

DOTTORATO DI RICERCA IN  
DIRITTO ED ECONOMIA

XXIV CICLO

Coordinatore Chiar.mo Prof. Marcello Clarich

**LA REGOLAZIONE DEL MERCATO ASSICURATIVO  
COMUNITARIO ED ITALIANO:  
STATO DELL'ARTE E PROSPETTIVE FUTURE**

DOTTORANDO

FABIO DI FONZO

TUTOR

CHIAR.MA PROF.SSA  
**ROSELLA BORGIA**

Anno Accademico 2011/2012

## Indice

|   |     |
|---|-----|
| Introduzione.....   | 4   |
| CAPITOLO I.....   | 6   |
| Esigenze e struttura della regolazione finanziaria europea.....   | 6   |
| 1.1. Caratteristiche della regolazione economica.....   | 6   |
| 1.2. Obiettivi e modelli della regolamentazione finanziaria.....  | 17  |
| 1.2.1. Modelli di vigilanza.....  | 18  |
| 1.2.2. Modelli di regolamentazione adottati negli Stati membri UE.....  | 27  |
| 1.3. Esigenze di una regolamentazione finanziaria sovranazionale .....  | 33  |
| 1.4. Il processo di integrazione della vigilanza finanziaria europea.....   | 39  |
| 1.4.1. Nuovo assetto della vigilanza europea .....  | 41  |
| CAPITOLO II .....   | 54  |
| Peculiarità ed esigenze della vigilanza prudenziale del mercato assicurativo.....   | 54  |
| 2.1. Le assicurazioni nel mercato finanziario: peculiarità dell'attività e dei profili di rischio e connessioni con gli altri settori ..... | 54  |
| 2.1.1. Attività assicurativa e gestione del rischio .....   | 57  |
| 2.1.2. Rischi tecnici .....   | 66  |
| 2.2. La solvibilità assicurativa .....  | 75  |
| 2.2.1. Il margine di solvibilità.....   | 78  |
| 2.2.2. Evoluzione storica del requisito di solvibilità nell'Unione Europea.....   | 80  |
| 2.2.3. Modelli alternativi di calcolo del margine di solvibilità.....   | 88  |
| 2.3. Il progetto Solvency II: le fasi preparatorie.....   | 92  |
| 2.3.1. Prima fase del progetto .....  | 93  |
| 2.3.2. Seconda fase del progetto: I QIS ( <i>Quantitative Impact Studies</i> ) .....  | 95  |
| 2.4. Struttura di Solvency II.....  | 98  |
| 2.4.1. Il primo pilastro .....  | 100 |
| 2.4.2. Il secondo pilastro.....   | 109 |
| 2.4.3. Il terzo pilastro.....   | 115 |
| 2.5. Gli sviluppi di Solvency II: la proposta di direttiva Omnibus II e il QIS 5 ..   | 117 |
| 2.5.1. Omnibus II.....  | 117 |
| 2.5.2. Il QIS 5 .....   | 118 |

|   |     |
|---|-----|
| CAPITOLO III .....  | 124 |
| Regolazione dell'attività assicurativa in Italia e ruolo dell'Isvap.....  | 124 |
| 3.1. Aspetti generali: fonti e soggetti della regolazione .....   | 124 |
| 3.1.1. Struttura, finalità e poteri dell'Autorità di vigilanza .....  | 128 |
| 3.1.2. Soggetti vigilati e competenze; disciplina delle condizioni di accesso..   | 135 |
| 3.2. Elementi innovativi di vigilanza prudenziale nella regolamentazione<br>dell'Isvap .....  | 139 |
| 3.2.1. Regolamento n. 26 del 2008, concernente le partecipazioni assunte dalle<br>imprese di assicurazione e di riassicurazione ..... | 139 |
| 3.2.2. Regolamento n. 20 del 2008, concernente i controlli interni .....  | 144 |
| 3.2. La valutazione prudenziale dell'acquisizione di partecipazioni in imprese<br>assicurative .....                                  | 158 |
| 3.3. Prospettive di inquadramento dell'Isvap nel nuovo assetto della regolazione<br>assicurativa comunitaria .....                    | 165 |
| Conclusioni.....  | 172 |
| Indice bibliografico.....   | 176 |

## Introduzione

Il processo di armonizzazione della disciplina del mercato finanziario europeo, sebbene insito nel Trattato istitutivo delle Comunità europee, pare destinato da almeno tre lustri a questa parte destinato a ricevere nuovi impulsi ed accelerazioni in concomitanza col manifestarsi di crisi sistemiche di portata internazionale. Infatti, ripensamenti delle modalità di vigilanza si sono avute a seguito del dissesto prima della BCCI e poi di Enron e Worldcom, seguite a breve da Cirio e Parmalat.

Quando la regolazione del mercato finanziario comunitario sembrava aver raggiunto un assetto pressoché definitivo (o quantomeno auspicabilmente tale) - attraverso la creazione di un sistema di normazione, vigilanza e controllo integrato tra le varie istituzioni comunitarie e nazionali e tra queste e gli operatori del settore (attraverso un'equilibrata combinazione e interazione tra eterodisciplina ed autodisciplina) grazie alla c. d. procedura Lamfalussy - l'avvento di nuove e profonde crisi di dimensione planetaria ha imposto l'esigenza di una nuova messa in discussione delle scelte poc'anzi operate, anche alla luce delle idee e dei criteri elaborati nelle varie sedi internazionali.

In questo quadro alquanto magmatico si iscrive un processo quasi decennale di revisione della vigilanza prudenziale delle imprese di assicurazione, recentemente sfociato nell'emanazione di una direttiva: naturalmente, il parallelismo di tale riforma rispetto all'analogo processo che investe l'intero settore finanziario non è privo di implicazioni ed influenze sulla struttura di regolazione del mercato assicurativo accolta in sede europea.

A sua volta, anche la regolazione del mercato assicurativo italiano, connotata dalla recente adozione del codice delle assicurazioni e dal potenziamento delle competenze attribuite all'Autorità di settore, in parte ha già subito e sta subendo le influenze dei modelli e delle scelte di matrice comunitaria, recependone principi e criteri, dall'altra è destinata all'inevitabile coordinamento con il nuovo assetto della normativa e della vigilanza, dovendole implementare nei modi più opportuni.

Il presente lavoro si propone di illustrare, nei tre capitoli in cui è diviso, i presupposti, gli sviluppi, gli esiti e le interdipendenze delle tre tematiche ora

menzionate, evidenziandone le reciproche connessioni e influenze, rilevandone le possibili criticità e tentando di prefigurarne le prospettive che appaiono più attendibili.

A tal fine, ciascuno dei tre processi verrà esaminato sotto i vari profili afferenti al *regulatory regime*, e, quindi, con particolare attenzione tanto alla disciplina quanto alle caratteristiche e ai poteri delle Autorità e degli organi di controllo, nonché agli obiettivi ed alle esigenze della regolazione.

In particolare, nel primo capitolo l'analisi sarà condotta con riferimento all'intero mercato finanziario, inteso come comprensivo dei segmenti bancario, assicurativo e mobiliare, illustrando dapprima le ragioni e poi le modalità dell'intervento pubblico, con la prospettazione via via dei vari modelli di regolazione utilizzabili, delle istanze elaborate a livello internazionale, degli schemi concretamente adottati in una prospettiva comparatistica e, infine, delle recenti decisioni prese nell'Unione europea. Nel secondo capitolo l'analisi della nuova disciplina della vigilanza prudenziale, cui sopra si è fatto cenno, verrà preceduta dalla ricostruzione delle peculiarità dell'industria e del mercato delle assicurazioni, con una specifica attenzione per l'elemento centrale rappresentato dalla gestione delle varie tipologie di rischio.

Ciò consentirà, nel terzo ed ultimo capitolo, di verificare la rispondenza del modello italiano alle risultanze emerse a livello comunitario, nonché il possibile impatto di queste ultime sul sistema nazionale; ciò, naturalmente, non mancando di prospettare da un lato eventuali dubbi, dall'altro quei profili di integrazione che possano risultare proficui e desiderabili per migliorare gli aspetti perfetibili dell'attuale assetto regolatorio.

## CAPITOLO I

### Esigenze e struttura della regolazione finanziaria europea

#### **1.1. Caratteristiche della regolazione economica**

Un elemento connaturato e comune ai vari sistemi finanziari è rappresentato dalle profonde e peculiari esigenze di regolamentazione e controllo degli stessi, al di là delle concrete e differenziate forme che questa può assumere a seconda delle dimensioni, delle tipologie e dei segmenti nelle quali le strutture finanziarie sono normalmente suscettibili di articolarsi. Infatti, la regolazione pubblica del sistema finanziario – tradizionalmente uno dei principali settori del controllo pubblico dell'economia – trova fondamento nell'esigenza di rimediare a imperfezioni del mercato, di impedirne i fallimenti ed ottimizzare l'allocazione delle risorse; inoltre, essa riflette i connotati peculiari dei mercati su cui insiste e si basa su un regime di controlli e strumenti particolarmente ampio, penetrante e squisitamente tecnico rispetto ad altri settori dell'attività economica<sup>1</sup>.

In quest'ottica, la regolazione delle attività finanziarie si caratterizza per una finalità specifica e caratterizzante, ossia la correzione delle imperfezioni dei processi e dei meccanismi di mercato che, risultando inefficienti, determinerebbero una perdita di benessere per la collettività: di conseguenza, il processo valutativo normalmente alla base dell'intervento pubblico si incentra non più sulla desiderabilità politica di un determinato assetto socio-economico, ma sull'efficienza economica dei processi di mercato. In altre parole, sul piano economico, la regolamentazione pubblica mira a contrastare e prevenire i fallimenti del mercato (*market failures*), ossia l'incapacità del mercato di raggiungere autonomamente un soddisfacente livello di equilibrio ed

---

<sup>1</sup> In proposito varie voci ritengono che non possa esistere un mercato privo di regole e responsabilità, dal momento che si tratta di un'istituzione non esistente in natura e che si basa su una cooperazione organizzata tra soggetti: si vedano in proposito G. AMATO, *Il mercato nella Costituzione*, in *Quad. cost.*, n. 1, 1992, p. 17 ss.; F. CAVAZZUTI, *La riforma delle autorità indipendenti: appunti per un dibattito*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2002, I, p. 565.

efficienza affidandosi al solo comportamento degli operatori economici: la natura stessa degli interessi in rilievo esige e giustifica un intervento regolatorio particolarmente ampio e pervasivo, a tutela del risparmio, degli operatori, degli utenti e, in definitiva, del mercato stesso<sup>2</sup>.

Storicamente, le suddette istanze si sono tradotte nel costante controllo<sup>3</sup> su tutte le componenti del sistema finanziario, costituite dagli intermediari, dai mercati e dagli

---

2 Una ricostruzione dettagliata e precisa dei vari contenuti della regolazione è rinvenibile in D.T. LLEWELLYN, *The Regulation and Supervision of Financial Institutions*, London, 1986, p. 16 ss. In merito agli obiettivi della stessa si veda G. ZADRA, *Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare*, Milano 1995, p. 118 ss., che parla in particolare di criteri di allocazione delle risorse, stabilità del sistema economico-finanziario, tutela del risparmio, efficienza, capacità di trasmissione delle scelte di politica monetaria.

Sui “mobili confini” e sull'ambiguità contenutistica e metodologica del concetto di regolazione (categoria ricomprendente le varie forme di intervento pubblico per orientare ed influenzare la condotta dei vigilati) si veda L. GIANI, *Attività amministrativa e regolazione di sistema*, Torino, 2002, p. 19 ss.; si veda in proposito anche M. CLARICH, *Autorità indipendenti*, Bologna, 2005, p. 137 ss.

Della vasta letteratura in materia si segnalano, con riguardo alla dottrina italiana, M. ONADO, *Economia e regolamentazione del sistema finanziario*, Bologna, 2008; AA. VV., *Diritto e istituzioni della regolazione*, a cura di Valentini, Milano, 2005; AA. VV., *La vigilanza sul mercato finanziario*, a cura di Farina, Milano, 2005; M. ANTONIOLI, *Mercato e Regolazione*, Milano, 2001; S. FREGO LUPPI, *L'amministrazione regolatrice*, Torino, 1999; AA. VV., *Regulating Europe*, a cura di Majone, Routledge, London, 1996; G. MAJONE – A. LA SPINA, *Deregulation e privatizzazione: differenze e convergenze*, in *Stato e mercato*, 1992, p. 249 ss.

Tra i contributi della letteratura straniera si segnalano T. PROSSER, *Regulation, Market and Legitimacy*, in J. JOWEL – D. OLIVER, *The Changing Constitution*, 4ª ed., Oxford, 2000, p. 229 ss.; ID., *Law and the Regulators*, Clarendon Press, Oxford, 1997; S.G. BREYER – R.B. STEWART, *Administrative Law and Regulatory policy*, 4ª ed., Aspan Law & Business, New York, 1999; R. BALDWIN – M. CAVE, *Understanding Regulation. Theory, Strategy and Practice*, Oxford University Press, Oxford, 1999; A. OGUS, *Regulation. Legal Form and Economic Theory*, Clarendon Press, Oxford, 1994.

3 A rigore occorrerebbe distinguere tra concetti differenti (sebbene fortemente interconnessi) quali regolazione, regolamentazione vigilanza e controllo, come pure tra *governance*, *supervision* e *regulation*: sul punto si rinvia a R. M. LASTRA, *The governance structure for financial regulation and supervision in Europe*, in *The Columbia Journal of European Law*, vol.10, n.1/2003, p. 49. Secondo M. SARCINELLI, *La vigilanza sul sistema finanziario: obiettivi, assetti e approcci*, in *Moneta e Credito*, 2004, p. 236, la vigilanza va suddivisa in regolamentazione e supervisione. La prima attiene ai procedimenti di normazione primaria (Parlamento) e secondaria (Potere esecutivo); la seconda riguarda prettamente il controllo (di giusta applicazione delle norme), (sul conseguimento o conseguibilità degli obiettivi), (di gestione dell'uscita di scena degli intermediari non più in grado di stare sul mercato o di quelli che hanno violato le norme).

S. CASSESE, *Dalle regole del gioco al gioco con le regole*, in *Mercato concorrenza regole*, 2002, p. 266, osserva: “Sulle teorie della regolazione pesa la mancata distinzione tra disciplina e regolazione. I poteri pubblici disciplinano l'economia in molti modi: determinano programmi, erogano finanziamenti, controllano prezzi... Ma non ogni volta che sono presenti queste forme di ingerenza pubblica nell'economia si può parlare di regolazione... Invece la regolazione ricorre quando sono presenti almeno sei elementi: indipendenza dell'autorità pubblica regolatrice; affidamento ad essa di un unico compito; natura condizionale; relazione trilaterale; sottoposizione del giusto procedimento; controllo giurisdizionale delle decisioni”.

Sulla nozione di vigilanza (e la non sempre agevole distinzione dal controllo, ove esso sia inteso come “attività di riscontro”) si veda S. VALENTINI, voce *Vigilanza*, in *Enc. dir.*, Milano, 1962, p. 703 ss.

strumenti, in sede tanto di autodisciplina<sup>4</sup> quanto di eterodisciplina: infatti, gli operatori del mercato finanziario possono spontaneamente decidere di autoregolamentarsi, con le modalità più opportune, nell'ambito della propria autonomia<sup>5</sup> o, più di frequente, i pubblici poteri intervengono sulle scelte e sulle strutture economiche per fini di utilità sociale, svolgendo quella funzione di controllo e regolazione dei mercati finanziari necessaria a garantirne l'efficienza e ridurre i rischi sistemici<sup>6</sup>.

Naturalmente, il rapporto tra autonomia dei soggetti e regolamentazione pubblica può atteggiarsi in svariati modi, a seconda che risulti maggiormente improntato alla semplice previsione di principi fondamentali e delle conseguenti (e strettamente necessarie) norme attuative, rispettando il principio del libero mercato, o, al contrario, tenda a sfociare nel dirigismo e in una penetrante influenza sui comportamenti e sulle scelte degli operatori. In proposito, è il caso di evidenziare come i modelli più recenti di regolazione facciano sempre più leva sulla creazione di un sistema di controlli fondato sulla collaborazione e sul corretto equilibrio tra le componenti di matrice pubblica e privatistica (secondo lo schema c.d. "a doppio binario", *two tier system*), nel quale valutazioni di *law and economics* e di costi-benefici individuano gli ambiti in cui l'autonomia degli operatori di mercato è più indicata per

---

4 Si parla di *self regulation* nell'ipotesi in cui gli operatori decidono spontaneamente di attribuire i poteri di regolazione del mercato ad un organo da essi creato.

5 Sull'autoregolamentazione nel mercato finanziario si vedano, *ex multis*, M. PELLEGRINI, *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, 2007, p. 87 ss.; F. SARTORI, *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004, p. 39 ss.; C. BRESCIA MORRA, *Le fonti del diritto finanziario in Europa e il ruolo dell'autoregolamentazione*, Quaderni di Ricerche dell'Ente Einaudi, n. 44, Roma, 2003; F. MOLITERNI, *Autoregolamentazione e sorveglianza nei sistemi di pagamento*, Bari, 2001; G. CARRIERO, *Le fonti negoziali del diritto nel settore bancario e finanziario*, in *Foro italiano*, 2000, V, p. 88 ss.; G. FERRARINI, *Autoregolazione e governo dei mercati*, in *Bancaria*, 1999, p. 18 ss.; F. VELLA, *L'autoregolamentazione nella disciplina dei mercati mobiliari: il modello italiano*, in *Banca, impresa e società*, 1997, p. 3 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Amministrazione e autoregolamentazione del mercato finanziario*, in *Rivista di diritto civile*, 1996, II, p. 9 ss.

6 Cfr. S. AMOROSINO, *I modelli delle vigilanze pubblicistiche sui mercati finanziari*, in *Bancaria*, 2005, p. 34.

Sul tema si vedano anche F. CAPRIGLIONE, *Evoluzione normativa ed individuazione delle problematiche giuridiche dell'ordinamento finanziario*, in AA. VV., *Diritto delle banche, degli intermediari finanziari e dei mercati*, a cura di Capriglione, Bari, 2003, p. 46 ss.; M. CONDEMI, *Controllo dei rischi bancari e supervisione creditizia*, Bari, 2005, p. 102 ss.; M. CERA, *Le imprese bancarie fra statuti speciali, libertà d'iniziativa, norme imperative*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I, p. 529 ss.; M. POTO, *Le autorità di vigilanza sul mercato mobiliare. I custodi incustoditi*, Napoli, 2008, p. 57 ss.; S. AMOROSINO, *Tipologie e funzioni delle vigilanze pubblicistiche sulle attività economiche*, in *Dir. amm.*, 2004, 723 ss.; ID., *Regolazioni pubbliche Mercati Imprese*, Torino, 2008, p. 21 ss.

scongiurare rischi di *market failures*<sup>7</sup>.

In tale ottica, si è pertinentemente osservato che “le organizzazioni internazionali sottolineano da tempo che la crescita economica dipende in larga misura dal modo in cui i pubblici poteri regolano i mercati. Crescono di più le nazioni che adottano una regolazione dei mercati meno ingombrante - meno invasiva nei confronti della libertà delle iniziative imprenditoriali e degli scambi - e di elevata qualità. Tale impostazione trova riscontro nella letteratura economica, soprattutto degli ultimi due decenni. È evidente che dalla crescita economica traggono beneficio non solo le imprese, ma l'intero tessuto sociale”<sup>8</sup>: ciò assume una particolare importanza con riferimento alla globalizzazione economica, fenomeno che richiede “una circolazione più capillare di beni, servizi, capitali e manodopera”<sup>9</sup>, possibile solo ove la regolamentazione pubblica agevoli in tal senso la libertà dei soggetti. Infatti, è stato rilevato che “la globalizzazione ha spinto con decisione verso la liberalizzazione dei mercati finanziari, recando con sé la deregolamentazione dei mercati nazionali; l'abolizione dei controlli; transfrontalieri sui capitali; l'accelerazione dei progressi

---

7 In proposito secondo S. BAIONA, *I confini tra regolazione pubblica e privata nel sistema bancario e finanziario italiano*, in *Giurisprudenza italiana*, 2010, p. 6 “la regolamentazione deve poter assicurare agli investitori il “giusto grado di protezione”, ossia una protezione adeguata ma non totale, altrimenti il rischio è quello di spingersi verso limiti oltre i quali la regolamentazione stessa può risultare inefficace (si parla, in questo caso, di *regulatory failures*). Sembra, infatti, che la regolamentazione abbia un effetto limitativo sulle strategie dei singoli operatori e sull'efficienza complessiva del sistema: l'intervento regolatorio, in altri termini, non deve avvenire ogni qualvolta vi sia il pericolo di una *market failure*, perché entro determinati spazi è il mercato stesso che può correggere autonomamente i problemi sorti al suo interno, tramite l'iniziativa dei singoli intermediari e delle associazioni professionali.

La prima linea di difesa dai possibili rischi, dunque, sembrerebbe proprio l'autoregolamentazione da parte dei soggetti che sono più “vicini” ai problemi concreti, in particolare tramite l'adozione di codici di comportamento redatti dalle categorie degli operatori del mercato, interessate alla stabilità e al buon andamento del sistema.

La regolamentazione pubblica, poi, risulta spesso dettata da scelte politiche, con ciò contribuendo ad innalzare i costi che già di per sé essa comporta. In linea di massima, quindi, la regolazione pubblica è giustificata solo laddove comporti un vantaggio per la collettività, che può avvenire solo quando i benefici siano superiori ai costi. (...). La soluzione, quindi, va individuata tenendo conto del rapporto tra costi e benefici, in base al quale il giusto compromesso tra l'esigenza di regole pubbliche e la spinta autonomistica del mercato deve essere ricondotto al c.d. schema “a doppio binario” (*two-tier system*), che prevede un intreccio di controlli pubblici e privati sulla correttezza e stabilità del sistema finanziario”.

Si veda in tal senso anche COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde sulla politica in materia di servizi finanziari 2005-2010*, Bruxelles, 2005 COM (2005) 177 def., *passim*.

8 Così M. D'ALBERTI, *Il diritto amministrativo fra imperativi economici e interessi pubblici*, in *Diritto Amministrativo*, 2008, p. 151.

9 Così J. STIGLITZ, *La globalizzazione che funziona*, trad. it., Torino, 2006, p. 4. Per un'ampia riflessione sul tema si veda F. GALGANO, *La globalizzazione e le fonti del diritto*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2006, p. 215 ss.

innovativi nella tecnologia delle telecomunicazioni e nei sistemi finanziari; la creazione di istituti giuridici nuovi formati dall'autonomia privata; nuovi contratti, nuovi strumenti e prodotti, nuovi intermediari, e soprattutto, nuovi modi di gestire e risolvere le questioni problematiche a questi collegate”<sup>10</sup>.

Come sopra anticipato, la *ratio* di un siffatto intervento di matrice pubblicistica va ricondotta a taluni aspetti del meccanismo di funzionamento dei mercati finanziari – e segnatamente alle relative imperfezioni – efficacemente evidenziati da teorie elaborate in analisi economica del diritto e ormai ampiamente affermate e condivise: in questo senso, le ragioni della vigilanza sul sistema finanziario, pur essendo molteplici, paiono trovare un fondamento di base nell'esigenza di correggere i cc.dd. fallimenti del mercato<sup>11</sup> (ossia quegli elementi distorsivi che ostano alla corretta ed efficiente allocazione delle risorse)<sup>12</sup> e di perseguire obiettivi di stabilità

---

10 Così I. SABBATELLI, *La supervisione sulle banche. Profili evolutivi*, Padova, 2009, p. 38.

11 Si veda, in merito alla non giuridicità di tale nozione, F. MERUSI, *Il potere normativo delle autorità indipendenti*, in AA. VV., *L'autonomia private e le autorità indipendenti*, a cura di Gitti, Bologna, 2006, p. 47 s., il quale ne fa derivare che “la regolazione è legittimata ogniqualvolta non si manifesti il contraddittorio paritario (ossia quello che gli economisti definiscono concorrenza) ed è legittimata ogniqualvolta sia sostitutiva di una attività negoziale privata inesistente”.

12 Secondo la classificazione più diffusa, possono individuarsi diverse tipologie di fallimenti del mercato:

- *market power* (monopolio o oligopolio) a causa di collusioni esplicite o implicite, fusioni e acquisizioni, condizioni tecnologiche che limitano il numero di imprese presenti sul mercato, regolamentazioni;
- economie di scala (nei mercati dei capitali, in linea di principio, a maggiori volumi di transazioni sono associati minori costi di transazione e spread ridotti);
- esternalità positive e negative (*bank run*, *domino effects*, crisi di fiducia);
- incertezza e assenza di perfetta informazione (in presenza di rischio, individui *risk adverse* possono intraprendere azioni costose per diminuire il rischio);
- asimmetrie informative nei casi in cui esista maggiore informazione da parte di uno solo dei soggetti interessati ad una transazione (si pensi agli emittenti di prodotti finanziari rispetto agli acquirenti);
- incapacità di alcuni soggetti di compiere azioni nel loro interesse, vista la complessità tecnica delle stesse (si pensi al problema del risparmio consapevole e inconsapevole).

Vanno poi prese in considerazione le esternalità negative del rischio sistemico e quelle positive dell'innovazione finanziaria, nonché alcune implicazioni della regolamentazione finanziaria:

- il *moral hazard*, legato ai sistemi di indennizzo *ex-post* (assicurazioni sui depositi e fondi di garanzia), che incentiva gli investitori a non “monitorare” gli intermediari, e che rende quindi necessario un loro controllo;
- il problema delle entrate fiscali che incentiva la regolamentazione degli intermediari, come nel caso del “signoraggio” dovuto alla riserva obbligatoria, che per essere efficiente deve essere accompagnato da una regolamentazione che incentivi o obblighi le banche a detenere riserve o limiti la competizione verso le banche da parte di regolamentazione è quello di proteggere il potere di mercato delle istituzioni finanziarie nazionali, i cui interessi sono rappresentati dai regolatori.

In proposito si rimanda ai saggi di L. WHITE, *International regulation of securities markets: competition or harmonization?* e J. CAMPBELL, *Comment to international regulation of securities markets: competition or harmonization?*, entrambi in AA. VV., *The international organization and regulation of the securities industry*, Chicago, The University of Chicago Press, 1996.

macroeconomica, equa distribuzione delle risorse e tutela degli utenti<sup>13</sup>.

Infatti, se i mercati finanziari fossero in grado – in un'ipotetica ed ideale situazione – di raggiungere da sé un perfetto equilibrio e funzionamento, l'ottimale allocazione delle risorse sarebbe costantemente garantita dalle forze del libero mercato, anche in presenza di una regolamentazione minimale, quando non della sola *self-regulation*<sup>14</sup>. Tuttavia, in una siffatta, irrealistica ipotesi, verrebbe meno addirittura la necessità degli intermediari finanziari, dal momento che gli scambi sarebbero perfettamente razionali e che tutti dispongono della stessa informazione o di informazione totale, che l'esito dello scambio non sia condizionato dall'incertezza e che infine lo scambio non comporti per le parti alcun costo di transazione, la conclusione sarebbe che il mercato non necessita di alcun intervento regolatore.

Per contro, la perfezione dei sistemi finanziari è preclusa in radice dagli anzidetti fallimenti del mercato, che rappresentano fattori distorsivi connaturati a tale settore al punto da costituire una delle ragioni fondamentali della regolamentazione e dei meccanismi di controllo sui requisiti e sui comportamenti degli operatori e sullo scambio nei mercati.

Volendo delineare sinteticamente un quadro di tali elementi si può fare riferimento a:

*A) Asimmetria informativa e comportamento opportunistico*

Un primo, e probabilmente fondamentale, fattore distorsivo degli scambi finanziari è rappresentato da limitatezza, incompletezza e percezione non corretta delle informazioni (e in particolare del rischio), sotto il profilo sia quantitativo sia qualitativo: di conseguenza, il rapporto tra le controparti operanti sul mercato finanziario è connotato strutturalmente da una situazione di asimmetria informativa tra le stesse. Tale circostanza produce conseguenze non solo *ex post*, ma anche *ex ante*: rispettivamente, quindi, da una parte favorisce il ricorso a comportamenti opportunistici (*moral hazard*) della parte in possesso di un migliore e più corretto

---

13 Così D.T. LLEWELLYN, *The Economic Rationale for Financial Regulation*, London, 1999, p. 48: "The purpose of regulation is, therefore, not to displace competitive pressures on market mechanism, but to correct for market imperfections and failures which produce sub-optimum outcomes and distort consumer choice".

14 In tal senso pare esprimersi, ad esempio, J. BENSTON, *Regulating Financial Markets: A critique and some Proposals*, London, 1998, p. 18: "there is no reason (indeed, probably less reason) for regulating financial institutions or products more than other firms or products".

quadro informativo, dall'altro può determinare il fenomeno della selezione avversa (*adverse selection*) delle attività finanziarie, per via del quale le operazioni più speculative sono preferite a quelle caratterizzate da un miglior rapporto rischio/rendimento<sup>15</sup>.

### *B) Divergenza delle preferenze negli scambi*

Un ulteriore argomentazione a difesa della presenza di intermediari finanziari controllati e agenti in un mercato regolamentato è la divergenza (ineliminabile) tra le preferenze. Ogni scambio – per sua natura razionale – risente delle differenti aspettative delle controparti, derivanti dalla propensione personale al rischio e acuite dalle asimmetrie informative: il pericolo insito in tale situazione è rappresentato dalla «non fattibilità» dello scambio, ossia il rischio di realizzare un volume di scambi inferiore al bisogno complessivo, con conseguenze negative sulla competitività e

---

15 Per l'originaria prospettazione della tematica si rinvia a R. H. COASE, *Impresa, mercato, diritto*, Bologna, 1995, *passim*. Tale teoria ricollega le due tipologie di asimmetria informativa al noto rapporto intercorrente tra due soggetti denominati rispettivamente *principal* (definibile, con la debita approssimazione, come mandante o preponente) e *agent* (mandatario o agente): il *moral hazard* si verifica quando l'*agent* abusa della mancanza di informazioni del *principal*, ponendo in essere comportamenti scorretti che tale asimmetria informativa rende difficilmente individuabili, mentre l'*adverse selection* è determinata dall'estrema difficoltà che il *principal*, nello scegliere l'*agent*, operi una scelta ottimale (in assenza di sufficienti informazioni per valutare con precisione le capacità effettive di ogni candidato).

Con particolare riferimento al mercato finanziario, in relazione alla problematica del *moral hazard* si vedano M. FIOCCA, *Crisi finanziarie e moral hazard: proposta di un'analisi interdisciplinare*, in *Economia, società e istituzioni*, 2000, p. 1; A. FEDELE, *Moral Hazard in Financial Markets: Inefficient Equilibria and Monetary Policies*, in *Rivista di politica economica*, 2006, 9/10, p. 111 ss.; sul tema dell'*adverse selection* si segnalano S. STIGLITZ-A. WEISS, *Credit rationing in markets with imperfect information*, in *American Economic Review*, June 1981, 71, p. 393 ss.; X. FREIXAS-E. SANTOMERO, *An overall perspective on banking regulation*, in *Working paper*, n. 664, Universitat Pompeu Fabra, Barcelona, 2003.

Secondo la ricostruzione dei primi due Autori menzionati, la selezione avversa è il processo per cui le asimmetrie informative si possono verificare *ex ante*, ed opera attraverso un meccanismo riassumibile in tre teoremi fondamentali:

- secondo il primo, per ogni livello del tasso di interesse solo gli individui al di sopra di un certo livello di rischiosità accetteranno il prestito;
- il secondo teorema dimostra che più alto è il tasso di interesse, più la composizione dei potenziali debitori si sposta verso quelli con rendimenti variabili: il “portafoglio” del creditore diventa più rischioso;
- il terzo teorema dimostra che, per un dato tasso di interesse, un aumento del rischio riduce il profitto del debitore.

