

AIFI

ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

IL PRESIDENTE

Milano, 19 marzo 2007

Gentile Presidente,

abbiamo apprezzato la pubblicazione del documento di consultazione relativo a “Disposizioni in materia di investimenti a copertura delle riserve tecniche e di attivi sottostanti i contratti *unit linked*”, che abbiamo puntualmente analizzato.

Ci sembra, innanzitutto, positiva la decisione di rivedere le categorie degli investimenti ammissibili alla copertura delle riserve tecniche nonché i relativi limiti quantitativi e qualitativi, al fine di accrescere la flessibilità operativa delle imprese di assicurazione, tenendo conto dei nuovi strumenti a disposizione nel mercato finanziario.

Ci appare anche opportuna la possibilità, riservata alla imprese assicuratrici, di destinare una quota pari ad un massimo del cinque per cento delle proprie riserve tecniche a strumenti di investimento non precedentemente previsti dalle Direttive comunitarie in materia.

Tuttavia, per quanto concerne le specifiche tipologie di fondi comuni di investimento che AIFI rappresenta, abbiamo constatato che la normativa non definisce in modo autonomo “i fondi mobiliari chiusi”. A tale riguardo, riteniamo che il mancato esplicito riferimento ai fondi di private equity possa ingenerare incertezza negli operatori del comparto assicurativo: infatti, le altre categorie sono espressamente citate.

Si propone, quindi, di aggiungere alle categorie considerate nel Provvedimento anche quella dei fondi comuni di investimento mobiliare di tipo chiuso.

All’art. 1, *Definizioni*, si suggerisce:

- alla lettera “d”, quando si parla di quote di fondi chiusi, di aggiungere “mobiliari” o “fondi di private equity o venture capital”. Così come i fondi immobiliari (di cui alla lettera h) rappresentano una categoria a sé stante, non è invece prevista esplicitamente quella dei fondi mobiliari chiusi;
- alla lettera “i”, quando si parla di fondi riservati (aperti e chiusi), si potrebbe aggiungere “mobiliari ed immobiliari”.

Inoltre, all’art. 2, *Modifiche al Provvedimento ISVAP n. 147 del 30 gennaio 1996*, quando ci si riferisce alla macroclasse degli “investimenti alternativi”, che comprende “gli investimenti in azioni o quote di OICR aperti non armonizzati..., in fondi riservati ed in fondi speculativi”, si potrebbe specificare che si tratta di fondi riservati mobiliari chiusi.

ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

Via Pietro Mascagni, 7 - 20122 Milano

Tel. 027607531 - Fax 0276398044

E-mail: info@aifi.it - web site: www.aifi.it

AIFI

ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

Più sotto, con riferimento all'elenco delle classi di attività che compongono la macroclasse degli investimenti alternativi, al punto A 5.2a, dove vengono menzionate le "quote di fondi riservati", si potrebbe aggiungere "ivi incluse le quote di fondi mobiliari chiusi".

Suggerite queste opportune integrazioni, ci si domanda, infine, se i criteri di diversificazione, così come definiti nel Provvedimento, possano comprendere anche l'investimento in quote di fondi di private equity e venture capital non di diritto italiano, ma riconosciuti dal nostro Ordinamento, che rappresentano una quota considerevole degli operatori attivi nel mercato del capitale di rischio.

Con l'auspicio che le revisioni disciplinari in corso possano contribuire ad accrescere il contributo del comparto assicurativo alla raccolta dei fondi di private equity, che, come le esperienze internazionali di successo hanno dimostrato, può portare, nel rispetto di opportuni criteri di diversificazione del rischio, a profili di rendimento più elevati per gli investitori istituzionali, ribadiamo il generale apprezzamento per le disposizioni in oggetto.

I nostri Uffici rimangono a disposizione di codesta Autorità per un eventuale confronto.

Molto cordialmente



Giampio Bracchi

*Egregio Signor
Dottor Giancarlo Giannini
Presidente e Direttore Generale
ISVAP
Via del Quirinale, 21
00187 Roma*

ASSOCIAZIONE ITALIANA DEL PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL

Via Pietro Mascagni, 7 - 20122 Milano

Tel. 027607531 - Fax 0276398044

E-mail: info@aifi.it - web site: www.aifi.it

COMMENTI ANIA SUL DOCUMENTO DI CONSULTAZIONE ISVAP:

- **Disposizioni in materia di investimenti a copertura delle riserve tecniche e di attivi sottostanti i contratti unit linked**

In data 28 febbraio 2007, l'ISVAP ha emanato per la pubblica consultazione nuove disposizioni in tema di attivi a copertura delle riserve tecniche e di attivi sottostanti i prodotti unit linked.

