



In sintesi

Nel mese di giugno sono proseguite le attività per la finalizzazione del testo della **Direttiva Solvency II**, nonché i lavori sulle **misure di secondo livello**; EIOPA ha pianificato il processo di consultazione sugli elementi del quadro normativo per cui la Commissione ha richiesto il suo parere tecnico.

Tra le **nuove consultazioni** EIOPA si segnalano quelle sull'attuazione del **principio di proporzionalità in Solvency II** e sul **trattamento prudenziale delle esposizioni dirette verso controparti centrali qualificate**.

Tra i **nuovi report** e le **altre pubblicazioni** si rilevano: i) il **parere EIOPA sulla vigilanza delle assicurazioni captive**; ii) il **Risk Dashboard EIOPA relativo al primo trimestre del 2024**.

L'**approfondimento** illustra il **Position Paper ANIA sulla calibrazione della Risk Correction del Volatility Adjustment**.

Indice

Le principali novità

- *Review Solvency II: Recenti sviluppi*

Nuove consultazioni

- *EIOPA: Consultazione sulle regole di proporzionalità in Solvency II*
- *EIOPA: Consultazione sui requisiti di capitale per le esposizioni dirette alle CCPs*

Consultazioni terminate e nuovi report

- *EIOPA: Parere sulla vigilanza delle assicurazioni captive*

Altre pubblicazioni

- *EIOPA: Risk Dashboard per il settore assicurativo europeo - Q1 2024*

Approfondimento

- *Review 2020: Position Paper ANIA sulla calibrazione della Risk Correction del Volatility Adjustment*

Appendice

- *Il Volatility Adjustment: andamento e sue componenti*

Le principali novità



Review Solvency II: Recenti sviluppi

Nel mese di giugno sono proseguite le attività di formalizzazione e traduzione del testo finale della **Direttiva Solvency II** adottato lo scorso aprile - in vista della pubblicazione ufficiale nei singoli Stati membri - e i lavori sulle misure di secondo livello.

Al contempo **EIOPA ha pianificato** (e in alcuni casi avviato) **il processo di consultazione sugli elementi** del quadro normativo **per cui la Commissione ha richiesto il suo parere tecnico**.

Si riporta di seguito una tabella di sintesi delle Consultazioni in corso o in uscita nei prossimi mesi.

Pubblica Consultazione	Avvio	Termine	Documento
Proporzionalità in Solvency II	2 agosto 2024	25 ottobre 2024	Atto Delegato
Requisiti di capitale per le esposizioni dirette verso controparti centrali qualificate	31 luglio 2024	23 ottobre 2024	Atto Delegato
Shock di natura eccezionale a livello di settore	Ottobre 2024	-	Norme tecniche di attuazione - RTS
Criteri di applicabilità per le analisi macroprudenziale ai fini dell' ORSA e del Prudent Person Principle	Ottobre 2024	-	Norme tecniche di attuazione - RTS
Metodologia PHRSS (Prudent Harmonized Reduced Set of Scenarios)	Ottobre 2024	-	Norme tecniche di implementazione - ITS
Fattori per l'identificazione delle imprese sotto influenza dominante o significativa e sulle imprese gestite su base unificata	Ottobre 2024	-	Norme tecniche di attuazione - RTS
Piani di gestione del rischio di liquidità	Ottobre 2024	-	Norme tecniche di attuazione - RTS
Determinazione delle imprese rilevanti rispetto al mercato dello Stato membro ospitante	Ottobre 2024	-	Norme tecniche di attuazione - RTS
Requisiti di capitale per investimenti in crypto asset	Novembre 2024	-	Atto Delegato
Gestione dei rischi di sostenibilità e sui piani di transizione	Dicembre 2024	-	Norme tecniche di attuazione - RTS
Biodiversità	Dicembre 2024	-	Report
Nozione di diversità	Dicembre 2024	-	Linee Guida
Elenco delle RGLAs (Regional Governments and Local Authorities)	Dicembre 2024	-	Norme tecniche di implementazione - ITS
Trattamento delle esposizioni al rischio di mercato e al rischio di controparte nella formula standard	Dicembre 2024	-	Linee Guida
Sistemi di perequazione del rischio malattia	Dicembre 2024	-	Norme tecniche di implementazione - ITS
USPs (Undertaking-Specific Parameters)	Dicembre 2024	-	Linee Guida