Quindi, un aumento del tasso d'interesse comporta un duplice effetto sui profitti del creditore: da un lato, a parità di ammontare prestato, aumenta il rendimento di chi fornisce il prestito; dall'altro esiste un effetto di selezione avversa per cui, all'aumentare del tasso di interesse, gli individui più “sicuri” escono dal mercato, mentre quelli relativamente “rischiosi” rimangono e accettano interessi più alti perché sanno che con una probabilità relativamente elevata non ripagano il prestito. Di conseguenza, all'aumentare del tasso di interesse la composizione dei potenziali debitori si muove in maniera sfavorevole al creditore.

sullo spessore del mercato.

#### *C) Razionalità limitata*

Il comportamento concreto delle controparti dello scambio non è completamente razionale, essendo pesantemente influenzato dall'imperfezione e dall'incompletezza dei modelli decisionali utilizzati e delle informazioni che ne sono alla base, soprattutto in riferimento alla conoscenza delle variabili rilevanti: naturalmente, in ciò esiste un sensibile divario tra i grandi intermediari e le grandi istituzioni da una parte e i normali investitori dall'altra.

#### *D) Costi di transazione*

In senso ampio, causa e conseguenza allo stesso tempo dei fattori di incompletezza e di imperfezione del mercato è il sostenimento dei cc.dd. costi «di transazione», ossia gli oneri che le parti sostengono o sono disposte a sostenere per perfezionare le operazioni di investimento e di scambio. Infatti, se in un mercato perfetto, caratterizzato da completezza di informazione ed assenza di rischio ed irrazionalità i costi di transazione non sussisterebbero, l'ineludibilità delle imperfezioni in precedenza menzionate determina l'insorgere di costi il cui ammontare è direttamente proporzionale all'entità dei difetti:

- di ricerca/acquisto delle informazioni e delle opportunità di scambio;
- di valutazione/selezione dei rischi;
- di esecuzione e gestione dello scambio.

In ogni caso, i costi di transazione incidono economicamente sugli scambi, riducendone il rendimento netto o aumentandone il costo netto e potendo nei casi limite determinarne la non convenienza, e determinando la necessità di regolamentazione, che consiste in ogni intervento a carattere non fiscale che influisca sull'operatività del settore privato ed è distinguibile in tre tipologie:

- a) Economic Regulation*: che riguarda limitazioni su prezzi, profitti, ingresso e/o uscita da un mercato o da un'attività economica;
- b) Health-Safety-Environment (H-S-E) Regulation*, che riguarda direttamente i processi

produttivi delle imprese, i loro prodotti e la loro qualità;

c) *Information Regulation*, che riguarda i requisiti informativi che l'offerta deve diffondere, per assicurarsi lo svolgimento della propria attività, la continuazione della stessa, la sicurezza di partecipazione al sistema.

In generale, anche in ambito finanziario è possibile individuare due fondamentali modalità di intervento pubblico, rappresentate rispettivamente dalla cosiddetta regolamentazione economica e dalla cosiddetta regolamentazione sociale<sup>16</sup>, a seconda delle modalità e degli obiettivi prevalenti.

In particolare, la regolamentazione sociale ha come finalità precipua quella di controllare e ridurre i costi collettivi delle decisioni private, perseguendo obiettivi di equità e tutela – appunto – sociale: di conseguenza, in tale modello la regolamentazione è incentrata sulla tutela dei consumatori e dei risparmiatori, sulla trasparenza informativa, su regole di correttezza dei comportamenti, sulla garanzia di un elevato livello qualitativo del mercato; la regolamentazione economica, invece, interviene sulla previsione di regole relative alle più importanti scelte gestionali delle imprese, sulla tutela della concorrenza, sul corretto funzionamento dei mercati e sul coordinamento delle azioni degli agenti, anche attraverso la contrattazione negoziata).

La regolamentazione economica, peraltro, non è scevra dal perseguimento di finalità di carattere sociale, dal momento che la disciplina pubblicistica mira a coordinare i comportamenti e le scelte degli operatori economici con il benessere collettivo e a migliorare il livello di competitività di quelle attività produttive il cui funzionamento sub-ottimale possa distorcere efficienti e corrette modalità di distribuzione del

---

<sup>16</sup> Tale distinzione è stata originariamente proposta da P.A. SAMUELSON – W.D. NORDHAUS, *Economia*, Bologna, 1987, *passim*.

Per un'efficace esposizione delle caratteristiche delle due tipologie si veda P.A. CUCURACHI, *I profili organizzativi dei sistemi di vigilanza*, Milano, 1997, p. 1 ss., secondo cui la regolamentazione economica (che si pone come obiettivo precipuo la stabilità) “mira a dosare il livello di competitività di quelle industrie il cui funzionamento subottimale sia in grado di alterare i processi di distribuzione del reddito e di allocazione delle risorse” e “ricorre tipicamente a strumenti di carattere impositivo ovvero repressivo”, mentre la regolamentazione sociale “mira a preservare la sicurezza dei consumatori di merci e servizi in tutti quei contesti in cui il controllo diretto (*caveat emptor*) sarebbe eccessivamente oneroso o impossibile” e si avvale “di strumenti finalizzati alla definizione di modelli di comportamento tarati in funzione degli interessi da proteggere (...) caratterizzati da un basso profilo amministrativo”.

reddito e di allocazione delle risorse. Tuttavia, tale tipologia di controllo è suscettibile di generare conseguenze negative, quali la creazione di rendite da posizione e la c.d. cattura del regolatore: infatti, ove siano le imprese stesse a richiedere servizi di regolamentazione, si producono effetti che distorcono il libero gioco della concorrenza, determinando conseguenze potenzialmente lesive nei confronti degli interessi della collettività: di conseguenza, si è affermata la seconda tipologia di intervento, quella della regolamentazione sociale, nella quale per la tutela del mercato è indispensabile la previsione di obblighi e di limitazioni alle imprese del settore<sup>17</sup>.

Tuttavia, anche questa forma di intervento, presenta una serie di effetti collaterali, come la possibilità del rischio della creazione di “un mercato politico della regolamentazione”, al cui interno politici e burocrati, al fine di conseguire la massimizzazione rispettivamente del consenso e del budget di spesa, cerchino di estendere i controlli ad aree sempre più ampie del sistema economico<sup>18</sup>.

Le anzidette forme della regolamentazione paiono differenziarsi, quindi, in funzione delle finalità che i pubblici poteri intendono conseguire: la regolamentazione economica ricorre a strumenti di carattere impositivo (definizione esogena dei prezzi, controlli all'industria) ovvero repressivo (vigilanza, disciplina della concorrenza), mentre quella sociale si avvale di strumenti finalizzati alla definizione di modelli di comportamento in relazione agli interessi da proteggere.

Proprio per ridimensionare tali ultimi fattori distorsivi, la regolamentazione del sistema finanziario, inizialmente caratterizzata da forme di controllo decisamente orientate a indirizzare il mercato, ha recepito progressivamente le modalità di intervento della regolamentazione sociale attraverso il ridimensionamento degli strumenti di carattere strutturale e l'adozione di un approccio più liberista e collaborativi nei confronti degli intermediari<sup>19</sup>; tuttavia, la coesistenza dei due

---

17 Con riguardo all'ordinamento italiano si veda in proposito P.A. CUCURACHI, *op. loc. ult. cit.*; su tale profilo, con particolare attenzione all'influenza della disciplina comunitaria, si veda N. MARZONA, *Gli organi di vigilanza sull'attività di intermediazione finanziaria*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1994, I, p. 156 ss.

18 Si vedano in tal senso J.M. BUCHANAN – G. TULLOCK, *The Calculus of Consent*, University of Michigan Press, Ann Arbor, 1962, *passim*; R.G. RAJAN – L. ZINGALES, *Salvare il Capitalismo dai Capitalisti*, Torino, 2004, *passim*.

19 Sul punto E. MONACI, *La struttura della vigilanza sul mercato finanziario*, Milano, 2007, p. 8, collega tale scelta, in ambito finanziario, all'esigenza di neutralità della vigilanza e, quindi, di stabilire *ex ante* i criteri di vigilanza prudenziale a presidio di stabilità ed efficienza del mercato, nonché di delimitare gli ambiti di discrezionalità delle Autorità indipendenti.

modelli, che continuano a combinarsi e a influenzarsi, lascia aperto un problema di ottimizzazione dell'intervento statale nella definizione delle regole che gli operatori devono rispettare.

Peraltro, possono esistere anche fallimenti della regolamentazione a causa di ulteriori ragioni<sup>20</sup>:

- difficoltà nel formulare obiettivi chiari ed effettivamente realizzabili, poiché il perseguimento di obiettivi generici provoca inefficienze e comportamenti soggettivi, spesso arbitrari;
- assenza o scarsità di incentivi, in quanto la mancanza dell'obiettivo della massimizzazione del profitto e l'impossibilità di fallimento possono causare una scarsa motivazione dell'apparato burocratico dei regolatori, anche per la difficoltà di incentivare, con salari correlati alla performance, i lavoratori, che possono tendere a massimizzare il prestigio e la sicurezza della propria mansione piuttosto che il più ampio interesse pubblico (che si suppone essere la missione dell'agenzia di regolamentazione);
- difficoltà gestionali dovute all'apparato burocratico e alla struttura salariale maggiormente appiattita rispetto al settore privato, cosicché gli incarichi di livello basso sono sovraremunerati (rispetto agli equivalenti del settore privato), e quelli di livello elevato, ad esclusione del top management, sono sottoremunerati;
- incapacità di gestire i flussi informativi, cosicché regolamentazioni che impongono oneri informativi su soggetti esterni sono scarsamente utilizzate generando costi sociali maggiori dei benefici e, al limite, asimmetrie informative de facto;
- comportamenti cd. *rent-seeking* che possono arrivare fino alla "cattura del regolatore"<sup>21</sup>.

---

20 A tali tematiche sono dedicate le pubblicazioni di M. ONADO, *Objectives of banking regulation: the trade-off between efficiency and stability*, in *Uk Banking Supervision*, ed. Gardener, London, Allen & Unwin, 1986 e di G. FORESTIERI, *Economics of scale and scope in the financial services industry: A review of recent literature*, Milano, 1992.

21 Ossia il fenomeno per cui l'interazione tra soggetto regolatore e soggetto controllato finisce per precludere al primo un corretto esercizio delle funzioni di controllo: si rinvia a G. J. STIGLER, *The Theory of Economic Regulation*, in *Bell Journal of Economics and Management Sciences*, vol.6, n.2, 1971, p. 3 ss. In tema si veda anche M. CLARICH, *Un approccio "madisoniano"*, in AA. VV., *L'indipendenza delle Autorità*, a cura di Grassini, Bologna, 2001, p. 93.

## **1.2. Obiettivi e modelli della regolamentazione finanziaria**

L'analisi degli obiettivi della regolazione è necessaria alla comprensione non solo dei vari modelli e tipologie in cui essa si articola ma anche delle esigenze che ne sono alla base.

Un primo obiettivo della regolamentazione in campo finanziario viene individuato nel perseguimento della stabilità sia macroeconomica sia microeconomica (la stabilità propria degli intermediari finanziari), attraverso la c.d. vigilanza prudenziale.

Il controllo della macro-stabilità equivale al controllo del rischio sistemico, finalizzato ad evitare la possibilità di un diffondersi contagioso di perdite tra istituzioni finanziarie che metta a repentaglio l'economia reale.

Le misure di controllo della micro-stabilità degli intermediari sono quelle generali della regolamentazione di stabilità verso attività imprenditoriali e di intermediazione, quali i requisiti di capitale minimo e di solvibilità, da soddisfare durante tutta la vita degli intermediari, le limitazioni all'indebitamento, i requisiti di solidità patrimoniale e di onorabilità. Tale particolare attenzione si basa su due motivi fondamentali (la funzione di allocazione del risparmio nell'economia reale e la circostanza che tale risparmio può provenire da soggetti che necessitano di particolare tutela), nonché sull'importanza della fiducia dei risparmiatori negli intermediari: infatti, il venir meno di tale fiducia comprometterebbe seriamente la gestione delle imprese e perturberebbe il mercato.

Un secondo obiettivo della regolamentazione in campo finanziario è rappresentato dalla trasparenza, elemento in grado di favorire una maggiore equità nella distribuzione delle risorse (che nell'ambito dei mercati finanziari questo obiettivo si traduce in «equità nella distribuzione del bene informazione» tra i diversi operatori).

Tale obiettivo viene perseguito attraverso l'imposizione di regole di trasparenza sul mercato e sugli intermediari: a livello macro, attraverso regole che impongono parità di trattamento e di diffusione delle informazioni; a livello micro, attraverso regole di non discriminazione nei rapporti tra intermediari finanziari e categorie diverse di clienti (norme di correttezza e trasparenza)<sup>22</sup>.

---

22 In proposito v. C. DI NOIA – S. MICOSI, *Come riordinare i controlli*, 2003, reperibile sul sito web [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info), in cui si fa riferimento alla previsione “di obblighi d'informazione sulle emissioni e gli emittenti quotati, regole per la tutela dell'integrità del mercato e per la parità di trattamento (*insider trading*, offerte pubbliche, eccetera) e regole sul comportamento degli

Il terzo obiettivo della regolamentazione del mercato finanziario, riconducibile all'obiettivo più generale dell'efficienza è costituito dalla tutela e difesa della concorrenza nel settore dell'intermediazione<sup>23</sup>, attraverso regole *antitrust* in materia di concentrazioni, intese e posizioni dominanti.

### 1.2.1. Modelli di vigilanza

Naturalmente, fermi restando ragioni ed obiettivi della regolamentazione finora esaminati, la struttura di vigilanza adottata in concreto per i vari mercati finanziari può assumere assetti diversi, ispirandosi a differenti modelli di base (rispetto ai quali può, eventualmente, presentare scostamenti e variazioni); peraltro, la definizione di tali differenti schemi comporta una serie di precisazioni e distinzioni successive<sup>24</sup>.

Innanzitutto, una condivisibile impostazione di base suggerisce di individuare il sostrato comune alle diverse tipologie di vigilanza (o quantomeno alle più diffuse) in quattro funzioni direttamente collegate al perseguimento degli obiettivi in precedenza evidenziati<sup>25</sup>:

---

intermediari (tra cui sono di particolare rilievo i doveri fiduciari verso i clienti)", funzioni "tipicamente affidate ad autorità specializzate, talora coincidenti con quelle di sorveglianza sulla micro-stabilità, talora separate".

23 Si veda sul tema F. CAPRIGLIONE, *Autorità creditizie*, in AA. VV., *Disciplina delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di Capriglione, Padova, 2000, II ed., p. 16 s.

24 Oltre alla letteratura già citata, si rimanda sul tema ai numeri monografici delle riviste *Analisi giuridica dell'economia*, 2002, 2, *Autorità indipendenti. Evoluzione della specie e lotta per la sopravvivenza*, a cura di Cera-Presti-Rescigno (con contributi, fra gli altri, di M. POLO, *Le Autorità indipendenti: un'analisi economica e una proposta di riordino*; R. COSTI, *Autorità indipendenti sotto l'alta vigilanza del Ministro dell'Economia?*; C. BRESCIA MORRA, *La regolamentazione delle attività finanziarie in Europa. Il ruolo delle Autorità*; A. ROSA - S. VINCI - F. VOLPE, *La regolazione delle autorità in materia di soggetti finanziari fra concorrenza e sovrapposizioni*) e *Banca, impresa e società*, 2001, 3, intitolato *I nuovi assetti dei mercati finanziari: quale organizzazione della vigilanza?* (con contributi, fra gli altri, di F. VELLA, *Gli assetti organizzativi del sistema dei controlli tra mercati globali e ordinamenti nazionali*; M. HALL, *The evolution of financial regulation and supervision in the UK: why we ended up with the financial services authority*; G. CAMMARANO, *Esigenze economiche e modelli organizzativi di vigilanza*, R. COSTI, *Sul coordinamento fra autorità di vigilanza*; G. MINERVINI, *Coordinamento degli organismi di controllo in sede europea. Coordinamento degli organismi di controllo in sede nazionale*; F. MERUSI, "Ex pluribus unum"? *I termini del problema sull'unificazione dei regolatori finanziari*; F. CESARINI, *La regolamentazione tra sistemi nazionali e mercato unico*; P. CIOCCA, *Vigilanza: una o più istituzioni?*; G. TESAURO, *Il controllo antitrust nel settore bancario*). Ancora, F. VELLA, *Le Autorità di vigilanza: non è solo questione di architetture*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2007, p. 195 ss.

25 Così P. A. CUCURACHI, *I profili organizzativi dei sistemi di vigilanza bancaria*, cit., p. 15; si veda anche M. POTO, *op. loc. ult. cit.*

- a) emanazione di norme che impongono divieti o obblighi (eventualmente corredati da sanzioni) agli intermediari;
- b) previsione di oggettivi e rigorosi requisiti di accesso, come condizione per l'ottenimento dell'autorizzazione all'esercizio delle attività di intermediazione finanziaria;
- c) concessione di autorizzazioni su base discrezionale;
- d) ricorso alla c.d. *moral suasion*.

In secondo luogo, l'alternativa fondamentale su cui basare il sistema di vigilanza consiste nell'opzione per un sistema di vigilanza "accentrata", basata su un'unica Autorità (*single regulator*) o, al contrario, di vigilanza "decentrata", nella quale poteri e competenze di controllo sono suddivisi tra più organi, sulla scorta di criteri differenti a seconda del sistema prescelto<sup>26</sup>.

L'analisi dei modelli di regolamentazione e controllo, quindi, secondo la classificazione più diffusa, individua essenzialmente quattro modelli-tipo concretamente utilizzati in sede di prassi e nella disciplina: si tratta della vigilanza "istituzionale", "per finalità", "per attività" (riconducibili al macrosistema della vigilanza "decentrata") e "accentrata" (basata sul *single regulator*). Accanto a questi, la c.d. vigilanza "funzionale" (anch'essa tipologia di controllo "decentrato") rappresenta invece una prospettiva relativamente nuova e teorica, che attualmente gode di stima nelle sedi regolamentari, nella misura in cui, tuttavia, una applicazione concreta di questo approccio dovesse mostrarsi più efficace nel processo di accompagnamento al disegno di strutturazione globale delle attività di vigilanza.

#### a) La vigilanza "istituzionale"

Nel modello "istituzionale"- o anche "sezionale", o "per mercati"<sup>27</sup> - la vigilanza

---

26 Su tale suddivisione di fondo si vedano E.L. CAMILLI – M. CLARICH, *La Vigilanza in Europa alla prova della Crisi*, Roma, 2008; K. LANNOO, *Supervising the European Financial System*, in AA. VV., *The Incomplete European Market for Financial Services*, ed. Cecchini-Heinemann-Jopp, Heidelberg, 2003, p. 232 ss.; G. SABATINI, *La vigilanza sugli intermediari e sui mercati*, in AA. VV., *I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione della borsa*, a cura di Banfi, Torino, 2004, p. 251 ss.

27 Il modello si richiama propriamente alle "istituzioni", e l'assetto regolamentare che sottende può riferirsi ai soggetti ovvero ai mercati finanziari, nella loro tradizionale tripartizione (bancario, mobiliare, assicurativo).

viene esercitata da una distinta autorità di controllo per ogni categoria di operatori finanziari o per ogni mercato, e quindi rispettivamente per banche, intermediari mobiliari e imprese di assicurazione, ovvero di ciascuno dei tre corrispondenti mercati: si ha, quindi, uno schema basato su un approccio “verticale”, ossia organizzato per “soggetti”.

In tal modo, gli organi di controllo vigilano sugli intermediari e sui mercati di competenza controllando il rispetto delle condizioni di accesso (e quindi requisiti di autorizzazione all'esercizio e di iscrizione in albi o elenchi) e di esercizio dell'attività, comminando le eventuali sanzioni che dovessero risultare opportune.

Il vantaggio di tale modello consiste essenzialmente nella circostanza che ogni intermediario fa capo ad un'unica autorità di vigilanza, specializzata nel proprio settore di competenza, così da evitare (tendenzialmente) duplicazioni nei controlli: tale impostazione pare maggiormente efficace in caso di intermediari che si limitino all'esercizio di una sola delle tre attività di intermediazione finanziaria<sup>28</sup>. A patto, tuttavia, che non si verifichi il fenomeno della già menzionata “cattura del regolatore”, facilitato dall'interazione dello stesso con gli interessi di una precisa categoria di intermediari (ai quali, peraltro, solitamente le norme impongono di farsi carico di finanziare le spese di funzionamento dell'organo di controllo)<sup>29</sup>.

Per contro, tale tipologia di vigilanza presenta problemi (e necessita di correttivi) quando debba trovare applicazione a soggetti abilitati a svolgere le stesse attività, comportando l'applicazione di disposizioni differenti per operazioni della stessa natura eseguite da soggetti diversi: ciò in particolare con riferimento al fenomeno della progressiva integrazione tra mercati e strumenti finanziari, che determina da una parte la creazione di gruppi e conglomerati di notevole entità e dall'altra la concentrazione di più attività (a livello di produzione o distribuzione) nello stesso intermediario, e in ogni caso rende sempre più sfumati e labili i confini tra le singole tipologie di intermediari. Nel quadro appena descritto, una vigilanza eccessivamente specializzata e frazionata, oltre a risultare inadeguata a consentire un efficace

---

28 In tal senso si vedano G. DI GIORGIO – C. DI NOIA, *Financial Regulation and Supervision in the Euro Area: a Four-Peak Proposal*, Wharton Financial Institution Center Working Paper, n. 2/2001, *passim*.

29 Tale rischio è evidenziato da C. DI NOIA – L. PIATTI, *Regolamenti e mercati finanziari: analisi e prospettive di riforma*, Quaderni di Finanza Consob, 30, 1998, *passim*.

controllo sull'intera entità conglomerale, permette agli intermediari di organizzarsi in modo da scegliere essi stessi la regolamentazione cui essere sottoposti.

*b) La vigilanza "per finalità"*

Nel modello della vigilanza "per finalità" (o "per obiettivi") intermediari e mercati sono sottoposti al controllo di più autorità, ognuna competente per ciascun obiettivo della regolamentazione, sulla base delle attività concretamente esercitate (prescindendo, quindi, dalla forma giuridica dei soggetti controllati). In altre parole, la regolamentazione secondo quest'approccio tende ad organizzarsi, almeno come tendenza generale, "in orizzontale", cioè indipendentemente dal soggetto coinvolto.

Tale schema prevede normalmente:

- una autorità che vigili sulle condizioni di stabilità del mercato e di ciascun intermediario;
- una autorità per la trasparenza del mercato finanziario, che controlli i comportamenti delle varie tipologie di intermediari nei confronti dei clienti e del mercato;
- una terza autorità a garanzia e tutela della concorrenza del mercato finanziario.

Rispetto allo schema "istituzionale", un siffatto modello presenta il vantaggio di riuscire ad adattarsi a mercati fortemente integrati, connotati dalla presenza di operatori polifunzionali e di gruppi ed entità conglomerali, riducendo nel contempo il problema della «cattura» (essendo le autorità specializzate per attività e non per categorie di soggetti vigilati); tuttavia, esso può ingenerare<sup>44</sup> l'inconveniente della moltiplicazione nei controlli, frazionati tra diverse autorità non specializzate e presumibilmente più onerosi per gli intermediari (in termini sia di adempimenti sia di costi).

Infatti, ogni intermediario potrebbe essere simultaneamente sottoposto a controlli e accertamenti (anche invasivi) da parte delle diverse autorità e, per converso, la sovrapposizione delle diverse regolamentazioni potrebbe presentare lacune o incertezze applicative, favorendo eventuali comportamenti opportunistici degli operatori.

*c) La vigilanza "per attività"*

La “vigilanza per attività”, prevede una forma di controllo specifica per ogni attività di intermediazione, cosicché ciascun servizio finanziario è sottoposto alla supervisione di una determinata autorità, indipendentemente dall'operatore che lo offre: naturalmente, qualora gli intermediari esercitassero strettamente le rispettive attività, tale tipologia di vigilanza coinciderebbe con quella istituzionale, dal momento che i servizi prestati rimarrebbero nel segmento del relativo prestatore.

Quindi, tale schema presenta vantaggi e svantaggi assimilabili a quelli del modello istituzionale; tuttavia, il pregio di avere come oggetto il servizio (consentendo omogeneità di regole e uniformità di supervisione su soggetti che svolgono la stessa attività a prescindere dalla loro veste giuridica) pare destinato ad essere sovrastato da problemi di moltiplicazione dei controlli sullo stesso intermediario e di difficoltà di individuare l'autorità competente per l'adozione di provvedimenti di carattere spiccatamente soggettivo (in particolare connessi ad esigenze di stabilità o all'irrogazione di sanzioni drastiche), nonché di inefficacia nei confronti di gruppi e conglomerati.

#### d) La vigilanza “funzionale”

Il modello “funzionale” rappresenta uno schema prettamente teorico, concepito sulla base dell'analisi del funzionamento e della dinamica dei sistemi finanziari, con particolare riferimento a esigenze correttive di asimmetrie informative, rapporti di agenzia, interdipendenze strategiche tra mercati, intermediari, strumenti e prescinde dalla sopravvivenza delle istituzioni esistenti, essendo le funzioni prevalenti su di esse.

Per via del recente fenomeno di progressiva integrazione e globalizzazione dei mercati, degli intermediari e degli strumenti finanziari, le funzioni sono state ripensate in modo da adattarsi al mutato contesto. Quindi, l'approccio funzionale si basa sulle sei funzioni che un sistema finanziario deve assolvere:

- fornire sistemi di compensazione e regolamento dei pagamenti;
- creare meccanismi che consentano la raccolta di risorse presso un gran numero di risparmiatori e realizzare consorzi per finanziare grandi opere di investimento;
- effettuare trasferimenti intersettoriali, nel tempo come nello spazio, di risorse

economiche e finanziarie;

- ridurre le variabili finanziarie di rischio e di incertezza, attraverso l'offerta di strumenti di copertura, diversificazione e assicurazione;
- diffondere informazioni sui prezzi dei prodotti finanziari al fine di incentivare il coordinamento delle scelte dei soggetti economici operanti nei vari settori dell'economia;
- ridurre i problemi di incentivo e i costi di agenzia derivanti dalla presenza di asimmetrie informative tra partecipanti alla contrattazione finanziaria.

Tuttavia, tale modello pare risentire di difetti comuni a quello per attività, con riferimento alla necessità di esercitare alcune tipologie di controllo su un soggetto più che su una funzione (in particolare per ciò che concerne la stabilità sistemica) e alla frammentazione delle competenze tra diverse Autorità (con evidenti conseguenze negative in termini di coordinamento e conflittualità tra le stesse); in proposito, un'analisi non recentissima, ma ancora valida, rileva come l'utilizzo dello schema funzionale non sarebbe molto adatto al sistema finanziario italiano.

Questo approccio presenta, inoltre, l'inconveniente di enucleare distinte funzioni che spesso sono, però, attribuibili ad uno stesso intermediario, per cui sarebbe necessaria una riclassificazione delle stesse<sup>30</sup>.

#### e) *La vigilanza accentrata*

---

30 G. OLDFIELD – A.M. SANTOMERO, *The Place of Risk Management in Financial Institutions*, Wharton Financial Institutions Center Working Paper, 1995, *passim*, propongono una classificazione secondo cui le istituzioni finanziarie includono *depositories* (banche), assicurazioni, *investments companies* (fondi aperti e chiusi, altri organismi di investimento collettivo del risparmio), fondi pensione, *origination firms* (imprese di investimento, istituti di credito, broker assicurativi e promotori finanziari), *market-makers* (*specialists*, *dealers*, compagnie di riassicurazione), le borse valori (*cash* e derivati), *clearing houses*, altri operatori finanziari. I servizi forniti da queste istituzioni finanziarie possono essere classificati in sei distinte attività: “*origination*” (identificazione, valutazione e creazione di attività finanziarie emesse dai clienti dell'istituzione), “*distribution*” (raccolta di fondi attraverso la vendita di nuovi prodotti finanziari), “*servicing*” (gestione dei flussi di pagamento dagli emittenti ai detentori di attività finanziarie), “*packaging*” (consorzi e trasformazione di attività finanziarie in corrispondenza di esigenze specifiche dei clienti, attraverso una maggiore personalizzazione dei prodotti e dei servizi offerti), “*intermediating*” (emissione di attività finanziarie e contemporaneo riacquisto in proprio di differenti attività finanziarie da parte di uno stesso intermediario), “*market making*” (acquisto e vendita di attività finanziarie). In una prospettiva regolamentare, questa riclassificazione potrebbe condurre a un assetto in cui ad ogni attività corrisponda effettivamente una diversa autorità di vigilanza, ma si tratterebbe in ogni caso di una scelta non necessariamente ottimale e condivisibile.

Il modello di vigilanza accentrata si fonda su un'unica autorità di controllo, competente per tutti i mercati e per tutti gli intermediari, indipendentemente dalla loro natura (bancaria, mobiliare o assicurativa che sia) e con riguardo ai diversi obiettivi della regolamentazione (stabilità, trasparenza, concorrenza): esso ha rappresentato la prima modalità di regolamentazione dei sistemi finanziari, che nella loro forma embrionale erano di natura essenzialmente creditizia.

Il tratto saliente è quello di ricondurre ad un unico organo il perseguimento degli obiettivi di stabilità microeconomica e di trasparenza informativa e operativa, senza distinzione tra settori o segmenti finanziari; per tale ragione, recentemente, a fronte della marcata globalizzazione e integrazione dei mercati e degli intermediari finanziari, tale modello è stato riproposto in Europa nei paesi scandinavi (Danimarca, Norvegia e Svezia) e nel sistema inglese e, da ultimo, in quello tedesco<sup>31</sup>. Tale riscoperta, giustificata con l'emergere di conglomerati complessi e di difficile controllo per l'autorità, sembra anche rispondere ad una logica di maggiore coerenza nelle azioni di vigilanza, di riduzione dei costi per la medesima, compresi quelli di coordinamento tra una pluralità di agenzie.

I vantaggi di tale approccio sono pienamente apprezzabili nel momento in cui l'organizzazione interna dell'unico regolatore consente di sfruttare le economie di scala e di differenziazione che si vengono a produrre con questo modello: si pensi alla riduzione di costi fissi quali spese logistiche, oneri del personale amministrativo, compensi ed incentivi degli organi di vertice e alla maggiore efficacia di una visione unitaria in particolare su organismi polifunzionali e su gruppi conglomerati. Parimenti, anche i costi della vigilanza gravanti sui soggetti regolati e/o sulla collettività tenderebbero a ridursi. Per ciò che riguarda i fenomeni di «cattura», la presenza di un solo regolatore potrebbe da un lato ridurre la probabilità (e forse, in teoria, anche la stessa opportunità), a fronte della elevata e onnicomprensiva legittimazione di cui godrebbe l'autorità di vigilanza.

Di converso, proprio l'esistenza di un unico organismo di controllo potrebbe rendere più immediati e diretti i rapporti collusivi, che avrebbero un solo

---

31 Si veda in proposito C. ARMBRÜSTER, *La vigilanza su banche ed assicurazioni: è meglio avere un'autorità o due?*, in AA. VV., *Banche, assicurazioni e gestori di risparmio*, a cura di Prosperetti-Colavolpe, Milano, 2009, p. 241 ss.

interlocutore dalla parte del vigilato.

La validità del modello del regolatore unico dipende, quindi, sensibilmente dall'organizzazione interna del medesimo e dalla relativa capacità di coordinare efficacemente le numerose aree di competenza e di specializzazione: infatti, se queste ultime non fanno capo ad una struttura funzionale ed efficiente, rischiano di appesantire l'apparato burocratico, rallentando il processo decisionale, ingenerando conflitti di interesse, inefficienza ed eccesso di regolamentazione.

