

# LA DISCIPLINA DEGLI INVESTIMENTI IN MATERIA ASSICURATIVA: QUADRO NORMATIVO E REGOLAMENTARE DI RIFERIMENTO.

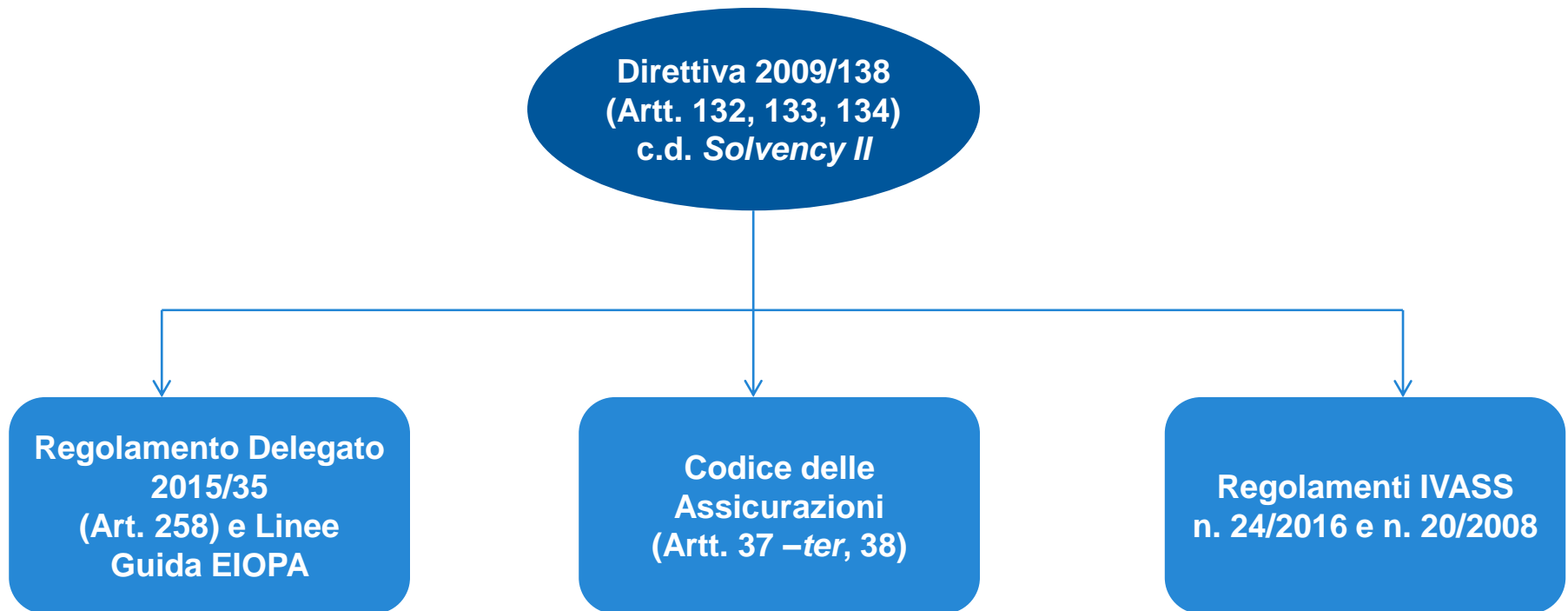


2 marzo 2017

*Avv. Francesco Cerasi*  
*Partner*  
*DLA Piper Studio Legale Tributario Associato*

# La disciplina degli investimenti in materia assicurativa: quadro normativo e regolamentare di riferimento

- La regolamentazione degli investimenti in materia assicurativa trova la sua fonte in disposizioni di legge (anche di natura sovranazionale) e regolamenti che compongono un quadro piuttosto articolato sintetizzabile come segue:



# La disciplina degli investimenti nelle fonti di diritto europeo: Direttiva Solvency II

- Nella Direttiva Solvency II le disposizioni in materia di investimenti concernono aspetti comuni ai tre pilastri:

