

**Documento di consultazione n. 2/2024**

**SCHEMA DI REGOLAMENTO IVASS RECANTE DISPOSIZIONI IN MATERIA DI CONTRATTI DI ASSICURAZIONE DI CUI ALL'ARTICOLO 41, COMMI 1 E 2 DEL DECRETO LEGISLATIVO 7 SETTEMBRE 2005, N. 209 – RECANTE IL CODICE DELLE ASSICURAZIONI PRIVATE – E SUCCESSIVE MODIFICAZIONI E INTEGRAZIONI.**

**Legenda**

**Nella riga "Commentatore" i singoli soggetti dovranno inserire la loro denominazione (anche in forma abbreviata).**

**Nella riga "Osservazioni generali" i singoli soggetti potranno inserire commenti di carattere generale.**

**Nelle colonne "Articolo", "Comma" e "Lettera" andranno inseriti, rispettivamente, l'articolo, il comma e la lettera cui si riferisce l'osservazione e la proposta di modifica.**

**Nella colonna "Osservazioni e proposte" andranno inserite le osservazioni specifiche e le proposte di modifica.**

<b>Commentatore</b>	AIFI – Associazione Italiana del Private Equity, Venture Capital e Private Debt
<b>Osservazioni generali</b>	<p>In prima battuta AIFI intende esprimere apprezzamento per la decisione dell'Istituto di aggiornare le disposizioni in materia di contratti di assicurazione, così da tener conto dell'evoluzione normativa di cui sono state destinatarie le diverse tipologie di attivi a cui possono essere collegate le prestazioni di tali contratti. Ulteriormente apprezzato l'aver voluto tener conto, in occasione di tale revisione, di talune osservazioni già pervenute in occasione della precedente consultazione (Cfr. Consultazione n. 3/2022). Il novellato impianto normativo appare certamente più coerente con le evoluzioni di mercato e le esigenze di imprese e risparmiatori, soprattutto dal punto di vista di composizione degli attivi e della possibilità di accesso a contratti con una composizione che possa ricomprendere anche attivi che per caratteristiche degli investimenti sottostanti e della strategia di investimento sono definiti illiquidi. In tal senso, rappresenta una scelta di rilevante interesse, nella prospettiva di codesta Associazione, l'introduzione del Capo IV – bis.</p> <p>Tuttavia, si ritiene opportuno richiamare l'attenzione dell'Istituto rispetto a talune scelte operate nel nuovo testo del Regolamento posto in consultazione, affinché possa realizzarsi ancor più efficacemente l'obiettivo di valorizzare le caratteristiche degli attivi sottostanti e la coerenza con le disposizioni normative più attigue (tra cui, certamente, il Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio).</p>

A proposito, con particolare riferimento alla Sezione IV - bis di nuova introduzione, diversamente da quanto espresso nella Relazione di presentazione (cfr. par. B), punto 1), non appare che si sia compiutamente tenuto conto dell'ampliamento delle possibilità di accesso ai FIA chiusi riservati da parte della clientela *retail* attuata con il DM 13 gennaio 2022, n. 19 che ha modificato il DM 30/2015 così consentendo a tale categoria di investitori di sottoscrivere i suddetti FIA anche per un importo iniziale inferiore a 500 mila Euro, purché non inferiore a 100 mila Euro, laddove l'investimento sia effettuato a valle di raccomandazioni personalizzate formulate da intermediari autorizzati.

Inoltre, nel consentire l'investimento da parte dei fondi interni nei FIA chiusi risultano trascurate anche caratteristiche peculiari di tale categoria di attivi che, se non opportunamente considerate, rischiano di rendere inefficace la proposta normativa. In tal senso, il richiamo operato dall'articolo 21, comma 3 all'articolo 20 (Strumenti finanziari non quotati), finisce con condizionare l'eleggibilità dei FIA chiusi a circostanze non agevolmente declinabili rispetto a tale categoria di attivi: il concetto di *negoziabilità*, ad esempio, appare dissonante con la natura stessa dei FIA chiusi, considerato che, per loro stessa natura, stabiliscono limitate possibilità di ingresso e uscita e manca, allo stato, un mercato secondario di tali OICR.