Infine, la presenza di un solo regolatore potrebbe acuire l'insorgere di problemi di coerenza, ove l'autorità si trovasse a dover perseguire obiettivi di vigilanza tra loro confliggenti. Tale problema, peraltro non esclusivo di tale modello, potrebbe essere in parte superato attraverso la creazione di un'organizzazione divisionale interna strutturata per obiettivi: in realtà, l'unicità dell'organo di vertice, verosimilmente, imporrebbe comunque il prevalere di un solo obiettivo quale risultato ultimo dell'intero processo decisionale, esponendo lo stesso ad una fragilità potenziale.

#### *f) Ulteriori modelli di vigilanza*

Accanto ai modelli ora illustrati, possono individuarsi ulteriori schemi, elaborati in specifici contesti e rispondenti a esigenze tipicamente nazionali.

In primo luogo viene in rilievo l'assetto "misto" o "bi-direzionale" (c.d. *train peaks model*), con la creazione di due specifiche agenzie comunitarie, competenti, rispettivamente, sui controlli di stabilità e trasparenza e sulla tutela degli investitori, che a loro volta dovrebbero coordinare un'analoga organizzazione nei singoli Stati membri.

Un simile assetto dei controlli presenta connotati di più forte specularità rispetto a quello degli intermediari, con l'asserita convinzione che una struttura di regolazione concentrata su specifici obiettivi, ha il pregio di una più chiara e trasparente definizione del mandato ad essa affidato. Una allocazione di competenze tra più autorità è poi considerato un buon antidoto contro rischi di *trade-off* e contro il timore della creazione di grandi apparati visti come centri di interesse autoreferenziale e con basso grado di *accountability*.

Tale modello (il cui esempio più celebre è quello australiano) esalta l'esigenza di un'intensa attività di coordinamento tra le diverse Autorità, ponendo anche il

problema della loro localizzazione e della distinzione tra i diversi obiettivi di vigilanza: la concentrazione dei poteri di regolazione in capo ad un unico soggetto con poteri di controllo su stabilità e trasparenza, potrebbe prevenire questi rischi, semplificando i processi di coordinamento e creando un unico interlocutore nei confronti degli intermediari<sup>32</sup>.

Le controindicazioni di questo assetto organizzativo risiedono sia nei possibili conflitti tra finalità, sia nell'attribuzione di competenze, che, se troppo ampia potrebbe sottrarre il controllore ad una valida *accountability*: sotto questo profilo, sono indubbi i vantaggi della competizione tra più organismi e tra i diversi "stili" di vigilanza.

Finora, i tentativi di analisi comparata dei costi e dei benefici delle diverse modalità di consolidamento della regolazione non hanno dato esiti definitivi; inoltre nella prassi i modelli richiamati non hanno avuto certo un'applicazione uniforme a livello nazionale: i Paesi che si sono orientati verso l'Autorità unica, in realtà, lo hanno fatto seguendo strade diverse, sotto il profilo della architettura istituzionale prescelta e delle competenze attribuite alle autorità.

Un confronto sulle "forme" d'integrazione dei sistemi di vigilanza, naturalmente, comporta anche l'esigenza di affrontare ulteriori e rilevanti profili, sulle strutture di *governance*, sul grado di dipendenza e autonomia, sul livello di *accountability*.

In effetti, coglie nel segno chi osserva come i "modelli delle vigilanze pubblicistiche sui mercati finanziari, che possono essere classificati seguendo l'ormai tradizionale tripartizione che distingue una vigilanza per soggetti, una vigilanza per attività e una vigilanza per finalità o funzioni, risentono infatti della varietà e specificità dei contesti istituzionali, politici ed economici in cui i poteri di regolazione si inseriscono, e per questo si osserva che il metodo di analisi utilizzato da taluni economisti, consistente nell'elaborazione di matrici relative a molti Paesi basate sulla rilevazione della presenza di una o più autorità e sulle rispettive funzioni, presenta il limite della mancata considerazione dell'eterogeneità e, quindi, della non

---

32 Cfr. F. VELLA, *Banca Centrale Europea, Banche Centrali Nazionali e vigilanza bancaria: verso un nuovo assetto dei controlli nell'area dell'euro*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2002, p.164: "Una simile soluzione appare meno innovativa rispetto a quella del single regulator, e forse per questo maggiormente in grado di superare le inevitabili resistenze degli Stati membri a cedere i poteri di controllo nazionali, anche se presuppone un'architettura istituzionale più complessa e ambiziosa".

comparabilità dei contesti istituzionali, economici e giuridici nell'ambito dei quali sono calate e operano le autorità di ciascun Paese”<sup>33</sup>.

### 1.2.2. Modelli di regolamentazione adottati negli Stati membri UE

Nel dibattito tra le varie soluzioni adottabili e la scelta dei modelli, è interessante vedere il quadro regolamentare adottato nei diversi paesi. Ci si soffermerà sulla natura e la struttura delle autorità, il grado di accentramento, la cooperazione interna e internazionale, i profili storici e le differenze con i modelli precedenti.

#### a) Il Regno Unito: la FSA (*Financial Services Authority*) come regolatore unico

L'assetto del sistema dei controlli britannico è stato, fino alla fine degli anni novanta piuttosto frammentato. L'esistenza di tre distinti segmenti di mercato, nel settore degli istituti di credito ha dato luogo alla nascita di un approccio di vigilanza fondato storicamente sulla *self-regulation* e sull'attribuzione dei poteri ad un soggetto privato di diritto speciale.

Il Financial Services Act del 1986 aveva già realizzato un certo grado di contemperamento tra eteroregolamentazione e autoregolamentazione, affiancando alla vigilanza sugli intermediari delle tradizionali SRO (Self Regulating Organizations) quella del Secretary of State for Trade and Industry, che in seguito trasferì tale funzione alla SIB, una società privata senza fini di lucro<sup>34</sup>.

Il sistema di vigilanza britannico ha assunto il proprio attuale assetto con l'istituzione di un unico organismo di controllo sull'intero sistema finanziario, la Financial Services Authority (FSA)<sup>35</sup> (una *private company* istituita con il Bank of England Act del 1998 e rafforzata con il Financial Services and Markets Act (FSMA) del 2000 e successive attribuzioni). La Financial Services Authority è un unico organismo

33 Così D. SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2009, p. 57.

34 In proposito F. ANNUNZIATA, *Il ruolo del Securities and investment board nel sistema inglese a doppio livello*, in AA. VV., *La riforma della CONSOB nella prospettiva del mercato mobiliare europeo*, a cura di Nardozzi-Vaciago, Bologna, 1994, p. 181, rileva che per la prima volta nel Regno Unito l'eteroregolamentazione si affiancò all'autoregolamentazione.

35 Si tratta di un “*independent non-governmental body*” ed il suo consiglio è composto da un presidente, un funzionario principale, due *manager* e undici membri non esecutivi. Alla Bank of England residua la competenza in materia monetaria, che esercita in maniera indipendente solo dal 1997.

incaricato di svolgere la vigilanza sul sistema creditizio, finanziario ed assicurativo e di perseguire sia la stabilità e sia la trasparenza, secondo i principi di economicità, efficienza, responsabilità, proporzionalità, innovazione, internazionalità e competizione.

Gli obiettivi previsti dal FSMA sono quattro:

1) “*to maintain confidence in the UK financial system*” (art. 3 FSMA), ossia il mantenimento della stabilità del sistema finanziario: la Bank of England “resta il *lender of last resort*, responsabile per la stabilità finanziaria a livello macroeconomico, mentre la FSA guarda più direttamente alle singole istituzioni”<sup>36</sup>. Il controllo di stabilità, sui soggetti e sui rapporti è però affidato alla nuova autorità. Come accennato esso si riferisce a tutti i segmenti del mercato: banche, assicurazioni e mercato mobiliare;

2) “*to promote public understanding of the financial system*” (art. 4 FSMA). Si tratta, dunque, di migliorare la conoscenza del sistema da parte del pubblico. Tale obiettivo si inserisce in un disegno che vuole favorire il mercato, avvicinando i cittadini al settore finanziario. La vigilanza sulla trasparenza dei mercati si estende ad una serie di operazioni volte ad informare gli investitori a proposito di rischi e opportunità loro offerte;

3) “*to secure an appropriate degree of protection for consumers whilst recognising their own responsibilities*” (art. 5 FSMA). Con questa norma si stabilisce che gli investitori sono responsabili delle loro azioni, in quanto la FSA non assume responsabilità per il *performance risk* e, allo stesso tempo, si “intende tutelare il consumatore da diversi rischi: dal rischio prudenziale di fallimento dell'intermediario, dal rischio di frode, o di *mis-interpretation* o di *mis-selling* del prodotto finanziario, o ancora dal rischio che questo sia troppo complesso o inidoneo ai bisogni del consumatore”<sup>37</sup>;

---

36 Così C. GOLA – A. ROSELLI, *Il sistema bancario del Regno Unito e la riforma della vigilanza*, Quaderno di ricerche n. 42, Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi, Roma, 2003, p. 70.

37 Così C. GOLA – A. ROSELLI, *op. loc. ult. cit.*

4) “*to reduce the scope for financial crime*” (art. 6 FSMA): questo obiettivo conferisce all'autorità di vigilanza sul mercato finanziario compiti di contrasto alla criminalità finanziaria. Viene attribuito un preciso compito alla FSA, dotandola di poteri adeguati a contrastare e sanzionare il compimento di numerosi reati e illeciti finanziari, come il riciclaggio, attività fraudolente e manipolazione dei mercati.

La suddetta normativa istituisce espressamente, poi, una forma di cooperazione nazionale ed internazionale con gli analoghi organi di controllo, soprattutto in tema di lotta alla criminalità finanziaria.

Oltre al Financial Services and Markets Act, che individua i principi cui l'autorità deve conformarsi e che disciplina il funzionamento e le competenze della FSA, vengono lasciati ampi poteri regolamentari a Governo e FSA stessa, cui spetta il compito di integrare la normativa secondo l'evoluzione dei mercati; inoltre, all'Authority sono attribuiti notevoli poteri sanzionatori.

La FSA, concentrando in capo a sé tutti i poteri relativi a regolazione e vigilanza dei mercati finanziari, si colloca in una posizione che, in assenza di correttivi, rischierebbe di favorire abusi o fenomeni di cattura. Pertanto, sono stati previsti interessanti meccanismi di *accountability* della FSA: nel Financial Service and Markets Act si stabilisce che il nuovo organismo, sebbene completamente indipendente dall'esecutivo, risponda nei confronti del Parlamento.

#### *b) Il modello tedesco di Autorità unica*

La Germania ha istituito, nel marzo del 2002, il BaFin (Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht - Ente federale per la vigilanza dei servizi finanziari), Autorità di vigilanza e di regolazione unica per i settori bancario, finanziario ed assicurativo finalizzata alla stabilità e alla tutela dei consumatori: precedentemente, il sistema era frammentario, basandosi sulla coesistenza di BaWe (l'organo monocratico di supervisione dei mercati) e BAK (Bundesaufsichtsamt fuer das Kreditwesen).

Per la verità, all'interno del del BaFin, che costituisce un'istituzione unica, operano tre organismi comunicanti che da esso si diramano: il BaKred, che controlla il sistema bancario assieme alla Bundesbank, il Bav, deputato alla vigilanza sul settore

assicurativo, e il BaWe, gendarme su mercati finanziari.

Tale scelta è legata, in buona parte, allo sviluppo del mercato mobiliare, che ha creato una sorta di *ultrius* nel precedente sistema fortemente bancocentrico, e al conseguente processo di integrazione tra i vari strumenti e servizi finanziari.

Per queste ragioni in Germania è stata emanata una legge (Gesetz über die integrierte Finanzdienstleistungsaufsicht del 1 marzo 2002) che ha modificato il sistema di vigilanza, concentrando, in un unico organismo, le funzioni di supervisione dei settori bancario, mobiliare e assicurativo. L'obiettivo del legislatore tedesco è quello di "accrescere l'efficienza e la trasparenza dei controlli, riducendone i costi, nonché la competitività e la sicurezza degli operatori" e di porre al centro dei controlli i mercati finanziari.

Il BaFin è una persona giuridica di diritto pubblico con competenze estese a tutto il territorio federale ed è soggetto alla vigilanza tecnico-giuridica del Ministero delle Finanze: si tratta di un istituto politicamente indipendente, ma non da un punto di vista tecnico-giuridico: subisce cioè un controllo da parte dell'apparato governativo, che verifica le modalità e gli strumenti con cui viene messa in atto la vigilanza e se questa avviene nel rispetto delle leggi.

Gli organi della nuova autorità sono il presidente e il consiglio di amministrazione. Compiti e poteri di quest'ultimi sono stabiliti dallo statuto emanato con decreto del Ministro Federale. Il Ministero delle Finanze nomina i 21 membri che compongono il Consiglio, tra i quali il Presidente: il sistema di nomina, dunque, non garantisce una perfetta indipendenza dell'Ente, basandosi sulla decisione di un solo Ministero, quando istituendo un unico organismo con compiti di vigilanza sull'intero universo dei mercati finanziari, sarebbe necessario garantirne, allo stesso tempo, una maggiore indipendenza dal potere politico. La scelta di questo modello, tuttavia, è in sintonia con l'ordinamento giuridico tedesco.

L'Ente opera solo nel pubblico interesse, svolgendo le funzioni previste dalle leggi sul credito, sulle assicurazioni e sulle transazioni in titoli nonché da ulteriori norme ed è espressamente prevista la cooperazione con altri sistemi di vigilanza estera.

La Deutsche Bundesbank conserva ancora notevoli poteri di vigilanza sugli enti creditizi e collabora con l'Ente federale nell'ambito della vigilanza corrente sugli istituti di credito, in particolare nell'analisi delle segnalazioni degli istituti di credito,

dei rapporti di revisione e dei documenti relativi al bilancio di esercizio, nell'esecuzione e nell'analisi dei controlli tecnico bancari, ai fini del giudizio sulla adeguatezza del capitale e delle procedure di gestione dei rischi, nonché nella valutazione dei risultati di tali accertamenti.

*c) Altri modelli di vigilanza accentrata*

Il modello del regolatore unico si era già affermato in Scandinavia: Autorità uniche sono anche il Rahitustarkastus finlandese (che però collabora con la Banca di Finlandia per la vigilanza sulle banche), il Finansinspektionen svedese e il Kredittilsynet norvegese. Simile è il Finanstilsynet danese (nato nel 1990 dall'aggregazione tra la vigilanza bancaria, assicurativa e dei fondi pensione e quella finanziaria, che però, in realtà, è un segretariato diviso in tre consigli (Det Finansielle Virksomhedsrad in materia finanziaria, Fondsradet in materia bancaria e Pensionsmarkedsradet in materia di previdenza) ed è fortemente legato al Ministero degli affari economici: non rappresenta, dunque, un'Autorità tecnicamente indipendente.

Analogo processo ha attraversato l'Islanda, con la creazione della Financial Supervisory Authority.

In Austria è stata istituita la Financial Market Authority (FMA), competente per la stabilità e la trasparenza del settore creditizio, finanziario e assicurativo e dei fondi-pensione. In Belgio già nel 1990 la Commission Bancaire è divenuta Commission Bancaire et Financiere (CBF) e a partire dal 2004 si è fusa con l'OCA (Office de Contrôle des Assurances), costituendo un'unica *Authority* intersettoriale.

Già a fine 1998 era stata istituita in Lussemburgo la Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF), nata dalla fusione degli organismi di vigilanza bancario e finanziario.

Nel sistema irlandese nel 2003 è stato istituito un complesso organismo, la Central Bank and Financial Services Authority, divisa in due sezioni parzialmente autonome, ossia la Banca centrale e l'Irish Financial Service Regulatory Authority (IFSRA).

*d) Il modello tripartito: Francia, Paesi mediterranei e Olanda*

Per quanto riguarda la vigilanza finanziaria incentrata su un organo di controllo

competente per ognuno dei tre segmenti, un primo esempio è rappresentato dal modello francese, che può così delinearsi:

- La Commission Bancaire (CB) si occupa della vigilanza sugli enti creditizi e sulle società di investimento, escluse le società di gestione del risparmio, che rientravano nella competenza della Commission des Opérations de Bourse (COB) e che ora spettano all'Autorité des marchés financiers; tuttavia, la Banque de France partecipa ampiamente alla vigilanza.

- La Commission des Contrôles des Assurances (CCA) si occupava del controllo sulle imprese di assicurazione e riassicurazione; con una legge del 2003 è stata unita alla Commission de contrôle des mutuelles et des institutions de prévoyance (CCMIP), per formare un nuovo organismo, con competenze più ampie, denominato: Commission de contrôle des assurances, des mutuelles et des institutions de prévoyances (CCAMIP).

- Per quanto riguarda il controllo sui mercati finanziari, il sistema è stato modificato nel febbraio 2003, con la concentrazione di più istituti nell'Autorité des marchés financiers (AMF), cui spettano tutela degli investimenti (supervisione dei diversi strumenti finanziari), vigilanza su trasparenza e informazione degli investitori e vigilanza sul buon andamento e la regolarità dei mercati finanziari.

- Infine vi sono il Comité de la Réglementation Bancaire et Financière (CRBF) e il Comité des Établissements de Credit et des Entreprises d'Investiment (CECEI): il primo con funzioni normative, il secondo autorizzatorie, relative allo svolgimento dell'attività bancaria e finanziaria.

Un modello tripartito di vigilanza è adottato anche nei Paesi mediterranei (Italia<sup>38</sup>, Spagna, Portogallo e Grecia) e in Olanda.

Per quanto riguarda i Paesi che hanno aderito più di recente all'Unione, si riscontra

---

38 Di cui si dirà nel terzo capitolo, con particolare attenzione al settore assicurativo.

altrettanta eterogeneità: in quattro di essi si è adottato un modello accentrato di vigilanza, mentre negli altri la competenza meglio definita è, per lo più, quella degli organi di vigilanza sui mercati mobiliari.

### **1.3. Esigenze di una regolamentazione finanziaria sovranazionale**

Come visto poc'anzi, il dibattito sulla validità dei vari modelli e sulla preferibilità dell'uno rispetto all'altro, nonché sulle migliori combinazioni tra essi è senz'altro aperto ed alimentato dalla diffusa consapevolezza dell'insuperabile imperfezione dei diversi modelli applicati alla realtà, nel senso che nessun sistema di vigilanza esistente riesce a controllare pienamente le molteplici configurazioni ed evoluzioni dei mercati<sup>39</sup>. Inoltre, in questa prospettiva l'attuale assetto della *regulation* è destinato a mutare sotto la spinta dell'internazionalizzazione delle attività finanziarie e dell'integrazione verticale e orizzontale dei mercati.

In quest'ottica, pienamente condivisibile appare la notazione secondo cui “anche se il processo di globalizzazione finanziaria induce tra i diversi sistemi finanziari influenze reciproche, interdipendenze, forme di integrazione, tuttavia non è dato ancora registrare una convergenza verso un modello unico, continuando a sussistere invece una serie di modelli diversi, che costituiscono retaggio storico della tradizione e del diverso grado di sviluppo capitalistico di ciascun Paese, che possono al più risultare caratterizzati da morfologie 'miste', in quanto conseguenza di un'avvenuta osmosi tra modelli preesistenti che ha favorito l'introduzione di elementi comuni”<sup>40</sup>. Peraltro, l'affermarsi in concreto di un modello di vigilanza non può prescindere, ormai, dalle scelte compiute in seno alle istituzioni internazionali. Già da tempo, tanto le norme comunitarie, che disciplinano uniformemente il mercato finanziario e i rispettivi segmenti, quanto le varie proposte formulate da vari enti operanti a livello mondiale rivestono un ruolo decisivo in proposito; tuttavia, la necessità di superare le recenti crisi e prevenirne di nuove attraverso un efficace sistema di controlli hanno fatto sì che negli ultimi tempi il lavoro di tali istituzioni abbia subito una notevole

39 Così S. AMOROSINO, *I modelli delle vigilanze pubblicistiche sui mercati finanziari*, cit., p. 34.

40 Così D. SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, cit, p. 50. Si veda in tal senso anche F. VELLA, *Gli assetti organizzativi del sistema dei controlli tra mercati globali e ordinamenti nazionali*, in *Banca, impresa e società*, 2001, p. 373.

accelerazione nel senso del coordinamento e dell'integrazione della vigilanza a livello mondiale, come unica forma di regolamentazione efficace su una finanza ormai globalizzata.

L'incessante innovazione e la globalizzazione hanno creato mercati sempre più integrati (a livello sia geografico sia di servizi offerti), grazie allo sviluppo di tecnologie che annullano distanze spaziali e temporali, imponendo un profondo ripensamento delle caratteristiche della regolazione, in grado di superare le tradizionali impostazioni di base delle scelte di intervento (quali l'uso di una prospettiva tipicamente nazionale, fondata per lo più su rigidi e penetranti meccanismi di controllo pubblico, non di rado connotati da elementi spiccatamente dirigistici, e da uno scarso spazio demandato all'autodisciplina).

I fenomeni di instabilità dell'ultimo ventennio hanno sottolineato l'inadeguatezza di quel sistema regolamentare e l'esigenza di pensare una nuova e diversa struttura dei controlli, capace di fronteggiare le molte problematiche connesse alla globalizzazione e alla "finanziarizzazione" dell'economia. Infatti, le recenti crisi finanziarie (in particolare quando sono innescate da manovre altamente speculative e, addirittura, veri e propri "attacchi" condotti da entità finanziarie alle economie di interi Paesi e aree valutarie) manifestano (ed anzi sfruttano) l'elevata propensione al contagio che, proprio per le strette connessioni tra i mercati e gli operatori, contribuisce ad aumentare il pericolo di una rapida e incontrollabile trasmissione delle vulnerabilità locali a livello mondiale<sup>41</sup>. Inoltre, i processi di integrazione dei mercati estendono le interdipendenze tra le diverse tipologie di intermediari e rafforzano l'ipotesi di un aumento più che proporzionale del rischio sistemico, che si trasmette tra le varie istituzioni finanziarie.

In quest'ottica si può senza dubbio concordare con l'analisi di chi evidenzia come le

---

<sup>41</sup> Basti pensare, in proposito, ai recentissimi fenomeni di speculazione che hanno coinvolto progressivamente vari Paesi dell'area Euro, innescati, sì, dalla crisi greca, ma estesi anche a Stati ritenuti tradizionalmente solidi, in assenza di peggioramenti effettivi dei relativi fondamentali economici; ciò, paradossalmente, nonostante la moneta unica fosse stata introdotta anche per scongiurare il pericolo di manovre speculative aventi come obiettivo la moneta e l'economia di un singolo Paese. Le ragioni di tali scelte, operate dai grandi *global players*, sono probabilmente da individuare nella sostanziale rinuncia della Banca Centrale Europea al perseguimento di quegli obiettivi di politica economica e finanziaria che sono ormai pressoché preclusi alle banche centrali dei singoli Stati membri. Si vedano in proposito le opinioni espresse dall'economista Renato Brunetta, nell'articolo *La Germania guadagna con la crisi economica*, di F. DE FEO, pubblicato su *Il Giornale* dell'1/12/2011.

“attuali turbolenze che stanno sconvolgendo i mercati sembrano riflettere le difficoltà dei governi e delle banche centrali ad interpretare i cambiamenti intervenuti nel quadro del sistema bancario e finanziario internazionale. Appare altresì evidente come l'apparato dei controlli non abbia retto perché si è trovato sprovvisto di strumenti efficaci per rispondere a crisi globali e a sfide sempre più difficili poste da mercati profondamente mutati nella struttura e innovati sia nei prodotti sia nelle tecniche, oltre che modificati nell'impianto regolatorio. I mercati sono globalizzati e si caratterizzano per un'economia decisamente finanziarizzata, per il grande sviluppo dei prodotti derivati e degli strumenti di veicolazione del rischio di credito, per la diffusione dei grandi *global players* e per l'impulso alle operazioni *cross-border*, in una prospettiva decisamente transfrontaliera”<sup>42</sup>.

Molteplici, e spesso anche divergenti, sono le analisi e le spiegazioni delle cause dei fenomeni di instabilità che hanno segnato l'evoluzione dei sistemi di intermediazione, ma si concorda essenzialmente su due rimedi:

- sopperire alla debolezza dei controlli negli ordinamenti nei quali le patologie si manifestano;
- costruire una rinnovata struttura regolamentare, che dia maggiori garanzie circa la stabilità dei mercati internazionali.

Tuttavia, dubbi e incertezze sulle concrete modalità di realizzazione ostacolano l'individuazione di soluzioni definitive: se è ormai diffusa la convinzione che i rischi di instabilità sistemica non possano essere governati su base domestica e frammentaria e che è necessario, a tal fine, definire criteri e sistemi di regolazione e vigilanza condivisi, è sulle modalità con cui realizzare e soprattutto rendere effettiva una simile convergenza che emergono le divisioni tra i singoli Stati. Infatti, il frazionamento delle varie realtà nazionali, in termini di legislazione (e conseguentemente di assetto di vigilanza) non consente di certo un adeguato livello di armonizzazione, circostanza che rende oggettivamente più difficile creare un sistema integrato, basato su *standard* uniformi, di portata sovranazionale<sup>43</sup>.

---

<sup>42</sup> I. SABBATELLI, *La supervisione sulle banche*, cit., p. 19 s.

<sup>43</sup> In tal senso P. A. CUCURACHI, *I profili organizzativi dei sistemi di vigilanza bancaria*, cit., p. 17, il quale individua come principali difficoltà nel “progettare una infrastruttura di vigilanza in grado di conciliare la frammentazione dei sistemi di regolamentazione con la generalizzata tendenza verso sistemi finanziari integrati” “la frammentazione delle responsabilità tra organi di diversa natura

Sebbene vi sia la consapevolezza che molte delle difficoltà nel prevenire e risolvere le crisi che coinvolgono l'operatività transfrontaliera degli intermediari potrebbero attenuarsi attraverso il superamento del principio della sovranità nazionale, a ciò sembra ostare la difficoltà ad abbandonare, pur nell'ambito della cooperazione internazionale e comunitaria, un approccio basato sul principio dell'*home country control*, meccanismo che consente, in linea di principio, ai singoli Stati "di godere dei vantaggi dell'interdipendenza, conservando al tempo stesso la responsabilità nazionale" dei settori vigilati, ma che non rappresenta la migliore opzione su cui fondare una solida architettura finanziaria sovranazionale.

Ad ogni modo, è positivo il fatto che si stia intensificando la rete di cooperazione internazionale tra attività istituzionalmente preposte alla vigilanza e organismi sovraordinati e riconosciuti (privi, tuttavia, di potestà regolamentare imperativa): tale processo sta consentendo di concepire e – auspicabilmente – di implementare modalità e meccanismi omogenei di controllo, che possono costituire una buona base di partenza per (quantomeno tentare di) prevenire e risolvere le crisi.

Tuttavia, evidenti ostacoli si frappongono alla realizzazione di un siffatto progetto, per la verità alquanto ambizioso allo stato attuale, quali la scarsa vincolatività e le soluzioni di compromesso che spesso pregiudicano l'efficacia dei meccanismi e degli *standard* concordati e promossi nei *forum*. Infatti, in vari casi le Autorità non sono esenti da colpe (soprattutto con riguardo all'incapacità di individuare e prevenire le crisi), anche per via dell'inerzia (quando non renitenza) nel conformare i propri criteri di vigilanza ai criteri elaborati in tali sedi: del resto, spesso le esperienze di collaborazione hanno avuto scarsa efficacia preventiva, essendo state attivate solo in uno stadio già avanzato della crisi, limitandosi più che altro a tentare di contenere situazioni di rischio sistemico in cui l'effetto di contagio aveva ormai assunto proporzioni ingenti.

Inoltre, vi è il problema della concorrenza tra ordinamenti che si ingenererebbe quasi inevitabilmente, anche perché alla sempre maggiore integrazione di mercati,

---

(politici, istituzionali, strumentali)", "la *regulatory dialectic*, che innesci processi ciclici di pressioni politiche ed economiche, che attraversano fasi di aggiramento o elusione della normativa da parte dei soggetti regolati e di riposizionamento dei regolatori" e "la resistenza delle strutture burocratiche al cambiamento, che ostacola l'attivazione di processi di adeguamento sia istituzionali che operativi".

intermediari e strumenti, non sembra far riscontro una altrettanto rapida e forte integrazione tra modelli di vigilanza: il rischio è che le differenze tra ordinamenti degenerino in fenomeni di *regulatory arbitrage* o di *competition in laxity*, così da attrarre potenziali investitori, o, al contrario, in fenomeni di “*race to the top*”, spingendo gli Stati ad adottare regole di maggior protezionismo per gli investitori e gli intermediari<sup>44</sup>.

Per ovviare a tali problemi, l'ultima evoluzione delle teorie della *regulation* tende a superare la tradizionale dicotomia tra competizione e armonizzazione attraverso l'elaborazione di una “terza via” collaborativa e cooperativa, al cui interno convivono modalità di cooperazione e di concorrenza, grazie anche all'utilizzo di criteri dell'analisi costi/benefici dell'attività di vigilanza<sup>45</sup> e al trasferimento su un piano internazionale di scelte troppo problematiche in ambito locale.

Un simile ripensamento della regolazione dell'attività finanziaria produce evidenti conseguenze sulla vigilanza, conferendole una dimensione sovranazionale, attraverso un abbassamento dei costi di negoziazione e di delegazione ad organismi svincolati da limiti localistici e territoriali e un maggiore ricorso alla disciplina di mercato<sup>46</sup>, ai controlli interni e alla *governance* delle imprese<sup>47</sup>, facendo parlare di *new regulatory regime for financial stability*<sup>48</sup>. L'efficacia di tale modello sembra legata al minor grado di

44 Così S. AMOROSINO, *Regolazioni pubbliche Mercati Imprese*, cit., p. 96.

45 Su tale metodologia si vedano C. HAWKESBY, *The institutional structure of financial supervision: a cost-benefit approach*, in *The Journal of International Banking Regulation*, 2000, p.36 ss.; C. GOODHART – P. HARTMANN – D.T. LLEWELLYN – L. ROJAS-SUAREZ – S. WEISBROD, *Financial Regulation, Why, how and where now?*, London, 1998, p. 65 ss.; C. GOODHART, *The costs of regulation*, in *Financial Regulation or Over-Regulation?*, ed. Seldon, London, 1988, p. 17 ss.

46 A tale tematica è dedicato D.T. LLEWELLYN – D.G. MAYES, *The role of market discipline in handling problem banks*, Bank of Finland Discussion Papers, N. 21, 2003.

47 Si veda in proposito E. MONACI, *La struttura della vigilanza sul mercato finanziario*, cit., p. 14 s.: “Tuttavia, affinché gli intermediari tengano una condotta corretta, all'attività di supervisione svolta dalla, o dalle *authorities* devono affiancarsi altre forme di controllo *ab externo*, quale il controllo esercitato dalle società di *rating*, dagli stessi clienti o dagli operatori concorrenti. Resta fermo che la vigilanza esercitata da soggetti esterni agli operatori non è alternativa alla vigilanza che deve essere svolta al loro interno, sia dai *managers* sia dagli stessi soci: i quali, infatti, restano in ogni caso responsabili dei loro comportamenti. La vigilanza per così dire esterna è piuttosto un complemento della vigilanza interna. Anche le *authorities* sembrano consapevoli di ciò, dal momento che prediligono un approccio fondato sulla definizione di principi generali, meno prescrittivi, consentendo così a ciascun intermediario di adattarli alla propria struttura industriale, valorizzando l'autonomia imprenditoriale ed ottenendo, al contempo, un ulteriore effetto positivo che consiste nel rimettere all'intermediario, che *in primis* è interessato ad un'efficiente *governance*, il contenimento dei costi connessi all'attuazione della *supervision*”.