## Solvency II: Aree di impatto della disciplina degli investimenti

### PILASTRO I Valutazione delle attività, passività e capitale

Valutazione degli Attivi

Riserve tecniche

Elementi costitutivi

Requisiti di capitale

### PILASTRO II Regole di vigilanza

Poteri e procedure di vigilanza

Corporate Governance

Controllo interno

Risk management

### PILASTRO III Requisiti di informativa

Obblighi informativi nei confronti della Vigilanza

Obblighi informativi nei confronti del mercato

# La disciplina degli investimenti nelle fonti di diritto europeo: Direttiva Solvency II (segue)

## La disciplina degli investimenti per il Primo Pilastro

- La normativa del c.d. primo pilastro ha come obiettivo primario quello di assicurare che le compagnie di assicurazione siano solvibili in senso stretto. Come noto, è possibile affermare che un'impresa è solvibile qualora, oltre a quantificare prudentemente le riserve tecniche, ponga in essere una politica degli investimenti che tenga conto delle necessarie interrelazioni fra impegni tecnici e attività a copertura. È poi necessario che l'impresa costituisca una "riserva aggiuntiva" destinata a coprire eventuali impegni eccedenti quelli già prevedibili.
- La disciplina degli investimenti ha un notevole impatto sul primo pilastro di Solvency II in quanto **il requisito patrimoniale di solvibilità (SCR) è strettamente commisurato ai rischi assunti dall'impresa mediante l'attività di investimento.**
- A tal riguardo, il sistema Solvency II fornisce una valutazione dei rischi tipici del settore assicurativo e, conseguentemente, armonizza i requisiti patrimoniali per la loro copertura. In particolare, le "*linee di business*" individuate sono quelle relative alle polizze vita, alle polizze non-vita (danni/responsabilità/proprietà), agli affari finanziari e pensioni occupazionali; mentre i rischi individuati, di cui si prescrive la copertura, sono il rischio di credito, il rischio di mercato ed il rischio operativo.

# La disciplina degli investimenti nelle fonti di diritto europeo: Direttiva Solvency II (segue)

## La disciplina degli investimenti per il Secondo Pilastro

- Il secondo pilastro della Direttiva è dedicato alle misure volte a verificare la concreta operatività del sistema di solvibilità delineato dal primo pilastro. Questo controllo viene definito secondo due diverse direttrici: *i)* il controllo operato dalla stessa compagnia, a cui è dedicata la disciplina in materia di *governance*, *risk management* e controlli interni; *ii)* e il controllo esterno realizzato dall'Autorità di Vigilanza, finalizzato a valutare congiuntamente il profilo di rischio della compagnia, l'adeguatezza delle risorse finanziarie e il suo comportamento prudentiale.
- Con riferimento ai principi generali e al sistema di gestione dei rischi relativi alla disciplina degli investimenti, a differenza di quanto avveniva nel previgente regime, dove erano previsti espressamente le categorie di investimenti ammessi, nonché limiti massimi agli investimenti, *Solvency II* ha attribuito alle imprese un maggiore grado di autonomia nella scelta degli investimenti degli attivi.

# La disciplina degli investimenti nelle fonti di diritto europeo: Direttiva Solvency II (segue)

## La disciplina degli investimenti per il Secondo Pilastro

- In particolare:
  - L'articolo 133 della Direttiva ha introdotto il principio della libertà di investimento secondo cui *“gli Stati membri non impongono alle imprese di assicurazione e di riassicurazione di investire in determinate categorie di attività”*.
  - L'art. 134 della Direttiva prevede altresì che gli *“Stati membri non esigono che le attività detenute a copertura delle riserve tecniche... siano localizzate all'interno della Comunità o in un determinato Stato membro”*.
  - Dall'altra parte l'art. 132 della Direttiva ha introdotto il principio della persona prudente, in virtù del quale *“gli Stati membri garantiscono che le imprese di assicurazione e di riassicurazione investano tutte le loro attività conformemente al principio della persona prudente”*.