Nuove consultazioni

EIOPA: Consultazione sulle regole di proporzionalità in Solvency II

Il **2 agosto** EIOPA ha avviato una [pubblica consultazione sull'attuazione del principio di proporzionalità in Solvency II](#). L'iniziativa deriva da una [richiesta di Parere tecnico](#) formulata dalla Commissione europea lo scorso aprile, **mirata alla definizione** - entro il 31 gennaio 2025 - **dei dettagli metodologici delle novità introdotte in tema di proporzionalità** dalla recente revisione della Direttiva Solvency II.

Il documento contiene:

- i) una sezione dedicata alla **metodologia di classificazione della nuova categoria di imprese SNCUs** (Small and Not-Complex Undertakings) (cfr. art. 29 del [testo di compromesso](#)) che potrà beneficiare di specifiche misure "semplificate" in alcuni ambiti, in cui viene chiesto di fornire feedback sull'eventualità di introdurre maggiori dettagli ai criteri definiti nel testo provvisorio;
- ii) una sezione incentrata sulle **condizioni per l'applicazione di analoghe misure di proporzionalità alle imprese che non rispettano tutti i requisiti** ma presentano un profilo di rischio che giustifica l'uso di alcune di esse (previa autorizzazione dell'Autorità di vigilanza).

Dal punto di vista metodologico **l'Autorità non ritiene siano necessarie ulteriori specifiche** per poter lasciare la necessaria flessibilità di adattamento ai singoli regimi normativi nazionali; **sulle misure per imprese non SNCUs, invece, propende per un approccio "ibrido" basato su elementi sia quantitativi che qualitativi.**

Il termine ultimo per l'invio delle risposte il 25 ottobre. **ANIA seguirà la consultazione, come di consueto, tramite Insurance Europe.**

EIOPA: Consultazione sui requisiti di capitale per le esposizioni dirette alle CCPs

Il **31 luglio** EIOPA ha avviato una [pubblica consultazione sui requisiti patrimoniali per l'esposizione diretta delle imprese di assicurazione verso controparti centrali qualificate \(CCPs\)](#) nell'ambito della formula standard di Solvency II. L'iniziativa deriva da una [richiesta di Parere tecnico](#) formulata dalla Commissione europea lo scorso aprile, mirata alla definizione - entro il 31 gennaio 2025 - di un **trattamento specifico, nella Formula Standard di Solvency II, per le esposizioni dirette verso le CCPs**, ad oggi trattate al pari di esposizioni bilaterali.

Alla luce delle valutazioni di EIOPA sui recenti sviluppi dei modelli di accesso alle stanze di compensazione - che consentirebbero alle imprese di assicurazione di diventare membri diretti delle CCPs tramite un soggetto sponsor - e sulle implicazioni di tali modelli sulle esposizioni al rischio degli assicuratori, oltre che sulle esigenze di liquidità e sulla complessità dei calcoli di valutazione del rischio, **il documento in consultazione propone**, tra le opzioni di policy, quelle di: i) **estendere il trattamento delle esposizioni indirette a quello già esistente per le esposizioni dirette**; ii) **allineare il trattamento dei contributi a quello del settore bancario** (opzione preferita da EIOPA).

Il termine ultimo per l'invio delle risposte il 23 ottobre. **ANIA seguirà la consultazione, come di consueto, tramite Insurance Europe.**

Consultazioni terminate e nuovi report



EIOPA: Parere sulla vigilanza delle assicurazioni captive

Il **2 luglio**, EIOPA ha pubblicato un parere sulla vigilanza delle imprese di assicurazione *captive*, con particolare attenzione alle operazioni infragruppo, al principio della persona prudente e alla governance. Il parere è rivolto alle Autorità competenti e delinea le aspettative di vigilanza tenendo conto delle specificità dei modelli di business delle imprese di assicurazione *captive*, con l'obiettivo di facilitare una vigilanza convergente, proporzionata e *risk-based*.