48 Nella visione di D.T. LLEWELLYN, *The Economic Rationale for Financial Regulation*, cit., p. 52, “Supervision, regulation, and information disclosure are not alternatives, but components of an

pervasività e al carattere *principle based*<sup>49</sup>, così da demandare in buona parte agli intermediari la valutazione circa le modalità di applicazione degli stessi e l'adesione a meccanismi di *self-regulation* controllata, con l'obiettivo di una vigilanza basata sulla cooperazione e sull'equilibrio delle varie componenti più che sul conflitto<sup>50</sup>.

Decisivo per l'efficacia di tali modelli è un appropriato uso della c.d. *soft law*, e cioè di un sistema di norme elaborate per lo più in accordi politici ed economici non giuridicamente vincolanti, ma rispettati perché espressione del mercato ed accettati a livello transnazionale, in quanto tesi a facilitare la negoziazione tra gli aderenti, così da garantire ed incentivare l'*enforcement* delle norme stesse e l'osservanza degli *standard* concordati.

---

optimum regulatory regime”.

ID., *A Regulatory Regime for Financial Stability*, Austrian National Bank Working Paper, n.48, 2000, *passim*, individua analiticamente le diverse componenti del *regulatory regime* in:

- 1) Regole stabilite dagli organi legislativi e di controllo;
- 2) Attività di monitoraggio e supervisione esercitata dalle agenzie a ciò deputate e dalla cui azione dipende il mantenimento delle aspettative e la congruenza dei singoli intermediari;
- 3) Strutture degli incentivi cui sono esposti i consumatori-risparmiatori, le banche e le stesse agenzie di vigilanza;
- 4) Ruolo della disciplina di mercato e soprattutto il monitoraggio continuo dei comportamenti manageriali che quest'ultimo può attuare;
- 5) Possibilità e modalità di intervento nel caso che si abbiano insolvenze bancarie, soprattutto per evitare che si producano effetti sistemici;
- 6) Struttura e funzionamento del governo societario, *corporate governance*, all'interno delle banche;
- 7) Meccanismi per l'*accountability* e per la correzione dei comportamenti delle agenzie di vigilanza.

49 V. in proposito G. MINERVINI – M. ONADO, *Efficienza dei sistemi finanziari e tutela del risparmio: disciplina o deregolamentazione?*, in AA. VV., *Regolazione e concorrenza*, a cura di Tesaro-D'Alberti, Bologna, 2000, p. 121, che ricollegano a tale tipologia di regolazione la massimizzazione della responsabilità dei singoli operatori e della potestà discrezionale degli organi di vigilanza.

50 Così F. VELLA, *Gli assetti organizzativi del sistema dei controlli tra mercati globali e ordinamenti nazionali*, cit., p. 357.

#### **1.4. Il processo di integrazione della vigilanza finanziaria europea**

In ambito europeo, il dibattito sulla regolamentazione ha fatto emergere precisi fattori che giustificano e rendono ancora più facile un assetto sopranazionale delle vigilanza, invertendo il rapporto tra omogeneità regolamentare e organizzazione dei controlli. Infatti, se le prospettive di armonizzazione sono state considerate come presupposto per una più stretta integrazione dei controlli, numerosi sono gli ostacoli (di natura organizzativa e decisionale) che si frappongono, tanto da indurre gli organi comunitari ad optare per la cooperazione anziché, direttamente, per una piena armonizzazione. L'esigenza di esercitare nell'ambito dell'intero mercato unico funzioni fondamentali, quali l'acquisizione delle informazioni e il controllo sull'organizzazione e sull'attività degli intermediari, nonché la tutela della correttezza e della trasparenza di comportamento degli intermediari, richiede un assetto unitario della vigilanza, coerente con l'evoluzione dell'UE. Allo stato attuale, sotto questo profilo, appare però evidente il contrasto tra l'esigenza di vigilanza sopranazionale fortemente integrata e l'attuale frazionamento una pluralità di sistemi di vigilanza coordinati, ma ancora fortemente legati ai confini statuali.

Tuttavia, la dottrina si mostra divisa sulle modalità concrete con cui attuare tale modello unitario di regolazione. In particolare, la creazione di un'unica *authority* accentrata si rivelerebbe di difficile realizzazione e di dubbia opportunità, data la forte connotazione peculiare dei tre segmenti del mercato finanziario<sup>51</sup>. Infatti, in senso contrario fanno propendere elementi quali la maggiore efficacia di una vigilanza specializzata, l'opportunità di introdurre concorrenza anche tra i controllori e non solo tra i controllati, la dubbia validità della scelta di unificare la vigilanza in assenza di un quadro regolamentare comune e l'entità dei costi e dei tempi della transizione ad un sistema diverso.

Argomentazioni, queste, cui si contrappongono le posizioni dei sostenitori della necessità di un accentramento istituzionale di un'unica grande *authority* a livello europeo: il raggiungimento di una spiccata interdipendenza tra mercati e operatori, il rischio di contagi sistemici trasversali ai settori, i continui e reciproci trapianti di

---

51 Così F. VELLA, *op. loc. ult. cit.*: "una allocazione di competenze tra più Autorità è..considerata un buon antidoto contro la diffusione del leviatano: e cioè il timore della creazione di grandi apparati visti come centri di interessi autoreferenziali".

norme, le continue novità delle reti di distribuzione dettate dallo sviluppo tecnologico.

Infine, in un modello intermedio la regolazione sarebbe accentrata per tutti i settori finanziari in un'unica Autorità europea, ma le funzioni di vigilanza alle *authority* degli Stati nazionali. In particolare, a tale Autorità competerebbe il controllo su stabilità ed efficienza dell'intero mercato europeo, con conseguente riduzione di inconvenienti quali la duplicazione dei controlli e la ripartizione delle responsabilità: un più elevato grado di armonizzazione del *regulatory regime* rappresenterebbe un importante fattore propulsivo verso il superamento delle difficoltà che hanno finora impedito l'effettiva e piena realizzazione del mercato unico.

Un primo passo in tal senso è stato compiuto con la procedura Lamfalussy, che nel 2004 ha introdotto un articolato sistema di regolazione e vigilanza, basato su quattro livelli<sup>52</sup>. In particolare, essa ha valorizzato l'aspetto sovranazionale, prevedendo per i tre settori finanziari la costituzione di comitati tecnici (cc.dd. di terzo livello), formati e presieduti dalle autorità di vigilanza nazionali, ma con funzione di coordinamento per il recepimento e l'attuazione della disciplina comunitaria negli ordinamenti nazionali e per le prassi di vigilanza, in modo da promuovere il processo di convergenza all'interno dell'Unione.

Il problema fondamentale delle regole di terzo livello previste dalla procedura Lamfalussy, risiedeva nel loro carattere di semplici linee guida, prive di effetti giuridici vincolanti e non vincolanti né per gli Stati membri né le autorità nazionali di vigilanza; ciò, peraltro, nel pur ammirevole intento di ricorrere alla *soft law* per stimolare un dialogo costruttivo con gli operatori dei mercati finanziari e sfruttare i vantaggi di una virtuosa autodisciplina<sup>53</sup>. Inoltre, per assicurare la più ampia adesione a tali regole, gli statuti dei comitati richiedevano che esse venissero assunte all'unanimità, con evidenti aggravi in termini di lunghezza decisionale in una

---

52 Per la ricostruzione della struttura e del funzionamento di tale procedura si rinvia a E. MONACI, *La struttura della vigilanza sul mercato finanziario*, cit., p. 203 ss.; I. SABBATELLI, *La supervisione sulle banche*, cit., p. 139 ss.; C. COMPORTI, *L'integrazione dei mercati finanziari europei e la c.d. procedura Lamfalussy*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2002, p. 269 ss.; M. SAVINO, *I comitati dell'Unione Europea: la collegialità amministrativa negli ordinamenti composti*, Milano, 2005.

53 Sul punto si rimanda a M. LAMANDINI, *Autorità di vigilanza e mercati finanziari: verso un ridisegno di competenze?*, in *Mercato concorrenza regole*, 2003, p. 125 ss. Sui pregi del ricorso alla *soft law* si veda I. SABBATELLI, *La supervisione sulle banche*, cit., p. 131 ss.

Comunità formata da 27 Paesi e col conseguente rischio del sistematico raggiungimento di soluzioni di compromesso.

Quindi, l'improvvisa e dirompente crisi finanziaria del 2007 ha imposto la ricerca di correttivi per migliorare l'efficacia dei meccanismi e delle azioni di controllo, in un processo che si è sovrapposto alle misure di revisione della procedura Lamfalussy, e deliberate dai Consigli Ecofin del dicembre 2007 e del maggio 2008.

La scelta più importante è stata il passaggio, nei Comitati di terzo livello, dalle decisioni all'unanimità a quelle a maggioranza qualificata, attraverso strumenti quali la regola del *comply or explain* (che richiede alle autorità che non intendono applicare le decisioni del Comitato di motivare le ragioni del rifiuto, informandone gli altri membri e le istituzioni europee, così da distinguere le autorità nazionali che hanno reali problemi nel recepire le regole e con le quali concordare un piano di adeguamento da quelle il cui rifiuto risulta immotivato ovvero fondato sulla protezione di interessi nazionali e quindi più difficilmente difendibile).

#### **1.4.1. Nuovo assetto della vigilanza europea**

Nonostante il ricorso ai suddetti correttivi, è parsa improcrastinabile la necessità di un completo ripensamento dei meccanismi di regolazione esistenti: così, nell'autunno del 2009, in seguito a un'analisi approfondita compiuta dalla Commissione europea, il Parlamento e il Consiglio UE hanno approvato un'ampia riforma dell'architettura finanziaria europea. Dal 1° gennaio 2011 sono operativi i nuovi organismi previsti dalla riforma: il Comitato europeo per il rischio sistemico (*European Systemic Risk Board* - ESRB), con funzioni di vigilanza macroprudenziale, e tre Autorità europee di vigilanza microprudenziale (*European Supervisory Authorities* - ESA), distinte per settore di intermediazione (bancario, mobiliare e assicurativo)<sup>54</sup>, e più precisamente:

a) il Comitato Europeo per il Rischio Sistemico<sup>55</sup> (*European Systemic Risk Board* -

---

<sup>54</sup> I regolamenti comunitari istitutivi delle suddette autorità sono stati emanati tutti il 24 novembre 2010:

- a) Regolamento n. 1092/2010/UE, istitutivo del Comitato europeo per il Rischio Sistemico;
- b) Regolamento n. 1093/2010/UE, istitutivo dell'Autorità bancaria europea;
- c) Regolamento n. 1094/2010/UE, istitutivo dell'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali;
- d) Regolamento n. 1095/2010/UE, istitutivo dell'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati.

<sup>55</sup> Ai sensi dell'art. 2, comma 1, lett. c), del Regolamento istitutivo dell'ESRB, per "rischio

ESRB), avente il compito di prevenire o attenuare i rischi sistemici alla stabilità finanziaria nell'Unione Europea che derivano da sviluppi interni al sistema finanziario.

b) l'Autorità bancaria europea (*European Banking Authority* - EBA), con sede a Londra, che sostituisce il Comitato delle autorità nazionali di vigilanza bancaria (*Committee of European Banking Supervisors* - CEBS);

c) l'Autorità europea delle assicurazioni e delle pensioni aziendali e professionali (*European Insurance and Occupational Pension Authority* - EIOPA), con sede a Francoforte, che sostituisce il Comitato delle autorità nazionali di vigilanza delle assicurazioni e delle pensioni aziendali o professionali (*Committee of European Insurance and Occupational Pensions Supervisors* - CEIOPS);

d) l'Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati (*European Securities and Markets Authority* - ESMA), con sede a Parigi, che sostituisce il Comitato delle autorità nazionali di regolamentazione dei valori mobiliari (*Committee of European Securities Regulators* - CESR).

La nascita delle tre autorità di vigilanza europee e dell'ESRB è il risultato di un processo avviato nell'autunno 2008<sup>56</sup>, all'indomani della grave crisi finanziaria internazionale innescata dai famigerati mutui *subprime* ed amplificata da una serie di fattori che hanno esteso ed accelerato la diffusione ed il contagio<sup>57</sup>. In quel periodo,

---

sistemico" si intende "un rischio di perturbazione del sistema finanziario che può avere gravi conseguenze negative per il mercato interno e l'economia reale. Tutti i tipi di intermediari, mercati e infrastrutture finanziari sono potenzialmente importanti in certa misura per il sistema".

56 In proposito si vedano M. SARCINELLI, *La riforma dell'architettura di vigilanza europea*, in *Bancaria*, 2009, p. 25 ss.; R. MASERA, *La crisi globale: finanza, regolazione e vigilanza alla luce del rapporto de Larosiere*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2009, I, p. 147 ss.

57 Sul tema si vedano, *ex multis*, F. CAPRIGLIONE, *I "prodotti" di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime)*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2008, I, p. 20 ss.; N. LINCiano, *La crisi dei mutui subprime. Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le autorità di vigilanza*, Quaderni Consob di finanza n. 62, Roma, 2008; D. SICLARI, *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, cit., p. 45 ss.; G. ALPA, *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2009, I, p. 83 ss.; E. CAVALIERI, *Una riflessione sulle cause e sulle responsabilità della crisi globale*, *ivi*, p. 100 ss.; F. COLOMBINI, *Crisi finanziaria. Comportamenti, regole e controlli*, *ivi*, p. 240 ss.

Nell'ambito della dottrina statunitense si segnalano A.B. ASHCRAFT - T. SCHUERMANN, *Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit*, Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 07-43, March 2008; A. FERRELL - J.E. BETHEL - G. HU, *Legal and Economic Issues in Subprime Litigation*, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 612, March 2008; J.A. KREGEL, *Changes in the U.S. Financial System and the Subprime Crisis*, Levy Economics Institute Working Paper No. 530, April 2008; R.C. WHALEN, *The Subprime Crisis: Cause, Effect and Consequences*, Networks Financial Institute Policy Brief No. 2008-PB-04,

per far fronte alla crisi, la Commissione Europea affidò ad un gruppo di esperti, il “comitato dei saggi” presieduto da Jacques de Larosière, l'incarico di studiare possibili soluzioni al fine di risolvere le problematiche riscontrate in materia di vigilanza (nazionale e comunitaria) in conseguenza della crisi. Il rapporto finale del gruppo<sup>58</sup>, pubblicato nel febbraio 2009, nel sottolineare un'insufficiente cooperazione tra le autorità di vigilanza dei Paesi membri dell'Unione Europea, suggerì quale rimedio, per l'appunto, la creazione delle tre Autorità e dell'ESBR.

Più in dettaglio, il Rapporto de Larosière, innanzitutto, individua carenze nella prevenzione e gestione delle crisi finanziarie in fase sia di regolamentazione sia di supervisione (e quindi nel processo che deve garantire applicazione delle regole e rispetto degli *standard*), nonché nella cooperazione tra le singole autorità nazionali (specialmente nella trattazione di casi di emergenza): su tali basi, nel documento sono proposte due modifiche fondamentali.

Da un lato è necessario affiancare alla vigilanza microprudenziale quella macroprudenziale, poiché esistono dei fattori di rischio a carattere generale che sfuggono ai controlli della singola autorità e possono essere gestiti solo a livello aggregato: infatti, il rischio sistemico (sovente di dimensione globale) può derivare dall'esposizione comune di molte istituzioni finanziarie a fattori di rischio che, se sopportabili a livello di singolo intermediario, sono amplificati e divengono ingestibili a livello globale: quindi, il gruppo di esperti ha proposto la creazione di un comitato per la stabilità finanziaria, in senso al sistema europeo delle Banche centrali, cui demandare il ruolo di anticipare i possibili elementi di crisi nel funzionamento dei mercati e degli intermediari e di suggerire attraverso apposite raccomandazioni i rimedi più appropriati.

Dall'altro lato, il Rapporto evidenzia le limitazioni insite nella struttura dei comitati di terzo livello della struttura Lamfalussy, in particolare la natura volontaria e non

---

March 2008; S.L. SCHWARCZ, *Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown*, Duke Law School Legal Studies Paper No. 175, November 2007.

Con particolare riferimento all'intervento pubblico finalizzato a contenere gli effetti della crisi appena manifestatasi v. G. NAPOLITANO, *Il nuovo Stato salvatore: strumenti di intervento e assetti istituzionali*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2008, p. 1083 ss.; ID., *L'intervento dello Stato nel sistema bancario e i nuovi profili pubblicistici del credito*, *ivi*, 2009, p. 429 ss. Con ulteriore estensione dell'indagine ai profili giudiziari v. anche F. FRACCHIA, *Giudice amministrativo, crisi finanziaria globale e mercati*, in *Rivista italiana di diritto pubblico comunitario*, 2010, p. 451 ss.

58 COMMISSIONE EUROPEA, *Report dell'High-Level Group of Financial Supervision in the UE*, 2008, reperibile al link [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf).

obbligatoria della cooperazione e delle relative decisioni assunte dai Comitati: per superare tale inconveniente, è opportuno che i tre comitati attualmente esistenti, rispettivamente per le banche, le assicurazioni e i valori mobiliari (CEBS, CEIOPS e CESR) assurgano al rango di vere e proprie Autorità, secondo il modello delle Agenzie europee.

Il Rapporto de Larosière, peraltro, interpreta peraltro queste proposte come un punto di partenza, auspicando come punto di arrivo la possibilità di addivenire a due sole autorità a livello europeo, competenti rispettivamente su stabilità e trasparenza e strettamente coordinate con le strutture esistenti a livello globale (G-20, *Financial Stability Board*, Fondo Monetario Internazionale, Comitato di Basilea)<sup>59</sup>.

Nel 2009, ad esito di una procedura di consultazione degli operatori di settore<sup>60</sup>, la Commissione ha emanato una Comunicazione<sup>61</sup>, invitando il Consiglio Europeo ad approvare il nuovo quadro di vigilanza europeo.

Su incarico prima del Consiglio Ecofin (composto dai ministri dell'economia dei Paesi membri dell'Unione Europea) e poi del Consiglio europeo, la Commissione ha

---

59 Per un inquadramento della riforma della vigilanza comunitaria nell'ambito di un più vasto processo di ripensamento in atto a livello mondiale e promosso dagli organismi ora menzionati (in particolare nei summit svoltisi a Washington nel novembre 2008, a Londra nell'aprile 2009 e a Pittsburgh nel settembre 2009) si vedano diffusamente G. BOCCUZZI, *Gli assetti proprietari delle banche. Regole e controlli*, Torino, 2010, p. 173 ss.; M. FRIGESSI DI RATTALMA, *La riforma della governance mondiale nel tempo della crisi*, in *La comunità internazionale*, 2011, p. 211 ss.; G. BERTEZZOLO, *Prevenire nuove crisi finanziarie: la riforma del sistema americano e comunitario in prospettiva globale*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2010, p. 84 ss.

In particolare, quest'ultima sintetizza, a p. 87 s., gli attuali approdi del processo di riforma della vigilanza internazionale: "La riforma del sistema di regolazione statunitense e comunitario non nascono come iniziative autonome dei rispettivi organi di governo ma devono essere lette in rapporto alle decisioni assunte a livello globale nei summit di Washington (novembre 2008) e Londra (aprile 2009). In tali sedi, infatti, i membri del G-20, il forum informale che riunisce i Ministri delle finanze ed i governatori delle banche centrali di 19 Stati e dell'Unione europea, hanno previsto una riorganizzazione dell'architettura finanziaria globale e sollecitato i rappresentanti degli Stati partecipanti a rivedere il proprio sistema di regolazione e vigilanza in modo da renderlo idoneo ad attuare gli impegni assunti a livello globale.

Dopo il crollo del sistema creato dagli accordi di Bretton Woods il settore finanziario è stato caratterizzato, a livello globale, dalla presenza di una miriade di organismi impegnati nella regolazione di singoli settori. Sebbene fin'ora non si sia mai raggiunta un'organizzazione del sistema intorno ad un unico centro, i soggetti globali operanti nel settore finanziario hanno sviluppato nel tempo diversi meccanismi di coordinamento.

Pur lasciando invariato il numero e la varietà degli enti, il panorama finanziario globale assume ora una razionalizzazione intorno a tre principali organismi. Nel disegno tracciato dai summit di Washington e Londra, infatti, i soggetti responsabili di garantire la stabilità finanziaria sono il G-20, il Fondo monetario internazionale (Imf) ed il Financial Stability Board (Fsb)".

60 Gli interventi degli operatori sono consultabili sul sito della Commissione, all'indirizzo [http://ec.europa.eu/internal\\_market/consultations/2009/fin\\_supervision\\_en.htm](http://ec.europa.eu/internal_market/consultations/2009/fin_supervision_en.htm).

61 Comunicazione n. 252 del 27 maggio 2009.

presentato la propria proposta di riforma, in forma definitiva, il 23 settembre 2009<sup>62</sup>.

I Regolamenti istitutivi sono stati poi adottati dal Parlamento Europeo il 22 settembre 2010.

Accanto alle Autorità, la riforma ha interessato anche il settore della vigilanza macroprudenziale, attraverso l'istituzione dell'ESRB (con un Regolamento approvato contestualmente agli altri).

Tale organo, privo di personalità giuridica, è deputato alla sorveglianza macroprudenziale sul sistema finanziario comunitario ed ha il compito di prevenire o attenuare i rischi sistemici alla stabilità finanziaria nell'Unione Europea.

Per la realizzazione di tale obiettivo, l'ESRB:

- a) definisce, raccoglie e analizza le informazioni necessarie;
- b) identifica ed elenca i rischi sistemici in base ad un ordine di priorità;
- c) emette segnalazioni preventive e raccomandazioni finalizzate all'adozione delle misure più appropriate per scongiurare i rischi identificati, verificando che sia dato seguito alle stesse a livello comunitario.

Non possedendo poteri decisionali autonomi, l'ESRB non può adottare alcun provvedimento con effetto diretto nei confronti degli Stati membri o delle autorità nazionali, ma la sua alta reputazione gli conferisce senza dubbio importanti funzioni ed autorevolezza in tema di *moral suasion*<sup>63</sup>.

---

62 Comunicazione n. 503 del 23 settembre 2009.

63 Sul punto si veda A.M. TARANTOLA, *La vigilanza europea: assetti, implicazioni, problemi aperti*, lezione conclusiva del Master in Diritto Amministrativo e Scienze dell'Amministrazione dell'Università degli studi di Roma Tre, 8 aprile 2011, disponibile al link [http://www.bancaditalia.it/interventi/intaltri\\_mdirtarantola\\_080411.pdf](http://www.bancaditalia.it/interventi/intaltri_mdirtarantola_080411.pdf): "L'ESRB costituisce la novità di maggior rilievo della riforma. Secondo alcuni, la sua complessa *governance*, che riflette attentamente gli equilibri fra i principali organismi preposti al governo del sistema bancario e finanziario nell'Unione, rischia di minarne l'efficacia. Ma la necessità di agire in tempi rapidi non avrebbe comunque consentito alternative realistiche. La sua istituzione risponde alla necessità di disporre di strumenti per individuare per tempo fenomeni potenzialmente portatori di instabilità sistemica. La crisi ha infatti messo in evidenza come sia necessario prestare adeguata attenzione ad aspetti - quali il ritmo di espansione dell'attività creditizia, il grado di indebitamento del sistema, la dinamica dei prezzi delle attività finanziarie, le interconnessioni tra istituzioni, mercati e infrastrutture finanziarie - che non sono normalmente oggetto dell'attività di vigilanza microprudenziale ma che possono tuttavia aumentare la vulnerabilità del sistema finanziario nelle fasi di contrazione del ciclo. Per questo l'ESRB ha il compito di condurre analisi sul sistema finanziario europeo, segnalare le aree di rischio (*risk warnings*) e formulare raccomandazioni per interventi correttivi da realizzare a livello europeo o nazionale. Le raccomandazioni dell'ESRB non hanno natura legalmente vincolante, possono però essere rese pubbliche, per aumentare la pressione sulle autorità nazionali ed europee alle quali sono indirizzate; queste ultime devono comunicare le azioni intraprese per darvi seguito, secondo un approccio cosiddetto di "*comply or explain*". È previsto il coinvolgimento del Consiglio Ecofin successivamente all'emanazione di

Organi del Comitato sono: il consiglio generale (che adotta le decisioni necessarie al funzionamento e all'assolvimento dei compiti), il comitato direttivo (con funzione consultiva nei processi decisionali), il segretario (che fornisce all'ESBR assistenza analitica, statistica, amministrativa e logistica) e i due comitati (scientifico consultivo e tecnico consultivo) che forniscono consulenza e assistenza su determinate questioni indicate nel Regolamento.

Obiettivo primario delle Autorità - tutte dotate di personalità giuridica - è quello di tutelare l'interesse pubblico, contribuendo alla stabilità ed efficacia del sistema finanziario a beneficio dell'economia dell'Unione Europea, dei suoi cittadini e delle sue imprese.

Oltre ad assumere le funzioni dei comitati europei ai quali subentrano<sup>64</sup>, le Autorità esercitano anche altri poteri, ciascuno nell'ambito dello specifico settore di riferimento. In particolare:

- a) nei casi indicati dai Regolamenti, le Autorità elaborano proposte di norme tecniche di regolamentazione e di attuazione, per la definizione di *standard* tecnici comuni, che la Commissione ha la facoltà di trasformare in Regolamenti comunitari;
- b) al fine di garantire un'interpretazione ed un'applicazione uniforme della normativa comunitaria, le Autorità possono svolgere indagini su specifiche questioni, adottare raccomandazioni nei confronti delle autorità nazionali, nonché, se necessario, assumere decisioni con efficacia diretta nei confronti di singole istituzioni finanziarie degli Stati membri<sup>65</sup>;

---

*risk warnings* e raccomandazioni, in modo da assicurare l'impegno dei governi degli Stati membri nel dare appropriato seguito alle indicazioni dell'ESRB".

64 I comitati delle autorità di vigilanza dei Paesi membri (CEBS, CEIOPS e CESR), i quali, oltre a svolgere funzioni consultive nei confronti della Commissione europea per la predisposizione della normativa comunitaria nel settore di competenza, contribuivano ad assicurare l'uniforme applicazione delle direttive comunitarie ed a rafforzare la cooperazione in materia di vigilanza, mediante lo scambio di informazioni tra le autorità nazionali.

65 Sul punto si veda C. BORTOLANI, *L'ISVAP e le autorità di vigilanza europee: verso una efficiente riforma?*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2009, I, p. 1237 s. (sia pur con riguardo alla proposta di direttiva). L'Autrice ravvisa un'interessante novità in tema di armonizzazione delle normative all'interno della UE nel "particolare procedimento diretto ad ottenere un'interpretazione uniforme della normativa comunitaria in materia finanziaria (senza pregiudizio alle procedure di infrazione contro gli Stati membri avviate dalla Commissione) nel caso in cui un'autorità di vigilanza nazionale si discosti dall'interpretazione corretta". Con riferimento alla proposta di riforma, osserva che "è previsto che il procedimento in questione si articoli in tre fasi distinte. In primo luogo, l'autorità europea competente, di propria iniziativa o su richiesta di una o più autorità di vigilanza nazionali o della Commissione, potrà avviare indagini su specifiche questioni e, ove necessario, adottare le necessarie raccomandazioni nei confronti dell'autorità di vigilanza

- c) in situazioni di emergenza che rischiano di compromettere il regolare funzionamento, nonché l'integrità e la stabilità del sistema finanziario europeo, le Autorità possono svolgere un ruolo di coordinamento delle autorità nazionali<sup>66</sup> e, in caso di inattività di queste ultime, assumere decisioni direttamente applicabili agli intermediari finanziari;
- d) in caso di contrasto tra le singole autorità nazionali in relazione a determinate situazioni transfrontaliere che richiedano cooperazione o decisioni congiunte, le

---

nazionale. Quest'ultima, in forza del principio generale applicabile a tutti gli Stati membri di operare in conformità e nel rispetto della normativa comunitaria, avrà un mese di tempo per porre in essere le azioni indicate nella raccomandazione.

Ove l'autorità di vigilanza nazionale non ottemperi alla raccomandazione, la Commissione europea, su richiesta dell'ESA o di propria iniziativa, potrà emettere una decisione che richieda all'autorità di vigilanza nazionale di dare attuazione a quanto indicato nella raccomandazione dell'ESA. L'autorità di vigilanza nazionale dovrà inoltre, entro dieci giorni dal ricevimento della decisione, informare la Commissione e l'ESA delle azioni poste in essere al fine della effettiva realizzazione di quanto indicato nella comunicazione.

L'ESA potrà adottare una decisione nei confronti anche di una specifica istituzione finanziaria con riferimento alla normativa comunitaria (ad esempio un regolamento) che sia direttamente applicabile a quest'ultima".

Pregio di tale aspetto sarebbe la possibilità di "benefici concreti per quanto riguarda l'applicazione e la uniforme interpretazione della normativa comunitaria per gli operatori del settore e, indirettamente, vantaggi agli utenti finali in termini di maggiore concorrenza e quindi minori costi dei prodotti finanziari".

Cfr. M. FRIGESSI DI RATTALMA, *La riforma della governance mondiale nel tempo della crisi*, cit., p. 221: "Innovativa è l'attribuzione alle ESA di veri e propri poteri decisionali sulle autorità di vigilanza nazionali e sugli istituti finanziari. È infatti previsto che se un'autorità di vigilanza nazionale violi il diritto dell'Unione, comprese le norme tecniche di regolamentazione e di attuazione, le ESA possano trasmettere all'autorità nazionale una raccomandazione in cui indicano l'azione necessaria per conformarsi al diritto dell'Unione.

Se l'autorità nazionale non si conforma al diritto dell'Unione, la Commissione esprime un parere per chiedere all'autorità competente di prendere le misure necessarie per rispettare il diritto dell'Unione. Ove l'autorità non si conformi al parere, le ESA possono, se soccorre una situazione di urgenza, e sempreché le pertinenti discipline europee siano direttamente applicabili, adottare una decisione nei confronti del singolo istituto finanziario, imponendogli di prendere misure per rispettare gli obblighi imposti dal diritto dell'Unione.

Pur essendo concepito come rimedio di "ultima istanza", non vi è dubbio che il potere di ESA di prendere una decisione vincolante – in via sostitutiva rispetto all'autorità di vigilanza nazionale – nei confronti di un'impresa costituisca una forte innovazione.

È inoltre previsto che in caso di controversie tra autorità nazionali circa le misure da adottare in situazioni transfrontaliere (per esempio nei confronti di un gruppo bancario multinazionale), le ESA possano, dopo l'eventuale infruttuoso esperimento di un procedimento di conciliazione, adottare una decisione vincolante per le autorità di vigilanza nazionali. Inoltre, ove l'autorità nazionale, non conformandosi alla decisione delle ESA, ometta di assicurare che un istituto finanziario rispetti gli obblighi europei, le ESA potranno adottare una decisione individuale vincolante nei confronti dell'istituto finanziario".

66 L'ESMA ha pubblicato, il 18 gennaio 2011 (cfr. ESMA/2001/26), il resoconto di un lavoro di verifica (iniziato dal CESR nel corso del 2010) sulle misure d'emergenza adottate dalle autorità nazionali per far fronte alla crisi finanziaria. Il rapporto ha evidenziato le notevoli discrasie tra i poteri attribuiti alle singole autorità dei Paesi membri, che rendono difficile, al momento, l'attuazione di un'efficace risposta ad eventuali situazioni di crisi pan-europea, coordinata a livello sovranazionale.

