

Disposizioni in materia di investimenti a copertura delle riserve tecniche e di attivi sottostanti i contratti *unit linked*.**Esiti della pubblica consultazione****Roma, 3 luglio 2007**

In data 28 febbraio 2007, l'Autorità ha reso disponibile per la pubblica consultazione sul proprio sito internet la bozza di Provvedimento recante alcune modifiche alla disciplina degli investimenti ammissibili alla copertura delle riserve tecniche.

Nel termine indicato dall'Autorità per la ricezione di commenti (23 marzo 2007) sono pervenuti contributi da parte di sei soggetti:

- Associazioni di categoria: Associazione Italiana del Private equity e venture capital (AIFI), Associazione Nazionale tra le Imprese Assicuratrici (ANIA), Associazione del risparmio gestito (Assogestioni);
- Imprese di assicurazione: EurizonVita S.p.A., Skandia Vita S.p.A.;
- Studi legali: avv. Simona Sapienza – Studio legale Associato Allen & Overy.

I contributi ricevuti, integralmente disponibili sul sito internet dell'Autorità, sono riassunti nel seguito; per ciascuno di essi si riportano le valutazioni e le conseguenti determinazioni dell'Autorità.

Contestualmente viene pubblicato il testo definitivo del Provvedimento n. 2530 del 3 luglio 2007, integrato con le modifiche conseguenti alle osservazioni ed ai suggerimenti di modifiche ed integrazioni, laddove condivisi.

Unitamente al Provvedimento vengono pubblicate le modifiche alle istruzioni per la trasmissione informatica dei dati relativi agli attivi a copertura delle riserve tecniche impartite con la circolare 358/D del 15 gennaio 1999.

OSSERVAZIONI SULLE MODIFICHE APPORTATE AI PROVVEDIMENTI ISVAP N. 147 E N.148 DEL 30 GENNAIO 1996

AIFI richiede una migliore definizione degli OICR mobiliari chiusi, con riferimento soprattutto all'esplicitazione che nella categoria "fondi riservati" sono ricompresi i fondi di *private equity* e *venture capital*.

Richiesta accolta. È stata riformulata la definizione della classe A5.2a) al fine di ricomprendere nella categoria degli investimenti ammissibili i fondi mobiliari chiusi non quotati a prescindere dal fatto che siano costituiti o meno nella forma di fondi riservati.

Lo STUDIO LEGALE ALLEN & OVERY pone una serie di quesiti interpretativi della norma. In particolare richiede conferma delle seguenti interpretazioni:

- 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 Banca d'Italia del 14 aprile 2005, in particolare le condizioni previste dal Titolo VI, Capitolo V, Paragrafo 2;

- è responsabilità della compagnia di assicurazione verificare che il fondo soddisfi i requisiti previsti dal citato Provvedimento Banca d'Italia;
- sia i fondi speculativi *single manager* sia i fondi di fondi speculativi rientrano nello stesso limite massimo del 5%;
- non sono previsti requisiti particolari di liquidabilità dei fondi ammissibili.

Si ritiene che le interpretazioni siano corrette.

Sempre lo STUDIO LEGALE ALLEN & OVERY richiede se siano ammissibili alla copertura delle riserve tecniche le seguenti tipologie di attivo:

1. fondi speculativi non costituiti in un paese membro dell'Unione Europea ma in giurisdizioni dove è comunque riconosciuto il potere di intervento e controllo di una Autorità di vigilanza di uno stato membro;
2. "*Index Tracker Funds*" ovvero fondi che replicano l'andamento di un indice finanziario collegato ad un paniere di fondi speculativi;
3. 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;
4. Titoli emessi da banche il cui rendimento è legato ad indici collegati ad un paniere di fondi speculativi;
5. Fondi di *private equity*;
6. Fondi immobiliari.

Circa il punto 1 e 3, si precisa che i fondi speculativi cui è legato il rendimento dell'investimento devono essere domiciliati in uno stato UE e pertanto gli investimenti descritti non sono ammissibili alla copertura delle riserve tecniche. In relazione al punto 2, se il fondo si configura come fondo speculativo, questo è ammissibile nel limite della classe A.5.2b).

In relazione invece al punto 4 si rappresenta, come meglio verrà specificato in seguito, che la classe A.5) accoglie anche gli investimenti indiretti in fondi speculativi tra i quali i prodotti strutturati ad essi collegati. Tali attivi concorrono per l'intero valore nei limiti previsti per la sottoclasse (5%), fermo restando che l'attivo è ammissibile solo quando i fondi speculativi sottostanti rispettano tutte le condizioni di ammissibilità previste per l'investimento diretto.

