



Forum Mondo Institutional

“L’asset allocation nei portafogli assicurativi: quali evoluzioni e trend
in atto?”

Evoluzione del quadro normativo e delle prassi di vigilanza
in tema di investimenti delle compagnie di assicurazione

Intervento di Stefano De Polis
Segretario Generale dell’IVASS

Milano, 6 aprile 2022

Ringrazio gli organizzatori di questo Forum ed in particolare il dr. Stefano Gaspari che ne è l'animatore, per l'invito a intervenire rivolto all'Ivass.

Le assicurazioni sono tra i principali investitori istituzionali. Gli attivi delle compagnie italiane hanno superato i 1.000 mld. di euro: da sempre rilevante è il ruolo di queste ultime nel settore del reddito fisso governativo ma progressivamente si sta ampliando l'interesse per il mercato delle obbligazioni corporate, azionario e degli investimenti alternativi, attratte dalla ricerca di migliori combinazioni in termini di sostenibilità del business e di rischio/rendimento.

Il ruolo che le compagnie possono giocare, - in qualità di investitori istituzionali - per il finanziamento della crescita e per la transizione *green*¹ è oggetto di specifiche riflessioni nell'ambito dei lavori di revisione di Solvency II.

In questo intervento vorrei però soffermarmi, per ragioni di tempo, su due aspetti dell'evoluzione in atto nel quadro normativo e nelle prassi di vigilanza in tema di investimenti delle compagnie di assicurazione italiane: i recenti documenti di consultazione pubblicati da IVASS l'11 marzo u.s. in materia di prodotti vita di investimento; l'azione di vigilanza in materia di attivi illiquidi e complessi.

L'evoluzione del contesto socio-economico e demografico nazionale e le profonde innovazioni normative comunitarie dell'ultimo quinquennio (si pensi solo alla normativa Solvency II, IDD, PRIIPS) in materia di investimenti e prodotti assicurativi hanno reso improcrastinabile l'adeguamento da parte di IVASS della relativa regolamentazione secondaria.

Il primo passo di questa revisione è stato compiuto nel 2018, con la riforma della disciplina delle gestioni separate, che ha introdotto la possibilità per le compagnie di accantonare in un fondo utili le plusvalenze realizzate in un dato periodo, consentendo maggiore flessibilità nella gestione intertemporale degli extrarendimenti per gli assicurati.

¹ Il piano d'azione della Commissione europea per il finanziamento di una crescita sostenibile, il Regolamento (UE) 2019/2088 (c.d. SFDR) e il Regolamento (UE) 2020/852 (c.d. Tassonomia) rappresentano il punto di avvio di un deciso cambio di strategia nella politica di investimenti delle imprese assicurative

Recentemente sono stati intrapresi da IVASS ulteriori passi nella direzione dell'adeguamento dell'offerta italiana di prodotti vita.

Riforma dei prodotti vita: il documento di consultazione. L'11 marzo scorso IVASS ha pubblicato il documento di discussione recante "*Considerazioni prodromiche ai futuri interventi regolamentari dell'IVASS in materia di prodotti vita*" con il quale sollecitiamo il mercato - imprese, consumatori, accademia e le stesse case di investimento – a fornire il proprio contributo su una serie di temi di particolare rilevanza e complessità per l'ammodernamento e lo sviluppo dei prodotti vita di investimento: l'estensione dell'applicazione del fondo di utili; le garanzie demografiche nei prodotti *unit*, l'interesse per prodotti cui applicare l'aggiustamento di volatilità. Il termine è di 3 mesi.

L'Istituto sta in particolare riflettendo sull'opportunità di aggiornare il Regolamento 38/2011, in materia di gestioni separate, per consentire l'utilizzo del fondo utili e delle conseguenti modalità di calcolo del tasso medio di rendimento della gestione separata anche per i contratti in corso, attraverso una specifica variazione dell'accordo negoziale, adeguatamente identificata nei limiti e nelle modalità di esercizio al fine di assicurare l'imprescindibile acquisizione di un consenso informato e consapevole dei contraenti/assicurati².