# La disciplina degli investimenti nelle fonti di diritto europeo: Direttiva Solvency II (segue)

## La disciplina degli investimenti per il Secondo Pilastro

- Affinché le scelte di investimento delle compagnie possano dirsi conformi al principio della persona prudente, dovranno, *inter alia*, assicurare che: i) l'impresa possa identificare, gestire e segnalare adeguatamente i rischi degli investimenti; ii) sia garantita «la sicurezza, la qualità, la liquidità e la redditività» degli investimenti; iii) gli investimenti siano adeguatamente diversificati in modo da evitare l'eccessiva concentrazione dei rischi.
- Da ultimo l'art. 44 della Direttiva prevede che il sistema di gestione e monitoraggio dei rischi posto in essere dall'impresa copra anche i rischi derivanti dall'attività di investimento, in particolare con riferimento all'impegno in strumenti derivati e impegni simili.

# La disciplina degli investimenti nelle fonti di diritto europeo: Direttiva Solvency II (segue)

## La disciplina degli investimenti per il Terzo Pilastro

- Il terzo pilastro concerne l' informativa all'Autorità di Vigilanza (*supervisory reporting*) e quella prestata in favore del mercato (*public disclosure*). In sintesi, per quanto riguarda l' informativa al mercato, è previsto l'obbligo a carico delle imprese di pubblicare una relazione annuale sulla loro solvibilità e condizione finanziaria, i cui contenuti specifici sono previsti dalla normativa primaria e dalle relative misure di attuazione.
- La disciplina dell' informativa al mercato risulta notevolmente rafforzata ed uniformata nei contenuti a livello europeo. L'obiettivo è favorire da un lato la confrontabilità delle risultanze e, dall'altro, permettere al mercato di disporre di maggiori e più dettagliate informazioni utili a valutare il livello di solvibilità e l'esposizione ai rischi delle compagnie.



# La disciplina degli investimenti nelle fonti di diritto europeo: Direttiva Solvency II (segue)

## La disciplina degli investimenti per il Terzo Pilastro

- Con specifico riferimento all'attività di investimento, le imprese sono tenute a comunicare al mercato e alle Autorità di Vigilanza le informazioni qualitative e quantitative qui di seguito riportate:



### Solvency and Financial Condition Report (SFCR)

Relazione relativa alla solvibilità e alla condizione finanziaria. Destinata al pubblico e al mercato.



### Regular Supervisory Report (RSR)

Relazione da fornire a fini di vigilanza. Documento riservato e destinato in modo specifico all'Autorità di vigilanza.



### Quantitative Reporting Templates

Modulistica contenente dati di tipo quantitativo. Moduli armonizzati a livello europeo con finalità analoga ai modelli di bilancio e ai moduli di vigilanza.

# La disciplina degli investimenti nelle fonti di diritto europeo: Regolamento Delegato n. 2015/35

- Il Regolamento Delegato n. 2015/35 della Commissione del 10 ottobre 2014 che integra la Direttiva Solvency II prevede all'art. 260 l'obbligo per le compagnie di dotarsi di politiche sulla gestione del rischio di investimento che presentino il seguente contenuto minimo:

## Contenuto della Politica sulla gestione del rischio di investimento

Individuazione dei provvedimenti che le imprese devono adottare per garantire che gli investimenti effettuati siano conformi al principio della persona prudente.

Provvedimenti che le imprese devono adottare per garantire che gli investimenti effettuati tengano conto della natura dell'attività dell'impresa, dei suoi limiti di tolleranza al rischio approvati, della sua posizione di solvibilità e della sua esposizione al rischio a lungo termine.

Procedure per le valutazioni interne del rischio di credito delle controparti degli investimenti, incluso se le controparti sono amministrazioni centrali.

Definizione degli Obiettivi e della strategia sottesi all'uso di derivati o altri strumenti finanziari simili e al modo in cui essi facilitano l'efficace gestione del portafoglio, nonché le procedure per la valutazione e i principi di gestione dei rischi loro applicabili.

Definizione di limiti quantitativi interni sulle attività e sulle esposizioni, comprese quelle fuori bilancio, laddove appropriato per garantire un'efficace gestione.