**Si chiede pertanto di voler riconsiderare la formulazione delle disposizioni inerenti l'investimento in FIA chiusi da parte dei fondi interni, al fine di tenere maggiormente conto delle relative caratteristiche in termini di funzionamento, commercializzazione e valorizzazione al fine di non rendere difficoltosa, o addirittura inefficace, la prospettata azione legislativa.**

Articolo	Comma	Lettera	Osservazioni e proposte
6	1,2		Rispetto al documento posto in consultazione nel 2022, l'attuale versione dello Schema di Regolamento propone, correttamente, la sostituzione del sostantivo "polizza" - che, come noto, fa riferimento ad un documento con valenza meramente probatoria - con il termine "contratto", sebbene non in modo organico all'interno dello Schema. Si richiama, quindi, la necessità di modificare di conseguenza sia la rubrica e il contenuto dell'art. 6, sia gli articoli dello Schema che ancora citano la "polizza" (p.es, art. 1, comma 1, p); definizione di "polizza con finalità previdenziale"; art. 29; art. 32; etc.).

16, 20	1		<p>Rispetto ai contratti <i>unit linked</i> collegati a fondi interni assicurativi, codesto Istituto ha rappresentato, nella Relazione di presentazione dello Schema di Regolamento, l'obiettivo di assicurare la massima coerenza con le previsioni dettate nella Sezione II, Capitolo III, Titolo V del Regolamento sulla Gestione Collettiva del Risparmio, previsioni su cui sono imperniati i contratti <i>linked</i> con prestazioni collegate a OICVM esterni.</p> <p>Sulla scorta di tale assunto, non si comprende la ragione per cui – rispetto all'investimento degli attivi di fondi interni in strumenti finanziari quotati (art. 16) e in strumenti finanziari non quotati (art. 20) – è stato inserito l'ulteriore requisito in forza del quale <i>"la perdita potenziale che il fondo può sostenere in relazione alla detenzione di tali strumenti sia limitata all'importo per loro pagato"</i>. Si chiede di chiarire la <i>ratio</i> sottesa all'introduzione di tale requisito e il relativo significato, nonché in merito alla scelta di prevederlo esclusivamente rispetto ai contratti <i>linked</i> collegati ai fondi interni, in evidente distonia con il dichiarato obiettivo di massima coerenza tra le due discipline.</p> <p>In particolare, si chiede di confermare che la frase <i>"...importo per loro pagato"</i> faccia riferimento al <i>commitment</i>, cioè all'impegno al versamento da parte del fondo per sottoscrivere le quote del FIA.</p>
10, 33			<p>Si esprime apprezzamento per la scelta adottata da codesto Istituto di rivedere l'approccio originariamente adottato in occasione della precedente consultazione del 2022 in materia di commissioni di gestione in caso di fondi che investono in OICR collegati, anche in virtù delle specificità che connotano la gestione dei fondi interni che investono in tali tipologie di OICR. In tal modo viene altresì preservata l'omogeneità della regolamentazione in tema di commissioni di gestione in caso di fondi interni ed esterni al gruppo.</p>
21	2	c)	<p>La disposizione in commento prevede che il patrimonio del fondo interno possa essere investito in FIA aperti non riservati a condizione che, tra le altre, la relativa disciplina assicuri un livello di protezione per l'investitore analogo a quello garantito dagli OICVM. A riguardo, ci si chiede come vada, in concreto, accertata l'equivalenza del livello di protezione, avuto riguardo ai profili citati dal comma in commento.</p>
21	3		<p>Per quanto riguarda l'investimento del fondo interno in quote di FIA chiusi non quotati, si rinvia, nella disposizione in commento, alle condizioni di cui all'articolo 20, relative agli strumenti finanziari non quotati in genere. Questo rinvio, tuttavia, poco si attaglia alle particolari caratteristiche dei FIA non quotati. Infatti,</p>