(segue) ... Lo schema di nuova disciplina delle polizze linked. Oltre al documento sul futuro delle gestioni separate, è in consultazione lo schema di Regolamento disciplinante le disposizioni in materia delle polizze *linked* con rischio finanziario a carico degli assicurati³. Il documento opera un'ampia revisione della regolamentazione per allineare le regole di investimento al mutato quadro normativo primario⁴ tenendo conto anche degli orientamenti europei che pongono particolare attenzione al valore del prodotto assicurativo nel tempo

² Condizioni necessarie per la realizzabilità della modifica sarebbero, in una prospettiva di tutela del contraente/assicurato, in termini di adeguata manifestazione del consenso, la circostanza che: i) l'acquisizione del consenso del contraente, cui fa capo il rapporto negoziale in essere, mediante adesione esplicita, facoltativa e senza costi, alla proposta di modifica dell'impresa; ii) la gestione separata sia aperta a nuove sottoscrizioni; iii) la modifica al regolamento della gestione separata riguardi esclusivamente la determinazione del tasso medio di rendimento con attribuzione del fondo utili; iv) l'informativa contenente i termini della proposta di modifica risponda a ulteriori requisiti descritti nel documento di discussione.

³ Le cui prestazioni sono direttamente collegate al valore di attivi contenuti in un fondo interno detenuto dall'impresa di assicurazione o di quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio (OICR) oppure a un indice azionario o a un altro valore di riferimento diverso da quelli precedentemente menzionati.

⁴ Le nuove disposizioni contenute nello schema di Regolamento sono state elaborate tenendo conto della necessità di assicurare l'adeguato coordinamento e la coerenza con gli interventi legislativi, di matrice europea e nazionale, succedutisi nel tempo: la Direttiva *Solvency II* e successive modifiche e, nel più ampio ambito finanziario, le direttive *UCITS4* e il D.lgs. 252/20055 in materia di forme pensionistiche complementari, la Direttiva *IDD* e la relativa regolamentazione europea e nazionale di attuazione.

(*Product Oversight and governance* - POG – e *statement* EIOPA sul *Value for money* delle *unit linked*). Non meno importante la necessità di valorizzare per i prodotti vita le finalità previdenziali e l'offerta di adeguate garanzie demografiche.

In particolare, ai sensi dell'art. 41, comma 5 del CAP, le disposizioni emanate dall'IVASS in tema di limiti agli investimenti devono essere coerenti con la disciplina in materia di Organismi di investimento in valori mobiliari (di seguito OICVM). Il testo in consultazione persegue pertanto la convergenza con le disposizioni dettate dalla Banca d'Italia nel Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio per gli OICVM rivolti alla clientela *retail*.

Tale allineamento persegue la duplice finalità di assicurare un *level playing field* tra i diversi operatori del mercato finanziario e di rafforzare la tutela degli assicurati, in modo tale che il contraente – persona fisica – acquisti un prodotto con un profilo di rischio non più elevato rispetto a un OICVM destinato alla clientela non professionale (cliente al dettaglio).

Il tratto di fondo della nuova normativa in consultazione è assicurare parità di trattamento con gli OICVM. In proposito, per quanto riguarda le polizze *unit linked* con prestazioni collegate a fondi interni assicurativi segnalo:

- i) fermi restando i più generali limiti di investimento, l'eliminazione della previsione che limita la detenzione di strumenti finanziari privi di *rating* o con *rating* inferiore a BB entro il massimo del 5 per cento del totale delle attività del fondo interno; questa misura può favorire gli investimenti in PMI.
- ii) la piena ammissibilità dell'investimento in strumenti finanziari quotati, strumenti del mercato monetario, altri strumenti dotati di elevata liquidità; di contro, l'investimento finanziario in strumenti finanziari non quotati è limitato al 10%. È prevista una deroga a tale limite per fondi interni collegati a polizze con finalità previdenziale (p.es. Piani individuali pensionistici o PIP di ramo III), per i quali il limite di investimento in strumenti finanziari non quotati è innalzato al 30 per cento; sostanzialmente si è perseguito l'obiettivo parificare i prodotti assicurativi con finalità previdenziale ai fondi pensione aperti. Come è noto, con la prossima entrata in vigore del Regolamento (UE) 2019/1238 sarà introdotto nel mercato italiano della previdenza complementare un nuovo prodotto armonizzato su base europea (PEPP). L'Istituto ritiene che per tale prodotto debbano applicarsi regole di investimento settoriali analoghe a quelle dei PIP in quanto prodotto previdenziale individuale di terzo pilastro.