# La disciplina degli investimenti nelle fonti di diritto europeo: Linee Guida EIOPA

- L'EIOPA (*European Insurance and Occupational Pensions Authority*) ha emanato degli orientamenti indirizzati alle autorità di vigilanza in merito ai comportamenti da adottare nell'applicazione della Direttiva Solvency II.
- Con specifico riferimento alla disciplina degli investimenti, l'Orientamento 25 rubricato "*Politica di gestione del rischio di investimento*" prevede che: "*Nella sua politica di gestione dei rischi l'impresa dovrebbe comprendere, in relazione agli investimenti, almeno le informazioni seguenti:*
  - a) *il livello di sicurezza, qualità, liquidità, redditività e disponibilità che l'impresa intende conseguire per quanto riguarda l'intero portafoglio di attività e il modo in cui intende conseguirlo;*
  - b) *i suoi limiti quantitativi per le attività e le esposizioni, comprese le esposizioni fuori bilancio, che devono essere stabiliti per contribuire a garantire che l'impresa consegua l'auspicato livello di sicurezza, qualità, liquidità, redditività e disponibilità del portafoglio;*
  - c) *il livello di disponibilità che l'impresa intende conseguire per quanto riguarda l'intero portafoglio di attività e il modo in cui intende conseguirlo;*
  - d) *la considerazione del contesto del mercato finanziario;*
  - e) *le condizioni alle quali l'impresa può impegnare o prestare attività;*

# La disciplina degli investimenti nelle fonti di diritto europeo: Linee Guida EIOPA (segue)

*f) il legame tra i rischi di mercato e altri rischi in scenari avversi;*

*g) la procedura per una valutazione e verifica corrette degli investimenti;*

*e) le procedure per il monitoraggio dei risultati degli investimenti e il riesame della politica, ove necessario;*

*h) le modalità di selezione delle attività nel migliore interesse degli assicurati e dei beneficiari."*

- Del pari, l'Orientamento 27, richiamando il principio della "persona prudente" sancito dalla Direttiva Solvency II, in merito alla gestione del rischio di investimento, stabilisce che:

*a) "L'impresa non dovrebbe dipendere esclusivamente dalle informazioni fornite da terzi, quali istituzioni finanziarie, gestori di capitali e organismi di valutazione dell'affidabilità. In particolare l'impresa dovrebbe definire la propria serie di principali indicatori del rischio secondo la propria politica di gestione dei rischi d'investimento e strategia d'impresa.*

*b) Adottando le proprie decisioni in materia di investimenti, l'impresa dovrebbe tener conto dei rischi correlati agli investimenti senza affidarsi soltanto al fatto che il rischio sia correttamente considerato nei requisiti patrimoniali".*

# La disciplina degli investimenti nelle fonti di diritto europeo: Linee Guida EIOPA (segue)

- Da ultimo, con l'Orientamento n. 28, l'Autorità ha specificato che l'impresa, prima di compiere qualsiasi investimento o attività di investimento di natura non ricorrente, *"dovrebbe effettuare una valutazione di almeno:*
  - a) *la propria capacità di eseguire e gestire l'investimento o l'attività di investimento;*
  - b) *i rischi specificamente correlati all'investimento o all'attività di investimento e l'impatto dell'investimento o dell'attività di investimento sul profilo di rischio dell'impresa;*
  - c) *la coerenza dell'investimento o dell'attività di investimento con l'interesse dei beneficiari e degli assicurati, le restrizioni della responsabilità fissate dall'impresa e una gestione efficiente del portafoglio;*
  - d) *l'impatto dell'investimento o dell'attività di investimento in questione sulla qualità, sicurezza, liquidità, redditività e disponibilità dell'intero portafoglio.*
- *L'impresa dovrebbe disporre di procedure che prevedono, qualora l'investimento o l'attività di investimento comporti un rischio significativo o un cambiamento del profilo di rischio, che la funzione di gestione dei rischi dell'impresa comunichi tale rischio o tale cambiamento del profilo di rischio all'organo amministrativo, direttivo o di vigilanza (OADV) dell'impresa".*