Nel documento, elaborato tenendo conto dei feedback ricevuti nel corso della pubblica consultazione svoltasi tra ottobre del 2023 e gennaio 2024, EIOPA definisce le aspettative di vigilanza in diversi ambiti, tra cui: i) le operazioni infragruppo (con riferimento, in particolare, al *cash pooling*); ii) l'applicazione coerente del *prudent person principle*; iii) gli aspetti legati alla governance in relazione alle funzioni chiave e ai requisiti di esternalizzazione.

Altre pubblicazioni



EIOPA: Risk Dashboard per Il settore assicurativo europeo - Q1 2024

Lo scorso **31 luglio** è EIOPA ha pubblicato l'Insurance Risk Dashboard relativo ai dati al primo trimestre del 2024. Dal report emerge che i rischi nel settore assicurativo europeo sono nel complesso stabili a livelli medi, con aree di vulnerabilità derivanti dalla volatilità dei mercati finanziari e dai prezzi dei beni immobiliari.

Rischi	Livello	Trend sul Q4 2023	Outlook (+12 mesi)	Determinanti del Trend
Rischi macroeconomici	medio	stabile	stabile	Crescita del PIL in miglioramento Inflazione in calo
Rischi di credito	medio	stabile	stabile	Qualità creditizia degli investimenti elevata Spread dei CDS in lieve aumento
Rischi di mercato	alto	stabile	stabile	Volatilità e vulnerabilità nel mercato immobiliare dell' Area euro.
Rischi di liquidità e finanziamento	medio	stabile	stabile	Posizioni di liquidità complessivamente stabili Condizioni di finanziamento nel mercato dei cat-bonds in lieve peggioramento
Rischi di redditività e solvibilità	medio	stabile	stabile	Lieve diminuzione degli indici di solvibilità Miglioramento del combined ratio nei rami danni Miglioramento del rendimento degli investimenti nel ramo vita
Interconnessioni/Squilibri	medio	stabile	stabile	Esposizioni verso il settore finanziario, i soggetti sovrani nazionali e i derivati sostanzialmente invariate
Rischi assicurativi	medio	stabile	stabile	Aumento della crescita dei premi del ramo vita e danni Diminuzione del rapporto sinistri/premi del ramo danni
Rischi legati alle percezioni di mercato	medio	stabile	stabile	Spread sui CDS degli assicuratori in aumento Miglioramento nelle prospettive dei rating esterni per alcuni gruppi assicurativi
Rischi legati a fattori ESG	medio	stabile	in aumento	Indicatori di rischi di transizione e fisici sostanzialmente invariati Esposizione ai green bond stabile Esposizione al rischio di inondazioni e tempeste stabile
Rischi cyber	medio	stabile	in aumento	Lieve aumento della materialità Aumento del sentiment negativo

Approfondimento

Review 2020: Position Paper ANIA sulla calibrazione della Risk Correction del Volatility Adjustment

Con l'approvazione provvisoria, nella Plenaria del Parlamento Europeo, del testo definitivo sulla proposta di revisione della Direttiva Solvency II (il cui accordo era stato raggiunto il 13 dicembre scorso e adottato il 29 gennaio), **hanno preso il via i lavori per definire le c.d. misure di secondo livello, che andranno a delineare i dettagli tecnici delle proposte contenute nella Direttiva** (si veda [ANIA Trends Solvency - Gennaio 2024](#) per i dettagli sulle principali modifiche). Il testo è ora in attesa di essere pubblicato in Gazzetta Ufficiale.

Tra le principali novità introdotte vi è la **modifica della Risk Correction del Volatility Adjustment**¹, misura particolarmente rilevante per il mercato assicurativo europeo e italiano.

Le modifiche apportate prevedono che **la Risk Correction** – fino ad ora collegata a statistiche di lungo periodo degli spread di credito dei portafogli di riferimento – **sarà d'ora in poi legata all'andamento degli spread correnti**, differenziandosi sulla base di tre diversi scenari.

Le modifiche, apportate con l'intenzione di riflettere meglio i rischi esistenti e futuri e rendere l'intera misura più sensibile alle fluttuazioni di mercato, **rendono, di fatto, altamente prociclica una misura** – quella del Volatility Adjustment – **che dovrebbe essere, per natura, anticiclica**.

