'uso degli strumenti esistenti per la gestione dei rischi di liquidità durante i periodi di stress di mercato; garantire che i presidi per la gestione dei rischi operativi e dei rischi derivanti dall'attività di prestito titoli siano adeguati rispetto alle attività svolte dalle società di gestione del risparmio. Su questi temi la Vigilanza continua a prestare la necessaria attenzione.

⁶ Financial Stability Board, <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/FSB-Policy-Recommendations-on-Asset-Management-Structural-Vulnerabilities.pdf>.

I prodotti

L'entrata in vigore del regime di vigilanza *Solvency II* avvenuta, come detto, in un contesto di crescita economica insoddisfacente, di bassi tassi di interesse e di tensioni sui mercati finanziari ha indotto le assicurazioni a offrire nuovi prodotti in grado di redistribuire rischi e opportunità con gli assicurati.

È in questo nuovo contesto che si spiega lo sviluppo dei prodotti assicurativi multiramo: prodotti che combinano polizze rivalutabili tradizionali con garanzia finanziaria a carico dell'impresa, in quota parte, e polizze di "puro" investimento, con rischio finanziario totalmente a carico dell'assicurato, le *unit linked*, nella loro duplice configurazione di prodotti collegati a fondi interni alle imprese di assicurazione ovvero di prodotti direttamente collegati ad OICR esterni.

La presenza di garanzie di conservazione del capitale sulla parte investita nei prodotti tradizionali consente alle imprese di avere più libertà di investimento della componente non garantita, con potenziali effetti positivi sulla redditività complessiva del prodotto. Tale libertà di manovra rimane in ogni caso condizionata al raggiungimento di profili di rischio compatibili con il segmento di clientela servita, nel maggior parte dei casi di tipo *retail*.

Per altro verso, il trasferimento di tutto o parte del rischio di investimento a carico degli assicurati riapre, se mai fosse stato chiuso, con ancor più vigore la questione legata alla trasparenza dei prodotti e alla loro corretta collocazione presso i risparmiatori.

La normativa europea *IDD, Insurance Distribution Directive* ha introdotto un insieme di regole volte a indirizzare il processo di ideazione, realizzazione e distribuzione di tutti i prodotti assicurativi (indistintamente, vita e danni) in ottica di tutela del consumatore.

Trasversale ai vari produttori/distributori operanti nel mercato finanziario (imprese di assicurazioni, banche, SGR) è la disciplina in materia di *product oversight and governance* (POG): è contemporaneamente una regola di organizzazione dei soggetti coinvolti nel processo di vendita dei prodotti e una regola di condotta che consente di

conoscere meglio il prodotto e di collocarlo in modo corretto. In questo senso rappresenta un completamento dei requisiti di vigilanza di secondo pilastro (in particolare la *governance* delle imprese) in ottica di tutela del consumatore.

Attraverso il rispetto delle regole di *product governance*, i c.d. “produttori” devono predisporre i presidi organizzativi per ideare prodotti con caratteristiche che incontrino gli interessi e gli obiettivi di un mercato *target* identificato, tenendo conto, da una parte, del livello di conoscenza assicurativo/finanziaria del potenziale cliente, dall'altra, della necessità di offrire prodotti sempre più ritagliati sulle specifiche esigenze della clientela.

o 0 o

Il contesto competitivo di riferimento degli intermediari che operano sui mercati assicurativo e del risparmio gestito è sempre più di tipo *cross-sector* e *cross-border*. Entrambi i mercati sono interessati da un processo di crescita con connotazioni transnazionali. Un impulso determinante è venuto dal processo di integrazione dei mercati finanziari europei che ha coinvolto, con intensità diverse, tutti gli operatori della gestione del risparmio (SGR, Compagnie di assicurazione e fondi pensione).

L'ambiente caratterizzato da bassi tassi di interesse e da profonde trasformazioni dei mercati finanziari, rende la protezione dei consumatori particolarmente importante.

Sul piano normativo molto è stato fatto. Gli attori del risparmio gestito dovranno saper cogliere le nuove opportunità ripensando con lungimiranza strategie e modelli di business per rispondere in modo efficiente alle sfide del nuovo contesto di mercato e tecnologico. La ricerca di sinergie nel business e nella filiera produttiva sono opzioni da valutare.