Infine in relazione ai punti 5 e 6 si conferma la loro ammissibilità rispettivamente nei limiti previsti per le classi A.5.2b) per i fondi di *private equity* e per le classi A.4.4) vita e danni per i fondi immobiliari.

ANIA propone di inserire gli investimenti in "Siiq" (società di investimento immobiliare quotate) nella classe A4.5) – Quote di altri fondi comuni di investimento immobiliari chiusi situati in uno stato membro.

Proposta non accolta. Gli strumenti in questione sono stati introdotti con la legge finanziaria per l'anno 2007 (Legge 27 dicembre 2006 n. 296), il cui relativo decreto attuativo non è ancora stato emanato. La materia sarà oggetto di valutazione in sede di predisposizione da parte di questa Autorità del regolamento sugli attivi a copertura delle riserve tecniche che verrà adottato in attuazione alla delega contenuta nel Codice delle assicurazioni.

ANIAe ASSOGESTIONI suggeriscono di precisare che l'investimento in OICR di diritto italiano appartenenti alla macroclasse A5), investimenti alternativi, è sempre consentito.

Proposta accolta. L'art. 2, comma 1, lettera a) e l'art. 3, comma 1, lettera a) sono stati riformulati, esplicitando direttamente l'ammissibilità degli OICR di diritto italiano emessi nel rispetto del Testo Unico della Finanza.

ASSOGESTIONI, con riferimento all'art.2, comma 1, lettera a) e all'art. 3, comma 1, lettera a) propone di sostituire, per ragioni di chiarezza, il termine "offerta" con quello di "commercializzazione".

Proposta accolta.

ANIA, sempre con riferimento all'art. 2, comma 1, lettera a) e all'art. 3, comma 1, lettera a) ritiene che la dicitura "tali OICR" potrebbe essere interpretata come locuzione riferita ai soli OICR aperti non armonizzati e non anche ai fondi mobiliari chiusi ed ai fondi speculativi.

Il termine generico OICR comprende già di per se tutte le tipologie di organismi di investimento collettivo del risparmio inclusi i fondi mobiliari chiusi ed i fondi speculativi. Comunque l'articolo è stato riformulato, precisando che con la dicitura "tali OICR" si deve intendere l'intera macroclasse A5).

ANIA richiede di specificare se i fondi di fondi riservati ed i fondi di fondi speculativi siano da ricomprendere nelle sottoclassi A5.2a) e A5.2b), facendo quindi prevalere la loro natura di fondi speculativi e fondi mobiliari chiusi, oppure nelle sottoclassi A5.1a) e A5.1b), facendo quindi prevalere la loro natura di fondi di fondi.

I fondi mobiliari chiusi e i fondi speculativi, anche se costituiti sotto forma di fondi di fondi, ricadono nelle sottoclassi ad essi dedicate e specificatamente nella sottoclasse A5.2a) se fondi mobiliari chiusi e nella sottoclasse A5.2.b) se fondi speculativi.

ANIA propone di elevare il limite massimo di ammissibilità della macroclasse A.5) dal 10% al 15%, eliminando il sottolimito del 5% per i fondi mobiliari chiusi e per i fondi speculativi.

Proposta non accolta. L'apertura operata nel Provvedimento si ritiene adeguata ai canoni di prudenza che devono caratterizzare gli attivi posti a garanzia degli impegni verso gli assicurati e danneggiati. Si rammenta inoltre che la normativa oggi vigente escludeva tali forme di investimento.

ASSOGESTIONI propone di precisare, con riferimento al limite di investimento complessivo in fondi mobiliari chiusi ed in fondi 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 strutturate collegate a fondi speculativi.

Proposta accolta. L'articolato è stato integrato con la previsione che la classe "investimenti alternativi" accoglie anche le obbligazioni strutturate collegate a tali forme di investimento. Resta inteso che l'attivo sottostante dovrà rispettare le condizioni previste per l'investimento diretto. Si precisa infine che il termine "indirettamente" fa riferimento anche alla quota parte di fondi speculativi eventualmente presenti negli OICR non armonizzati aperti di cui alle classi A5.1a) e A5.1b).

ASSOGESTIONI segnala come inappropriato considerare i fondi mobiliari chiusi ed i fondi speculativi congiuntamente agli altri strumenti finanziari non quotati e propone l'eliminazione

dell'art. 2, comma 2 e dell'art. 3, comma 2 del Provvedimento. Ciò contrasterebbe con il Provvedimento Banca d'Italia sulla gestione collettiva del risparmio che non include nella categoria di strumenti finanziari non quotati, gli investimenti in parti di OICR.