Per tener conto di tali preoccupazioni, espresse dal Parlamento Europeo in fase di definizione del testo di compromesso, **il Trilogo** (Commissione, Consiglio e Parlamento) **ha ritenuto opportuno introdurre un "tetto massimo" (cap) da applicare ai valori che la Risk Correction può assumere**, per ridurre quantomeno l'impatto sui bilanci delle compagnie in caso di forti ma temporanei ampliamenti degli spread.

Il cap, insieme ad altri parametri della formula, sono oggetto dei lavori di Livello 2, iniziati nei mesi scorsi, e sono condotti dagli uffici tecnici della Commissione Europea.

La nuova formula (cfr. art. 77d) prevede, quindi, che la **Risk Correction sia tale da:**

- **dipendere da tre percentuali**, diverse per obbligazioni societarie e governative, da applicare allo spread di portafoglio (in maniera decrescente) nei casi in cui tale spread è: i) inferiore alla media di lungo periodo dello stesso spread (LTAS), ii) superiore ad essa ma inferiore al doppio, iii) superiore al doppio della LTAS;
- **non superare in nessun caso un cap espresso in termini di una percentuale delle medie di lungo periodo** (anch'esso diverso per obbligazioni societarie e governative).

Cos'è il Volatility Adjustment?

Il Volatility Adjustment rientra tra le misure LTG (Long-Term Guarantee) del quadro normativo Solvency II e ha come obiettivo quello di agire come una correzione anticiclica, stabilizzando le fluttuazioni del SCR e dei Fondi Propri in presenza di "volatilità artificiale".

Cos'è la Risk Correction?

La Risk Correction ha l'obiettivo di correggere il Volatility Adjustment di una misura volta a quantificare "una valutazione realistica delle perdite attese o del rischio di credito inatteso o di altri rischi degli attivi" detenuti dagli assicuratori per garantire che l'assicuratore non consideri benefici di ricavi che non si aspetta di ricevere dal portafoglio obbligazionario, come le perdite attese dovute ai default.

¹ $Permanent\ VA = 85\% * CSSR_{entity\ spec.} * Spread_{RCurrency}^{bond} + Macro\ economic\ VA = 85\% * CSSR_{entity\ spec.} * \omega_{country} * \max((Spread_{RCountry}^{bond} - 1,3 * Spread_{RCurrency}^{bond}); 0)$

È in tale contesto che si inserisce il **contributo tecnico di ANIA** descritto nel [Position Paper](#) consultabile sul proprio sito istituzionale.

L'analisi parte dal presupposto che **una calibrazione adeguata della Risk Correction non deve prescindere da una adeguata calibrazione del cap e delle percentuali associate** ai tre livelli di intervento, la cui quantificazione è a sua volta strettamente legata alla calibrazione del cap. **Dovrebbe basarsi su evidenze storiche e su una "valutazione realistica delle perdite attese, del rischio di credito inatteso o di qualsiasi altro rischio"**, come definito dalla normativa.

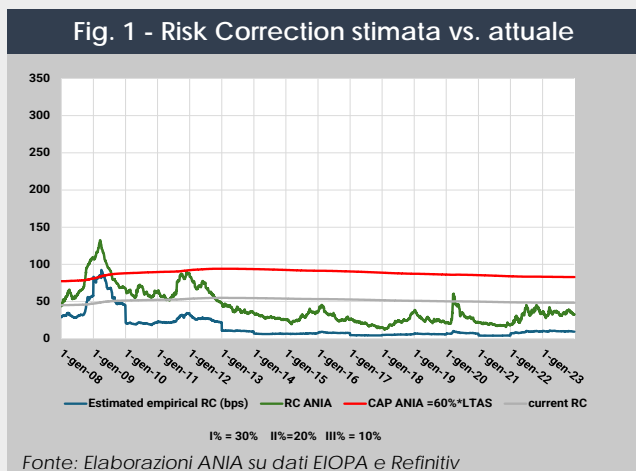
L'obiettivo del Paper è, quindi, quello di proporre una metodologia per quantificare il cap, rispettando le condizioni sopracitate, tenendo conto di input basati su evidenza empirica relativa agli effettivi investimenti delle compagnie europee (*reference portfolio* EIOPA) e considerando gli eventi di crisi più rilevanti per esse (serie storica giornaliera da gennaio 2008 a dicembre 2023).