Il documento in pubblica consultazione contiene novità estremamente importanti per il settore assicurativo, sia in un'ottica di diversificazione degli investimenti che di sviluppo dell'offerta di prodotti assicurativi.

L'Organo di Vigilanza ha tenuto conto delle istanze rappresentate, in più occasioni, dal settore assicurativo con riferimento alle nuove possibilità di investimento ora presenti nei mercati finanziari e alla necessità di un aggiornamento della normativa di riferimento.

Riteniamo utile evidenziare alcuni aspetti che consentirebbero di accrescere ulteriormente la flessibilità operativa delle compagnie di assicurazione, obiettivo opportunamente richiamato nella premessa del documento in pubblica consultazione.

Il presente documento contiene quindi alcune osservazioni, proposte di modifica e richieste di chiarimento con riferimento in particolare all'esigenza di incrementare i limiti di investimento in fondi immobiliari e in hedge funds.

Art. 2 comma 1 a): modifiche al provvedimento ISVAP n. 147 del 30 gennaio 1996

1. L'articolo 2 comma 1 a) del provvedimento emesso dall'ISVAP, prevede quanto segue:

"...Tali OICR sono ammessi qualora siano autorizzati all'offerta in Italia ai sensi del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58....."

Riteniamo che con la dicitura "tali OICR", debba intendersi l'intera macroclasse A5 e non solo gli OICR aperti non armonizzati definiti nelle sottoclassi A5.1a) e A5.1b). A tale riguardo, al fine di evitare errate interpretazione, pensiamo possa essere utile un chiarimento.

2. Sempre l'articolo 2 comma 1 a) del provvedimento prevede quanto segue:

"...Tali OICR sono ammessi qualora siano autorizzati all'offerta in Italia ai sensi del decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58.....".

Poiché, secondo tale definizione, la nuova macroclasse Investimenti alternativi dovrebbe soddisfare le caratteristiche richieste ai fondi per poter essere fondi di diritto italiano, si suggerisce una modifica in questo senso:

"Tali OICR sono ammessi qualora siano autorizzati all'offerta in Italia ovvero qualsiasi OICR che abbia ottenuto l'autorizzazione alla negoziazione sul mercato italiano da parte di Banca d'Italia ovvero qualora non autorizzati all'offerta in Italia, se insediati in paesi dell'Unione Europea e se rispettano comunque le condizioni per il rilascio dell'autorizzazione stabilite dalla Banca d'Italia".

3. E' necessario inoltre un chiarimento sulla corretta classificazione dei fondi di fondi riservati e dei fondi di fondi speculativi.

In particolare, è importante definire se gli stessi debbano essere inseriti rispettivamente nelle sottoclassi A5.2a) e A5.2b), facendo quindi prevalere la loro natura di fondi speculativi e fondi riservati, oppure nelle sottoclassi A5.1a) e A5.1b), facendo quindi prevalere la loro natura di fondi di fondi.

Art. 2 comma 2 e Art. 3 comma 2

Il documento in pubblica consultazione prevede che la nuova categoria degli investimenti alternativi non possa superare il 10% delle riserve da coprire.

In considerazione della molteplicità di investimenti che tale categoria include (OICR aperti non armonizzati, fondi riservati e fondi speculativi) auspichiamo che la percentuale massima sia portata al 15%, che non siano previsti sottolimiti per le diverse tipologie di investimento in essa contenuti e, comunque, che vengano ricompresi i fondi speculativi autorizzati dalla Banca d'Italia di cui al paragrafo precedente.

Art. 7 Modifiche alla Circolare ISVAP 474/D del 21 febbraio 2002 (fondi speculativi)

Con riferimento ai limiti previsti per i fondi interni collegati a prodotti unit linked si propone di integrare l'art. 1 in modo tale da consentire l'investimento diretto in fondi speculativi da parte dei fondi interni delle polizze unit linked (analogamente a quanto consentito dalla Banca d'Italia per i fondi comuni aperti di diritto italiano non armonizzati e non riservati). Si propone quindi di prevedere che i fondi interni possano essere investiti direttamente in parti di fondi speculativi, su base look-through, per un valore non superiore al 20% del totale delle attività.

Art. 7 Modifiche alla Circolare ISVAP 474/D del 21 febbraio 2002 (fondi immobiliari)

Sempre con riferimento ai fondi interni collegati a prodotti unit linked si propone di prevedere la possibilità di investimento diretto in fondi di investimento immobiliare con percentuali analoghe a quelle consentite per gli attivi a copertura delle riserve tecniche.

A tale riguardo, come illustrato nel paragrafo successivo, riteniamo importante che i limiti di investimento in fondi immobiliari siano quindi allineati a quelli previsti per gli immobili (40%).