Autorità hanno il potere di:

- prestare assistenza al fine di risolvere tale contrasto e facilitare un accordo;
- in mancanza di accordo, imporre l'adozione di specifiche misure o l'astensione da qualsiasi attività al fine di risolvere la questione;
- qualora le autorità nazionali non si conformino alla decisione della Autorità competente per materia, quest'ultima potrà adottare provvedimenti direttamente nei confronti dei singoli intermediari finanziari;

e) con specifico riferimento all'ESMA, essa, a seguito delle recenti modifiche approvate dal Parlamento Europeo al Regolamento n. 1060/2009/CE il 15 dicembre 2010, che entreranno in vigore nel luglio 2011, eserciterà anche poteri di vigilanza diretti sulle agenzie di *rating* del credito, consistenti nella facoltà di richiedere informazioni, avviare inchieste e ispezioni, ed applicare sanzioni. È altresì importante evidenziare che la proposta di Regolamento sulle vendite allo scoperto e sui *credit default swaps*<sup>67</sup> della Commissione Europea del 15 settembre 2010 attribuisce all'ESMA una serie di poteri in materia di vendite allo scoperto<sup>68</sup>, allo scopo di incrementare il coordinamento tra le autorità nazionali e ridurre il rischio connesso alle operazioni transfrontaliere.

Le decisioni adottate dalle Autorità a fini di risoluzione delle controversie o per un intervento di emergenza potrebbero non venire applicate da un Paese membro, ove esse comportino conseguenze dirette sul bilancio di tale Stato, in tal modo incidendo sulla sua sovranità fiscale.

Ciascuna Autorità è composta dai seguenti organi:

- a) il Consiglio (*Board of supervisors*), ossia l'organo decisionale delle Autorità (composto da un Presidente, dai responsabili delle autorità nazionali, da un

---

67 *Proposal for a regulation of the European Parliament and of the Council on short selling and certain aspects of credit default swaps* – COM (2010) 482, reperibile al link [http://ec.europa.eu/internal\\_market/securities/docs/short\\_selling/20100915\\_proposal\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/securities/docs/short_selling/20100915_proposal_en.pdf).

68 In particolare, viene attribuito all'ESMA il compito di vigilare sull'uniforme trattamento delle operazioni con effetti *crossborder* nell'ambito dei Paesi membri interessati, emanando *standard* tecnici vincolanti e coordinando l'attività delle autorità di vigilanza nazionali, verificando la necessità e proporzionalità delle misure da esse adottate a fronte di situazioni eccezionali del mercato. Infine, ed è questo l'elemento di maggiore novità, la proposta di regolamento conferisce all'ESMA il potere di intervenire direttamente, vietando o limitando temporaneamente le vendite allo scoperto, qualora vi sia una minaccia al buon funzionamento e all'integrità dei mercati finanziari, e le misure adottate a livello nazionale non appaiano sufficienti. In tale ultima ipotesi, le disposizioni dell'ESMA prevarranno su quelle delle autorità nazionali interessate.

rappresentante della Commissione, da un rappresentante dell'ESRB e da un rappresentante di ciascuna delle altre Autorità; solo i responsabili delle autorità nazionali hanno diritto di voto);

b) il Consiglio di Amministrazione (composto dal Presidente e da altri sei membri del Consiglio), che ha una funzione di supporto al Consiglio e competenze, ad esempio, sul programma dei lavori e sull'adozione del bilancio;

c) il Presidente, che prepara i lavori del Consiglio e ne presiede le riunioni, ha un incarico a tempo pieno, incompatibile con l'esercizio di altre cariche in ambito nazionale;

d) il Direttore Esecutivo, che assume, tra i vari compiti, la responsabilità dell'esecuzione del programma di lavoro annuale dell'Autorità cui appartiene.

Sono istituiti, inoltre, due organismi con funzioni di raccordo delle diverse Autorità: il Comitato congiunto (cui spetta assicurare l'uniformità normativa intersettoriale in relazione ad alcune tematiche comuni alle Autorità, espressamente indicate nei Regolamenti<sup>69</sup>) e la Commissione di ricorso (competente sui ricorsi presentati avverso le decisioni adottate dalle Autorità, di risoluzione delle controversie sorte tra le autorità nazionali e di intervento in situazioni di emergenza).

L'ESRB e le tre nuove Autorità sono parte – unitamente al Comitato congiunto e alle singole autorità di vigilanza nazionali - del Sistema europeo di vigilanza finanziaria (*European System of Financial Supervision* -ESFS), che ha funzione di garantire la vigilanza del sistema finanziario nell'Unione Europea.

Il modello di vigilanza introdotto dalla riforma ha obiettivi ambiziosi. Da più parti<sup>70</sup>,

---

69 Cfr. art. 54, co. 2.

70 Cfr., *ex multis*, G. GODANO, *Le nuove proposte di riforma della vigilanza finanziaria europea*, in *Diritto dell'Unione Europea*, 2010, p. 75 ss., e l'audizione dell'ex Presidente della Consob Lamberto Cardia dinanzi alla VI commissione permanente (Finanza e Tesoro) del Senato, avente ad oggetto l'*Indagine conoscitiva sugli strumenti di vigilanza europea dei mercati finanziari, creditizi e assicurativi*", del 16 dicembre 2009.

Per A.M. TARANTOLA, *La vigilanza europea*, cit., "la riforma è il risultato di un faticoso compromesso tra gli approcci più ambiziosi, sostenuti ad esempio dal Parlamento europeo, che rivendicava la centralizzazione di poteri di vigilanza diretti sulle istituzioni *cross-border* associandoli a meccanismi di finanziamento europei per la gestione delle crisi, e le posizioni conservatrici assunte da diversi paesi all'interno del Consiglio che si opponevano a modifiche dell'assetto della vigilanza che intaccassero il principio del mantenimento delle responsabilità in capo alle autorità nazionali. Tuttavia, anche per merito dell'impulso impresso al negoziato da alcuni paesi, tra cui l'Italia, la riforma introduce importanti innovazioni nell'organizzazione della supervisione finanziaria, allineando l'Europa a paesi, quali gli Stati Uniti, dove lo scorso luglio è entrato in vigore il Dodd-Frank Act, in cui l'assetto istituzionale dei controlli è stato

tuttavia, si è rilevato come tale riforma sia frutto di un compromesso tra l'esigenza di un sistema di autorità sovranazionali in grado di risolvere le problematiche di coordinamento emerse con la crisi finanziaria internazionale del 2008, da un lato, e la necessità di mantenere importanti competenze in capo alle autorità nazionali (in ossequio ai principi di sussidiarietà e proporzionalità di cui all'art. 5 del Trattato UE), dall'altro.

Tra le principali criticità riscontrate, si segnalano tre aspetti:

a) gli stretti rapporti delineati dai Regolamenti tra le Autorità e la Commissione europea, che non solo è presente negli organi decisionali di tutte le Autorità, ma esercita anche un'influenza notevole sull'esercizio dei loro principali poteri, il che rischia di rendere l'indipendenza delle Autorità un elemento meramente formale (tanto più che tali nuove Autorità sembrano costituire, essenzialmente, una riproposizione dei Comitati previsti dallo schema Lamfalussy): pertanto, fattore decisivo perché l'autonomia degli organi prevista dalle norme sia effettiva pare la previsione di adeguate risorse a favore delle stesse<sup>71</sup>;

---

significativamente modificato a seguito della crisi”.

71 Così A.M. TARANTOLA, *La vigilanza europea*, cit.: “L'efficacia dell'azione dei nuovi organismi di vigilanza europei dipende dalle effettive condizioni di autonomia e indipendenza con cui questi possono operare. Il quadro legislativo prevede processi in tal senso e stabilisce precisi requisiti di *accountability* nei confronti delle istituzioni dell'Unione europea – Parlamento e Consiglio.

In base ai regolamenti istitutivi, l'ESRB nasce con un forte ancoraggio istituzionale alla BCE e al SEBC, che si realizza attraverso la partecipazione all'organo decisionale (*General Board*) dei rappresentanti di massimo livello della BCE e dei Governatori delle banche centrali dei 27 paesi dell'Unione; la BCE fornisce all'ESRB il necessario supporto logistico e amministrativo e il personale. Questo collegamento funzionale e operativo dovrebbe assicurare un buon grado di indipendenza e autonomia. Sono previsti regolari obblighi di rendicontazione al Parlamento europeo sulle attività svolte e periodiche occasioni di condivisione delle analisi e valutazioni dei rischi per la stabilità del sistema con il Consiglio Ecofin. Queste interazioni sono tuttavia separate dal processo di emanazione dei *risk warnings* e delle raccomandazioni, che sono poste sotto l'esclusiva responsabilità dell'ESRB.

Per quanto riguarda le nuove Autorità di vigilanza microprudenziale, le scelte relative alla *governance* garantiscono un adeguato grado di autonomia (i Presidenti e i Direttori Generali delle ESA sono nominati dai rispettivi *Board* e sottoposti a ratifica del Parlamento europeo; il finanziamento è assicurato per il 60 per cento da contributi degli Stati membri e per il restante 40 per cento dalla Commissione europea). In assenza di modifiche del Trattato, non è stato possibile attribuire loro poteri regolamentari diretti; spetta dunque alla Commissione adottare le proposte di norme tecniche di regolamentazione o di attuazione elaborate dalle ESA. Tuttavia, sono stati previsti degli accorgimenti nello svolgimento dell'iter procedurale relativo all'emanazione di tali norme volti ad assicurare che le Autorità non svolgano soltanto un ruolo di mera consulenza tecnica ma abbiano un ampio margine di responsabilità. La legislazione prevede inoltre specifiche procedure di controllo sull'attività svolta dalle ESA da parte della Commissione, del Parlamento e del Consiglio e fissa periodici obblighi di rendicontazione nei confronti delle istituzioni europee.

Ma il raggiungimento di una vera autonomia e indipendenza dipende dall'entità e qualità delle risorse che saranno effettivamente messe a disposizione delle Autorità, dalla capacità di

b) ad eccezione dell'ESMA (che, come detto, esercita poteri di vigilanza diretti sulle agenzie di *rating*), non sono previsti poteri di intervento diretto delle Autorità sui singoli intermediari finanziari, e ciò equivale a limitare pesantemente la reale efficacia dell'azione delle Autorità medesime;

c) l'attuale assetto organizzativo delle Autorità è caratterizzato da un'eccessiva burocrazia che può inficiare la celerità d'intervento delle stesse nel prevenire ed affrontare eventuali crisi di stabilità del sistema finanziario europeo e garantire un'adeguata ed internazionale tutela dei risparmiatori.

Ciononostante, la dottrina auspica che le Autorità riescano - eventualmente anche grazie a successivi interventi normativi - a svolgere in maniera efficace le funzioni di coordinamento e vigilanza che sono alla base della loro istituzione, in tal modo salvaguardando gli interessi comuni dei Paesi membri dell'Unione Europea, dotandosi di efficienti processi interni (adeguati, tra l'altro, a ridurre il rischio di conflitti e appesantimenti causati dalla coesistenza di Autorità a livello micro e macro prudenziale)<sup>72</sup>.

In particolare, decisiva per l'efficacia del nuovo modello pare la scelta di attuare in tempi brevi una piena armonizzazione della legislazione e della prassi comunitaria in tema di mercato finanziario (soprattutto con riguardo ad operatività transfrontaliera, collegi dei supervisori, modelli e metodologie di vigilanza e gestione delle crisi)<sup>73</sup>.

---

raccogliere, elaborare e gestire le informazioni necessarie per lo svolgimento dei loro compiti, infine dalla volontà politica delle autorità di vigilanza nazionali di adoperarsi senza particolarismi per il raggiungimento dei fini comuni”.

72 Così C. BORTOLANI, *L'ISVAP e le autorità di vigilanza europee*, cit., p. 1237: “Il rischio da evitare è quello che la creazione di due diverse autorità, macro e micro prudenziale, si traduca in un accrescimento degli oneri a carico degli operatori europei soprattutto in termini di comunicazione (per esempio dovuti ad obblighi di fornire documenti di reporting contenenti le stesse informazioni alle varie autorità, in formati differenti) e, a tal fine, le nuove autorità dovranno essere dotate di processi efficienti in grado di sfruttare appieno le informazioni in loro possesso prima di imporre nuovi obblighi”.

73 In tal senso si veda A. ENRIA, *Nuove architetture e nuove regolamentazioni di vigilanza in Europa, intervento al Congresso Annuale delle Associazioni dei Mercati (AIAF, ASSIOM, ATIC-Forex)*, Napoli, 13 febbraio 2010, reperibile al link [http://www.bancaditalia.it/interventi/altri\\_int/2010/2010\\_02\\_13\\_enria\\_Forex.pdf](http://www.bancaditalia.it/interventi/altri_int/2010/2010_02_13_enria_Forex.pdf): “Già con la cosiddetta riforma Lamfalussy, che ha portato tra il 2001 e il 2004 alla costituzione dei Comitati che ora si trasformeranno nelle nuove autorità europee, si erano predisposti strumenti per realizzare progressi significativi. E credo che molto sia stato fatto negli ultimi anni. (...) la qualità delle linee guida del Comitato era elevata; l'approccio seguito per la convergenza era corretto; la trasparenza del processo di *standard setting* buona; ma gli effetti sulle pratiche delle autorità nazionali erano praticamente nulli. (...) Gli strumenti erano buoni, ma l'applicazione carente. La riforma della vigilanza europea potrebbe scontrarsi con lo stesso limite. Per evitare questo risultato dovranno essere fatte scelte nette in almeno quattro aree: (i) il single *rulebook*, i.e. un

Più in generale, la complessa struttura di vigilanza così creata, oltre a conferire alle Autorità una particolare forma di indipendenza dalle istituzioni comunitarie<sup>74</sup>, comporta l'affermarsi di un doppio regolatore, nel quale i livelli comunitario e nazionale paiono confondersi, determinando un sensibile grado di incertezza<sup>75</sup> e,

---

insieme di regole comuni di diretta applicazione; (ii) i collegi dei supervisori; (iii) i modelli e le metodologie di vigilanza; e (iv) la gestione delle crisi”.

74 Si veda in proposito E. CHITI, *Le trasformazioni delle agenzie europee*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2010, p. 57 ss.: “Le peculiarità del nuovo assetto sono almeno tre. Anzitutto, le agenzie europee nei settori (...) della vigilanza finanziaria esprimono, in sede comunitaria, il punto di vista e la voce dei regolatori indipendenti nazionali e sono dotate di indipendenza rispetto alla Commissione ed alle altre istituzioni politiche dell'Unione europea. In secondo luogo, ed in stretta connessione con l'indipendenza dell'agenzia europea, vengono rafforzati i poteri e la posizione dei regolatori indipendenti nazionali nell'attuazione della normativa europea di settore. In terzo luogo, la Commissione partecipa, con poteri significativi, all'esercizio della funzione regolativa. (...). Così, in linea con il modello consolidato delle agenzie europee, i nuovi organismi (...) sono strumenti di cooperazione amministrativa. Diversamente dal modello noto, però, le amministrazioni nazionali coinvolte nel dialogo cooperativo che si svolge nel contesto dell'agenzia sono amministrazioni provviste di indipendenza dai privati e dal potere politico. La posizione delle stesse agenzie europee, inoltre, non si esaurisce nella autonomia, peraltro limitata, tipica del modello consolidato, ma assume i contorni di una vera e propria indipendenza, speculare a quella richiesta agli omologhi nazionali. I poteri conferiti alla Commissione, particolarmente chiari nel settore dell'energia, poi, danno luogo ad un disegno incentrato su un evidente dualismo regolatorio in sede comunitaria, dove operano due diversi soggetti: un regolatore strettamente sovranazionale, la Commissione, che non «rappresenta» le amministrazioni nazionali ma esprime il punto di vista, in senso proprio, comunitario; ed un regolatore comunitario ma composito, che dà voce ai regolatori dei vari Stati membri.

Se la Commissione e le altre istituzioni politiche dell'Unione stanno ora promuovendo un nuovo tipo di agenzia europea, caratterizzata da una vera e propria indipendenza, dovrebbero chiarire in quali settori e per quali motivi funzionali agenzie di questo nuovo tipo vanno preferite a quelle più tradizionali, dotate non di indipendenza ma di una limitata autonomia dalle istituzioni politiche. Negli Stati membri, come noto, la *ratio* della indipendenza di un'autorità è quella di evitare non solo il rischio di cattura da parte dei privati, ma anche la soggezione agli orientamenti della maggioranza politica, al fine di garantire ad alcune politiche regolatorie quella stabilità e credibilità che il ciclo politico legato alle scadenze elettorali non riesce necessariamente a garantire. Le riforme del settore dell'energia e della vigilanza finanziaria, però, non consentono di ricostruire con certezza la *ratio* funzionale della costituzione di autorità indipendenti in tali ambiti, né, per converso, le ragioni per cui le istituzioni politiche dell'Unione hanno escluso di poter ricorrere ad agenzie europee del tipo tradizionale. Senza una riflessione delle istituzioni europee sulla *ratio* funzionale della indipendenza, la messa a punto di un nuovo tipo di agenzia, che non sia solo in parte autonoma dalla Commissione, è probabilmente destinata a rappresentare non un fattore di ricchezza e di vitalità del modello delle agenzie europee, ma un elemento di confusione e di incertezza, che potrebbe ostacolare lo sviluppo”.

75 Ancora E. CHITI, *op. loc. ult. cit.*: “In secondo luogo, anche assumendo che il criterio per il riconoscimento della indipendenza sia individuato senza incertezze dalle istituzioni politiche, l'assetto organizzativo che viene delineandosi non può dirsi del tutto risolto.

Il problema principale è quello della natura composita e plurale del regolatore europeo. (...). Come si è già osservato, il disegno complessivo mira a rendere possibile e fruttuosa la coesistenza, sul piano comunitario, di un doppio regolatore: da un lato, un regolatore strettamente sovranazionale, la Commissione; dall'altro lato, un regolatore comunitario ma composito, che dà voce ai regolatori dei vari Stati membri. Al primo sono conferite le attribuzioni considerate necessarie al perseguimento dell'interesse generale della Comunità. Al secondo sono conferite le attribuzioni che richiedono una competenza fortemente specialistica e la collaborazione degli esperti delle ventisette autorità di regolazione nazionali, nel presupposto che la Commissione non sarebbe in

quasi paradossalmente, risolvendosi in un depotenziamento della vigilanza sovranazionale a favore dei singoli Stati membri<sup>76</sup>. Se ciò è vero, ancora una volta solo nelle concrete modalità di funzionamento del nuovo sistema e nella capacità di superare con decisioni e interventi efficaci le soluzioni di compromesso che ne sono alla base risiede la chiave del successo della nuova vigilanza finanziaria.

---

grado di catalizzare tutte le risorse necessarie dei regolatori nazionali nella stessa maniera di un organismo che le rappresenti nella propria organizzazione di vertice.

Ci si può domandare, però, se la scelta per un doppio regolatore sia davvero giustificata. Vi sono, naturalmente, alcune ragioni tecniche che possono spiegare la strada intrapresa dalle istituzioni politiche dell'Unione europea: la principale è quella che richiama i limiti che il «principio Meroni» impone, in base alla interpretazione più diffusa tra le istituzioni europee, alla costituzione di organismi non previsti dai trattati. Vi sono, poi, ovvie ragioni di compromesso politico, oltre che le preferenze della stessa Commissione, evidentemente riluttante a rinunciare alle proprie prerogative in due segmenti importanti dello spazio socio-economico europeo”.

- 76 Chiti E., *op. cit.*, conclude osservando che la più recente tendenza “spinge verso l'istituzione di agenzie sottratte all'influenza della politica e del mercato, che trovano nella neutralità e nella indipendenza la propria ragion d'essere. (...). Quanto allo sviluppo di agenzie europee indipendenti, è agevole osservare che la discussione tra le istituzioni politiche dell'Unione sulla possibilità della loro istituzione non chiarisce la *ratio* funzionale della costituzione di autorità indipendenti in alcuni ambiti di azione dell'Unione, né le ragioni in base alle quali queste dovrebbero essere preferite alle agenzie tradizionali, dotate di una limitata autonomia dalle istituzioni politiche, ed in particolare dalla Commissione. Anche assumendo che il criterio per l'attribuzione della indipendenza sia chiaramente individuato, poi, l'assetto organizzativo che viene delineandosi non sembra del tutto risolto. Il problema principale è quello della natura composita e plurale del regolatore europeo, articolato in un regolatore strettamente sovranazionale, la Commissione, ed un regolatore comunitario ma composito, che dà voce ai regolatori dei vari Stati membri. Pur giustificabile sotto vari profili, tale soluzione resta barocca ed il ricorso ad una più forte autorità europea di regolazione avrebbe forse rappresentato una soluzione istituzionale più lineare. (...). La costruzione di un'amministrazione integrata o comune, come è ben noto a tutti gli studiosi del diritto amministrativo europeo, non si è tradotta, sul piano organizzativo, in un mero arretramento della componente sovranazionale a vantaggio delle componenti transnazionali o multinazionali. Piuttosto, ha dato luogo ad una più complessa ridefinizione del ruolo della componente sovranazionale, chiamata a cooperare con le componenti transnazionali nel contesto di più ampie amministrazioni composite, nelle quali una pluralità di voci disomogenee trovano espressione. Lo studio delle trasformazioni del modello delle agenzie europee, invece, mostra che questo gioco di forze potrebbe modificarsi nel prossimo futuro, attraverso un depotenziamento della componente sovranazionale. Se questa ipotesi fosse confermata dagli sviluppi della realtà giuridica, ne risulterebbero implicazioni profonde sull'assetto e sul funzionamento del sistema amministrativo europeo. E si accorcerebbe notevolmente la distanza tra l'organizzazione amministrativa europea, sin qui dominata, direttamente o anche solo indirettamente, dalla Commissione, e le amministrazioni dei sistemi regolatori globali, caratterizzati da processi di negoziazione multilaterale nei quali sono impegnati, a seconda dei casi, i governi nazionali, singoli organismi substatali e organizzazioni internazionali.

Si annida, qui, un piccolo paradosso, che non sorprenderà, del resto, gli studiosi delle istituzioni: una figura organizzativa messa a punto come compromesso politicamente accettabile tanto dalla Commissione quanto dai governi nazionali, volta a garantire un'azione amministrativa comune senza per questo andare eccessivamente a scapito delle prerogative della Commissione e delle autorità nazionali, si è rivelata un punto di partenza per uno sviluppo di segno diverso, che potrebbe, nel medio periodo, sminuire la posizione dell'istituzione sovranazionale e ridefinire le dinamiche del sistema amministrativo europeo”.

## CAPITOLO II

### **Peculiarità ed esigenze della vigilanza prudenziale del mercato assicurativo**

#### ***2.1. Le assicurazioni nel mercato finanziario: peculiarità dell'attività e dei profili di rischio e connessioni con gli altri settori***

Il settore assicurativo si connota nell'ambito del sistema finanziario per una peculiare funzione di gestione dei rischi a livello tanto microeconomico, consentendo la copertura di rischi altrimenti non fronteggiabili dai singoli individui, quanto macroeconomico, rafforzando efficienza e stabilità dell'intera economia mondiale attraverso il trasferimento e l'assorbimento dei rischi; d'altro canto, proprio tale ruolo espone le stesse imprese d'assicurazione ad un complessivo rischio di solvibilità, connaturato allo svolgimento della propria attività, tale da minacciare la capacità di far fronte agli impegni assunti nei confronti degli assicurati, quando non la stessa stabilità, delle compagnie. Di conseguenza, fondamentale importanza riveste il controllo del livello della solvibilità stessa non solo da parte dell'assicuratore, ma più in generale da parte delle Autorità di vigilanza nazionali ed internazionali, con evidenti fini di tutela sistemica della stabilità (ormai) dell'intero mercato finanziario e dell'economia globale, attraverso lo strumento della vigilanza prudenziale.

In tale ottica, risulta decisiva una corretta ed efficiente determinazione dei rischi allocati nelle imprese assicurative e del relativo livello di solvibilità; pertanto, nel corso degli anni l'attenzione dei legislatori, delle istituzioni e dei mercati a tale esigenza ha portato all'elaborazione ed al miglioramento della disciplina in materia. A livello comunitario, i lavori specificamente concepiti per disciplinare il profilo della vigilanza prudenziale sono sfociati dapprima (nel 2002) nella redazione di un insieme di direttive denominato "Solvency I" e, successivamente, nella stesura di un'unica direttiva comunitaria

(“Solvency II”), nella quale nel 2009 sono confluiti i precedenti atti, con sostanziali cambiamenti attinenti alla valutazione della solvibilità delle compagnie di assicurazione (progressivamente tenute a conseguire una sempre maggiore consapevolezza del proprio profilo di rischio).

In linea generale, la nozione di rischio fa riferimento all'impossibilità di prefigurare e determinare – *ex ante* – le conseguenze incerte del verificarsi di un evento futuro: da tale incertezza deriva la necessità di prevenire (attraverso il ricorso agli strumenti più opportuni ed efficaci) il verificarsi di eventuali eventi sfavorevoli e neutralizzarne o contenerne la relativa manifestazione economica. In proposito, pare opportuno precisare che, mentre la generica accezione di incertezza attiene a tutte quelle situazioni in cui non sembra possibile acquisire una conoscenza del futuro, il termine “rischio” è normalmente circoscritto ad un caso particolare di incertezza<sup>77</sup>, connotato da un certo grado di misurabilità e dalla rilevanza economica, in quanto correlato al danno che il verificarsi dell'evento futuro è suscettibile di produrre<sup>78</sup>.

Di conseguenza, si è ormai affermata un'accezione restrittiva di quest'ultimo elemento, riferita in via esclusiva all'eventualità che si verifichino eventi forieri di conseguenze negative (danni), valutabili economicamente: in tale ottica, i rischi cc. dd. “puri”<sup>79</sup> sono

---

77 Si veda sul punto P. E. CASSANDRO, *Le gestioni assicuratrici*, Torino, 1975, p. 2 ss.

78 Secondo F.H. KNIGHT, *Rischio, incertezza e profitto*, Firenze, 1960, p. 77, “il rischio è un caso speciale dell'incertezza, caratterizzato dalla conoscenza della sua probabilità di verificarsi, la vera incertezza infatti è da intendere come un rischio incommensurabile legato al cambiamento economico (...) una determinante fondamentale di una situazione aleatoria in cui il futuro è prevedibile attraverso calcoli con cui si attribuisce valori di probabilità ai diversi stati del mondo”.

In tal senso si veda anche L. SELLERI, *Economia e management delle imprese di assicurazione*, Milano, 1991, p. 25: “Con riferimento al rischio, è possibile conoscere, sia pure con un certo grado di approssimazione, il risultato del suo verificarsi con riferimento ad un insieme di operazioni; all'opposto nel caso dell'incertezza questa possibilità manca”.

Tuttavia, si è sostenuta la inaccettabilità di distinzioni tra rischio ed incertezza ed il dibattito si è spostato sul *principio della soggettività del rischio* – Si vedano R.K. MAUTZ - H. SHARAF, *The Philosophy of Auditing*, American Accounting Association, 1961.

79 In proposito si vedano N. DI CAGNO, T. ONESTI, *L'economia delle imprese di assicurazione e la stima del capitale economico*, Torino, 1998, p. 4: “concetto di rischio puro è un concetto economico che si lega ad un'incertezza, oggettivamente misurabile e, pertanto, relativa, concernente la possibilità di eventi sfavorevoli futuri”.

Una dettagliata elencazione dei requisiti essenziali dei rischi puri è rinvenibile in L. SELLERI, *Economia e management delle imprese di assicurazione*, cit., p. 27 s.: “È frequente, per i rischi puri, la determinazione di taluni limiti, in base ai quali se ne definisce l'assicurabilità.

Questi sono così sintetizzabili:

misurabili sotto un duplice profilo, ossia la probabilità del verificarsi dell'evento e l'entità (economica) del relativo danno.

In linea generale, le compagnie assicurative sono esposte a quello che viene genericamente indicato come “rischio d'impresa”, gravante su pressoché tutte le forme nelle quali l'iniziativa economica è suscettibile di manifestarsi<sup>80</sup>. Tuttavia, i due profili caratteristici che vengono in rilievo ai fini di una sana e prudente gestione nel settore in questione afferiscono da una parte ai rischi assicurati (ed alle relative tecniche di copertura), peculiare delle assicurazioni, e dall'altra al rischio di insolvenza, al quale tutti gli intermediari finanziari sono particolarmente esposti (con evidenti implicazioni di natura sistemica) e che appare fortemente connotato dalla composizione del portafoglio: nel prosieguo del presente capitolo, pertanto, ci si concentrerà su tali punti, evidenziando le modalità attraverso le quali il rischio assicurato influenza quello di insolvenza, per poi passare al nuovo assetto della vigilanza prudenziale<sup>81</sup>.

- 
- il rischio deve riguardare un grande numero di unità omogenee;
  - il danno che può derivarne deve, entro determinati limiti, essere definito;
  - il danno deve essere causato solamente da eventi aleatori;
  - il danno potenziale deve essere di entità considerevole;
  - il costo dell'assicurazione deve essere abbastanza accessibile;
  - la frequenza di accadimento del rischio deve essere determinabile *a priori*;
  - il verificarsi del rischio non deve essere suscettibile di colpire contemporaneamente la maggior parte degli assicurati”.

80 Inoltre, con riferimento allo svolgimento della attività d'impresa, si è soliti individuare due difformi tipologie di rischi:

- i rischi *dinamici*, che nascono da situazioni legate alle scelte individuali e possono provocare conseguenze positive o negative; in special modo, attengono alle variabili gestionali e manageriali quali la funzione di produzione, l'attività commerciale, ecc.;
- i rischi *statici*, che prescindono dalle scelte individuali e dipendono da eventi accidentali la cui assunzione non può che dare luogo a perdite; in genere, sono a vasto effetto e tendono a colpire intere collettività senza indirizzarsi particolarmente a singoli soggetti. Tale distinzione si rende utile perché consente di rilevare in una classe e non nell'altra, se non in senso assoluto almeno in senso relativo, i caratteri che permettono l'applicazione delle leggi statistiche al fine di dedurre la tendenza del manifestarsi dei rischi e, quindi, la possibilità di prevedere la loro probabile ricorrenza.

81 Le varie tipologie di rischio possono essere differenziate sotto diversi profili, in parte ripresi nel presente lavoro.

Secondo la classificazione accolta in EU INSURANCE SUPERVISORY AUTHORITIES - MULLER WORKING PARTY, *Solvency of insurance undertakings*, 1997, si hanno: 1) rischi tecnici (che scaturiscono dall'attività tipica dell'assicuratore, ossia l'assunzione di un rischio a fronte del pagamento di un premio); 2) rischi d'investimento (legati alla gestione finanziaria della compagnia); 3) rischi non tecnici (ossia quelli esclusi dalle classificazioni precedenti).

### 2.1.1. Attività assicurativa e gestione del rischio

In estrema sintesi, l'assicurazione può definirsi come "l'operazione economica che consente di garantirsi contro le conseguenze patrimonialmente dannose del verificarsi di un rischio determinato, ripartendole tra una pluralità di soggetti esposti al medesimo tipo di rischio"<sup>82</sup>. Tale espressione contiene, *in nuce*, gli elementi fondamentali del processo assicurativo: l'esistenza del rischio, il suo trasferimento dall'assicurato all'impresa e la gestione da parte di quest'ultima, la funzione indennitaria del contratto di assicurazione, l'interesse dell'assicurato.

Con riferimento all'ordinamento italiano, la causa del contratto di assicurazione è ravvisabile nella "funzione di trasferire il rischio del singolo (assicurato) all'impresa di assicurazione (assicuratore)"<sup>83</sup>, che si realizza attraverso lo schema contenuto nell'art. 1882 c. c., secondo il quale l'assicuratore si obbliga a rivalere l'assicurato, a fronte del pagamento di un premio, del danno ad esso arrecato dal verificarsi di un sinistro: a tale proposito, è il caso di precisare che, almeno in questa sede, ci si riferirà esclusivamente alle assicurazioni contro i danni (tra le quali rientra la RC Auto), con esclusione dell'altra tipologia assicurativa contemplata dal menzionato articolo, ossia l'assicurazione sulla vita.