Sulla base dei dati osservati sugli spread di mercato delle obbligazioni societarie, i risultati ottenuti suggerirebbero un cap (in termini percentuali) **pari al 60% per le obbligazioni corporate** incluse nel portafogli rappresentativo EIOPA e percentuali associate ai tre livelli su cui è costruita la formula pari, ad esempio, al 30%, 20%, 10%².

Per quanto riguarda i titoli governativi, poiché le evidenze empiriche sui tassi di default e sulle frequenze di transizione dei rating risultano limitate, la calibrazione si basa sulle evidenze storiche, che suggerirebbero di applicare per tali obbligazioni percentuali più basse e pari, cioè, al **40% per il cap** e al 20%, 15%, 5% per le percentuali associate ai tre livelli.

Il grafico riportato in **figura 1** mostra i **risultati ottenuti per le obbligazioni societarie** in un'analisi *backward-looking* a frequenza giornaliera tra il 2008 e il 2023.

La linea rossa rappresenta il cap ottenuto applicando la percentuale del 60% alla LTAS, la linea verde mostra l'andamento della Risk Correction calcolata con le percentuali stimate, la linea blu indica la Risk Correction stimata sulla base dei dati storici sui tassi di default e di migrazione dei rating. La linea grigia rappresenta, infine, l'attuale Risk Correction (calcolata sulla base di statistiche e medie di lungo periodo).



Il Paper osserva, inoltre, come **percentuali non calibrate in maniera adeguata**, come ad esempio quelle discusse nei primi incontri dei gruppi di lavoro tecnici della Commissione europea (si veda Position Paper) **rischierebbero di produrre una Risk Correction fortemente prociclica e dipendente dalle fluttuazioni degli spread su base giornaliera, compromettendo il ruolo anticiclico e stabilizzatore del VA.**

L'analisi in sintesi:

Premessa:

L'analisi inizia con la constatazione che né EIOPA, nella sua proposta iniziale contenuta nell'[Opinion](#) di dicembre 2020, né la Commissione nei successivi lavori che hanno utilizzato come punto di partenza le conclusioni di quest'ultima, hanno fornito evidenze robuste a sostegno delle proposte formulate. **Le "prove"**

² La calibrazione dei parametri per i tre livelli può essere ottenuta utilizzando diverse tecniche, ad esempio applicando il metodo della minimizzazione dei minimi quadrati ai valori della Risk Correction stimati empiricamente e alla Risk Correction calcolata utilizzando la formula a proposta dalla Commissione Europea. I parametri proposti a titolo di esempio forniscono un esempio di calibrazione coerente con il cap stimato e includono un'ulteriore prudenza rispetto a quella ottenuta dalla stima empirica.

fornite da EIOPA per giustificare una modifica della Risk Correction sono difatti basate sull'analisi di obbligazioni con rating BB, che rappresentano circa il 2% degli investimenti degli assicuratori, e si concentrano sulle variazioni degli spread e non sui default verificatisi storicamente.

Si osserva, inoltre, come la letteratura accademica utilizzata per supportare le proposte contenute nel Parere tecnico fornito alla Commissione (Giesecke et al. 2011, *Corporate Bond Default Risk: A 150-Year Perspective*), si basi su un portafoglio, quello delle obbligazioni corporate non finanziarie emesse negli Stati Uniti dal 1866 al 2008, potenzialmente molto più rischioso rispetto al portafoglio medio delle compagnie di assicurazione europee.

L'approccio metodologico:

L'approccio proposto si basa sull'utilizzo di statistiche "real-world" fornite dalle principali agenzie di rating per le frequenze di default e di migrazione dei rating, con riferimento alle obbligazioni corporate e al portafoglio investimenti medio del mercato assicurativo europeo pubblicato da EIOPA ai fini del calcolo del VA.

Qual è la logica alla base dell'approccio?