Art. 2 comma 1 lettera c) e art. 3 comma 1 lettera d) (fondi immobiliari)

Il documento in pubblica consultazione prevede un incremento del limite di investimento in fondi comuni di investimento immobiliare dal 5% al 10%.

In considerazione del fatto che i fondi immobiliari non sono meno trasparenti o liquidi degli immobili detenuti direttamente e che, specialmente per le imprese più piccole, essi possono favorire un aumento del livello di diversificazione, proponiamo di avvicinare il più possibile il limite di investimento a quello previsto per l'investimento diretto in immobili (40%).

Ciò anche in considerazione del prevedibile sviluppo che l'offerta di questa tipologia di investimento avrà nel prossimo futuro.

Ulteriori osservazioni

Il documento in pubblica consultazione non tratta esplicitamente della categoria degli investimenti in Siiq (società di investimento immobiliare quotate). Come è noto l'art. 1, ai commi da 119 a 141, della Legge n. 296 del 27 dicembre 2006 (Legge Finanziaria per il 2007), ha previsto l'introduzione in Italia delle Società di investimento immobiliare

quotate (di seguito "Siiq") che, ricordiamo, presentano un profilo di rischio molto contenuto in quanto obbligate a svolgere in via prevalente attività di locazione immobili.

Al fine di poter cogliere l'opportunità offerta dalla suddetta novità normativa e accrescere la flessibilità operativa delle imprese di assicurazione, riteniamo opportuno far rientrare questa tipologia di investimenti nell'ambito delle attività ammissibili a copertura.

Proponiamo di inserire gli investimenti in "Siiq" nella classe A4. 5) - Quote di altri fondi comuni di investimento immobiliare chiusi situati in uno stato membro - provvedendo ad adattare la descrizione in quote di altri fondi comuni di investimento chiusi e società di investimento immobiliare quotate.

Roma, 23 marzo 2007



ASSOGESTIONI

associazione dei risparmiatori

Roma, 23 marzo 2007

Spett.Le
ISVAP
Via del Quirinale, 21
00187 Roma

Prot. n. 191/07

Anticipata a mezzo e-mail
provvedimentoattivi@isvap.it

Documento di consultazione recante proposte di modificazioni e integrazioni alla disciplina in materia di investimenti a copertura delle riserve tecniche e di attivi sottostanti i contratti *unit linked*.

Premessa. Con riguardo al documento di consultazione in oggetto, la scrivente Associazione intende anzitutto manifestare la propria adesione allo spirito delle modificazioni e integrazioni proposte da codesta rispettabile Autorità di vigilanza. L'ampliamento degli attivi investibili - tanto a copertura delle riserve tecniche, quanto in relazione ai contratti *unit linked* - rende gli investimenti effettuabili dalle imprese di assicurazione maggiormente flessibili, favorendo, nel contempo, la concorrenza tra le medesime imprese.

Nella suddetta prospettiva, si accoglie con favore l'introduzione dell'ulteriore macroclasse "investimenti alternativi", che le imprese di assicurazione potranno destinare a copertura degli impegni tecnici ove operino, tanto nel ramo vita, quanto in rami di assicurazione diversi. Tuttavia, sebbene si condivida l'obiettivo, espressamente dichiarato nella relazione di presentazione del documento in oggetto, di allineare la disciplina in materia assicurativa alle "aperture" realizzate da altre Autorità in settori contigui, non sembra che gli interventi normativi proposti consentano di raggiungere adeguatamente lo scopo prefissato, in particolare, per quanto concerne, secondo le specificazioni oltre formulate, l'ampliamento delle possibilità di investimento in fondi riservati e speculativi.

Ciò rilevato a livello generale, si intendono fornire alcuni suggerimenti volti a rendere l'intervento normativo in commento pienamente in linea con le possibilità di investimento consentite in settori contigui a quello assicurativo quali, segnatamente, quello della gestione collettiva del risparmio, anche per ragioni di uniformità e coerenza complessiva del sistema normativo.

1. I Provvedimenti ISVAP nn. 147 e 148 del 30 gennaio 1996: le condizioni di investimento in investimenti alternativi esteri. Con riferimento agli artt. 1, comma 1, lett. A5 dei Provvedimenti ISVAP in oggetto, si intende anzitutto chiarire che l'investimento in OICR italiani appartenenti alla macroclasse A5, investimenti alternativi, è sempre consentito. Tale circostanza, implicitamente deducibile dalla



manca la previsione di condizioni di investimento con riguardo agli OICR nazionali appare del resto coerente con il fatto che detti OICR possono essere considerati, per definizione, "adeguati", in quanto autorizzati dalla Banca d'Italia.