# La disciplina degli investimenti nelle fonti nazionali: Codice delle Assicurazioni

- I principi dettati in materia di investimenti dalle fonti sovranazionali sono stati recepiti, per effetto del Decreto Legislativo 12 maggio 2015 n. 74, nei Capi II-*bis* (Principi generali in materia di investimenti) e III (Attivi a copertura delle riserve tecniche) del Codice delle Assicurazioni.
- In particolare, in ossequio al principio della "persona prudente", l'art. 37-*ter* prevede che *“l'impresa investe tutti gli attivi, inclusi quelli che coprono il Requisito Patrimoniale Minimo e il Requisito Patrimoniale di Solvibilità, conformemente al principio della persona prudente [...] L'impresa investe tutti gli attivi:*
  - a) *in attività e strumenti dei quali possa identificare, misurare, monitorare, gestire, controllare e segnalare adeguatamente i rischi, e ne tiene opportunamente conto nella valutazione del fabbisogno di solvibilità globale...*
  - b) *in modo tale da garantire la sicurezza, la qualità, la liquidità e la redditività del portafoglio nel suo complesso;*
  - c) *localizzando le attività secondo criteri tali da assicurare la loro disponibilità.*

# La disciplina degli investimenti nelle fonti nazionali: Codice delle Assicurazioni (segue)

- *L'impresa, in ogni caso, investe gli attivi assicurando che:*
  - a) *gli investimenti in strumenti finanziari derivati contribuiscano ad una riduzione dei rischi o agevolino un'efficace gestione del portafoglio;*
  - b) *gli investimenti in attività non ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato siano mantenuti in ogni caso a livelli prudenziali;*
  - c) *gli investimenti siano adeguatamente diversificati in modo da evitare un'eccessiva dipendenza da una particolare attività, un particolare emittente o gruppo di imprese o una particolare area geografica, nonché l'accumulazione eccessiva di rischi nel portafoglio nel suo insieme;* d) *gli investimenti in attività di uno stesso emittente o di emittenti appartenenti allo stesso gruppo non determinino un'eccessiva concentrazione di rischi.*

# La disciplina degli investimenti nelle fonti nazionali: Codice delle Assicurazioni (segue)

- *L'impresa può localizzare gli attivi anche al di fuori del territorio della Repubblica o degli Stati membri, nel rispetto del principio di cui al comma 2, lettera c).*
- *A sua volta l'art. 38 (Copertura delle riserve tecniche) del CAP prevede che: "Le riserve tecniche sono coperte con attivi di proprietà dell'impresa; 1-bis. L'impresa investe gli attivi a copertura delle riserve tecniche in modo adeguato alla natura dei rischi e delle obbligazioni assunte e alla durata delle passività e nel migliore interesse dei contraenti, degli assicurati, dei beneficiari e degli aventi diritto a prestazioni assicurative, tenendo conto degli obiettivi strategici resi noti dall'impresa; 1-ter...2. Gli attivi di cui al comma 1-bis possono includere anche i finanziamenti concessi nei confronti di soggetti diversi dalle persone fisiche e dalle microimprese... In tal caso l'IVASS stabilisce condizioni e limiti operativi..."*



# La disciplina degli investimenti nelle fonti nazionali: Regolamento IVASS n. 24/2016

- Il 7 giugno 2016 l'IVASS ha pubblicato il Regolamento n. 24/2016 in materia di investimenti e di attivi a copertura delle riserve tecniche, che abroga il Regolamento Isvap n. 36/2011.
- Rispetto al precedente Regolamento n. 36, scompaiono nell'attuale Regolamento n. 24 - salvo alcune minime eccezioni - tanto le macro-classi di attivi nei quali è consentito alle imprese investire, quanto i limiti di investimento in ciascuna di esse, in ossequio alle previsioni dettate in materia dalla Solvency II, la quale, come si è avuto modo di vedere, ha introdotto il principio della libertà di investimento, e richiede alle imprese di effettuare, in virtù del principio della "persona prudente", una valutazione dei rischi e, in base a questi, di individuare il proprio fabbisogno in termini di investimenti e di riserve.
- Tuttavia, come si accennava, nel Regolamento n. 24 rimangono alcune limitazioni alla libertà di investimento e, in particolare, rispetto ai finanziamenti diretti, ai prodotti strutturati e ai derivati, per i quali, alla stregua del precedente Regolamento n. 36, è richiesto alle imprese di contenere l'investimento entro determinate soglie (come nel caso dei finanziamenti diretti) ovvero di valutarlo con estrema prudenza (come accade nel caso dei prodotti strutturati e dei derivati).