- i) **Calibrare la percentuale della LTAS che funge da cap** basandosi su evidenze storiche che rappresentano una valutazione realistica dei tassi di default e di migrazione dei rating.
- ii) **Calibrare le percentuali associate ai 3 scenari basandosi sui dati storici** utilizzati per calibrare il cap, sulla nuova definizione di Risk Correction che stabilisce che queste percentuali diminuiscono all'aumentare dello spread e su vincoli imposti da necessità di coerenza della formula.



STEP 1

Utilizzare la parte dello spread di credito attribuibile al rischio di migrazione e al rischio di insolvenza come proxy per "perdite attese, rischio di credito inatteso o qualsiasi altro rischio".

STEP 2

Calcolare la distribuzione empirica della percentuale di LTAS attribuibile ai rischi calcolati in Step 1.

STEP 3

Stimare il CAP% come percentile appropriato della distribuzione dei valori ottenuti in Step 2.

STEP 4

Calibrare le tre percentuali che determinano il valore della Risk Correction coerentemente con il cap stimato e con i dati utilizzati negli Step precedenti.

La tabella seguente riporta le ipotesi applicate e le fonti di dati utilizzate:

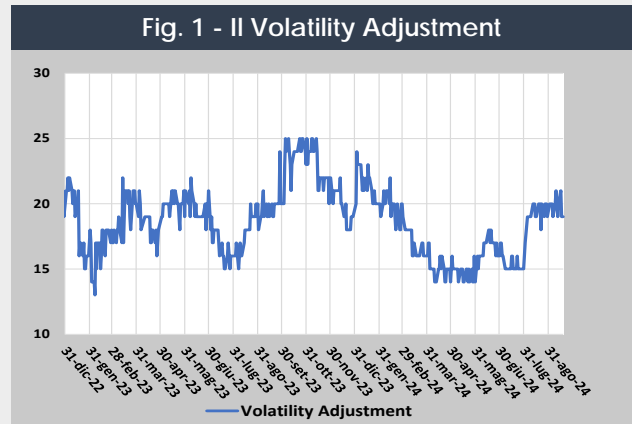
	Ipotesi	Fonte dei dati	Motivazione
Dati e portafoglio	Dati di mercato giornalieri da gennaio 2008 a dicembre 2023, per includere i periodi di crisi più rilevanti nei mercati finanziari.	Refinitiv	La serie temporale considerata include tutti gli eventi di crisi più rilevanti per il mercato assicurativo europeo.
	Portafogli di riferimento delle assicurazioni europee al 31 dicembre 2023	Portafogli rappresentativi EIOPA applicabili alla fine di marzo 2023.	L'uso del portafoglio EIOPA è volto ad adattare la valutazione all'effettiva esposizione delle compagnie di assicurazione europee. Utilizzare dati di mercati diversi o non considerare il comportamento di investimento reale delle compagnie di assicurazione europee potrebbe portare a una stima errata del rischio.
Tassi di migrazione dei rating	Matrice di transizione globale annuale per il 2009.	Moody's	La matrice di Moody's del 2009, ovvero quella successiva alle turbolenze finanziarie causate dal fallimento di Lehman Brothers, fornisce le statistiche pubbliche più severe sui tassi di default e di migrazione.
Tassi di default	Tasso di recupero dei default = 30%	EIOPA	In linea con l'ipotesi di EIOPA nel calcolo attuale delle probabilità di default.
	Matrice di transizione globale annuale per il 2009, come per i tassi di migrazione dei rating	Moody's	La matrice di Moody's del 2009 fornisce le statistiche pubbliche più severe sui tassi di default e migrazione.
Orizzonte temporale	1 anno	-	L'approccio con orizzonte di 1 anno fornisce una stima dei default effettivi ma anche delle potenziali perdite future derivanti dalle migrazioni dei rating.

Volatility Adjustment: andamento e sue componenti

Il 19 settembre il **Volatility Adjustment** applicabile dalle compagnie europee era pari a **19 bps**, in aumento rispetto al valore registrato alla fine di giugno (16 bps) (fig. 1; elaborazioni ANIA).