Ciò posto, per quanto attiene alle condizioni cui è subordinato l'investimento in OICR esteri appartenenti alla macroclasse A5, investimenti alternativi, si propone di sostituire il termine "offerta" con quello di "commercializzazione", per ragioni di chiarezza. In particolare, tale modificazione risponde all'esigenza di evitare possibili confusioni tra il concetto di "offerta", inteso come equivalente di "sollecitazione all'investimento" (*rectius* "offerta al pubblico", secondo la nuova definizione da ultimo contenuta nella bozza di decreto di attuazione della direttiva 2003/71/CE, c.d. Direttiva Prospetto) e la nozione di "offerta", intesa come sinonimo di "commercializzazione, distribuzione". A differenza del primo concetto, la nozione da ultimo indicata può correttamente e propriamente essere riferita a tutte le tipologie di OICR comprese nella macroclasse A5, investimenti alternativi, e, specialmente, anche agli OICR speculativi che, come è noto, non possono costituire oggetto di sollecitazione all'investimento (*rectius* "offerta al pubblico").

Pertanto, il riferimento alla "commercializzazione" appare da preferire anche per ragioni di uniformità terminologica nell'ambito della disciplina in materia di assicurazioni (cfr. Circolare ISVAP 474/D del 21 febbraio 2002, Sezione 3, art. 1).

1.1. I limiti di investimento in fondi riservati, fondi speculativi e fondi immobiliari. All'art. 1, comma 1, lett. A5 di entrambi i Provvedimenti ISVAP in oggetto, si suggerisce di precisare, con riferimento al limite di investimento complessivo in fondi riservati e speculativi, che il termine "indirettamente" comprende anche le ipotesi in cui l'investimento in fondi speculativi avvenga per il tramite di altri strumenti finanziari quali, segnatamente, obbligazioni indicizzate a fondi speculativi ovvero certificates collegati a tale tipologia di fondi.

Inoltre, con specifico riferimento alle classi A4.5) e A4.4) dei Provvedimenti nn. 147 e 148, relative agli investimenti in *quote di fondi comuni di investimento immobiliare chiusi situati in uno Stato membro*, si chiede di modificare il proposto limite del 10% elevando la percentuale massima di ammissibilità per la copertura delle riserve tecniche al 20%. Tale richiesta è giustificata dalla crescente importanza assunta dagli investimenti, anche indiretti, nel settore immobiliare, unitamente alla possibilità di beneficiare di una gestione collettiva effettuata in monte da un intermediario specializzato senza, con ciò, dover disporre di risorse e competenze allo scopo dedicate.

In tale contesto, pur non essendo oggetto di consultazione, con riguardo alla classe A4.4) del provvedimento ISVAP n. 147 del 1996, appare opportuno segnalare come la previsione in forza della quale le riserve tecniche possono essere coperte mediante investimento in quote di fondi comuni di investimento immobiliare chiusi il cui *patrimonio immobiliare sia costituito per non meno del 90% da immobili alienati dallo Stato da enti previdenziali pubblici, da regioni, da enti locali etc.* risulti ad oggi anacronistica, in considerazione del fatto che la riforma operata dal d.l. n. 351 del 2001 ha, non solo allineato la disciplina dei fondi immobiliari ad apporto pubblico - così come prevista dall'articolo 14-bis, della legge n. 86 del 1994 - a



quella prevista dal d.m. n. 228 del 1999 (emanato in attuazione del Testo Unico della Finanza), ma anche reso possibile la costituzione di fondi ad apporto cosiddetto misto, e cioè in parte pubblico e in parte privato. Ne discende che tale previsione, là dove permanesse invariata, determinerebbe una ingiustificata disparità di trattamento in favore dell'investimento in fondi immobiliari a prevalente investimento pubblico. Alla luce delle suddette considerazioni si richiede, quindi, di eliminare il limite quantitativo del 90%.

1.2. I limiti comuni a più classi di attività. In relazione agli artt. 2, comma 1, punto ii), dei Provvedimenti ISVAP in oggetto, si segnala come non sia appropriato considerare i fondi riservati e i fondi speculativi congiuntamente agli altri strumenti finanziari non quotati ivi richiamati al fine del calcolo del limite comune. Si propone pertanto di eliminare dalle citate disposizioni il riferimento alle suddette tipologie di fondi.

Tale modificazione si collega all'opportunità di adottare, al riguardo, la medesima impostazione seguita dal Regolamento Banca d'Italia 14 aprile 2005 sulla gestione collettiva del risparmio (di seguito, il "Regolamento Banca d'Italia") per il calcolo dei limiti di investimento. Precisamente, il suddetto Regolamento non include nella categoria di investimenti rappresentata dagli strumenti finanziari non quotati le parti di OICR, considerando distintamente le categorie di strumenti finanziari menzionate.