# La disciplina degli investimenti nelle fonti nazionali: Regolamento IVASS n. 24/2016 (segue)

- Rimane altresì, rispetto al precedente Regolamento 36, il divieto di considerare i "finanziamenti soci" tra gli attivi ammissibili a copertura delle riserve.
- A tal riguardo, la definizione di tale tipologia di attivi così come formulata nel Regolamento n. 24 risulta essere poco chiara. Infatti, mentre emerge *ictu oculi* la volontà di escludere dagli attivi ammissibili a copertura i finanziamenti effettuati nei confronti di soggetti giuridici costituiti in forma societaria nei quali le imprese detengono una partecipazione diretta superiore al 20% o sui quali comunque esercitano un'influenza notevole (ex art. 2359 del codice civile), nulla viene specificato rispetto ai casi in cui il finanziamento sia eseguito nei confronti di soggetti privi di personalità giuridica (quali ad esempio, i fondi).
- A tal proposito, con riferimento al tema dei fondi, il Regolamento n. 24 qualifica come attivi cosiddetti "complessi", non solo i FIA (*i.e.* i fondi alternativi di investimento), ma, più in generale, tutti i fondi, compresi gli OICR (*i.e.* Organismi di Investimento Collettivo del Risparmio).

# La disciplina degli investimenti nelle fonti nazionali: Regolamento IVASS n. 24/2016 (segue)

- Poiché la normativa di riferimento richiede alle imprese un costante monitoraggio del rischio cui le espongono gli investimenti in attivi complessi, in dottrina alcuni autori si sono chiesti se la suddetta estensione della definizione di attivo complesso a qualsiasi categoria di fondi possa rendere nel concreto più difficile l'investimento in parola.
- Si tratta di una questione non di poco conto se si tiene a mente che tutto il comparto delle polizze vita a contenuto finanziario sotto forma di polizze cosiddette *unit linked*, si basa di fatto sull'investimento in tale tipologie di attivi.

# La disciplina degli investimenti nelle fonti nazionali: Regolamento IVASS n. 24/2016 (segue)

- Tuttavia, in ogni caso, appare chiara l'intenzione dell'Autorità di Vigilanza di mantenere un certo grado di controllo sulla capacità di *self-assessment* delle imprese in merito ai propri fabbisogni rispetto ai rischi assunti: infatti, all'articolo 9 del Regolamento n. 24 l'IVASS impone alle imprese di comunicare all'Autorità di Vigilanza, nei quindici giorni successivi alla sua adozione, la delibera in materia di investimenti, mentre il successivo articolo 28 lascia all'IVASS il potere di intervenire, inibendone l'impiego, qualora accerti che gli attivi liberamente scelti dall'impresa a copertura delle riserve tecniche non siano tuttavia idonei ovvero che nella relativa scelta sia stato violato il principio della "persona prudente".
- Tale approccio da parte dell'Autorità di Vigilanza, sebbene sia stato e sia tuttora al centro di numerose critiche da parte di autorevole dottrina, potrebbe in realtà rivelarsi fondamentale in un momento di assoluta incertezza finanziaria come si presenta quello attuale, soprattutto a seguito della *Brexit*.