Da ciò si desume quale sia la funzione che connota l'assicurazione dalla sua nascita fino ai giorni nostri, cioè quella di assolvere all'esigenza di chi si assicura di garantirsi adeguata copertura dal rischio (del verificarsi di un sinistro). Quest'ultimo elemento assume senza dubbio un ruolo centrale nell'operazione assicurativa<sup>84</sup>, costituendone il

---

82 Così, per tutti, A. DONATI- G. VOLPE PUTZOLU, *Manuale di diritto delle assicurazioni*, VII ed., Milano, 2002, p. 3.

83 Così F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, vol. II, t. II, IV ed., Padova, 2004, p. 223 ss., il quale evidenzia, implicitamente, come il trasferimento del rischio sia alla base della funzione indennitaria dell'assicurazione.

84 Così, G. FANELLI, *Le assicurazioni*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, diretto da Cicu e Messineo, continuato da Mengoni, vol. XXXVI, t. I, Milano, 1973, p. 65. Il rischio assume per l'economia ed il diritto delle assicurazioni un significato peculiare: ma, mentre è comune la persuasione che per rischio assicurativo non possa intendersi genericamente un "evento futuro ed incerto", non altrettanto pacifica è una sua più puntuale definizione. A. DONATI, *Trattato di diritto delle assicurazioni*, II, Milano, 1954, p. 110 ss., sostiene che il rischio si presenta sempre come "possibilità di un evento dannoso"; altri autori, parimenti autorevoli, reputano una nozione così "qualificata" sostanzialmente limitata (così, G. FANELLI, *op. cit.*, p. 67 e già ID., *L'assicurazione privata contro gli infortuni*, Roma, 1945, p. 123, e ID., *Considerazioni sul concetto giuridico di rischio nell'assicurazione*, in *Assicurazioni*, 1944, I, p. 41

presupposto della funzione economica e, pertanto, la stessa ragion d'essere. Tuttavia, se è indubbia l'insufficienza, in ambito assicurativo, dell'accezione comune del rischio come di un evento futuro e incerto, formularne una definizione più precisa, specifica e unanimemente accettabile non è assolutamente operazione agevole. I tentativi più significativi da parte della dottrina mirano a far coincidere il rischio con il rischio assicurato, ravvisando in esso il presupposto e non l'oggetto del contratto di assicurazione<sup>85</sup>. Ad ogni modo, ai fini del presente lavoro, può essere sufficiente identificare il rischio con la "possibilità di un evento dannoso"<sup>86</sup>, ossia del verificarsi di un sinistro.

Al di là delle incertezze di carattere definitorio, il rischio costituisce un elemento indefettibile del contratto di assicurazione, dato che la causa di quest'ultimo (come visto) risiede nel trasferimento del primo.

Se in precedenza si sono ricostruiti gli elementi essenziali del contratto di assicurazione, è ora il caso di accennare, senza pretesa di completezza né di particolare approfondimento (in particolare per ciò che concerne i metodi statistico-attuariali), ai meccanismi che consentono alle compagnie di gestire i rischi assunti in modo da garantirne adeguata copertura a fronte della percezione di premi determinati dalle stesse in misura congrua. In altri termini, vanno individuati quei processi che costituiscono

---

ss.). Appare così preferibile, anzitutto, una maggiore attenzione alla definizione legislativa di rischio, di cui all'art. 1882 c.c., tanto nella parte relativa ai danni, quanto in quella relativa ai fatti attinenti alla vita umana. In questa prospettiva si propone da altri (G. VOLPE PUTZOLU, *L'assicurazione*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da P. Rescigno, vol. XIII, *Obbligazioni e contratti*, t. V, Torino, 1985, p. 70) di far coincidere il rischio assicurativo con il concetto di rischio assicurato. L'autore che ha maggiormente dedicato la propria opera al tema (A. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Milano, 1964; ID., voce *Assicurazione*.I) *Contratto di assicurazione: profili generali*, in *Enc. giur. Treccani*, III, Roma, 1988) rileva come il rischio non possa considerarsi oggetto del contratto di assicurazione, ma necessario presupposto (in senso parzialmente diverso, G. FANELLI, *Le assicurazioni*, cit., p. 65): si tratta infatti non di un trasferimento in senso giuridico di un rischio extracontrattuale, ma della creazione di un rischio contrattuale destinato a fungere da copertura economica di un rischio extracontrattuale indefettibilmente presupposto (così, ID., voce *Assicurazione*, cit., p. 4). In argomento, può farsi ulteriore rinvio a L. BUTTARO, voce *Assicurazione*. *Assicurazione in generale*, in *Enc. dir.*, III, Milano, e s.d., ma 1958, p. 427 e ss. e ID., voce *Assicurazione*.III. *Assicurazione (contratto di)*, *ivi*, p. 455 e ss.

<sup>85</sup> Sulla questione si vedano, in chiave problematica, G. FANELLI, *op. cit.*, p. 67; G. VOLPE PUTZOLU, *L'assicurazione*, in *Trattato di diritto privato*, diretto da Rescigno, vol. XIII, t. V, Torino, 1985, p. 70.

<sup>86</sup> Tale definizione, che ancora decisamente il rischio all'eventualità di un danno, è fornita da A. DONATI, *Trattato di diritto delle assicurazioni*, cit., p. 110 ss.

l'intima essenza dell'attività caratteristica (o *core business*) delle imprese di assicurazione, ossia la categoria di intermediari finanziari deputata all'intermediazione e alla trasformazione del rischio.

Su un piano generale e propedeutico all'intervento dell'intermediario assicurativo, assume rilevanza la distinzione tra rischio e danno: come in precedenza detto, il primo termine si riferisce alla possibilità che un dato evento (non determinato, ma determinabile nell'*an* e nel *quantum*) accada, il secondo alla manifestazione economica del verificarsi dell'evento negativo (sinistro). In quest'ottica, l'attività assicurativa, non pare idonea tanto alla neutralizzazione del rischio (non ponendosi l'obiettivo di evitare il verificarsi dell'evento), quanto al trasferimento e alla trasformazione dello stesso e, di conseguenza, all'assorbimento del relativo danno. Pertanto, in primo luogo è il soggetto su cui il rischio grava a dover scegliere, sulla base delle proprie modalità di percezione e apprezzamento del rischio<sup>87</sup>, se fronteggiare il rischio autonomamente – tentando di neutralizzarlo attraverso la prevenzione<sup>88</sup>, di assorbirlo attraverso l'autoassicurazione<sup>89</sup> o di ridurlo combinando i due strumenti<sup>90</sup> – o trasferirlo all'assicuratore.

Una volta compiutosi il suddetto trasferimento del rischio, passaggio fondamentale ai fini della relativa trasformazione e gestione è quello che, attraverso il confluire dei singoli contratti nel portafoglio assicurativo, realizza l'aggregazione dei singoli rischi in

---

87 Per A.H. WILLET, *The economic theory of risk and insurance*, AA. VV., *Studies in History, Economics and Public Law*, New York, 1901, p. 50, la percezione del rischio è relativa, derivando dal soggetto che procede alla stima, dal tempo, dal luogo in cui si opera e da vari altri elementi: “*Is evident that the same degree of risk does not have the same amount of influence on all men. This may be because different men form different estimates of the degree of risk involved in any undertaking. In such a case the influence which will be exerted will depend upon the subjective uncertainty that the objective fact makes its influence felt. It may be because of differences in the mental and moral nature of the men*”.

88 Secondo P. E. CASSANDRO, *Le gestioni assicuratrici*, cit., p. 4, “la via migliore per fronteggiare il rischio è quella della prevenzione, cioè si tratta di predisporre adatti accorgimenti per impedire il suo manifestarsi (...). Con l'assicurazione non si cerca di evitare il danno, ma si opera il trasferimento del danno (...) a un gruppo di economie esposte al medesimo rischio”.

89 Tale operazione consiste per lo più nello stanziamento di appositi accantonamenti allo scopo di fronteggiare le evenienze negative. G. FERRERO, *L'autoassicurazione nell'economia e nelle rilevazioni d'impresa*, Milano, 1955, p. 1 ss. osserva che “l'autoassicurazione viene comunemente intesa come una politica di bilancio, (...). Così concepita, l'autoassicurazione non è un provvedimento atto a svincolare l'impresa che lo applica dall'onere del rischio, giacché l'incidenza del danno temuto grava in ogni caso sull'economia della gestione. L'assicurazione interna mira (...) a distribuire il peso dell'accennato onere fra i diversi esercizi, prima che si manifesti l'evento dannoso”.

90 Sul punto si rinvia a P. SACERDOTI, *L'assicurazione in generale*, in AA. VV., *Elementi di Tecnica assicurativa*, Milano, 1989, p. 10 ss.

un centro nevralgico, costituito dalla compagnia<sup>91</sup>. Infatti, la congerie di quegli stessi rischi che a livello individuale risultano forieri di incertezza e di potenziali conseguenze dannose, diventa a livello di impresa più agevole da gestire e affrontare: ciò è reso possibile dalla combinazione e dal raggruppamento dei singoli rischi secondo criteri statistici, cosicché l'operare della c. d. legge dei grandi numeri, attraverso la loro ripartizione e il loro frazionamento su un alto numero di casi, possa diminuirne la probabilità di verifica e, di conseguenza, provocarne la tendenziale neutralizzazione. Il processo appena menzionato fa sì che gli effetti dell'alea contrattuale, a seguito del trasferimento del rischio, vengano pressoché integralmente assorbiti ed eliminati, e quindi neutralizzati, dall'assicuratore<sup>92</sup>. Ciò consente, sotto il profilo giuridico, di escludere il contratto di assicurazione dal novero dei contratti aleatori (nei quali, cioè, sono incerte l'esistenza e l'obbligatorietà stesse della prestazione di una delle due parti) e riconoscerne, per altro verso, la profonda connotazione di contratto d'impresa<sup>93</sup>. Tenendo su piani distinti impresa e contratto, invece, si può

---

91 Il fenomeno è rappresentato in maniera particolarmente efficace ed incisiva, con una definizione estremamente pregnante, da G. FANELLI, *Pluralità di assicurazioni e pluralità di assicuratori*, in *Assicurazioni*, 1960, I, p. 163: l'Autore individua il suddetto processo nella prima delle "due forze fondamentali operanti nell'ambito di ciascuna impresa", descritta come "una forza centripeta mediante la quale una pluralità di rischi, per il tramite di un'apposita organizzazione di raccolta, viene raggruppata intorno ad uno stesso centro", producendosi, così, "una pluralità di assicurazioni per uno stesso assicuratore".

92 Individua efficacemente i due momenti dell'assorbimento e della neutralizzazione dei rischi F. GALGANO, *Diritto civile e commerciale*, cit., p. 230, secondo cui l'assicuratore "appare esposto all'eventualità di subire il rischio contrattualmente assunto solo se si ha riguardo al singolo contratto di assicurazione; non se si considera che l'assicurazione è contratto di serie, che l'assicuratore stipula con una massa di clienti, fra i quali distribuisce i rischi che assume".

93 La "teoria dell'impresa", cui la rilevanza dell'organizzazione dell'assicuratore si riflette anche sui profili giuridici del contratto di assicurazione, è ascrivibile a C. VIVANTE, *Il contratto di assicurazione*, in *Commentario al codice di commercio*, a cura di Bolaffio e Vivante, vol. VII, V ed., Milano, 1922, p. 8 ss. All'interno della successiva produzione dottrinale, in senso conforme si segnalano *ex multis* N. GASPERONI, *Le assicurazioni*, in *Trattato Grosso-Santoro Passarelli*, V, Milano, 1966, p. 571 ss.; L. MOSSA, *Il sistema del contratto di assicurazioni nel libro delle obbligazioni del codice civile*, in *Assicurazioni*, 1942, I, p. 189 ss.; ID., *Impresa e contratto di assicurazione nelle vicendevoli relazioni*, in *Assicurazioni*, 1953, I, p. 149 ss.; F. SANTORO-PASSARELLI, *La causa del contratto di assicurazione*, in *Studi sulle assicurazioni*, Roma, 1963, p. 207 ss.; S. SOTGIA, *La prestazione dell'assicuratore*, in *Assicurazioni*, 1958, I, p. 379 ss.; V. SALANDRA, *La connessione tra i contratti di assicurazione di una medesima impresa*, in *Assicurazioni*, 1935, I, p. 293 ss. Oppositori della teoria suddetta sono, invece, T. ASCARELLI, *Sul concetto unitario del contratto di assicurazione*, in *Studi in tema di contratti*, Milano, 1952, p. 362 ss.; G. BAVETTA, voce *Impresa di assicurazione*, in *Enc. dir.*, XX, Milano, 1970, p. 629 ss.; L. BUTTARO, *L'interesse nell'assicurazione*, Milano, 1954, p. 213 ss.; ID., *Moderni orientamenti sul concetto giuridico di*

affermare che “l'assicuratore, come imprenditore, elimina il rischio” attraverso il frazionamento dei rischi, “ma il contratto di assicurazione, in sé considerato, presenta il carattere proprio del contratto aleatorio”<sup>94</sup>; carattere, quest'ultimo, la cui incidenza va circoscritta al valore economico della prestazione, secondo un condivisibile orientamento<sup>95</sup>.

Tuttavia, affinché l'accentramento dei rischi nell'impresa venga operato in modo corretto e rispondente ai dettami della tecnica assicurativa, l'assicurazione deve procedere alla trasformazione degli stessi: infatti, dal momento che ogni singolo rischio, essendo legato all'eventualità che si verifichi un determinato danno, differisce dagli altri per tipologia, qualità, dimensione e altre caratteristiche, è necessario individuare criteri che ne permettano una precisa ed efficace classificazione. Sotto tale profilo, gli aspetti fondamentali in base a cui il rischio viene valutato sono tre: la frequenza (cioè la probabilità che il sinistro si verifichi), la gravità (ossia la rilevanza economica del risarcimento) e la stabilità nel tempo (nel senso di permanenza come elemento costante del rapporto contrattuale)<sup>96</sup>.

Proprio sulla base di un siffatto processo di qualificazione, i rischi possono essere raggruppati in classi omogenee, a ciascuna delle quali le compagnie applicano le

---

*assicurazione nella dottrina italiana*, in *Assicurazioni*, 1962, I, p. 184; A. DONATI, *Trattato*, II, cit., p. 13 ss.; ID., *L'organizzazione ad impresa dell'assicuratore e il concetto del contratto di assicurazione*, in *Assicurazioni*, 1937, I, p. 268 ss.; ID., *Economia, tecnica e diritto nell'assicurazione*, in *Giornale degli economisti e annali di economia*, 1961, p. 671.

La teoria dell'impresa ha ricevuto un determinato apporto dallo studio di G. FERRI, *L'impresa nella struttura del contratto di assicurazione*, in *Studi sulle assicurazioni per il cinquantenario dell'INA*, Roma, 1963, p. 111 ss. e in *Assicurazioni*, 1963, I, p. 321 ss., il quale per primo rilevò come essenziale alla formazione del contratto di assicurazione sia la fissazione di una qualificata controprestazione, il “premio”, che può determinarsi esclusivamente nell'ambito di un'attività di assunzione sistematica dei rischi da parte di una impresa di assicurazione. Sulla scorta di questa prima intuizione hanno fatto seguito studi approfonditi sull'argomento, che chiariscono definitivamente in che senso il contratto di assicurazione sia un contratto d'impresa: così, A. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., p. 377 ss.; G. VOLPE PUTZOLU, *L'assicurazione privata contro gli infortuni nella teoria del contratto di assicurazione*, Milano, 1968, p. 42 ss. (EAD, *L'assicurazione*, cit., p. 55 ss.); G. FANELLI, *Le assicurazioni*, cit., p. 28 ss.

<sup>94</sup> Così F. GALGANO, *op. loc. ult. cit.*, il quale osserva, previamente, che “l'assicuratore non assume, in ciascun contratto, la specifica obbligazione di apprestare i mezzi tecnici necessari all'adempimento della prestazione eventuale”.

<sup>95</sup> In tal senso L. BUTTARO, voce *Assicurazione*, cit., p. 427 ss.

<sup>96</sup> Si veda sul punto, nonché in proposito all'elencazione di altre caratteristiche che i rischi possono assumere, G. PETRILLI, *Lineamenti di economia dell'assicurazione*, Roma, 1982, p. 102 ss.

modalità di gestione più appropriate. Così, diviene possibile coprire unitariamente quei rischi che presentino caratteristiche uniformi (determinate sulla scorta della tipologia di rischio o di assicurato, dei tre indici sopra menzionati o di altri profili), attraverso l'uso degli opportuni strumenti statistico-attuariali. Attraverso tale processo, ciascuna impresa si pone nelle condizioni di raggiungere il c. d. pieno di conservazione, ossia il limite massimo di rischi (e di conseguenza contratti) che essa è in grado di assumere e conservare nel proprio portafoglio assicurativo, senza avvertire l'esigenza di cederli ad altri assicuratori.

In quest'ottica, in particolare, assume fondamentale rilievo la contrapposizione di massima tra "rischi di massa" e "grandi rischi": i primi si connotano per un elevato grado di standardizzazione e per l'ordinarietà in termini di frequenza, gravità e stabilità, mentre i secondi (che possono essere tanto rischi singoli quanto una pluralità di rischi connessi) assumono caratteristiche che ne determinano, secondo gli stessi tre criteri, l'eccezionalità<sup>97</sup>. La distinzione tra le due categorie di rischi, infatti, per quanto abbia carattere relativo e vada verificata caso per caso, influenza profondamente la struttura del portafoglio assicurativo delle imprese<sup>98</sup>: mentre i rischi "di massa" sono così denominati per la loro normale attitudine a rientrare nella massa dei rischi ordinari che compongono il portafoglio (in quanto possono confluire in classi maggiormente omogenee e risultano più agevolmente gestibili) i grandi rischi provocano sovente il

---

97 I grandi rischi tendono in genere a connotarsi per la presenza di una o più caratteristiche quali la loro catastroficità (normalmente determinata dall'accumulo di un elevato numero di danni nella fase in cui il rischio si verifica), l'imprevedibilità, la dimensione internazionale, la notevole entità finanziaria del danno, la connessione ad un'attività imprenditoriale di notevole rilevanza svolta dall'assicurato. Per un approfondimento di tale tematica (in particolare sotto il profilo delle caratteristiche distintive, della disciplina interna e internazionale e delle modalità di copertura) sia consentito rinviare a N. DE LUCA-F. DI FONZO, *L'assicurazione dei grandi rischi*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2004, I, p. 399 ss.; si veda anche, con particolare riferimento alle prassi utilizzate nel commercio internazionale per la copertura di tale categoria di rischi, P. CELLE, *I contratti di assicurazione grandi rischi nel diritto internazionale privato*, Padova, 2000.

98 In contrapposizione alle diverse modalità di classificazioni dei rischi prospettate in dottrina, vi è chi sostiene che la delle varie tipologie di rischio vada condotta unicamente sulla base della individuazione dei relativi fattori di determinazione. Secondo R. FAZZI, *Il trasferimento dei rischi aziendali e la gestione delle imprese di assicurazione*, Firenze, 1942, p. 25 s., "In verità, non esistono i rischi ma soltanto il rischio, sempre presente in ogni stato e in ogni luogo (...). Il rischio è dunque unico nella sua universalità e la nostra mente avverte solo la diversa misura di esso e non la diversa specie (...) cosicché le diverse e più note classificazioni su cui molti autori si soffermano dovrebbero farsi risalire ai corrispondenti fattori determinativi".

superamento del pieno di conservazione, determinando la necessità delle compagnie di ricorrere a metodi *ad hoc* per la relativa copertura<sup>99</sup>.

In effetti, può agevolmente constatarsi come, per la copertura di rischi che, in un passato non del tutto remoto, venivano reputati “tecnicamente inassicurabili”<sup>100</sup>, siano stati determinanti l'evoluzione della tecnica assicurativa, l'ampliamento di dimensione delle compagnie e il ricorso a strumenti di ripartizione preventiva o successiva del rischio: fattori cioè strettamente inerenti alla organizzazione imprenditoriale, individuale e settoriale, delle compagnie assicurative. L'impresa di assicurazioni, in altri termini, per la più corretta gestione, o più a monte, per l'assunzione di grandi rischi, può avvalersi di tre leve: incrementare la propria capacità tecnica di determinazione degli eventi, anche con riguardo a quelli la cui frequenza non è statisticamente determinabile con esattezza; ampliare la dimensione, in modo da aumentare la propria capacità di assorbimento; frazionare il singolo rischio, assumendone l'onere insieme ad altre imprese, in modo da diluirne l'incidenza<sup>101</sup>.

---

99 Vengono in rilievo, a tale proposito, due fondamentali tipologie di ripartizione della copertura assicurativa tra più compagnie: la coassicurazione e la riassicurazione. La prima prevede il frazionamento del rischio tra più assicuratori, ciascuno obbligato in proporzione alla quota di rischio assunta (art. 1911 c. c.): per un approfondimento si rinvia a M. RICOLFI, *La coassicurazione*, Milano, 1997. La seconda, regolata dagli artt. 1928 ss. c. c., si risolve nella cessione del rischio dall'assicuratore riassicurato al riassicuratore: in proposito si veda R. A. CAPOTOSTI, *La riassicurazione: il contratto e l'impresa*, Torino, 1991.

100 Così, A. DONATI, *Trattato*, II, cit., p. 130.

Pertanto, l'assicurabilità dei rischi è subordinata alla sussistenza di elementi evidenziati dalla prassi attuariale e delle compagnie:

- il rischio deve poter concernere un consistente numero di soggetti omogenei;
- il danno deve essere definibile e misurabile;
- il danno deve essere la conseguenza del verificarsi di eventi aleatori;
- la frequenza del verificarsi dell'evento deve poter essere stimata a priori dall'assicuratore;
- l'accadimento dell'evento non deve essere tale da poter influire sull'economia di una parte considerevole di soggetti assicurati.

In proposito si veda L. PETIX, *L'impresa di assicurazione*, Padova, 1984, p. 38 ss.

101 Alla base dei criteri ora evidenziati, e più in generale dell'effetto di neutralizzazione del rischio tipico dell'attività assicurativa, autorevole dottrina (G. FANELLI, *Pluralità di assicurazioni e pluralità di assicuratori*, in *Assicurazioni*, 1960, I, p. 163) pone la combinazione di due “forze fondamentali operanti nell'ambito di ciascuna impresa”, tra loro opposte e parallele: i) da una parte “una forza centripeta mediante la quale una pluralità di rischi, per il tramite di un'apposita organizzazione di raccolta, viene raggruppata intorno ad uno stesso centro” (efficacemente sintetizzata nell'espressione “una pluralità di assicurazioni per uno stesso assicuratore”); ii) in direzione opposta “una forza centrifuga che, partendo da questo centro, tende a distribuire fra una pluralità di altre imprese quei rischi che non possono essere integralmente sopportati ed assorbiti” (in altre parole, si ha “una pluralità di assicuratori per una stessa assicurazione”).

La natura imprenditoriale dell'attività assicurativa rende lo svolgimento della stessa imprescindibile dalla percezione di un corrispettivo economico, denominato premio assicurativo<sup>102</sup>. La particolarità di tale corrispettivo, già rilevabile *ictu oculi* a livello lessicale, risulta ancor più evidente dai criteri economici della relativa determinazione, che lo differenziano da un semplice prezzo, e ne giustificano il particolare regime giuridico. Infatti, esso costituisce, sì, la controprestazione dell'assicurato all'assunzione del rischio da parte dell'assicuratore, ma una controprestazione fortemente qualificata, della quale la corretta determinazione, la puntuale corresponsione e il costante adeguamento al rischio stesso costituiscono elementi essenziali ai fini della formazione e della conservazione del vincolo contrattuale<sup>103</sup>.

Ancor più che in altri settori della produzione terziaria e industriale, nella maggior parte dei quali il prezzo può fortemente essere influenzato dalla forza contrattuale del produttore, dal regime di mercato e da una serie di altri fattori, nel comparto assicurativo la determinazione dei premi è dominata da un rigore pressoché assoluto, avvenendo con l'obiettivo applicazione di elementi statistico-attuariali. I premi, accantonati in apposite riserve<sup>104</sup>, assolvono alla funzione di fornire all'impresa i mezzi

---

102 Ciò è vero per le assicurazioni a premio, contrapposte alle assicurazioni mutue: su queste ultime si veda N. DE LUCA, *Le assicurazioni mutue in Italia*, Milano, 2001.

103 In proposito si veda A. GAMBINO, *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, cit., p. 377 ss.

104 Sul tema delle riserve tecniche si veda, per un sintetico ma efficace inquadramento dell'istituto (riferito alla disciplina italiana ma valido anche con portata più generale, V. LEMMA, *Il significato delle riserve tecniche delle compagnie di assicurazioni secondo le indicazioni del codice delle assicurazioni private (d. lgs. n. 209 del 2005)*, in *Contratto e Impresa*, 2007, p. 1208, secondo cui tra le problematiche che la materia assicurativa "pone agli studiosi di *law and economics*, meritevole di attenzione appare, ad avviso di chi scrive, quella relativa alla determinazione del valore delle "riserve tecniche" delle compagnie di assicurazione, venendo al riguardo in considerazione uno degli argomenti di primario rilievo ai fini della valutazione delle modalità di funzionamento delle compagnie suddette. L'importanza ascrivibile alla tematica di cui trattasi diviene, pertanto, ragione fondante della verifica volta all'accertamento della coerenza dei criteri ordinatori ora adottati dal legislatore con gli obiettivi di stabilità e solvibilità che, com'è noto, sono alla base della disciplina speciale che presidia il settore.

Come si è detto, siamo in presenza di una normativa di carattere squisitamente tecnico finalizzata allo scopo di garantire all'attività assicurativa uno svolgimento in linea con i principi propri del mercato finanziario, ciò in quanto solo un'adeguata "amministrazione" delle riserve tecniche (che si fonda sulla selezione e sulla valutazione delle attività patrimoniali all'uopo designate) può rappresentare una soluzione efficace per garantire la solvibilità delle compagnie d'assicurazione nel tempo. Se ne deduce che l'impianto normativo, dettato per la corretta determinazione del valore di dette riserve, dovrà necessariamente fondarsi sull'assunto che tali compagnie siano dotate di un idoneo assetto organizzativo (sia operativo che finanziario), avendo predisposto adeguate procedure di verifica della

con cui controbilanciare i rischi (e più precisamente quelli che effettivamente si concretizzano nella corresponsione di indennizzi a seguito del verificarsi di sinistri): si crea, di conseguenza, un reciproco e delicato rapporto di equilibrio tra questi due elementi, che rappresentano rispettivamente ricavi e costi (quantomeno potenziali) tipici dell'attività assicurativa<sup>105</sup>.

La necessità di una quantificazione così precisa ed elaborata si rende necessaria per una caratteristica fondamentale connaturata all'impresa assicurativa, che va sotto il nome di inversione del ciclo produttivo, alla quale l'incidenza del rischio conferisce aspetti fortemente peculiari. I servizi assicurativi, infatti, vengono offerti sul mercato a fronte di un premio prestabilito (per quanto adattabile al variare di alcuni profili di rischio) senza la preventiva certezza dei costi sostenuti dalla compagnia, poiché il rischio (come poc'anzi implicitamente accennato) rappresenta un elemento di costo solo a livello potenziale, fino al momento in cui si verifichi o no il sinistro<sup>106</sup>; la fissazione di un corrispettivo corretto e congruo di costi futuri, pertanto, richiede il ricorso ad un meccanismo fortemente improntato all'uso di elaborazioni statistiche, che consentano di determinare con ragionevole ed obiettiva certezza la probabilità che i rischi (valutati sulla base tanto della propria natura quanto delle caratteristiche dell'assicurato) trovino realizzazione in sinistri<sup>107</sup>. In merito a tale meccanismo, va precisato come il

---

compliance e di mero controllo interno (anche implementando un sistema informativo-contabile che sia in grado di rappresentare in modalità chiare e veritiere la situazione patrimoniale).

Tale ultimo aspetto rileva in modo particolare nel settore che ci occupa, che - com'è noto - si contraddistingue per l'inversione del ciclo produttivo. In altre parole, rileva qui la preoccupazione di assicurare la sana e prudente gestione di quelle imprese che, in ragione della natura dell'attività svolta, conseguono i ricavi (incassando premi) prima di aver sostenuto tutti i costi correlati. Ciò in quanto l'impresa, per un verso, determina i prezzi da praticare prima di conoscere l'esatto andamento dei costi (ricorrendo, pertanto, a metodologie statistiche ed attuariali), per altro entrando in possesso di masse monetarie che le appartengono solo parzialmente".

105 Sul punto si rinvia ancora ad A. GAMBINO, *op. loc. ult. cit.*, il quale pone l'accento sulla necessaria determinazione del premio nell'ambito della sistematica assunzione dei rischi.

106 Come correttamente evidenzia F. GALGANO, *op. loc. ult. cit.*, "il rapporto di corrispettività non corre, nell'assicurazione, fra il premio (certo) dell'assicurato e l'indennizzo (incerto) dell'assicuratore, ma tra il premio dell'assicurato e l'assunzione, da parte dell'assicuratore, di un determinato rischio": è l'assicuratore che, pertanto, dovrà adoperarsi, nell'ambito della propria attività di gestione del rischio, per equilibrare quanto più possibile premio e futuri indennizzi.

107 Il passaggio è efficacemente sintetizzato da G. GALLONE, *La funzione risarcitoria dell'assicurazione obbligatoria per la RCA nell'evoluzione storica del sistema normativo*, in AA. VV., *Le assicurazioni private*, cit., t. II, p. 1727, il quale ravvisa nell'efficace determinazione del premio l'assolvimento di un'esigenza "di natura finanziaria, strettamente connessa alla struttura tipica del ciclo produttivo

corrispettivo corrisposto dall'assicurato, ossia quella somma che viene comunemente indicata come premio, sia più propriamente denominato premio di tariffa (o anche, più sinteticamente, tariffa), e si componga di due elementi, ossia il premio puro (che rappresenta la parte determinata attraverso l'applicazione di metodi statistici, come sopra accennato) e il caricamento, cioè la componente finalizzata a coprire le spese di gestione (general, amministrative, di distribuzione, di liquidazione *etc*) e, naturalmente, remunerare l'impresa.

### 2.1.2. Rischi tecnici

Dalla sintetica delineazione della struttura del premio appena effettuata può, *prima facie*, intuirsi come i rigorosi criteri statistici di determinazione dello stesso siano affiancati (e, per così dire, "inquinati"), nel passaggio dal premio puro a quello di tariffa, da una serie di costi di natura più aleatoria e variabile, la cui entità varia fortemente a seconda dell'efficienza della gestione delle fasi esecutive e distributive dei servizi di assicurazione: è di tutta evidenza, infatti, come la bontà delle procedure liquidative e la tipologia delle modalità distributive rappresentino variabili di costo sensibilmente avvertibili da parte dell'assicurato<sup>108</sup>.

Più in generale, come in ogni attività riconducibile all'intermediazione (in particolar modo finanziaria) tra due o più soggetti, anche quella assicurativa risente della presenza dei cosiddetti *transaction costs*, individuati e classificati dall'analisi economica del diritto<sup>109</sup>. Nella fattispecie, i costi di transazione maggiormente diffusi sono quelli legati all'esistenza di asimmetrie informative tra assicurato e assicuratore.

