

Roma 15 marzo 2013

Prot. n. 32-13-000323

All.ti

Alle imprese di assicurazione  
e riassicurazione con sede legale nel  
territorio della Repubblica  
LORO SEDI

Alle Rappresentanze per l'Italia  
di imprese di assicurazione e  
riassicurazione con sede legale  
in uno Stato terzo rispetto allo  
Spazio Economico Europeo  
LORO SEDI

e p.c. All'Associazione Nazionale fra le  
Imprese assicuratrici  
Via della Frezza, 70  
00186 ROMA

Oggetto: raccomandazioni e chiarimenti in materia di politiche d'investimento, utilizzo di  
strumenti derivati e finanza strutturata

1. Questa Autorità è intervenuta con propria regolamentazione in materia di investimenti e di attivi a copertura delle riserve tecniche (da ultimo con l'emanazione del Regolamento n. 36 del 31 gennaio 2011 e successive modifiche ed integrazioni) richiedendo alle imprese di adottare politiche di investimento coerenti con il profilo di rischio delle passività detenute, adeguate in relazione alla complessiva attività svolta, alla tolleranza al rischio ed al livello di patrimonializzazione posseduto e corredate da idonei presidi di controllo che permettano di conoscere e valutare compiutamente, ad ogni livello aziendale, i rischi assunti.
2. In tale contesto il Provvedimento n. 2992 del 18 luglio 2012 ha introdotto ulteriori previsioni volte a rafforzare il sistema dei controlli interni e gestione dei rischi sugli investimenti in "*attivi complessi quali strumenti finanziari derivati, strutturati e OICR*" richiedendo alle imprese di :
  - i.* analizzare la rischiosità connessa ad attivi complessi anche attraverso l'analisi degli investimenti sottostanti gli strumenti finanziari utilizzati e dei gestori dei fondi;
  - ii.* limitare l'investimento ai soli attivi per i quali sia possibile identificare, misurare, monitorare e gestire i relativi rischi.

3. Con la presente lettera, l'Autorità intende richiamare l'attenzione delle imprese sulla corretta interpretazione della normativa vigente ed evidenziare ancora una volta ai vertici aziendali ed agli organi di amministrazione e controllo delle imprese l'importanza di una chiara comprensione dei rischi d'investimento assunti e dei presidi organizzativi e di controllo adottati, sottolineando in particolare la necessità di una prudente valutazione dei rischi connessi ai titoli obbligazionari strutturati, con specifico riferimento a quelli emessi da *Special Purpose Vehicle* (SPV).

Con riguardo a tali titoli, infatti, può accadere che i relativi flussi di cassa (sia in termini di entità, che di dinamica temporale) siano in qualche modo legati al merito di credito di soggetti diversi dal solo emittente, con conseguente sottoscrizione implicita da parte dell'impresa di derivati di credito, o di altra natura, senza che i relativi rischi siano adeguatamente mappati e gestiti.

Può anche accadere che la liquidità di tali investimenti sia limitata. La complessità e la scarsa standardizzazione del titolo, nonché la concentrazione delle emissioni presso società appartenenti ad un unico gruppo o comunque presso un numero molto contenuto di investitori, non consentono infatti lo sviluppo di un mercato secondario liquido e attivo, con conseguente diminuzione del grado di flessibilità del portafoglio titoli dell'impresa.

4. Al riguardo, si sottolinea che le obbligazioni emesse da SPV che implicitamente riproducono in tutto o in parte gli effetti economici di strumenti finanziari derivati sono da considerarsi titoli strutturati ai sensi della normativa di settore vigente.

Il citato Regolamento 36/2011, infatti, definendo gli strumenti derivati attraverso il richiamo al decreto legislativo 24 febbraio 1998, n. 58, include tra questi anche gli "strumenti derivati per il trasferimento del rischio di credito". Pertanto, qualsiasi strumento finanziario che comporti flussi di cassa (in termini di importo o di dinamica temporale) legati al merito di credito di soggetti diversi dall'emittente va qualificato, ai sensi della normativa di settore, come un prodotto strutturato e, come tale, soggetto alle relative prescrizioni, incluso l'obbligo di comunicazione periodica all'IVASS ex art. 35, comma 5, del citato Regolamento 36/2011.