		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ alla lettera a) dell'articolo 20, comma 1, si prevede che gli strumenti finanziari non quotati debbano essere, tra le altre cose, "negoziabili"; nel caso di quote / azioni di FIA chiusi, tuttavia, al massimo se ne potrà esigere l'astratta cedibilità, peraltro anche potenzialmente subordinata al consenso del relativo GEFIA (quasi sempre è così). E in ogni caso, anche là dove la cedibilità fosse esclusa, l'eventuale possibilità di rimborso delle quote / azioni con una certa periodicità ed entro certi limiti (come nel caso dei FIA semi-aperti quali sono gli <i>evergreen</i>) dovrebbe comunque essere ritenuta idonea a sopperirvi, offrendo almeno un'astratta possibilità di liquidazione;</li> <li>▪ alla lettera b) dell'articolo 20, comma 1, si richiede una "<i>valutazione affidabile</i> [dello strumento finanziario non quotato, ossia del FIA] <i>che presuppone una valutazione periodica basata sulle informazioni provenienti dall'emittente lo strumento finanziario o su analisi specializzate in materia di investimenti</i>". Il riferimento all' "emittente lo strumento finanziario" dev'essere gioco forza inteso, nel caso dello strumento-FIA, come il GEFIA o l'eventuale valutatore esterno del FIA, se nominato (ex art. 19, comma 4, lett. a) della Direttiva AIFM/GEFIA (2011/61/UE)). Sarebbe opportuno chiarirlo, a scanso di qualunque possibile fraintendimento;</li> <li>▪ alla lettera c) dell'articolo 20, comma 1, si richiede che siano disponibili "<i>informazioni appropriate che assicurino comunicazioni all'impresa regolari e accurate sullo strumento o, laddove rilevante, sul portafoglio di riferimento dello strumento medesimo</i>". Nel caso di un FIA e degli attivi nel suo portafoglio, occorrerebbe fornire se possibile indicazioni più specifiche sulle "<i>informazioni appropriate</i>" che le imprese dovranno avere a disposizione, soprattutto per quel che concerne gli attivi nel portafoglio del FIA. In particolare, si chiede di confermare che con "<i>informazioni appropriate</i>" si fa riferimento alle informazioni che i FIA sono tenuti a fornire ai propri investitori, sulla valutazione dei propri attivi, ai sensi dell'art. 19, comma 4, della Direttiva AIFM/GEFIA.</li> </ul> <p>In ogni caso, stante la necessità – come si vede – di inevitabili adattamenti per poter applicare i requisiti in questione (pensati per la generalità degli strumenti finanziari non quotati) ai FIA chiusi non quotati, sarebbe auspicabile ad avviso della scrivente Associazione che i requisiti per poter includere i FIA chiusi non quotati in un fondo interno fossero definiti in una norma <i>ad hoc</i>, ad essi dedicata, anziché rimandare all'articolo 20.</p>
--	--	---

			Inoltre, si chiede di prevedere che, per gli investimenti in FIA chiusi non quotati (art. 21, comma 3, lett. b)), non trovino applicazione le condizioni di cui all'articolo 20, comma 2.
29	1		Il riferimento all'art. 22, comma 3 contenuto nel presente articolo (come pure nell'art. 31-bis, comma 1, lett. a.), non è più pertinente, essendo tale comma 3 stato eliminato nel testo di Schema posto in consultazione rispetto a quello del 2022.
31-bis	1		<p>Tenuto conto della specificità dei prodotti di cui alla disposizione in commento e delle caratteristiche ed esigenze dei relativi contraenti (ossia, clienti persone fisiche con comprovata esperienza e competenza finanziaria e capienza patrimoniale), si ritiene che il limite del 40% attualmente previsto per gli strumenti finanziari non quotati debba essere incrementato.</p> <p>In particolare, l'Associazione invita l'Istituto a valutare la possibilità di non indicare un limite specifico, lasciando che siano le imprese, all'interno delle proprie strategie di investimento, a scegliere la migliore allocazione degli investimenti.</p>
31-bis	2	a)	<p>Le deroghe di cui al Capo IV-bis ai limiti di investimento altrimenti applicabili sono riservate ai contratti <i>linked</i> nei quali – oltre a dover ricorrere una serie di altre condizioni – si preveda un “<i>versamento di un premio iniziale non frazionabile e non inferiore a 500.000 euro</i>”.</p> <p>Sebbene nel documento di consultazione, Codesto Spett. Istituto dichiarò di aver voluto tenere in considerazione una serie di profili attinenti alla regolamentazione del settore assicurativo e del più ampio settore finanziario, tra cui la revisione della disciplina contenuta nel DM 30/2015 (con la quale sono stati modificati - in senso più permissivo - i criteri di ammissibilità che gli investitori <i>retail</i> devono soddisfare al fine di sottoscrivere FIA riservati italiani), la scelta di una soglia di ingresso di 500.000 euro non pare del tutto coerente con l'intenzione enunciata.</p> <p>Non si comprende, peraltro, la ragione per cui un investitore <i>retail</i> possa investire a questo punto in un FIA riservato (eventualmente anche chiuso e non quotato) un capitale anche di soli 100.000 euro (sia pure al ricorrere di determinate condizioni ulteriori) mentre allorché il medesimo FIA fosse inserito nel fondo interno di un contratto <i>linked</i> la soglia di ingresso dovrebbe essere quintuplicata, anziché essere – come ci si sarebbe attesi – identica; considerando oltretutto che, a scongiurare la commercializzazione di siffatti prodotti a clientela non avente le caratteristiche adatte,</p>