Proposta non accolta. Non è possibile assimilare la normativa per la gestione collettiva del risparmio con quella relativa agli attivi a copertura delle riserve tecniche delle imprese di assicurazione. Le direttive comunitarie in materia assicurativa stabiliscono infatti i criteri di carattere generale che devono soddisfare gli attivi a copertura delle riserve tecniche e che riguardano la sicurezza, la liquidità e la redditività degli stessi. In questo ambito, l'aspetto liquidità assume rilevanza prioritaria. La previsione dell'articolo 2, comma 2 e dell'articolo 3 comma 2, viene giustificata con l'esigenza di mantenere un elevato grado di liquidabilità degli attivi a copertura delle riserve tecniche e ciò in considerazione del fatto che gli OICR appartenenti alle classi A5.2.a) e A5.2.b) sono per la maggior parte fondi chiusi non negoziati in mercati regolamentati.

ANIA e ASSOGESTIONI richiedono un ulteriore innalzamento dei limiti di investimento in quote di fondi comuni di investimento immobiliare chiusi: fino a concorrenza del limite della macroclasse "immobili" pari al 40% ANIA; dal 10% al 20% ASSOGESTIONI. Ciò sarebbe giustificato dal prevedibile sviluppo del settore.

Richiesta non accolta. L'apertura operata dal Provvedimento che ha raddoppiato il limite precedente appare all'attualità in linea con le esigenze rappresentate dal mercato e coerente con il principio di sana e prudente gestione. Si consideri inoltre che l'analisi degli investimenti della specie, in base ai dati di mercato del 2006, indica una incidenza in media sugli attivi a copertura delle riserve tecniche dell'1% nei rami danni e dello 0,14% nei rami vita.

ASSOGESTIONI richiede la soppressione della classe A4.4) del prospetto a copertura degli attivi relativi alle imprese esercenti il ramo vita, in considerazione del fatto che la riforma operata dal D.L. del 25 settembre 2001 n. 351 ha allineato la disciplina dei fondi immobiliari ad apporto pubblico a quella prevista dal D.M. del 24 maggio 1999, n. 228, rendendo possibile la costituzione di fondi ad apporto misto in parte pubblico ed in parte privato.

Richiesta accolta. È stata eliminata la classe A4.4) della gestione vita e sostituita con la classe A4.5). L'eliminazione allinea inoltre sul punto la normativa relativa alla gestione vita e danni.

EURIZON VITA osserva che alcune delle condizioni stabilite dal Provvedimento sulla gestione collettiva del risparmio emanato da Banca d'Italia, cui l'Isvap fa riferimento ai fini dell'idoneità dell'attivo a copertura delle riserve tecniche, appaiono di difficile applicazione per i fondi di *private equity* europei (fondi mobiliari chiusi riservati). In particolare:

1. circa la conformità dello schema di funzionamento dell'OICR alla disciplina nazionale prevista al punto 1, paragrafo 2.2.1, Capitolo V, del Titolo VI del Provvedimento Banca d'Italia, viene richiesto se occorra riferirsi a tutti criteri generali definiti dal Ministero dell'Economia e delle Finanze in attuazione dell'art. 37 del TUF, contenuti nel D.M. del 24 maggio 1999 n. 228, oppure unicamente agli aspetti specificati agli articoli 12 e 15 del medesimo decreto;
2. in ordine alla diffusione delle informazioni al pubblico e all'adozione di un modulo organizzativo volto ad assicurare l'esercizio dei diritti patrimoniali dei partecipanti residenti in Italia di cui al punto 4, paragrafo 2.2.1, Capitolo V, del Titolo VI del Provvedimento Banca d'Italia, viene richiesto se ciò debba essere rispettato anche per i fondi di *private equity*.

In merito alla prima richiesta si precisa che vanno presi in considerazione tutti i criteri generali contenuti nel D.M. del 24 maggio 1999, n. 228, ivi compresi i criteri dettati dai citati articoli 12 e 15 che disciplinano in modo specifico i fondi chiusi e quelli riservati.

In merito alla diffusione delle informazioni al pubblico e all'adozione di un modulo organizzativo volto ad assicurare l'esercizio dei diritti patrimoniali dei partecipanti residenti in Italia, così come richiesto dal Provvedimento Banca d'Italia, occorre precisare che, in quanto compatibili con lo specifico strumento preso in considerazione, tali condizioni devono essere sempre rispettate e verificate dall'impresa di assicurazione. In tal senso, la diffusione delle informazioni presso il pubblico, nel caso specifico di fondi riservati di *private equity*, deve essere interpretata come diffusione delle informazioni ai partecipanti al fondo, non essendo prevista per questo strumento la possibilità di un'offerta al pubblico.