5. In conseguenza di tale qualificazione, è da considerarsi applicabile quanto previsto dall'art. 8, comma 1, lettera j) del Regolamento 36/2011 in materia di politiche di impiego di strumenti finanziari derivati e prodotti strutturati, laddove si prevede che la delibera quadro dell'organo amministrativo deve specificarne le "*modalità operative e i limiti di utilizzazione, ivi incluso il livello di tolleranza ai rischi sulle posizioni assunte e sul complessivo portafoglio gestito, tenendo conto delle correlazioni esistenti tra gli strumenti medesimi e le attività/passività detenute*".

A questo proposito, è opportuno ribadire la necessità di un coinvolgimento sostanziale dell'organo amministrativo, in qualità di responsabile ultimo del sistema dei controlli interni e di gestione dei rischi, nelle scelte di investimento e nelle valutazioni dei rischi.

A tal fine, la definizione di adeguate modalità operative costituisce il presupposto per una corretta capacità di indirizzo strategico e di governo. Esse dovrebbero quindi prevedere almeno l'identificazione dell'elenco delle controparti con cui operare, sia direttamente, sia indirettamente, e la definizione del processo decisionale che la compagnia deve seguire per operare l'investimento, indicando ruoli e compiti delle

diverse unità operative coinvolte, qualificando ed allocando la responsabilità di valutazioni quali, ad esempio:

- la coerenza dello strumento finanziario con la normativa di riferimento e con la tolleranza al rischio definita, anche attraverso l'analisi della struttura legale dello strumento (*trigger event*, *early termination*, presenza di impegni, anche solo potenziali, non rappresentati nel contratto principale, etc.);
- il corretto trattamento contabile dell'investimento;
- la liquidità dello strumento finanziario;
- la qualità del portafoglio sottostante (con analisi di tipo “*look through*” delle posizioni sottostanti);
- la controparte utilizzata per concludere l'operazione;
- la qualità e le conclusioni delle analisi di *pricing* e di rischio utilizzate ai fini della valutazione;
- la qualità e la frequenza delle informazioni necessarie per la valutazione dello strumento finanziario durante la sua vita.

D'altronde, un'adeguata individuazione dei limiti di utilizzazione di tali strumenti finanziari richiede una chiara indicazione delle grandezze su cui misurare la tolleranza al rischio e la definizione, dal punto di vista quantitativo, dei relativi margini di operatività.

6. Va inoltre ricordato che, secondo la normativa vigente, i titoli strutturati sono ammessi a copertura delle riserve tecniche a condizione che sia previsto almeno il rimborso a scadenza del capitale investito (art. 17, comma 1, lettera A.1. e art. 23, comma 1, lettera A.1. del Regolamento 36).

Le imprese, pertanto, sono tenute a verificare l'ottemperanza a tale prescrizione valutando l'eventuale presenza di *early termination event* o *trigger event* che possano minare tale condizione.

7. Sotto il profilo contabile, si richiama l'attenzione sulle valutazioni da operare in sede di iscrizione dei relativi valori in bilancio: occorre infatti tener conto delle eventuali diminuzioni di valore, ivi incluse quelle derivanti dalle componenti derivate, determinate a seguito delle verifiche indipendenti sui prezzi di cui all'art. 10, comma 1, lett. a) del Regolamento n. 36. Ciò anche quando tali titoli sono classificati nel comparto ad utilizzo durevole e le diminuzioni di valore siano persistenti.
8. Infine, si sottolinea che le previsioni normative secondo cui “*gli attivi posti a copertura delle riserve tecniche sono di piena e libera proprietà dell'impresa nonché liberi da vincoli o gravami di qualsiasi natura*” (art. 28, comma 1, del Regolamento 36/2011) e il margine di solvibilità è rappresentato da elementi del “*patrimonio dell'impresa, liberi da qualsiasi impegno prevedibile*” (art. 2, comma 1, lett. H del Regolamento 19/2010) devono essere attentamente considerate in relazione agli effetti derivanti dalla collateralizzazione di contratti derivati: l'eventuale costituzione in garanzia di *cash* o di altri titoli determina l'inammissibilità di tali attivi a coprire le riserve tecniche ed a rappresentare il margine di solvibilità.

Le imprese pertanto sono tenute a valutare l'eventuale presenza di accordi di collateralizzazione dei contratti derivati conclusi dalla SPV al fine di verificare il rispetto della citata previsione.

\*\*\*

L'IVASS si attende che le funzioni aziendali di controllo pongano specifica attenzione affinché politiche sane e prudenti ispirino l'assunzione di posizioni sugli strumenti finanziari sopradescritti e che sia attuato un costante monitoraggio ed un coerente contenimento dei rischi.

Il Presidente