			<p>soccorrerebbero anche gli abituali presidi di <i>product governance</i> di cui all'articolo 30-decies del Codice delle Assicurazioni Private.</p> <p>Si auspica, pertanto, e proprio in nome di quel <i>level playing field</i> tra diversi ambiti finanziari che Codesta Spett.le IVASS dichiara di voler salvaguardare (v. pag. 5 del documento di consultazione) – così riducendo gli spazi di arbitraggio – che si possa allineare la soglia di ingresso nei contratti <i>linked</i> autorizzati a derogare ai limiti di investimento altrimenti vigenti (ora proposta in 500.000 euro) a quella valevole per l'investimento in FIA riservati da parte di clientela <i>retail</i>, ai sensi del DM 30/2015.</p> <p>Tale allineamento, inoltre, risulterebbe coerente con le iniziative legislative adottate dalle istituzioni comunitarie negli ultimi anni (a titolo di esempio, la revisione del Regolamento ELTIF e la Retail Investment Strategy) che vanno nella direzione di favorire un maggior coinvolgimento della clientela al dettaglio per rafforzare il mercato dei capitali europeo e, al contempo, ampliare l'offerta di prodotti di investimento per il comparto retail.</p>
31-bis	2	b)	<p>Se, da un lato, può ritenersi condivisibile prevedere, tra i requisiti degli strumenti finanziari in cui può essere investito il fondo interno, anche quello di un "<i>orizzonte temporale minimo di investimento coerente con il grado di illiquidità degli attivi</i>", dall'altro lato l'aspettativa della scrivente Associazione è che ogni valutazione in merito a tale coerenza sia rimessa al prudente apprezzamento dell'impresa.</p> <p>A riguardo, non si ritiene che tale test di coerenza possa essere effettuato avendo riguardo alla scadenza del titolo più illiquido (come suggerito da codesto Istituto), posto che tale informazione (i) può non ancora essere disponibile al momento del collocamento del prodotto presso il contraente e, soprattutto, (ii) è variabile nel tempo al variare del paniere di strumenti finanziari contenuti nel fondo interno.</p>
31-ter	2		<p>La norma in esame definisce le modalità con cui l'impresa è chiamata a presidiare e monitorare i rischi del fondo interno, in particolare il rischio di liquidità. Tuttavia, la scelta redazionale di richiamare nei tre punti che la compongono terminologie tra loro differenti ("condizioni di mercato critiche", "scenari più sfavorevoli", "situazioni di mercato eccezionale") rischia di ingenerare confusione sul fronte applicativo. Si propone, pertanto, di far riferimento, univocamente, a "<i>situazioni critiche (estreme, improbabili o sfavorevoli)</i>" in linea, tra l'altro, con la definizione di "Prove di stress di liquidità" di cui agli Orientamenti ESMA in materia di "Stress Test di liquidità negli OICVM e nei FIA". In relazione al punto b), si osserva ulteriormente che il monitoraggio della</p>