Si ritiene congruente, secondo quanto anticipato in premessa, per ragioni di uniformità del sistema normativo, mantenere la medesima impostazione anche nei Provvedimenti ISVAP in oggetto e, pertanto, considerare separatamente gli strumenti finanziari non quotati e gli OICR.

2. La Circolare ISVAP n. 474/D del 21 febbraio 2002. La Sezione 3, par. 2, della Circolare 474/D (come proposta in consultazione) dispone che "il fondo interno assicurativo non può essere investito in parti di OICR non armonizzati aperti il cui patrimonio sia investito in misura superiore al 20% in parti di altri OICR". Ciò posto, poiché, attualmente, gli OICR non armonizzati aperti che investono fino al limite massimo del 20% in fondi speculativi, italiani o esteri sono, in genere, fondi di fondi, la formulazione proposta non raggiunge l'obiettivo di consentire, ancorché indirettamente, l'investimento in fondi speculativi.

Alla luce di quanto rilevato, si reputa maggiormente conforme all'obiettivo in discorso consentire l'investimento diretto di fondi interni assicurativi in fondi riservati e speculativi. Con riferimento a tale ultima ipotesi si evidenzia, peraltro, che, come è noto, la Banca d'Italia ha, di recente, consentito di poter allocare in fondi speculativi, italiani ed esteri, che rispettino determinate condizioni, fino al 20% degli attivi di un OICR non armonizzato e non riservato (accessibile, quindi, anche agli investitori *retail*), ritenendo il suddetto limite sufficientemente tutelante anche per l'investitore non qualificato. Sarebbe opportuno, perciò, trasporre la medesima "apertura" con riferimento alle polizze *unit linked*.

Al riguardo si propone di modificare la Sezione 3, par. 1, punto 2 della Circolare ISVAP in oggetto, includendo anche i fondi riservati e i fondi speculativi nell'ambito



dei "fondi di investimento mobiliari" inseribili in un fondo interno assicurativo. In particolare, con riferimento all'investimento diretto in fondi speculativi, si reputa congruente che il medesimo sia subordinato alle stesse condizioni riportate nel Regolamento Banca d'Italia con riguardo all'investimento di OICR non armonizzati aperti in fondi speculativi. In tal modo le possibilità di investimento dei fondi assicurativi interni verrebbero parificate a quelle degli OICR non armonizzati aperti, allineando le "aperture" della disciplina assicurativa a quella già compiute dalla Banca d'Italia in materia di gestione collettiva del risparmio.

In base a quanto da ultimo rilevato, occorrerebbe, coerentemente, estendere anche alle polizze direttamente collegate ad OICR la possibilità di includere i fondi riservati e i fondi speculativi tra le possibili tipologie di OICR di riferimento (mediante specifico richiamo di quelle che diventerebbero le nuove lettere e ed f, nella Sezione 3, par. 1, della Circolare 474/D), subordinatamente alle medesime condizioni sopra indicate.

Parimenti a quanto osservato con riferimento ai fondi riservati e speculativi, si richiede una modifica del paragrafo n. 1 della Sezione 3 della circolare 474/D, al fine di rendere altresì possibile l'investimento diretto del fondo interno, o del comparto, in quote di fondi comuni di investimento immobiliare. Tale ultima categoria di attività, infatti, già ammessa per i fondi interni assicurativi collegati a prestazioni di polizze di tipo previdenziale, non è, invece, contemplata nel novero degli investimenti idonei di cui al paragrafo n. 1 della citata Sezione 3. La suddetta esclusione appare di difficile comprensione alla luce della circostanza che i fondi mobiliari istituiti in forma chiusa sono, invece, ricompresi fra gli investimenti effettuabili. Si rileva, infatti, come, al di là di una specifica connotazione dei fondi immobiliari volta, fra l'altro, a consentire il riconoscimento di uno speciale regime fiscale, questi rientrano, a tutti gli effetti, nella più ampia categoria, normativamente prevista e omogeneamente disciplinata, dei fondi istituiti in forma chiusa.

Il Direttore Generale

Fabio Galli

EURIZON VITA

Spettabile Istituto,

in relazione alle “Disposizioni in materia di investimenti a copertura delle riserve tecniche e di attivi sottostanti i contratti Unit Linked”, inserite sul vs. sito per la pubblica consultazione, Vi sottoponiamo alcune osservazioni inerenti l’ammissibilità a copertura delle riserve di Ramo I e V degli OICR non armonizzati, fondi speculativi e fondi riservati non autorizzati all’offerta in Italia, per i quali viene richiesto, oltre all’insediamento in Paesi dell’Unione Europea, il rispetto delle condizioni per il rilascio dell’autorizzazione stabilite dalla Banca d’Italia ai sensi dell’art. 42 del d. lgs. n. 58/1998.