Viceversa, risulta compatibile con lo strumento del *private equity*, la previsione normativa che impone all'OICR e al depositario l'obbligo di stipulare una apposita convenzione con una o più banche insediate in Italia (cd. soggetto/i incaricato/i dei pagamenti).

Infine, con riferimento alla obbligo di traduzione in lingua italiana di tutte le informazioni e i documenti cui spesso fa esplicito riferimento il citato Provvedimento Banca d'Italia, si ritiene di poter aderire alla richiesta di esonero da tale adempimento, qualora le informazioni e i documenti siano redatti in lingua inglese.

SKANDIA richiede di ricomprendere nella definizione di OICR anche gli *Exchange Traded Fund* (ETF).

Gli *Exchange Traded Fund* (ETF), in quanto fondi comuni di investimento, sono classificabili in relazione alla tipologia dell'OICR sottostante (armonizzato, non armonizzato aperto, chiuso ecc.).

Per la classificazione e l'idoneità degli ETF le imprese devono fare riferimento alla sostanza economica e giuridica degli strumenti sottostanti (*look-through*).

Le imprese sono tenute, infine, a prestare particolare attenzione all'eventualità di *delisting* dello strumento, soprattutto quando costituisce attivo sottostante i contratti di assicurazione sulla vita di tipo *index linked*.

OSSERVAZIONI SULLE MODIFICHE APPORTATE ALLA CIRCOLARE ISVAP 474/D DEL 21 FEBBRAIO 2002

Lo STUDIO LEGALE ALLEN & OVERY pone una serie di quesiti interpretativi della norma sui prodotti *unit linked*. In particolare richiede conferma del fatto che il fondo interno assicurativo 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.

Si ritiene che le interpretazioni siano corrette.

ANIA, ASSOGESTIONI e SKANDIA propongono di estendere ai fondi interni assicurativi la possibilità di investire direttamente in fondi speculativi fino ad un massimo del 20% del totale delle attività del fondo stesso, in analogia con quanto previsto da Banca d'Italia per i fondi comuni aperti di diritto italiano non armonizzati e non riservati.

Proposta non accolta. Si ritiene che il fondo interno assicurativo non possa essere assimilato ad un fondo non armonizzato. La circolare Isvap 474/D del 21 febbraio 2002, che viene con tale Provvedimento modificata, si ispira alla normativa prevista per i fondi armonizzati in quanto strumenti che meglio tutelano gli interessi dei risparmiatori. Quanto alla presunta incoerenza riscontrata con la normativa Banca d'Italia, si rappresenta che l'apertura operata riguarda la possibilità di investire in OICR armonizzati e non armonizzati, che a loro volta investano in misura non superiore al 20% in altri OICR tra cui i fondi speculativi.

ANIA e ASSOGESTIONI richiedono la possibilità per i fondi interni assicurativi dedicati a polizze non previdenziali di investire in fondi immobiliari. ANIA richiede una apertura in linea con quella presente per gli attivi a copertura delle riserve tecniche di classe C e quindi nell'ordine del 40%, ASSOGESTIONI si limita a constatare che i fondi interni assicurativi già possono investire in fondi illiquidi quali i fondi mobiliari chiusi (nel limite massimo del 10% per i non quotati) e richiedono una analoga apertura per i fondi immobiliari.

Proposta non accolta. L'investimento in fondi immobiliari chiusi rimane consentito solo per le polizze di tipo previdenziale dove le scadenze contrattuali sono più coerenti con tale tipologia di investimento. Con riguardo all'ammissibilità degli OICR non armonizzati istituiti sotto forma di fondi mobiliari chiusi si precisa che all'attualità è richiesta, a seconda se nazionali o esteri, rispettivamente l'emissione nel rispetto del TUF o l'autorizzazione alla commercializzazione nel territorio nazionale da parte di Banca d'Italia. La materia sarà comunque oggetto di rivisitazione organica nell'ambito della regolamentazione sugli attivi a copertura delle riserve tecniche di prossima emanazione da parte di questa Autorità, ai sensi dell'articolo 41, comma 5, del Codice delle assicurazioni. L'orientamento generale è comunque quello di privilegiare, per queste tipologie di polizze, strumenti di investimento di largo mercato, che presentino il requisito della liquidità e consentano trasparenti processi di valutazione delle quote o di formazione dei prezzi.

SKANDIA rileva che l'art. 7 del Provvedimento 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 OICR non armonizzati. Stante, tale definizione, chiede se l'innalzamento del limite al 20% operi anche per i fondi armonizzati.

Precisazione accolta. L'articolo è stato modificato esplicitando che la norma si applica anche agli OICR armonizzati.