- iii) la fissazione di limiti di concentrazione allineati, ove possibile, con quelli previsti dal Regolamento della Banca d'Italia in materia di gestione collettiva del risparmio; in particolare sono previsti i limiti per le diverse classi di attività in cui il fondo interno può essere investito⁵.
- iv) l'applicazione della nuova disciplina anche agli operatori UE che collochino prodotti *linked* nel mercato domestico, per assicurare un adeguato *level playing field*, a vantaggio della protezione dei consumatori.

La nuova disciplina mira inoltre a rafforzare la trasparenza verso gli assicurati, in particolare in termini di chiarezza dei criteri di redazione del regolamento del fondo interno, con particolare riferimento ai costi attribuibili al patrimonio del fondo interno; sono richiamati gli Orientamenti ESMA, come recepiti nell'ordinamento nazionale, in materia di commissioni di *overperformance*⁶.

Vorrei da ultimo richiamare l'attenzione sull'articolo 5 dello schema di Regolamento, che prevede la copertura del rischio demografico, mediante l'identificazione della relativa garanzia, quale componente distintiva dei prodotti assicurativi di ramo III. E' noto che le prassi invalsi nel mercato hanno sovente ridotto questa garanzia ad una percentuale molto modesta del controvalore dell'investimento al momento del decesso, a prescindere dall'importo del premio netto versato. Il documento di discussione sui prodotti vita che ho rammentato si propone di sollecitare proposte per valorizzare la garanzia demografica anche nei prodotti *unit*.

⁵ Nel dettaglio: a) 5 per cento per gli strumenti finanziari di uno stesso emittente. Tale limite è elevato al 10 per cento, per gli strumenti finanziari quotati e per gli strumenti del mercato monetario non quotati (e se il totale degli strumenti finanziari in cui il fondo è investito per più del 5% non superi il 40 per cento), al 25 per cento, per le obbligazioni bancarie garantite, al 35 per cento per titoli emessi o garantiti da Stati UE o appartenenti all'OCSE, e al 100 per cento nel caso di titoli emessi o garantiti da Stati UE o appartenenti all'OCSE a condizione che il fondo interno sia investito almeno in sei emissioni differenti e se il valore di ogni emissione non superi il 30 per cento del totale; b) 20 per cento per l'esposizione complessiva nei confronti di uno stesso emittente o di soggetti appartenenti al medesimo gruppo riviniente dall'investimento in strumenti finanziari, depositi bancari ed esposizioni in strumenti finanziari derivati OTC; c) 10 per cento per gli strumenti finanziari derivati negoziati *over the counter* (OTC) con controparti bancarie e 5 per cento per gli strumenti finanziari derivati OTC negoziati con altre controparti; d) 20 per cento per parti di uno stesso OICVM; e) 10 per cento per parti di uno stesso FIA aperto non riservato. Il totale delle attività investite in FIA aperti non riservati non può essere superiore al 30 per cento; f) 20 per cento per i depositi presso un'unica banca.

⁶ Tali orientamenti sono stati recepiti da Banca d'Italia con provvedimento di modifica del Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio, adottato il 23 dicembre u.s., sentita la Consob. Lo schema di Regolamento IVASS reca il riferimento alle citate prescrizioni, come recepite nel quadro normativo nazionale.

La lettera al mercato sugli investimenti in titoli illiquidi e complessi. Negli ultimi anni, il prolungato scenario di tassi di interesse particolarmente bassi, a volte negativi - in uno con la piena applicazione del framework Solvency II – ha creato le condizioni per riorientare business model e scelte di investimento di molte compagnie.