Al proposito osserviamo che, con riferimento ai Fondi di *Private Equity* esteri (Fondi riservati), alcune di tali condizioni, stabilite nel “Regolamento sulla gestione collettiva del risparmio” (di seguito “il Regolamento”), emanato da Banca d’Italia il 14 aprile 2005, appaiono di difficile applicazione.

In particolare, il Par. 2.2.1, del Titolo VI, Cap.V del Regolamento, recante le condizioni per il rilascio dell’autorizzazione degli OICR non armonizzati insediati in Paesi dell’UE, prevede, tra l’altro:

al punto 1) la conformità dello schema di funzionamento dell'OICR alla disciplina nazionale. Al proposito sarebbe auspicabile precisare se a tale fine occorra riferirsi a tutti i criteri generali definiti dal Ministro dell’Economia e delle Finanze in attuazione dell'art. 37 del TUF, contenuti nel Decreto del 24 maggio 1999 n. 228, oppure unicamente agli aspetti specificati agli articoli 12 e 15 riguardanti, rispettivamente, i Fondi chiusi ed i Fondi riservati;

al punto 4), la diffusione di informazioni al pubblico e l’adozione di un modulo organizzativo volto ad assicurare l’esercizio dei diritti patrimoniali dei partecipanti residenti in Italia, secondo quanto previsto dai successivi paragrafi 2.6 e 2.7 del medesimo Regolamento.

I fondi di *Private Equity*, per le peculiarità connesse alla loro tipologia (fondi chiusi con un numero relativamente limitato di investitori) ed al loro *business*, generalmente non dispongono di soggetti che curino l’offerta in Italia e di soggetti incaricati dei pagamenti, ma forniscono direttamente ed in via riservata agli investitori tutte le informazioni economico-finanziarie relative alla propria attività ed alla valorizzazione delle proprie quote.

In altri termini, al momento non sono noti, in effetti, fondi di *Private Equity* insediati nell’UE, che dispongano di un modulo organizzativo ai sensi del par. 2.7 del Regolamento.

Pertanto la norma in esame, ove venisse in tal senso interpretata, equivarrebbe ad escludere del tutto tali fondi dall’ambito degli investimenti a copertura degli attivi delle compagnie di assicurazioni italiane, a tutto discapito della diversificazione degli investimenti e della concorrenzialità a livello europeo delle compagnie medesime.

Il requisito della traduzione in lingua italiana di tutte le informazioni e dei documenti in questione, richiamato in più punti del Regolamento, appare poi particolarmente gravoso, considerato che in genere tale documentazione viene inviata con cadenza trimestrale ed ogni impresa potrebbe investire in una pluralità di fondi esteri.

Sarebbe pertanto auspicabile un chiarimento che renda possibile valutare, senza eccessivi margini interpretativi, la sussistenza delle condizioni richieste per l’iscrizione tra gli attivi a copertura delle riserve tecniche dei fondi riservati europei non autorizzati all’offerta in Italia.

Trasmessa via e-mail

Milano, 22 marzo 2007

Spett.le
ISVAP - Istituto per la Vigilanza
sulle Assicurazioni Private e di
interesse collettivo
Via del Quirinale, 21
00187 ROMA

Oggetto: Disposizioni in materia di investimenti a copertura delle riserve tecniche e di attivi sottostanti i contratti Unit Linked - Documento di consultazione - Osservazioni.

Facciamo riferimento al Vs. Documento di consultazione del 28 febbraio 2007, per trasmetterVi le osservazioni della scrivente società al riguardo.

In via preliminare, desideriamo esprimere il nostro favore per la scelta di codesta Autorità di rivedere le categorie degli investimenti ammissibili alla copertura delle riserve tecniche, nonché i limiti alla gestione di tali investimenti, contemplando nuovi strumenti, non previsti al tempo dell'approvazione delle Direttive comunitarie in materia assicurativa e dalle relative norme di recepimento, al fine di consentire agli operatori del mercato una maggiore flessibilità operativa nella relativa attività gestionale.

Nello specifico, si constata che l'art. 7 del Documento di consultazione, recante modifiche alla Circolare Isvap 474/D del 21 febbraio 2002, nel prevedere, mediante la sostituzione del sesto periodo del paragrafo 2 della Sezione 3, l'innalzamento del limite di investimento, da parte di un fondo interno, in quote di OICR, fa esclusivamente riferimento ad organismi di investimento collettivo non armonizzati.