---

dell'impresa assicurativa, nel quale i flussi di ricavo sono temporalmente anticipati rispetto ai flussi di costo (indennizzi) (c. d. inversione del ciclo produttivo)": in tale sistema, "il livello dell'ammontare degli indennizzi risulta essere un fattore di difficile prevedibilità in quanto collegato con la sinistrosità di un insieme individuato di soggetti, che è parametro di non agevole osservazione, non omogeneo e dipendente dalla condotta del consumatore" e, di conseguenza, "la probabilità che un sinistro si verifichi varia dunque da cliente a cliente e condiziona i profitti dell'impresa, che dipendono non solo da quanti ma anche da quali clienti essa assicura".

108 In particolare, il ricorso a modalità distributive che siano in grado di ridurre i costi di intermediazione consente un notevole abbattimento dell'entità del premio: basti pensare alle tariffe particolarmente vantaggiose offerte, in ambito non solo assicurativo, su *internet*.

109 Per una completa prospettazione della tematica si rinvia a R. H. COASE, *Impresa, mercato, diritto*, Bologna, 1995.

Dal punto di vista dell'impresa, tali asimmetrie informative sono, innanzitutto, passibili di sfociare nella c. d. *adverse selection*, o antiselezione del rischio, ossia l'assunzione da parte dell'assicuratore di un rischio non correttamente valutato e, di conseguenza, non gestibile in maniera efficace. Sotto il profilo del rapporto tra rischio e sinistro, nonché del costo comportato dalla gestione dell'evento dannoso, poi, viene in rilievo l'altra categoria di asimmetrie informative tipiche dell'intero settore finanziario, ossia il *moral hazard*: in campo assicurativo, esso si connota come difficoltà (quando non addirittura impossibilità) per l'impresa di conoscere o prevedere i comportamenti imprudenti, dolosi o fraudolenti con cui l'assicurato, o altri soggetti coinvolti nel verificarsi del sinistro o nella relativa gestione, aumentino le probabilità del verificarsi del danno o ne aggravino l'entità o il costo<sup>110</sup>.

Entrambi tali ordini di asimmetrie informative pongono il problema della conoscenza, del controllo e della corretta elaborazione, da parte dell'impresa, di una serie di elementi connessi ai vari momenti della copertura assicurativa. Infatti, in sede di assunzione e gestione del rischio, affinché l'applicazione dei criteri statistici possa garantire la neutralizzazione dei rischi, è necessario che essa sia supportata da un'ampia e veritiera disponibilità di informazioni sulla natura e sull'entità dei rischi stessi, nonché sulle caratteristiche dell'assicurato<sup>111</sup>; d'altra parte, in sede di gestione del sinistro, è ancora una volta decisiva la possibilità di acquisire informazioni esatte sull'entità del danno, sul comportamento e sulle responsabilità tanto dell'assicurato quanto degli altri soggetti coinvolti.

Da quanto detto emerge come, in linea di massima, la fissazione da parte dell'assicuratore di un premio equo (che, cioè, sia corretto sotto il profilo delle esigenze di sana e prudente gestione della compagnia, risultando al contempo congruo e

---

110 In merito alla tematica delle asimmetrie informative nel settore assicurativo si veda il Provvedimento n. 11891 del 17 aprile 2003 (*IC 19 Indagine conoscitiva – Settore dell'assicurazione autoveicoli*) dell'Autorità Garante della Concorrenza e del Mercato (AGCM), p. 71 ss. Un'analisi in chiave critica dei principali contenuti dell'indagine è condotta da R. A. CAPOTOSTI, *La "storia" dell'assicurazione obbligatoria r.c. auto in Italia e l'indagine conoscitiva dell'Autorità "Antitrust"*, in *Assicurazioni*, 2003, I, p. 343 ss.

111 In proposito si veda, in relazione all'ordinamento italiano, la disciplina delle dichiarazioni inesatte e reticenti, di cui agli artt. 1892 ss. c. c.

accettabile per l'assicurato), al di là dei criteri statistico-attuariali, passi attraverso la ricerca della massima efficienza possibile in tre fasi cruciali: quella della raccolta delle informazioni sui rischi e sugli assicurati, quella della distribuzione e quella della gestione e liquidazione del sinistro.

Sul processo ora delineato incombono i rischi tecnici, tipici dell'attività assicurativa in quanto connessi all'acquisizione, all'andamento ed al trattamento dei rischi assicurati e determinanti, di conseguenza, per i risultati della gestione caratteristica; per questo motivo li si indica anche come rischi di sottoscrizione (*underwriting risks*). Essi si articolano in: a) rischio di sottotariffazione, b) rischio di sovrasinistralità e c) rischio di riservazione (o di insufficienza delle riserve tecniche)<sup>112</sup>.

a) Il rischio di sottotariffazione (o semplicemente rischio di tariffazione) consiste nell'evenienza che l'ammontare dei premi fissati dall'impresa risulti inferiore al livello tariffario richiesto da una corretta applicazione dei criteri di tecnica statistico-attuariale: tale inadeguata determinazione dei premi espone l'assicuratore al pericolo di non essere in grado di soddisfare gli impegni contrattuali assunti nei confronti degli assicurati e può essere volontaria (in quanto legata ad esigenze di natura commerciale e rientrando, quindi, tra i rischi di gestione) o involontaria. In questo secondo caso le determinanti possono risiedere nell'insufficienza, inadeguatezza o errata elaborazione delle basi di calcolo adottate in sede di formazione della tariffa, in uno scarto tra la sinistralità attesa e quella sinistralità effettiva (sotto il profilo della frequenza e/o dell'ammontare dei sinistri) o in fluttuazioni del rendimento degli investimenti o delle spese di gestione considerate nella formazione della tariffa.

b) Il rischio di sovrasinistralità integra la menzionata ipotesi di scostamento tra sinistralità stimata ed effettiva, cosicché il costo effettivo dei sinistri risulti superiore a quello preventivato dalla compagnia.

Nel ramo danni il rischio di sovrasinistralità può ricondursi a fattori di diversa natura,

---

112 Per un'esauriente disamina della tematica si veda diffusamente ISVAP, *Il margine di solvibilità delle imprese di assicurazione: confronto tra i sistemi europeo ed americano*, Quaderno n. 6, Roma, 1999.

quali dispersione della distribuzione dei sinistri per numero e somma (scarti normali), fluttuazioni per situazioni eccezionali (sovente eventi catastrofali) dell'andamento della rischiosità (scarti eccezionali), cambiamento delle condizioni sociali, economiche o tecnologiche nei fattori che condizionano la frequenza o la dimensione monetaria dei sinistri (scarti sistematici).

Nel ramo vita il rischio di sovrasinistralità è legato, invece, alle circostanze che impongano una diversa valutazione del rischio demografico per i casi vita e morte (con conseguente necessità per le imprese di aggiornare le basi demografiche adottate nella costruzione delle tariffe), nonché ai riscatti, che, riducendo il novero delle polizze in portafoglio, determinano un incremento delle fluttuazioni casuali della mortalità.

c) Il rischio di riservazione, o rischio di insufficienza delle riserve tecniche (che possono rivelarsi inadeguate a far fronte alle obbligazioni assunte) può derivare sia dalle cause ora viste sia da ulteriori determinanti: quindi, oltre ad errate stime da parte della compagnia, vengono in rilievo, ad esempio, modifiche del quadro normativo o giurisprudenziale inerenti ai criteri ed all'ammontare dei risarcimenti e delle riserve, fattori finanziari, caricamento insufficiente a sostenere le effettive spese di gestione, antiselezione del rischio, tariffe inadeguate.

Per scongiurare i pericoli ora delineati, gli obiettivi precipui che legislatori, autorità di vigilanza e imprese di assicurazione devono porsi sono da una parte la determinazione di premi congrui al rischio assunti e dall'altra la costituzione di riserve adeguate e sufficienti. Sotto il primo profilo, in particolare, assume importanza decisiva la formazione di un portafoglio equilibrato e diversificato, attraverso un attento processo di selezione e classificazione dei rischi, che consenta alla compagnia di non eccedere il proprio pieno di conservazione: ausili in tal senso sono costituiti dal frazionamento dei rischi esorbitanti le capacità dell'impresa (attraverso i già menzionati strumenti della coassicurazione e della riassicurazione o agli innovativi *catastrophe bonds* e *catastrophe*

*derivates*<sup>113</sup>) e dalla possibilità di ridurre i singoli rischi grazie alla partecipazione e responsabilizzazione dell'assicurato (rese possibili dalle previsioni contrattuali di doveri di informazione e collaborazione, franchigie, scoperti ecc.).

### 2.1.3. *Rischi d'investimento e rischi non tecnici*

La gestione patrimoniale è essenziale nell'impresa di assicurazione, dovendo garantire adeguata copertura dei rischi assunti e, per converso, incide sui processi di gestione tecnica, sulla determinazione dei premi, sulla costituzione e sulla valutazione delle riserve e le oscillazioni di mercato si ripercuotono sulla gestione tecnica, soprattutto nel caso in cui i premi siano fissati anche in base al rendimento che si ritiene di poter ottenere investendoli.

Quando il trasferimento intersettoriale del rischio finanziario avvenga consapevolmente, attraverso il ricorso a strumenti finanziari di varia natura (in

---

113 Difatti, si sta affermando da qualche tempo, come modalità di copertura alternativa all'assicurazione, in particolare per i rischi legati a catastrofi naturali, la c. d. "cartolarizzazione dei rischi assicurativi", ossia il ricorso al finanziamento sul mercato dei capitali, attraverso l'emissione di appositi strumenti. Più precisamente, i *catastrophe bonds* sono obbligazioni che consentono il finanziamento dell'impresa assicuratrice, prevedendo che sia il pagamento degli interessi sia la restituzione del capitale risultino subordinati al non verificarsi dell'evento catastrofico; i *catastrophe derivatives*, invece, assolvono una funzione di copertura contro i rischi catastrofici nel caso di insufficiente liquidità dell'impresa di assicurazione o riassicurazione (i *catastrophe futures* nel caso di aumenti del tasso di sinistralità al di sopra della media di stima e i *catastrophe options*, prevedendo, dietro pagamento di un premio, la facoltà di acquisto di un *future* assicurativo nell'ipotesi di aumento della sinistralità media).

Si vedano sul tema, soprattutto nell'ottica della possibile integrazione tra mercato assicurativo e dei capitali, P. TAGLIAVINI, "Insurance securitisation" e "insurance derivatives": verso l'integrazione fra mercato dei capitali e mercato riassicurativo, in *Rivista milanese di economia*, 1998, p. 27 ss.; M. CHIARLO, *Un particolare aspetto della nuova finanza: la cartolarizzazione dei rischi assicurativi*, in *Economia e diritto del terziario*, 2001, p. 105 ss.

G. MANGHETTI, *Futures assicurativi e riassicurazione: sono alternativi?*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 1996, I, p. 127 ss. sottolinea da taluni come tali strumenti, pur costituendo una valida modalità per aumentare la capacità di assorbimento del mercato assicurativo, attraverso una forte integrazione con il mercato dei capitali, risultino complementari e non alternativi all'attività assicurativa. Più specificamente, i nuovi prodotti finanziari consentono di accrescere la capacità di selezione e gestione del rischio puro (distinto da quello, dinamico, del mercato dei capitali): in questa prospettiva, essi costituiscono un'efficace modalità di finanziamento in particolare per i riassicuratori. Come rileva M. SIRI, *Il trasferimento dei rischi creditizi e finanziari alle imprese assicurative*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2010, p. 423, l'emissione di tali derivati rientra nel più ampio fenomeno denominato "Alternative Risk Transfer con il quale le imprese assicurative fanno ricorso a forme di trasferimento del rischio attraverso i mercati finanziari, ad esempio con le obbligazioni legate a calamità naturali o mediante la c.d. riassicurazione finanziaria".

particolare derivati appositamente concepiti, i cc. dd. *credit derivatives*<sup>114</sup>), si parla di *credit risk transfer* (CRT)<sup>115</sup>.

---

114 In proposito M. T. HENDERSON, *Credit Derivatives Are Not «Insurance»*, University of Chicago Law & Economics, Olin Working Paper n. 476, reperibile al link [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1440945](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1440945).

Una dettagliata ed illuminante ricostruzione del fenomeno (e in particolare delle tecniche e degli strumenti utilizzati) è condotta da M. SIRI, *Il trasferimento dei rischi creditizi e finanziari alle imprese assicurative*, cit., p.424 ss.: “Banche e assicurazioni mostrano reciproche esposizioni in un ampio spettro di aree di attività. Le compagnie, come investitori istituzionali specialmente nelle assicurazioni sulla vita, detengono strumenti finanziari, soprattutto obbligazionari, emessi dal settore bancario. Le banche sono, frequentemente, partner delle compagnie quando necessitano di coperture assicurative per combinarle con l'attività di finanziamento, ad es. nelle costruzioni e nelle compravendite immobiliari, tanto verso i privati quanto all'industria allo scopo di ridurre il rischio di credito.

Le tecniche di trasferimento hanno mostrato una continua accelerazione sino all'odierna crisi. I mercati finanziari anglosassoni, a partire dagli anni ottanta del secolo scorso hanno conosciuto lo sviluppo di un mercato secondario, per i prestiti emessi da società che affrontano situazioni di squilibrio finanziario o che sono sottoposte a procedura concorsuale, che si è successivamente ampliato attraverso la formazione di investitori specializzati in tale segmento di investimento. Successivamente, la cartolarizzazione ha visto il trasferimento dall'originario prestatore ad investitori che partecipano ai risultati e sopportano i rischi del portafoglio dei prestiti acquisiti da un veicolo ad essi dedicato. Il rischio di credito viene così trasferito sotto forma di obbligazione, negoziabile o trasferibile, emessa a fronte di operazioni di cartolarizzazione garantite dagli attivi sottostanti nelle *Asset-backed Securities* (cd. ABS) per formare una collettività relativamente omogenea di attività finanziarie. Ulteriormente, mediante l'abbinamento di una pluralità di ABS, il rischio di credito è incorporato nelle *Collateralised Debt Obligations* (cd. CDO), che arrivano a mescolare una moltitudine di sottostanti finanziari di differente natura, la cui rischiosità si è dimostrata di pressoché impossibile valutazione preventiva. In altre forme, come per le *Asset-backed Commercial Paper* (cd. ANCP), i veicoli possono alimentare la formazione di ulteriore indebitamento quando provvedono a finanziarsi attraverso l'emissione di strumenti a breve termine per finanziare l'acquisto di Commercial Paper emessi dalle imprese.

Infine, attraverso i derivati si sono sviluppate transazioni che consentono di legare il futuro pagamento non solo a variabili predefinite (come per i tassi di interesse e di cambio, i prezzi delle materie prime, delle obbligazioni o delle azioni) e con un orizzonte temporale di breve-medio termine, ma anche a eventi che riguardano la capacità del debitore (non solo privato ma anche sovrano) di rimborsare il prestito, come per i *Credit Default Swaps* (i cd. CDS) piuttosto che l'eventualità di una calamità naturale (come per i *Catastrophe Swaps*). A loro volta, i CDS sono stati utilizzati in strutture più complesse che combinano il rischio di insolvenza di più emittenti e lo associano ad un'emissione obbligazionaria per creare un nuovo titolo strutturato che realizza una cartolarizzazione di tipo sintetico (cd. *Credit-linked Notes*). Il trasferimento del rischio realizzato con i CDS ha consentito di distribuire – ad un soggetto diverso da quello che lo ha originato – il rischio di credito, pur conservando generalmente in capo alla banca il rischio di controparte implicito in uno strumento finanziario non appoggiato su di un sistema di compensazione e garanzia, ovvero il rischio che l'altra parte del derivato non adempia alla propria obbligazione al verificarsi dell'evento. In tal modo, il trasferimento del rischio dal settore bancario a quello assicurativo non transita solo per il tramite dell'investimento diretto in titoli azionari e obbligazionari del settore bancario, che naturalmente espone le imprese assicurative principalmente al rischio di «mercato», ma si amplia per intensità proprio sulla scala del rischio di credito quando oggetto dell'investimento sono gli strumenti finanziari derivanti da operazioni di cartolarizzazione e i derivati di credito o loro combinazioni”.

115 Tra le pubblicazioni dedicate al tema si vedano BANCA D'ITALIA – ISVAP, *Il trasferimento del rischio di credito tra il settore bancario e il settore assicurativo. L'esperienza italiana*, 2004, reperibile al link [http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporti/BI\\_ISVAP\\_2004.](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporti/BI_ISVAP_2004.); BASEL COMMITTEE ON BANKING

I rischi d'investimento sono riconducibili in essenzialmente alla perdita di valore degli attivi dell'impresa che può determinarsi in conseguenza delle fluttuazioni che intervengono nei mercati finanziari (rischio di mercato) o dell'inadempimento degli emittenti (rischio di credito), nonché al rischio di liquidità e al rischio connesso all'utilizzo di strumenti finanziari derivati.

a) Il **rischio di mercato** (o **rischio di prezzo**) è determinato dalla possibilità di variazione del valore degli attivi in base alle fluttuazioni delle condizioni di mercato, e si articola in differenti sottotipi a seconda della categoria di prezzo soggetta a variazione. In linea generale si possono classificare cinque principali categorie di rischi di mercato:

- Il **rischio di tasso di interesse** è generato dalla sensibilità del valore di mercato delle poste attive e passive alle variazioni dei tassi di interesse.

Esso deriva dalla differenza (c. d. *mismatching*) tra le scadenze di raccolta e impieghi (*maturity mismatching*), o tra i criteri con cui vengono regolati i flussi (*interest rate mismatching*), tra le scadenze periodiche di pagamento (*reset date mismatching*), o tra i diversi tassi di riferimento scelti (*basis mismatching*), che espone l'impresa al pericolo che le variazioni dei tassi di interesse si riflettano negativamente sul valore delle sue attività e passività, con un effetto deleterio sul bilancio.

Nel caso delle assicurazioni simili rischi sono acuiti dalla menzionata "inversione del

---

SUPERVISION, JOINT FORUM (2008), *Credit Risk Transfer – Developments from 2005 to 2007*, 2008, reperibile al link <http://www.bis.org/publ/>; ID., *Credit Risk Transfer*, 2005, ivi; GENEVA ASSOCIATION, *Systemic Risk in Insurance. An Analysis of Insurance and Financial Stability, Special Report*, 2010, reperibile sul sito web <http://www.genevaassociation.org>; GRACE M.F., *The Insurance Industry and Systemic Risk: Evidence and Discussion*, 2010, reperibile al link [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1593645](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1593645); HAUSLER G., *Risk Transfer and the Insurance Industry*, in *Geneva Papers*, 2005, 30, p. 121 ss.; IAIS, INTERNATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE SUPERVISORS, *Paper on credit risk transfer between insurance, banking and other financial sectors presented to the financial stability forum*, 2003, reperibile al link [http://www.iaisweb.org/temp/Credit\\_transfer\\_between\\_insurance\\_banking\\_and\\_other\\_financial\\_sectors\\_March\\_2003.pdf](http://www.iaisweb.org/temp/Credit_transfer_between_insurance_banking_and_other_financial_sectors_March_2003.pdf); ISVAP, *La crisi finanziaria internazionale: impatto sul mercato assicurativo italiano, Audizione presso la Commissione 6° – Finanze del Senato della Repubblica*, 23 ottobre 2008, reperibile al link [http://isvapweb.isvap.it/isvap\\_cms/docs/F6259/Audizione\\_Senato\\_23\\_10\\_08.pdf](http://isvapweb.isvap.it/isvap_cms/docs/F6259/Audizione_Senato_23_10_08.pdf); MONTI A., *Assicurazione e garanzie finanziarie: i confini del rischio assicurabile*, in AA. VV., *La regolazione assicurativa* (a cura di Marano e Siri), Torino, 2010, p. 73 ss.; RULE D., *Risk Transfer Between Banks, Insurance Companies and Capital Markets: an Overview*, in *Financial Stability Review*, December 2001, p. 137 ss.

ciclo produttivo”, che esige l'incasso anticipato del premio a fronte di una prestazione spesso notevolmente differita nel tempo. Peraltro, gli effetti di tale sfasamento temporale sono diversamente gestibili a seconda dei rami: infatti, il ramo vita (per il quale l'ampia disponibilità di basi statistiche e la certezza del *quantum* della prestazione consentono un più preciso calcolo della frequenza e del costo degli eventi) facilita il raggiungimento di un equilibrio tra scadenze dell'attivo e del passivo rispetto al ramo danni<sup>116</sup>.

Il rischio di tasso può essere a sua volta suddiviso in **rischio di reddito** (legato al *mismatching* tra attività e passività) e **rischio d'investimento**, derivante dalla variazione del valore del portafoglio titoli determinata dalla fluttuazione dei tassi. Mentre il rischio d'investimento incide indifferentemente su ramo vita e ramo danni (essendo connaturato al portafoglio dell'intermediario), il rischio di reddito nel ramo danni concerne soltanto l'attivo, mentre nel ramo vita, nelle tipologie di polizze che prevedono la corresponsione di un vero e proprio tasso d'interesse all'assicurato, il rischio colpisce anche quest'ultima componente.

- Il **rischio azionario** risiede nella sensibilità del valore di mercato delle attività all'andamento dei mercati azionari.

- Il **rischio di cambio** è connesso alla circostanza che il valore di mercato di talune attività sia influenzato dalle fluttuazioni dei tassi di cambio (ad esempio strumenti in valuta estera), con il conseguente determinarsi di plusvalenze o minusvalenze.

---

116 Alla copertura di tali rischi è finalizzato il c. d. *Asset and Liability Management*, processo interno che assolve la funzione di ottimizzare la correlazione tra passivo e attivo del bilancio, gestire il rischio di tasso di interesse garantendo (nel contempo) redditività degli investimenti, coordinare le strategie di investimento con quelle commerciali e di progettazione dei prodotti assicurativi, ottenere una migliore redditività ed una maggiore stabilità di guadagni. Le tecniche di gestione finanziaria più efficaci per tali finalità sono: a) *cash flow matching*, (che fa leva sulla riduzione degli sbilanci tra tutti i *cash flows* dell'attivo e del passivo attraverso la creazione di un portafoglio titoli i cui flussi di liquidità eguagliano per scadenze e importi i flussi del passivo); b) segmentazione, che consiste nel suddividere il passivo in classi corrispondenti ai vari prodotti e nel collegare a ciascuna di esse la rispettiva classe di attivo; c) *gap analysis*, che misura l'esposizione al rischio di tasso come differenza tra attività e passività a tasso fisso e variabile, riclassificando le voci di bilancio sulla scorta della relativa sensibilità alle variazioni dei tassi (*maturity gap analysis*) o della relativa *duration modified*, ossia la durata finanziaria residua (*duration gap analysis*); d) utilizzo di strumenti derivati.

- Il rischio merci è dovuto alle variazioni dei prezzi delle *commodities*.
- Il rischio di volatilità riflette le variazioni della volatilità di una delle variabili sopra considerate.
- b) Il rischio di credito riflette il pericolo di insolvenza o di inadempimento dell'emittente o della controparte, che precluda all'assicuratore il rimborso del capitale: oltre che dall'affidabilità del soggetto, l'entità di tale rischio può essere influenzata anche da elementi di natura sistemica o da eventi contingenti.
- c) Il rischio di liquidità è determinato dall'eventuale difficoltà della compagnia a trasformare prontamente gli investimenti in liquidità, così da rispettare le scadenze pattuite ed evitare perdite in conto capitale: anche in questo caso, l'inversione del ciclo produttivo contribuisce ad aggravare il rischio.

Quanto ai rischi non tecnici, essi sono essenzialmente riconducibili al rischio operativo, ossia "il rischio di perdite economiche derivanti da inadeguatezza o disfunzioni attribuibili a processi interni, risorse umane e sistemi o eventi esterni"<sup>117</sup>. Secondo i principi di Basilea II (con precipuo riguardo, quindi, al settore bancario) nel rischio operativo è compreso il rischio legale, ossia il rischio di perdite derivanti da violazioni di leggi o regolamenti, da responsabilità contrattuale o extracontrattuale ovvero da altre controversie; non sono invece inclusi i rischi strategici e di reputazione<sup>118</sup>.

In ambito prettamente assicurativo, il rischio operativo è stato preso in considerazione a varie riprese dallo IAIS (*International Association of Insurance Supervisors*), come minaccia per il mantenimento della continuità dell'attività d'impresa, fronteggiabile attraverso

<sup>117</sup> Così INTERNATIONAL ACTUARIAL ASSOCIATION, *A global framework for insurer solvency assessment: Research report of the insurer solvency assessment working party*, 2004, reperibile sul sito web <http://www.actuaries.org>.

<sup>118</sup> Si veda BASEL COMMITTEE FOR BANKING SUPERVISION, *Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework*, 2004, reperibile sul sito web <http://www.bis.org>.

un'efficace attività di *risk management*<sup>119</sup>, la previsione di appositi requisiti di capitale fondati sul rischio<sup>120</sup> ed una costruttiva interazione tra vigilanza da una parte e *governance* e condotta di mercato dall'altra<sup>121</sup>. Questo nonostante una specifica ed ulteriore difficoltà costituita dalla mancanza tanto di basi di dati attendibili ed uniformi quanto di metodologie di misurazione condivise<sup>122</sup>, a causa sia delle obiettive incertezze nella distinzione rispetto ad altre categorie di rischio (quali quelli di sottoscrizione, di mercato e di credito) sia delle possibili esigenze di riservatezza delle singole imprese<sup>123</sup>.

## **2.2. La solvibilità assicurativa**

La solvibilità rappresenta uno dei parametri fondamentali del merito creditizio degli intermediari finanziari, esprimendone in sintesi la capacità di mantenere il valore dell'attivo corrente superiore a quello del passivo, così da avere costantemente a disposizione mezzi propri adeguati alla copertura di ogni esigenza di capitale. In questo, la solvibilità si differenzia dalla liquidità, ossia la capacità di adempiere alle obbligazioni regolarmente, cioè nei modi e nei tempi previsti contrattualmente: infatti, quest'ultima costituisce normalmente una situazione temporanea e di breve periodo la quale,

---

119 Si veda INTERNATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE SUPERVISORS, *Insurance Core Principles and Methodology*, 2003, reperibile sul sito web <http://www.iaisweb.org>.

120 Così INTERNATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE SUPERVISORS, *On Solvency, Solvency Assessments and Actuarial Issues. An IAIS Issues Paper*, 2000, reperibile sul sito web <http://www.iaisweb.org>.

121 In tal senso INTERNATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE SUPERVISORS, *Roadmap for a common structure and common standards for the assessment of insurer solvency*, 2006, reperibile sul sito web <http://www.iaisweb.org>.

122 Tali profili sono evidenziati ancora da INTERNATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE SUPERVISORS, *The IAIS common structure for the assessment of insurer solvency*, 2007, reperibile sul sito web <http://www.iaisweb.org>.

123 Modelli di determinazione del rischio operativo sono proposti da I.A. MOOSA, *Operational Risk: A Survey*, Financial Markets, Institutions & Instruments, 16 (2007), p. 167 ss.; P. DE FONTNOUELLE - JORDAN - E. ROSENGREN, *Implications of alternative operational risk modeling techniques*, Working paper NBER, 11103, National Bureau of Economic Research, 2005; K. DUTTA - J. PERRY, *A tale of tails: an empirical analysis of loss distribution models for estimating operational risk capital*, Working Papers 06-13, Federal Reserve Bank of Boston, 2006. Il settore assicurativo è preso specificamente in considerazione da J.D. CUMMINS - C.M. LEWIS - R. WEI, *The market value impact of operational loss events for US banks and insurers*, in *Journal of Banking & Finance*, n. 30, 2006, p. 2605 ss.; P. EMBRECHTS - G. PUCETTI, *Aggregating risk capital, with an application to operational risk*, in *The Geneva Papers on Risk and Insurance Theory*, n. 31, 2006, p. 71 ss.; M.H. TRIPP - H.L. BRADLEY - R. DEVITT - G.C. ORROS - G.L. OVERTON - L.M. PRYOR - R.A. SHAW, *Quantifying operational risk in general insurance companies*, in *British Actuarial Journal*, n. 10, 2004, p. 919 ss.

tuttavia, se ripetuta e protratta può sfociare nella più grave, e tendenzialmente irrimediabile, condizione dell'insolvenza.

Con particolare riferimento al settore assicurativo, è stato osservato che la solvibilità può essere considerata sotto una duplice prospettiva, ossia attraverso una visione interna (propria del *management* della compagnia e concentrata sulla continuità dell'esercizio dell'impresa) o una visione esterna (prevalente nelle autorità di vigilanza e finalizzata alla tutela degli assicurati e del mercato)<sup>124</sup>.

Se intesa in senso restrittivo, questa seconda prospettiva appare meno ampia, avendo riguardo essenzialmente alla capacità della compagnia di far fronte ai propri impegni piuttosto che alla possibilità della stessa di proseguire la propria attività ed alla predisposizione di garanzie a favore degli assicurati: di conseguenza, la continuità dell'impresa sarebbe pressoché totalmente demandata all'abilità del *management* interno, mentre il ruolo degli organi di vigilanza si limiterebbe a garantire i profitti degli assicurati.

In effetti, a tale concezione riduttiva della solvibilità pare allinearsi nella formulazione del relativo principio l'International Association of Insurance Supervisors (IAIS), secondo cui “una compagnia di assicurazioni è solvibile se è capace di adempiere le proprie obbligazioni per tutti i contratti e in tutte le circostanze che si possono ragionevolmente prevedere”<sup>125</sup>; non si discosta più di tanto da tale punto di partenza la modifica della nozione seguita a breve distanza, ossia “abilità di un assicuratore a fronteggiare le sue obbligazioni per tutti i contratti in qualsiasi tempo”, con le ulteriori precisazioni che “per la stessa natura delle assicurazioni, è impossibile garantire la solvibilità con certezza. Allo scopo di avere una definizione trasferibile in pratica, è necessario fare chiarezza sull'adeguatezza degli *asset* che coprono i sinistri in relazione a

---

124 T. PENTIKÄINEN, *On the Net Retention and Solvency of Insurance Companies*, Helsinki, 1952, p. 71 ss. Tra i contributi specificamente dedicati al tema della solvibilità delle imprese di assicurazione si vedano anche ID, *On the Solvency of Insurance Companies*, in *Astin Bulletin*, 1967, Vol. IV, Part III, p. 236 ss.; E. PESONEN, *Solvency Measurement*, Edinburgh, 1964, 17<sup>th</sup> Congress of Actuaries; R. P. BUTSIC, *Solvency Measurement for Property-Liability Risk-Based Capital Applications*, in *The Journal of Risk and Insurance*, 1994, Vol. 61, No. 4, p. 656 ss.

125 IAIS, *Principles on Capital Adequacy & Solvency*, 2002, reperibile al link <http://www.iaisweb.org/framesets/pas.html>.

specifiche situazioni, cioè se ci si deve riferire ad affari già esistente o ad affari nuovi e futuri. Con riferimento al volume e alla natura degli affari di una compagnia, si considera l'orizzonte temporale e un accettabile livello di probabilità di insolvenza”<sup>126</sup>.

Quindi, il mantenimento del requisito della solvibilità esige e presuppone la neutralizzazione, o quantomeno il contenimento, di una serie di rischi connaturati allo svolgimento dell'attività assicurativa ed è correlato alla vita gestionale dell'impresa. Del resto, secondo parte della dottrina i contratti assicurativi sono connotati da una sorta di implicita garanzia di solvibilità nel lungo periodo, in quanto l'assicuratore si impegna a corrispondere il risarcimento al verificarsi dell'evento assicurato entro un determinato periodo<sup>127</sup>: in caso di insolvenza della compagnia, gli assicurati subirebbero una duplice perdita, sia di tale garanzia sia dell'ammontare dei premi già pagati a fronte della copertura.