Le figure 2 e 3 mostrano l'evoluzione degli spread di portafoglio corretti per il rischio, a livello di portafoglio (per valuta euro o riferito al solo portafoglio di attivi a copertura dei prodotti commercializzati in Italia) o nel dettaglio dei titoli governativi e corporate. Il 19 settembre il valore del **risk-corrected currency spread** era pari a **29 bps**, il **risk-corrected country spread** era pari a **35 bps**.

La fig. 5 mostra l'impatto dell'applicazione del VA, a 10 e a 20 anni, sulla **curva dei tassi risk-free** (in lieve aumento) nelle due date di osservazione su un flusso di cassa di importo pari a 1000 euro.



Volatility Adjustment e tassi risk-free				
mese	VA euro	VA Italia	RFR 10y (+VA)	RFR 20y (+VA)
28/06/2024	16	16	2,89%	2,82%
19/09/2024	19	19	2,55%	2,60%

Fonte: Elaborazioni ANIA su dati EIOPA e Refinitiv (bps dove non specificato)

Fig 2 - Risk corrected spreads: currency vs. country

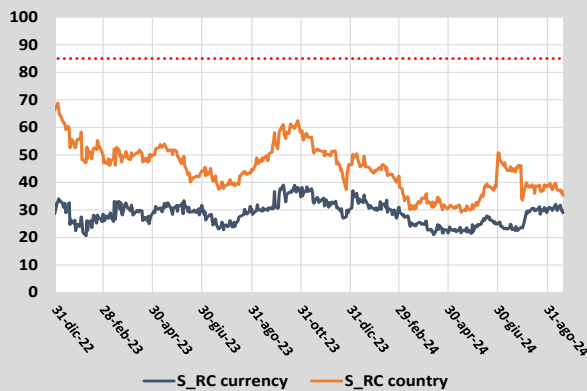


Fig. 3 - Government and corporate spreads

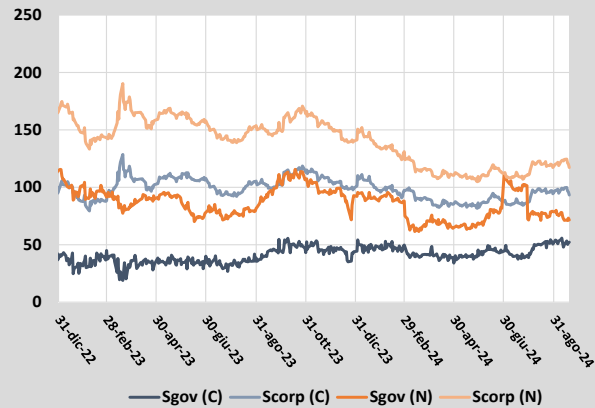


Fig. 4 - La struttura per scadenze dei tassi risk-free

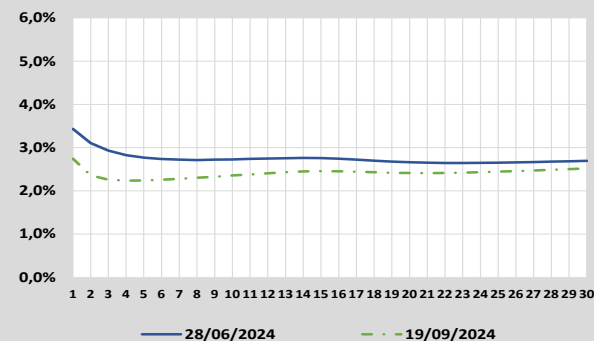
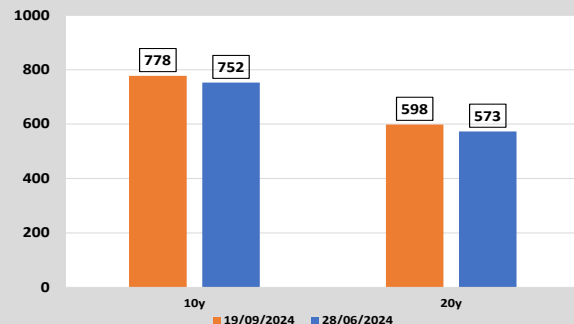


Fig. 5 - L'impatto sui cash-flow (euro)



Fonte grafici: elaborazioni ANIA su dati EIOPA e Refinitiv