			liquidità dovrebbe essere ragionevolmente condotto a livello di portafoglio del fondo interno e non di singolo strumento finanziario sottostante, al fine di consentire all'impresa di valutare l'impatto di situazioni critiche sulle attività complessive del fondo, anche al fine della definizione delle necessarie misure di intervento.
31-ter	3		<p>Ai sensi di questa norma, il fondo interno non potrebbe essere investito <i>"in strumenti finanziari per i quali la valutazione sia determinata mediante tecniche basate su dati non osservabili sul mercato"</i>, il che pare evocare gli strumenti per la cui valutazione, ai sensi dei principi contabili IFRS, occorrono c.d. <i>"Level 3 inputs"</i>, ossia <i>"unobservable inputs for the asset"</i>, utilizzabili sempre secondo gli IFRS <i>"to measure fair value to the extent that relevant observable inputs are not available"</i>.</p> <p>Questa limitazione – se la si è intesa correttamente nel senso appena spiegato – parrebbe del tutto ingiustificata, e peraltro suscettibile di escludere in radice la possibilità per un fondo interno di investire in un novero vastissimo di FIA: proprio quelli, oltretutto, per cui l'inserimento in un fondo interno poteva offrire prospettive di rischio-rendimento, a tutto beneficio dei contraenti delle polizze, di assoluto interesse: FIA di <i>private equity</i>, FIA immobiliari, FIA di credito, tra gli altri.</p> <p>I FIA possono benissimo – come ad es. quelli delle tipologie appena indicate – investire in attivi per valutare i quali non sono oggettivamente disponibili (o quantomeno non sono sempre disponibili) dati di mercato; il che non significa, tuttavia, che le valutazioni effettuate – in conformità alla normativa vigente – non debbano essere ritenute nondimeno perfettamente attendibili.</p> <p>Com'è noto, ai sensi della Direttiva AIFM/GEFIA (art. 19, comma 2), le norme applicabili alla valutazione delle attività del FIA sono stabilite dalla legislazione del paese in cui il FIA è stabilito. Nel caso dei FIA italiani, vale il Regolamento della Banca d'Italia sulla Gestione Collettiva del Risparmio (Tit. V, Cap. 4, Sez. II, § 2), in base al quale, ad es.:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>▪ per quanto riguarda le partecipazioni del FIA in società non quotate, <i>"in mancanza di prezzi di riferimento espressi dal mercato"</i>, si possono applicare <i>"procedimenti di stima legati a una molteplicità di elementi"</i>, dovendosi porre tuttavia <i>"ogni attenzione affinché il valore di dette attività rifletta le condizioni economiche, patrimoniali e finanziarie delle imprese partecipate"</i>. Le disposizioni della Banca d'Italia non intendono, in proposito, prescrivere <i>"rigidi criteri uniformi"</i>, delimitando piuttosto <i>"con l'indicazione di una serie di criteri operativi, un'area all'interno della quale è scelto, secondo autonoma valutazione, il metodo considerato più appropriato"</i>;</li> </ul>

		<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ il valore corrente degli investimenti in immobili è determinato <i>"in base alle loro caratteristiche intrinseche ed estrinseche e tenendo conto della loro redditività"</i>, potendosi fare ricorso, tra le altre cose, anche a <i>"metodologie di tipo reddituale che tengano conto del reddito riveniente dai contratti di locazione e delle eventuali clausole di revisione del canone"</i>;</li> <li>▪ per quanto riguarda i crediti, i crediti <i>"sono valutati secondo il valore di presumibile realizzo"</i>, il quale è sì calcolato tenendo anche conto delle quotazioni di mercato, ma solo <i>"ove esistenti"</i>; e in mancanza tenendo invece conto <i>"delle caratteristiche dei crediti"</i>. Si può altresì tener conto, inoltre, <i>"di andamenti economici negativi relativi a particolari settori di operatività nonché a determinate aree geografiche"</i>; <i>"le relative svalutazioni possono essere determinate anche in modo forfaitario"</i>.</li> </ul> <p>La normativa vigente in materia di FIA, pertanto, come si vede, a fronte di un'esigenza non meno sentita – rispetto all'ambito delle polizze <i>unit linked</i> – di garantire una valutazione affidabile degli investimenti, fa riferimento a criteri valutativi non per forza basati su dati <i>"osservabili sul mercato"</i>, cosa semplicemente non possibile per tutte le categorie di FIA a cui si è fatto cenno.</p> <p>Si chiede, di conseguenza, di eliminare il requisito per cui il fondo interno non potrebbe investire in strumenti finanziari la cui valutazione sia determinata <i>"mediante tecniche basate su dati non osservabili sul mercato"</i>, optando semmai – mutuando quanto previsto per la valutazione dei FIA dal Regolamento EU 231/2013 (art. 67) – per un riferimento all'esigenza di <i>"un processo di valutazione solido, trasparente, completo e adeguatamente documentato"</i>, nonché di <i>"metodologie di valutazione eque, appropriate e trasparenti"</i>.</p>
38	2	<p>Si ritiene che un periodo di 12 mesi previsto per l'adeguamento dei fondi interni preesistenti alla nuova disciplina non rappresenti un periodo sufficientemente ampio per consentire alle imprese di adottare le necessarie deliberazioni interne funzionali alle modifiche dei regolamenti e delle politiche interne e, quindi, di rinegoziare di conseguenza con i gestori esterni i mandati di gestione. Si chiede di incrementare tale termine a 18 mesi.</p>