Al riguardo, stante la menzione, nella vigente versione del sesto periodo, anche di OICR armonizzati, si chiede conferma della volontà di codesto rispettabile Istituto di elevare il limite del 10% anche relativamente agli OICR armonizzati, consentendo, nel futuro, l'investimento in tali quote nella misura massima del 20%, oppure se la loro totale assenza, nel Documento di consultazione, rilevi l'intento implicito dell'Autorità di eliminare l'obbligo di controllo relativo ai fondi armonizzati ai sensi della Direttiva europea 85/611/CE e successive modifiche.

In secondo luogo, riteniamo doveroso ed utile segnalare, che il documento in esame, nel definire con precisione molte tipologie di investimento in OICR, non fa, in alcun modo, riferimento ai c.d. "Exchange Traded Funds", già disciplinati ampiamente da altre Autorità del settore finanziario.

Gli "ETF", definiti dall'art. 22 bis della Direttiva 2001/108/CE (c.d. direttiva "prodotto") come OICVM che hanno quale obiettivo della propria politica di investimento il "riprodurre la composizione di un determinato indice azionario o obbligazionario riconosciuto dalle autorità competenti", si configurano a tutti gli effetti quali OICR, ed in particolare come OICR quotati riconducibili ad una delle categorie di fondi citati nel Documento di consultazione, essendo il più delle volte anch'essi armonizzati.

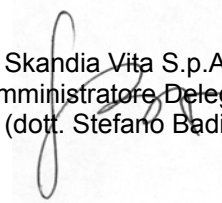
La scrivente società si augura pertanto che possa essere confermata, nell'*emanando* provvedimento, al termine della pubblica consultazione, la suddetta interpretazione, ritenendo che strumenti quali gli "ETF" rappresenterebbero indubbiamente, per il settore assicurativo, una

vera e propria opportunità, in termini di redditività, oltreché un'alternativa vantaggiosa agli strumenti sino ad ora ampiamente utilizzati.

Quanto, infine, ai generali vincoli prudenziali posti sui fondi interni assicurativi, si osserva che gli stessi, valevoli con riferimento alla clientela "retail", meritevole di particolare attenzione, mal si conciliano con un'attività di offerta dei prodotti assicurativi esclusivamente a clienti istituzionali, i quali posseggono l'esperienza, le conoscenze e le competenze necessarie per prendere le proprie decisioni in materia di investimenti e valutare correttamente i rischi che assumono (vedi Direttiva 2004/39/CE del 21 aprile 2004 relativa ai mercati degli strumenti finanziari, meglio conosciuta come Direttiva MIFID) e che, paradossalmente, se così non fosse, potrebbero rivolgere la propria attenzione verso soluzioni assicurative di tipo tradizionale in luogo di fondi interni assicurativi.

A tal proposito, sarebbe auspicabile, a parere della scrivente, che il divieto di utilizzo di fondi riservati e speculativi non trovasse applicazione in tutti i casi in cui la creazione di un fondo interno assicurativo rispondesse all'esigenza di rispondere alla domanda specifica di un cliente istituzionale, al fine di consentire una maggiore concorrenza, in sede distributiva, nelle suddette ipotesi.

Certi di una adeguata considerazione, in sede di chiusura della fase di consultazione, delle nostre osservazioni, cogliamo l'occasione per porgere i nostri migliori saluti.



Skandia Vita S.p.A.
L'Amministratore Delegato
(dott. Stefano Badii)

Spett.le
ISVAP
Via del Quirinale 21
00187 Roma

Corso Vittorio Emanuele II 284
00186 Roma Italia

Tel +39 06 6842 71
Fax +39 06 6842 7333

Ns rif 10023-15190 RM:1050173.1

Roma, 21 marzo 2007

Oggetto: osservazioni e commenti relativi alle nuove disposizioni in materia di attivi a copertura delle riserve tecniche e contratti *unit linked* previste dalla bozza di provvedimento pubblicato in data 27 febbraio 2007

In nome e per conto del nostro Cliente Credit Suisse International e a seguito della pubblicazione da parte del Vostro Istituto della bozza di provvedimento in materia di investimenti a copertura delle riserve tecniche e di attivi sottostanti i contratti *Unit Linked*, Vi saremmo grati se poteste fornire conferme/chiarimenti sui punti descritti qui di seguito.

A. RISERVE TECNICHE

Dall'esame della bozza di provvedimento risulterebbe che un Fondo Speculativo (a titolo di esempio un Fondo di Fondi Speculativi) non autorizzato alla commercializzazione in Italia, per poter essere incluso nella macroclasse "Investimenti Alternativi", dovrà essere domiciliato in un Paese membro dell'Unione Europea e rispettare comunque le condizioni per il rilascio dell'autorizzazione stabilite dalla Banca d'Italia., ai sensi dell'articolo 42 del Decreto Legislativo no. 58 del 24 febbraio 1998.