# La disciplina degli investimenti nelle fonti nazionali: Regolamento IVASS n. 20/2008

- Il Regolamento IVASS n. 20/2008 prevede all'art. 18 che il sistema di gestione dei rischi di cui si dota l'impresa comprenda le strategie, i processi, le procedure anche di reportistica necessarie per individuare, misurare, valutare, monitorare, gestire e segnalare con continuità i rischi attuali e prospettici a livello individuale ed aggregato cui l'impresa è o potrebbe essere esposta e le relative interdipendenze.
- In particolare, si specifica che *“la politica di gestione dei rischi considera altresì il rischio derivante dagli investimenti, ivi incluso quello di liquidità, tenuto conto del cd. prudent person principle che... è alla base delle scelte degli investimenti dell'impresa”*.

# La disciplina degli investimenti nelle fonti nazionali: Regolamento IVASS n. 20/2008 (segue)

- Ai sensi del Regolamento n. 20 i soggetti coinvolti nell'attività di valutazione e monitoraggio degli investimenti sono l'organo amministrativo, l'alta direzione, la funzione di risk management e da ultimo, la funzione di compliance.



# La disciplina degli investimenti nelle fonti nazionali: Regolamento IVASS n. 20/2008 (segue)

- In particolare, l'organo amministrativo:
  - a) definisce le politiche di investimento e richiede che i sistemi impiegati forniscano accurate e tempestive analisi sulle esposizioni al rischio derivanti dalle scelte di investimento, avuto riguardo, in particolare, a : derivati e strumenti finanziari con caratteristiche o effetti analoghi; finanziamenti diretti, cartolarizzazioni, attività di investimento occasionali qualora comportino un rischio significativo ovvero un cambiamento del profilo di rischio; altri attivi complessi;
  - b) richiede di essere informato con cadenza periodica in base alla complessità del portafoglio, sulle esposizioni e sui rischi degli investimenti e che gli siano riferite con tempestività le criticità più significative.

# La disciplina degli investimenti nelle fonti nazionali: Regolamento IVASS n. 20/2008 (segue)

- L'alta direzione:
  - a) è responsabile dell'attuazione, del mantenimento e del monitoraggio delle politiche di gestione degli investimenti elaborate dall'organo amministrativo;
  - b) stabilisce, anche con il contributo della funzione dei rischi, la reportistica su materie attinenti all'area finanza da impiegare per le comunicazioni periodiche all'organo amministrativo e per quelle da inviare alle unità organizzative interessate.
- La funzione di risk management *“concorre alla definizione della politica di gestione del rischio e definisce i criteri e le metodologie di misurazione”* (art. 21, Reg. 20).
- Infine, la funzione di compliance predispone adeguati flussi informativi diretti agli organi sociali (art. 23, Reg. 20).



# Conclusioni

- Dal quadro normativo e regolamentare appena descritto emergono alcune indicazioni fondamentali: le imprese sono libere di scegliere gli investimenti che ritengono coerenti con il proprio profilo e la propria propensione al rischio seppur nel rispetto del principio della "persona prudente"; il principio della persona prudente impone di verificare tanto nella fase di scelta quanto successivamente il rispetto dei requisiti di redditività, sicurezza, liquidità, qualità degli investimenti effettuati; per fare ciò è necessario che l'impresa si doti di sistemi di valutazione ed analisi dei rischi connessi agli investimenti in grado di fornire informazioni puntuali e di qualità elevata.
- Nell'attuale sistema, in cui scompaiono - salvo alcune eccezioni - i requisiti quantitativi e le categorie di investimenti ammissibili previsti in precedenza dal Regolamento IVASS n. 36, la qualità degli investimenti medesimi e delle informazioni diviene un elemento essenziale per poterne comprendere la rischiosità.
- Quanto più elevata sarà la capacità dell'impresa di dotarsi di strumenti per una valutazione puntuale dei rischi connessi agli investimenti, tanto più elevata sarà la possibilità di sfruttare la flessibilità offerta dal nuovo contesto normativo.



***Grazie per l'attenzione***

**Avv. Francesco Cerasi**

Partner

**T** +3906688801

**F** +390668880201

**M** +393355994869

**E** [francesco.cerasi@dlapiper.com](mailto:francesco.cerasi@dlapiper.com)

**DLA Piper Italy**

Via dei Due Macelli, 66

00187 Rome

Italy

[www.dlapiper.com](http://www.dlapiper.com)