La ricerca di una maggiore remunerazione del portafoglio ha condotto a un progressivo aumento della quota dell'attivo investita in strumenti finanziari complessi e illiquidi⁷, nonché dell'esposizione in *asset class* non tradizionali (es. *private debt*, anche *non performing*, immobiliare, infrastrutture) sovente caratterizzate da limitata trasparenza e marcata incertezza valutativa.

Nel contempo è cresciuta la propensione delle compagnie a valutare - nello spettro degli strumenti di ottimizzazione di capitale - soluzioni innovative proposte da banche di investimento o operatori dell'*asset management*, volte a esplorare gli spazi di arbitraggio regolamentare concessi dalle regole prudenziali.

Solvency II pone pochi limiti agli investimenti delle compagnie; fa da guida il principio della persona prudente. Dare corpo a questo concetto è quanto richiesto all'industria e alle stesse autorità di supervisione: alle imprese sono richieste capacità di governo, gestione e controllo dei rischi adeguate agli investimenti effettuati; alle autorità di controllo di focalizzare l'azione di monitoraggio per assicurare un pieno allineamento tra presidi di governo, organizzativi e patrimoniali e il complessivo profilo di rischio delle compagnie.

L'utilizzo di strumenti complessi a fini di ottimizzazione del capitale regolamentare richiede alle imprese la capacità di identificare tutti i fattori di rischio cui sono esposti tali strumenti, fondamentale per una corretta applicazione degli shock in sede di determinazione del SCR e, in definitiva, per la stima del requisito di solvibilità. Decisiva, al riguardo, la disponibilità di un adeguato set informativo, che consenta una piena consapevolezza delle caratteristiche contrattuali di tali strumenti e la corretta applicazione dell'approccio *look through* in luogo del più penalizzante requisito forfettario.

Le nostre verifiche, specie ispettive, hanno sovente accertato che le scelte di investimento in titoli complessi non sono state accompagnate dal necessario adeguamento dei processi di identificazione degli effettivi fattori di rischio, delle procedure di monitoraggio

⁷ Ad es. titoli o derivati strutturati o comunque con componenti opzionali, titoli aventi come sottostante altri strumenti di debito, *Credit Linked Notes*, *Collateralized Debt Obligations*, *Commercial Mortgage Based Securities*, titoli privi di mercato attivo o con parametri di *pricing* difficilmente osservabili, etc.

degli investimenti, delle metodologie di classificazione e di determinazione del *fair value*, con conseguenti ricadute sulla corretta rappresentazione dei fondi propri.

Manca spesso nelle compagnie una capacità di valutazione indipendente della congruità dei prezzi, quando forniti da provider esterni o, talvolta, dagli stessi emittenti attesa la complessità delle strutture; più in generale, sono ancora insufficienti *policy* e procedure valutative, che spesso non tengono adeguatamente conto, ai fini del calcolo del *fair value*, dell'illiquidità dello strumento o dell'incertezza dei parametri di input, anche per strumenti classificati al livello 3.

Per richiamare l'attenzione su questa situazione, il 14 luglio 2021 l'IVASS ha indirizzato una lettera al mercato per indurre le compagnie interessate a queste forme di investimento a irrobustire i propri sistemi di governo e gestione dei rischi, sollecitando un ruolo più incisivo dell'organo amministrativo nell'esercizio dei compiti di indirizzo e supervisione nonché un rafforzamento della qualità e autonomia delle funzioni di controllo, con particolare riguardo al *risk management*. Alle case di investimento l'invito a proporre prodotti idonei ad essere gestiti nel quadro regolamentare di vigilanza.

Volendo provare a sintetizzare in poche parole il senso del mio intervento, stiamo cercando di semplificare e dare maggiore coerenza al quadro normativo, anche in risposta a "sollecitazioni" provenienti dal contesto economico e istituzionale. Questo approccio amplia i margini di flessibilità gestionale per le compagnie nell'investimento delle risorse: è importante che tale processo sia accompagnato da specifici presidi interni alle stesse (in termini di *governance*, competenze, procedure, controlli, ...) per mantenere tempo per tempo condizioni di sana e prudente gestione.