Vi chiediamo cortesemente di confermare che la nostra interpretazione è corretta e che, pertanto

- Un Fondo Speculativo domiciliato in un Paese membro dell'Unione Europea non autorizzato alla commercializzazione in Italia deve comunque soddisfare i requisiti previsti dal Provvedimento della Banca d'Italia del 14 Aprile 2005, in particolare le condizioni previste nel Titolo VI, Capito V, Paragrafo 2 (il **Provvedimento Banca d'Italia**).

STUDIO LEGALE ASSOCIATO

David Max Aaron^{1,2}
Avv. Francesco Bonichi
Craig Byrne^{3,4}
Avv. Antonella Capria
Avv. Giancarlo Castorino

Avv. Paolo Cerina
Avv. Mario Colombatto
Avv. Silvia D'Alberti
Avv. Davide D'Angelo
Avv. G. Massimiliano Danusso

Avv. Roberto Donnini
Avv. Paolo Esposito
Avv. Giovanni Gazzaniga
Avv. Massimo Greco
Avv. Giovanni Luppi

Anne-Claude Lutz²
Avv. Davide Mencacci³
Avv. Alberto Nanni
Avv. Lorenzo Parola³
Avv. Catia Tomasetti³

¹ New York Bar

² Massachusetts Bar

³ Solicitor, England and Wales

⁴ Barrister and Solicitor, British Columbia

Ufficio di Milano: Via Manzoni, 41-43, 20121 Milano (tel +39 02 2904 91, fax +39 02 2904 9333)

Studio Legale Associato è in associazione con Allen & Overy LLP, una associazione a responsabilità limitata registrata in Inghilterra e Galles.

Allen & Overy LLP o associazioni collegate sono presenti con un proprio ufficio in ciascuna delle seguenti località: Amburgo, Amsterdam, Anversa, Bangkok, Bratislava, Bruxelles, Budapest, Dubai, Francoforte, Hong Kong, Londra, Lussemburgo, Madrid, Milano, Mosca, New York, Parigi, Pechino, Praga, Roma, Shanghai, Singapore, Tokyo, Varsavia.

- E' responsabilità della compagnia di assicurazione verificare che il fondo soddisfi i requisiti previsti dal Provvedimento Banca d'Italia.
- Sia i Fondi Speculativi cosiddetti "*single manager*" sia i Fondi Speculativi strutturati come fondi di fondi possono essere considerati investimenti ammissibili nel limite massimo del 5%.
- L'ISVAP non prevede requisiti particolari relativi alla liquidabilità dei fondi ammissibili.

Più in particolare Vi chiediamo cortesemente di fornire chiarimenti sull'ammissibilità o meno dei seguenti investimenti:

a) Fondi Speculativi, non costituiti in un Paese membro dell'Unione Europea, ma costituiti in una giurisdizione, quale ad esempio le Isole Guernsey, dove è comunque riconosciuto il potere di intervento e controllo dell'Autorità di sorveglianza britannica (la FSA) sulla sfera di attività del gestore del Fondo Speculativo nell'ipotesi in cui il gestore del fondo stesso sia residente nello Regno Unito.

b) "Index Tracker Funds" vale a dire fondi che replicano l'andamento di un indice finanziario collegato ad un paniere di fondi speculativi. Assumendo che tale investimento sia ammissibile, Vi chiediamo cortesemente di fornire chiarimenti sulla percentuale massima dell' investimento in tale categoria di fondi.

c) Titoli a capitale protetto emessi da banche comunitarie e il cui sottostante sia costituito da un fondo domiciliato in un Paese non membro dell'Unione Europea.

d) Titoli (a capitale protetto o non protetto) emessi da banche e il cui rendimento è legato ad indici collegati ad un paniere di Fondi Speculativi quali ad esempio l'indice CS/Tremont HF.

e) Fondi di Private Equity

f) Fondi Immobiliari

B. CONTRATTI UNIT LINKED

Dall'esame della bozza del provvedimento risulterebbe che il fondo interno a cui è collegato il rendimento del contratto *unit linked* non può investire

- a) più del 30 % del totale delle attività in fondi non armonizzati aperti.
- b) più del 10% del totale delle attività in un singolo fondo non armonizzato aperto
- c) in un fondo non armonizzato aperto che a sua volta investe più del 20% delle sue attività in altri fondi

Vi preghiamo cortesemente di confermare che la nostra interpretazione è corretta.

Nel ringraziarVi in anticipo per la Vostra risposta sui punti elencati sopra, rimaniamo a Vostra disposizione per fornirVi qualsiasi chiarimento potesse esserVi utile.

Distinti saluti.

Avv. Simona Sapienza