L'evoluzione della normativa comunitaria in materia evidenzia un progressivo superamento della suddetta visione parziale e riduttiva della solvibilità, approdando da ultimo ad un modello di vigilanza prudenziale integrato, connotato da un canto da un elevato grado di coinvolgimento del *management* delle compagnie nella gestione dei rischi finanziari (e quindi nella tutela della stabilità sistemica), dall'altro da un ampliato novero di competenze e poteri degli organi di controllo.

Ciò risulta conforme alla considerazione che la solidità della compagnia rappresenta per gli assicuratori una valida premessa per la creazione ed il mantenimento di una buona reputazione, che renda i potenziali contraenti propensi a sottoscrivere le polizze; d'altra parte, presupposto di ciò è senza dubbio la correttezza della gestione tecnica e in particolare di quella caratteristica, ossia la gestione dei rischi assicurati e l'individuazione del premio di equilibrio, il cui ammontare risulti equo per gli assicurati e adeguatamente remunerativo per la compagnia.

In quest'ottica, elemento decisivo tanto per l'assicuratore quanto per legislatore ed

---

126 IAIS, *Principles on Capital Adequacy & Solvency*, 2003, reperibile al link <http://www.iaisweb.org/framesets/pas.html>.

Si veda anche ID., *Solvency Control Levels Guidance Papers*, IAIS Guidance Paper 6, reperibile al link <http://www.iaisweb.org/framesets/pas.html>.

127 A. CAPIELLO, *Lineamenti normativi ed economico-tecnici delle imprese assicurative*, Milano, 2003, p. 155.

organi di vigilanza è quello di definire la solvibilità in senso stocastico, ossia come capacità di far fronte agli impegni aleatori realisticamente descritti da una struttura probabilistica<sup>128</sup>; ciò richiede l'utilizzo di un modello probabilistico per il rischio cui ricondurre le formule per calcolare i requisiti di capitale, ed in particolare del c. d. margine di solvibilità, di cui ci si occupa qui di seguito.

### 2.2.1. Il margine di solvibilità

Per il mantenimento dei suddetti requisiti di solvibilità e solidità e dei relativi obiettivi, è richiesto alle imprese assicurative di detenere tra le proprie attività un determinato ammontare sufficiente a far fronte ad eventuali passività, situazioni e impegni imprevisi che possano insorgere: tale strumento è denominato “margine di solvibilità”. Esso rappresenta uno strumento di tutela degli assicurati e della stabilità dei mercati peculiare del settore assicurativo, trovando fondamento da una parte dalle esigenze di salvaguardia della solvibilità delle compagnie, dall'altra nella più volte menzionata inversione del ciclo finanziario, che *a priori* rende solo stimabile l'entità dell'esborso legato ai risarcimenti a fronte dell'avvenuto incasso dei premi: si rende necessario, di conseguenza, costituire risorse finalizzate alla copertura di eventuali sottostime dell'effettivo ammontare dei pagamenti e a bilanciare i rischi di investimento esaminati in precedenza.

Al contrario delle riserve tecniche (costituite *ex-post*, a seguito della raccolta dei premi derivanti dalla gestione tecnico-assicurativa) il margine è un importo costituito principalmente dagli *asset* liberi da impegni già assunti, in quanto il capitale netto viene opportunamente rettificato sottraendo le azioni proprie, il capitale netto non versato e

---

128 In tal senso S. VERDUCHI, *I presidi alla solvibilità dell'impresa di assicurazioni*, in *Banche, assicurazioni e gestori di risparmio*, cit., p. 678. G. CUCINOTTA, *Verso la Solvibilità II – Valutazione dei rischi delle imprese d'assicurazione, regolamentazione e gestione d'impresa: è possibile una visione olistica?*, in *Assicurazioni*, 2004, p. 179, chiarisce come tale formalizzazione debba “essere supportata da una scelta di fondo circa la logica matematica del modello adottato, optando tra modelli deterministici, in cui si assumono relazioni date e certe, ed i cui effetti di determinati *shock* esterni siano anch'essi di natura definita, e modelli stocastici. Questi ultimi stimano quale possa essere l'andamento probabilistico delle variabili di *input*, ricorrendo a processi di calcolo che reiterano migliaia di volte i possibili andamenti allo scopo di determinare non un valore unico, ma un *range* di possibili risultati futuri, per i quali si calcolano le relative probabilità”.

altre voci che non sono libere da impegni: per definire il margine occorre dunque stabilire, in base alla normativa, quali voci far rientrare in questo computo<sup>129</sup>.

In termini generali le funzioni cui il margine di solvibilità dovrebbe assolvere sono essenzialmente ammortizzare le perdite dovute all'attività d'investimento, ridurre l'effetto delle oscillazioni legate alla variabilità dei rischi assicurati rispetto alla media e contribuire alla copertura dei grandi rischi (in combinazione con altri strumenti già menzionati, quali riassicurazione e coassicurazione), far fronte alle perdite derivanti da errori di gestione<sup>130</sup>.

Le definizioni di margine sono varie e ad ognuna corrisponde un metodo operativo; quella forse più semplice lo individua nella differenza tra attivi (*asset*) e i passivi (*liability*):

Margine di solvibilità (SM) = Attivi (*asset*) - Passivi (*liability*)<sup>131</sup>.

Importante è anche il concetto di “minimo margine”, che rappresenta la soglia minima di margine al di sotto della quale l'impresa rischia di incorrere in problemi di solvibilità; tuttavia, il calcolo di tale soglia però implica l'adozione di metodi complessi e costosi, ragion per cui soprattutto gli operatori di minori dimensioni tendono ad adottare procedure semplificate. Peraltro, la formula per il calcolo del minimo margine non è applicabile indistintamente a tutte le compagnie, ma va parametrata sulle dimensioni delle stesse, sulla struttura del portafoglio e su altri indicatori di rischio.

Connessa ad una valutazione qualitativa degli *asset* è l'ulteriore nozione di margine di solvibilità disponibile (*available solvency margin*, o ASM), che prende in considerazione esclusivamente *asset* “di buona qualità”, ossia caratterizzati da un buon *rating* e da un profilo di rischio non eccessivo.

Naturalmente, la semplice sussistenza di un margine, per quanto adeguatamente

---

129 Sul tema si veda F. P. NATALE, *Forme di copertura del margine di solvibilità e passività subordinate nelle imprese di assicurazione*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2003, I, p. 27 ss.

130 Sul punto si vedano G. CUCINOTTA, *Verso la Solvibilità II*, cit., p. 175 s.; D.M. HODES-S. FEDBLUM-A. NEGHAJWI, *The Financial Modelling of Property-Casualty Insurance Companies*, in *North American Actuarial Journal*, July 1999; W. PANNING, *The Strategic Uses of Value at Risk: Long-Term Capital Management for Property/Casualty Insurers*, ivi, April 1999.

131 T. PENTIKÄINEN, *On the Net Retention and Solvency of Insurance Companies*, cit., p. 72 ss.

calcolato, non è in grado di garantire alla compagnia di far fronte a tutti i rischi suscettibili di verificarsi, sia pur solo in astratto, ragion per cui risulta necessario che l'impresa lo supporti con una serie di accorgimenti di corretta gestione, tra cui un'equilibrata composizione del portafoglio polizze, un valido sistema di controlli interni e un'attenta politica di *risk management*<sup>132</sup>. In tal senso, in quanto destinato a fronteggiare il rischio generale della compagnia, lo strumento in esame assume un ruolo complementare rispetto ad altri strumenti di prevenzione, quali le riserve tecniche (finalizzate anch'esse a garantire condizioni di solvibilità aziendale in rapporto ai rischi assunti a fronte dei premi) e la riassicurazione (che permette di ottimizzare il portafoglio rischi trasferendone una parte ad altri soggetti).

Ciononostante, le regole sul calcolo del margine di solvibilità hanno assunto da lungo tempo una posizione preponderante all'interno della disciplina comunitaria del settore assicurativo (prova ne sia anche la scelta di indicare col termine "*solvency*" - ossia solvibilità - gli ultimi progetti normativi), per cui pare opportuno ripercorrerne, sia pur succintamente, l'evoluzione.

### **2.2.2 Evoluzione storica del requisito di solvibilità nell'Unione Europea**

Le prime regole sulla solvibilità assicurativa formulate in Europa risalgono al 1909: nel Regno Unito l'*Assurance Companies Act*, approvato in quell'anno, richiedeva alle compagnie stesse di detenere un deposito cauzionale di 20.000 sterline per ogni ramo in cui operavano (nel 1946 venne sostituito al deposito un margine pari ad un decimo dei premi incassati, con un ammontare minimo di 50.000 sterline).

Nell'ambito della legislazione comunitaria, invece, i primi progetti normativa risalgono agli anni '50, quando si decise di imporre degli "ammortizzatori patrimoniali" per limitare i rischi connessi alle peculiarità dello svolgimento dell'attività assicurativa. I primi risultati di tale interessamento si concretarono in un rapporto sui requisiti minimi di solvibilità commissionato dall'Insurance Committee dell'OEEC (*Organisation for*

---

<sup>132</sup> Tale termine indica quella funzione di gestione del rischio che consente all'impresa di valutare (e, auspicabilmente, ridurre di conseguenza) la propria esposizione complessiva alle varie tipologie di rischio.

*European Economic Cooperation*) al belga Campagne<sup>133</sup>, seguito a breve da un altro rapporto elaborato da un nuovo gruppo di lavoro presieduto dallo stesso Campagne. Il criterio finale individuato per il calcolo del minimo margine di solvibilità si basava sul confronto degli *asset* liberi con tre indicatori, ossia a) premi ricevuti durante l'ultimo anno; b) media dei sinistri negli ultimi tre anni; c) riserve tecniche<sup>134</sup>. I requisiti così individuati, vennero inseriti, con gli opportuni adattamenti rispettivamente ai rami danni e vita, prima nella direttiva 73/239<sup>135</sup> (c.d. "Prima direttiva assicurazione non vita") e poi nella direttiva CEE 79/267<sup>136</sup> (c.d. "Prima direttiva assicurazione vita"). Per quanto

---

133 C. CAMPAGNE, *Standard minimum de solvabilité applicable aux entreprises d'assurances. Report to the OECE*, 1961.

Nel lavoro si proponeva che, nello stimare la solvibilità, il rischio fosse considerato in modo teorico e che il margine fosse fissato come 25% dei premi raccolti (quota di compromesso tra la riduzione dei rischi ed una ragionevole attuabilità da parte delle compagnie), cui si sommava un ulteriore ammontare del 2,5% per coprire i rischi relativi alla riassicurazione. Alla base del calcolo del requisito vi erano alcune ipotesi di distribuzione della probabilità, dalle quali risultava una stima delle probabilità di insolvenza delle compagnie pari allo 0,1% per un periodo di tre anni e dello 0,03% per un periodo di un anno; si supposeva, inoltre, che l'ammontare delle spese e delle commissioni fosse pari al 42% dei premi e quello dei sinistri al 58% dei premi stessi. Peraltro, tale modello non forniva alcuna informazione sulla solvibilità ordinaria dell'impresa, ma aveva la funzione precipua di evidenziare la sussistenza di una potenziale situazione di pericolo.

Per un approfondimento della tematica si rinvia a W.M. KASTELIJN - J.C.M. REMMERSWAAL, *Solvency, Surveys of Actuarial Studies* 3, Nationale-Nederlanden N. V., 3, Rotterdam, 1986.

134 In proposito si veda DE MORI B., *Possibilité d'établir des bases techniques acceptables pour le calcul d'une marge minimum de solvabilité des entreprises d'assurances contre les dommages*, in *Asin Bulletin*, 1965, Vol. III, p. 286 ss.

135 Direttiva del Consiglio, n. 73/239/CEE del 24 luglio 1973, recante coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di accesso e di esercizio dell'assicurazione diretta diversa dall'assicurazione sulla vita, pubblicata in *G.U.C.E* n. L 228 del 16 agosto 1973. Nei considerando della direttiva è presente un primo riferimento al margine di solvibilità:

*"considerando che è necessario che le imprese di assicurazioni dispongano, oltre alle riserve tecniche sufficienti per far fronte agli impegni contratti, di una riserva complementare, detta margine di solvibilità, rappresentata dal patrimonio libero, onde far fronte ai rischi dell'esercizio; che, per assicurare, sotto questo profilo, che gli obblighi imposti siano determinati in funzione di criteri oggettivi, i quali pongano su un piano di eguaglianza di concorrenza le imprese aventi la stessa importanza, conviene prevedere che questo margine sia in rapporto con il volume globale degli affari dell'impresa e sia determinato in funzione di due indici di sicurezza fondati l'uno sui premi e l'altro sui sinistri;*

*considerando che è necessario esigere un fondo minimo di garanzia in funzione della gravità del rischio nei rami praticati, sia per assicurare che le imprese dispongano fin dal momento della loro costituzione di mezzi adeguati, sia per garantire che, nel corso della loro attività, il margine di solvibilità non scenda in nessun caso al di sotto di un limite minimo di sicurezza"*.

136 Direttiva del Consiglio, n. 79/267/CEE del 5 marzo 1979, recante coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative riguardanti l'accesso all'attività dell'assicurazione diretta sulla vita ed il suo esercizio, pubblicata in *G.U.C.E* n. L 63 del 13 marzo 1979. Nei considerando della direttiva il riferimento al margine di solvibilità è lievemente riformulato rispetto a quello dell'omologo atto relativo ai rami danni:

rimaneggiati a seguito dell'inevitabile esigenza di raggiungere un compromesso tra le divergenti posizioni dei singoli Stati membri (per i quali i criteri risultavano o troppo rigorosi o, all'opposto, insufficienti) e demandando a ciascuno di essi la puntuale determinazione, i principi elaborati dal gruppo di lavoro Campagne non furono snaturati, contenendo gli artt. 16 e s. della direttiva non vita<sup>137</sup> e gli artt. 18 e ss. della

---

*“considerando che è necessario che le imprese di assicurazione dispongano, oltre che delle riserve tecniche, comprese le riserve matematiche, sufficienti a far fronte agli impegni contrattati, di una riserva complementare, detta margine di solvibilità, rappresentata dal patrimonio libero e, con l'accordo dell'autorità di controllo, da elementi impliciti del patrimonio, onde far fronte al carattere aleatorio dell'esercizio; che, per garantire sotto questo profilo, che gli obblighi imposti siano determinati in base a criteri oggettivi, tali da consentire alle imprese aventi la stessa entità di competere su un piano di parità, occorre prevedere che questo margine sia commisurato al complesso degli impegni dell'impresa ed alla natura e gravità dei rischi delle diverse attività che rientrano nel campo di applicazione della presente direttiva; che tale margine deve dunque essere diverso a seconda che si tratti di rischi d'investimento, di rischi di mortalità o soltanto di rischi di gestione; che esso quindi deve essere determinato in funzione ora delle riserve matematiche e dei capitali sotto rischio presi a carico dall'impresa, ora dei premi o contributi incassati, ora unicamente delle riserve, ed ora in funzione dei fondi delle associazioni tontinarie;*

*considerando che è necessario esigere un fondo di garanzia il cui importo e la cui composizione siano tali da fornire la garanzia che le imprese dispongano di mezzi adeguati fin dal momento della loro costituzione e che, nel corso dell'attività, il margine di solvibilità non scenda in nessun caso al di sotto di un livello minimo di sicurezza; che tale fondo di garanzia deve essere costituito nella sua globalità”.*

137 L'art. 16 della direttiva recitava:

*“1. Ciascuno Stato membro impone ad ogni impresa la cui sede sociale si trova sul suo territorio, la costituzione di un margine di solvibilità sufficiente per l'insieme delle sue attività.*

*Il margine di solvibilità corrisponde al patrimonio dell'impresa, libero da qualsiasi impegno prevedibile, al netto degli elementi immateriali. Esso comprende in particolare:*

- il capitale sociale versato o, se si tratta di mutue, il fondo iniziale effettivo;*
- la metà dell'aliquota non versata del capitale sociale o del fondo iniziale appena la parte versata raggiunge il 25 % di questo capitale o fondo;*
- le riserve (legali e libere) non corrispondenti agli impegni;*
- il riporto dagli utili;*
- il richiamo di contributi che le mutue e le società a forma mutua, a contributi variabili, possono esigere dai loro iscritti a titolo dell'esercizio, fino a concorrenza della metà della differenza tra i contributi massimi e i contributi effettivamente richiamati; tuttavia, queste possibilità di richiamo non possono rappresentare più del 50 % del margine;*
- su domanda e giustificazione dell'impresa, ed in caso di accordo delle autorità di controllo degli Stati membri interessati nei quali l'impresa esercita la sua attività, le plusvalenze risultanti da sottovalutazione di elementi dell'attivo o da sopravvalutazione di elementi del passivo, nella misura in cui tali plusvalenze non abbiano carattere eccezionale.*

*La sopravvalutazione delle riserve tecniche è stabilita in rapporto al loro ammontare calcolato dall'impresa conformemente alla regolamentazione nazionale; tuttavia, sino al coordinamento ulteriore delle riserve tecniche, il 75 % della differenza tra l'importo della riserva per rischi in corso calcolato forfaitariamente dall'impresa mediante l'applicazione di una percentuale minima in rapporto ai premi e l'importo che sarebbe stato ottenuto calcolando la riserva contratto per contratto, quando la legislazione nazionale dà la possibilità di scelta tra i due metodi, può essere preso in considerazione nel margine di solvibilità fino a concorrenza del 20 %.*

2. Il margine di solvibilità è determinato in rapporto all'ammontare annuo dei premi o contributi, oppure in rapporto all'onere medio dei sinistri per i tre ultimi esercizi sociali. Tuttavia, qualora le imprese praticino essenzialmente soltanto uno o più dei rischi tempesta, grandine, gelo, sono presi in considerazione come periodo di riferimento dell'onere medio dei sinistri gli ultimi sette esercizi sociali.

3. Fatto salvo l'articolo 17, l'ammontare del margine di solvibilità deve essere pari al più elevato dei due risultati seguenti:

*primo risultato (in relazione ai premi):*

- si cumulano i premi o contributi emessi per gli affari diretti nel corso dell'ultimo esercizio, a valere per tutti gli esercizi, accessori compresi;

- si aggiunge l'importo dei premi accettati in riassicurazione nel corso dell'ultimo esercizio;

- si detrae l'importo totale dei premi o contributi annullati nel corso dell'ultimo esercizio, nonché l'importo totale delle imposte e tasse relative ai premi o contributi compresi nel cumulo.

Dopo aver ripartito l'importo così ottenuto in due quote, la prima fino a 10 milioni di unità di conto, la seconda comprendente l'eccedenza, le frazioni del 18 % e del 16 % sono calcolate rispettivamente su tali quote e sommate.

Il primo risultato è ottenuto moltiplicando l'ammontare così calcolato per il rapporto esistente, per l'ultimo esercizio, tra l'ammontare dei sinistri che restano a carico dell'impresa dopo cessione in riassicurazione, e l'ammontare dei sinistri lordi; tale rapporto non può in alcun caso essere inferiore al 50 %.

*secondo risultato (in relazione ai sinistri):*

- si cumulano, senza detrarre i sinistri a carico dei cessionari e retrocessionari, gli importi dei sinistri pagati per gli affari diretti nel corso dei periodi di cui al paragrafo 2;

- si aggiunge l'importo dei sinistri pagati a titolo di accettazioni in riassicurazione o in retrocessione nel corso degli stessi periodi;

- si aggiunge l'ammontare degli accantonamenti per sinistri da pagare, costituiti alla fine dell'ultimo esercizio, sia per gli affari diretti che per le accettazioni in riassicurazione;

- si detrae l'ammontare dei ricorsi incassati durante i periodi di cui al paragrafo 2;

- si detrae l'ammontare degli accantonamenti o riserve per sinistri da pagare, costituiti all'inizio del secondo esercizio precedente l'ultimo esercizio considerato, sia per gli affari diretti che per le accettazioni in riassicurazione.

Dopo aver ripartito il terzo, o il settimo, secondo il periodo di riferimento fissato conformemente al paragrafo 2, dell'ammontare così ottenuto in due quote, la prima fino a 7 milioni di unità di conto e la seconda comprendente l'eccedenza, le frazioni del 26 % e del 23 % vengono rispettivamente calcolate su tali quote e sommate.

Il secondo risultato si ricava moltiplicando l'ammontare ottenuto per il rapporto esistente, per l'ultimo esercizio, tra l'importo dei sinistri che rimangono a carico dell'impresa dopo cessione in riassicurazione, e l'importo dei sinistri lordi; tale rapporto non può in alcun caso essere inferiore al 50 %".

Il successivo art. 17, in tema di fondo di garanzia:

"1. Il terzo del margine di solvibilità costituisce il fondo di garanzia.

2. a) Il fondo di garanzia non può comunque essere inferiore a:

- 400 000 unità di conto se si tratta dei rischi o di una parte dei rischi compresi in uno dei rami classificati al punto A dell'allegato ai numeri 10, 11, 12, 13, 14 e 15;

- 300 000 unità di conto se si tratta dei rischi o di una parte dei rischi compresi in uno dei rami classificati al punto A dell'allegato ai numeri 1, 2, 3, 4, 5, 6, 7, 8 e 16;

- 200 000 unità di conto se si tratta dei rischi o di una parte dei rischi compresi in uno dei rami classificati al punto A dell'allegato ai numeri 9 e 17.

b) Se l'attività dell'impresa si estende a parecchi rami o a parecchi rischi, è preso in considerazione soltanto il ramo od il rischio che esige l'importo più elevato.

c) Ogni Stato membro può prevedere la riduzione di un quarto del minimo del fondo di garanzia per le mutue e le società a forma mutualistica".

direttiva vita<sup>138</sup> un corposo e dettagliato elenco di criteri minimali.

In sintesi, l'articolo 16 della direttiva sull'assicurazione ramo danni imponeva che il margine minimo fosse quantomeno equivalente al più elevato tra i due risultati ottenuti rapportando gli *asset* della compagnia rispettivamente ai premi e ai sinistri; in caso di insufficienza del margine, l'Autorità di vigilanza dello Stato membro in cui l'impresa era stabilita avrebbe dovuto richiedere la presentazione di un piano di finanziamento, sottoposto alla sua approvazione. Peraltro, non si teneva conto della struttura dei sinistri, in quanto la disciplina prevedeva i medesimi requisiti per compagnie che potevano, pur accomunate dall'entità totale dei sinistri, essere connotate da una diversa composizione in termini di singole esposizioni; inoltre, risultava difficile determinare quali *asset* dovessero contribuire alla costituzione del margine, dovendo questi, naturalmente, differire da quelli utilizzati per la copertura delle riserve.

La direttiva vita riprese in buona parte tale impostazione individuando il minimo margine in una somma dell'ammontare scaturente dall'applicazione di due aliquote

---

138 L'art. 18 della direttiva recitava:

*“Ciascuno Stato membro impone ad ogni impresa la cui sede sociale si trova nel suo territorio di disporre di un margine di solvibilità sufficiente per l'insieme delle sue attività.*

*Il margine di solvibilità è costituito:*

*1. dal patrimonio dell'impresa, libero da qualsiasi impegno prevedibile, al netto degli elementi immateriali; tale patrimonio comprende in particolare :*

- il capitale sociale versato oppure, se si tratta di mutue, il fondo sociale versato;*
- la metà dell'aliquota non versata del capitale sociale o del fondo sociale, quando la parte versata raggiungere il 25% di questo capitale o di questo fondo;*
- le riserve, legali e libere, non corrispondenti agli impegni;*
- gli utili riportati;*

*2. qualora la legislazione nazionale l'autorizzi, dalle riserve di utili, che figurano nello stato patrimoniale, quando esse possono essere utilizzate per coprire eventuali perdite e non sono state destinate alla partecipazione degli assicurati;*

*3. su domanda e giustificazione dell'impresa presso l'autorità di controllo dello Stato membro nel cui territorio è situata la sede sociale e con l'accordo di tale autorità:*

*a) da un importo pari al 50% degli utili futuri dell'impresa; l'importo degli utili futuri si ottiene moltiplicando l'utile annuo stimato per il fattore che rappresenta la durata residua media dei contratti; tale fattore può essere al massimo pari a 10; l'utile annuo stimato corrisponde alla media aritmetica degli utili realizzati nel corso degli ultimi cinque anni nelle attività elencate all'articolo 1.*

*Le basi per il calcolo del fattore moltiplicatore dell'utile annuo stimato nonché gli elementi dell'utile realizzato sono fissati di comune accordo dalle autorità competenti degli Stati membri collaborazione con la Commissione. Finché non sarà ottenuto tale accordo , tali elementi sono determinati conformemente alla legislazione dello Stato membro nel cui territorio l'impresa (sede, agenzia o succursale) esercita la propria attività”.*

Anche in questo caso, il successivo art. 20 destinava una quota del margine di solvibilità alla costituzione di un fondo di garanzia.

(salve eventuali correzioni connesse ai rami esercitati): una del 4% sulle riserve matematiche lorde, moltiplicata per il rapporto tra le riserve matematiche al netto dell'attività di riassicurazione e le riserve matematiche lorde, ed una dello 0,3% sui capitali a rischio lordo, moltiplicata a sua volta per il rapporto tra capitale a rischio al netto dell'attività riassicurativa e lo stesso capitale a rischio lordo.

Alla citata coppia di direttive di prima generazione fecero seguito quelle cc. dd. di seconda<sup>139</sup> e di terza generazione<sup>140</sup>, con l'obiettivo di dare attuazione al mercato unico europeo delle assicurazioni, liberalizzando il settore attraverso l'introduzione del principio del passaporto unico (o *home country control*) per le compagnie e sopprimendo il controllo preventivo sui premi e sui prodotti assicurativi; la nuova disciplina imponeva degli *standard* minimi di regolazione, facendo salva la possibilità dei singoli Stati di prevedere specifiche e ulteriori disposizioni interne, in particolare per soddisfare le proprie esigenze di tutela dell'ordine pubblico. Quanto al margine di solvibilità, gli interventi si limitano per lo più all'ampliamento del novero delle attività utilizzabili per la relativa copertura, così da includere alcune nuove tipologie di strumenti finanziari.

Le direttive di terza generazione palesarono la necessità a livello europeo di una revisione globale dei requisiti in ambito di solvibilità, in esso comprendendo non solo il margine, ma anche riserve e fondi di garanzia: nel 1994 l'Insurance Committee dell'OEEC costituì a tal fine un nuovo gruppo di lavoro, che presentò nel 1997 il c. d. Rapporto Müller<sup>141</sup>.

Nel documento si evidenziò come i requisiti introdotti dalle direttive europee non solo avessero ottenuto risultati soddisfacenti, ma anzi consentissero un'ulteriore

---

139 Segnatamente, per il ramo danni il riferimento è alla direttiva 88/357/CEE del Consiglio, del 22 giugno 1988, recante coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative riguardanti l'assicurazione diretta diversa dall'assicurazione sulla vita, e alla fissazione delle disposizioni volte ad agevolare l'esercizio effettivo della libera prestazione di servizi e che modifica la direttiva 73/239/CEE (Seconda direttiva assicurazione non vita), pubblicata in *G.U.CEn.* L 172 del 4 luglio 1988.

140 Per il ramo danni, direttiva 92/49/CEE del Consiglio, del 18 giugno 1992, che coordina le disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative riguardanti l'assicurazione diretta diversa dall'assicurazione sulla vita e che modifica le direttive 73/239/CEE e 88/357/CEE (Terza direttiva assicurazione non vita), pubblicata in *G.U.CE n.* L 228 dell'11 agosto 1992.

141 H. MÜLLER, *Solvency of Insurance Undertakings report*, 1997, reperibile sul sito web [www.ceiops.eu](http://www.ceiops.eu).

semplificazione degli indici dei premi e dei sinistri nell'ambito del ramo danni: infatti, le cause di dissesto delle compagnie assicurative negli ultimi vent'anni (peraltro limitato a pochissimi casi) risultavano in buona parte eccezionali ed impossibili da prevedere ed evitare, anche rispettando tutti i requisiti sul margine di solvibilità, mentre alcuni casi di insolvenza sarebbero stati scongiurati da un miglior calcolo del margine di solvibilità (essendo le cause ravvisabili in rischi sulla coda della distribuzione di probabilità delle perdite, non equilibrio tra investimenti e *asset-liability*, insufficiente ricorso alla riassicurazione).

Peraltro, i risultati dello studio rivelarono la necessità di alcune modifiche ed aggiunte:

- 1) Il fondo minimo di garanzia doveva essere innalzato, tenendo conto dell'inflazione;
- 2) Il margine di solvibilità dell'assicurazione ramo danni doveva essere calcolato sulla base di tre indici e non più di due: agli indici calcolati sui premi e sui sinistri andava aggiunto un indice delle riserve, così da coprire le code lunghe delle distribuzioni di probabilità dei pagamenti aleatori;
- 3) Andavano rafforzati strumenti e poteri delle Autorità di vigilanza nel caso in cui i requisiti di solvibilità non fossero stati soddisfatti;
- 4) Bisognava rivedere non solo i requisiti relativi a margine di solvibilità e fondo di garanzia, ma anche regolare le componenti del capitale proprio che potevano essere predisposti a copertura di questi requisiti;
- 5) Si negava la possibilità di introdurre un indice per tenere conto dei rischi d'investimento all'interno del calcolo della posizione di solvibilità, tanto per il ramo vita quanto per quello danni.

I risultati e le indicazioni del rapporto confluirono nel c. d. progetto "Solvency I", costituito da una serie di studi, ricerche e consultazioni complessivamente dedicati all'emanazione di regole sulla capitalizzazione e sulle riserve in grado di garantire alle imprese di assicurazione un soddisfacente grado di solvibilità e un'elevata capacità di fronteggiare rischi ed eventuali crisi. In particolare, come auspicato dal rapporto Müller, le due direttive in cui si sono concretati tali sforzi (segnatamente 2002/12/CE e la

2002/83/CE<sup>142</sup>) non hanno modificato le modalità di calcolo del livello di solvibilità contemplate dalle direttive di terza generazione, ma si sono limitate ad apportare correttivi e miglioramenti al fine di delineare con maggior precisione la situazione effettiva delle compagnie.

Così, le nuove norme rafforzano poteri e competenze delle Autorità di vigilanza ed impongono alle imprese di mantenere i requisiti di capitale continuamente, per tutto il relativo ciclo vitale, e non soltanto alla data della redazione del bilancio; le compagnie, indipendentemente dal ramo esercitato, sono tenute a disporre di capitali pari al più elevato tra il fondo di garanzia minimo, pari ad un terzo del margine di solvibilità richiesto (esso non può comunque essere inferiore ai 2 milioni di euro per il ramo vita e a 3 milioni per il ramo non-vita), e i rispettivi margini di solvibilità.

Per quanto riguarda il ramo danni, il margine da prendere in considerazione è il più alto tra l'indice dei premi e l'indice dei sinistri, calcolati come segue:

Indice dei premi = (18% premi lordi fino a 50 milioni di euro + 16% premi lordi eccedenti tale soglia) x (sinistri al netto delle cessioni in riassicurazione/media ultimi 3 anni sinistri lordi);

. Indice dei sinistri = (26% sinistri lordi fino a 35 milioni di euro + 23% sinistri lordi eccedenti tale soglia) x (sinistri al netto delle cessioni in riassicurazione/media ultimi 3 anni sinistri lordi).

Nel ramo vita il margine è uguale a: 4% riserve matematiche lorde + (riserve al netto della cessione in riassicurazione/riserve lorde x capitale sotto rischio x (capitale sotto rischio netto/capitale sotto rischio lordo))<sup>143</sup>.

---

142 Direttiva 2002/83/CE del Parlamento Europeo e del Consiglio, del 5 novembre 2002, relativa all'assicurazione sulla vita, pubblicata in *G.U.CE* n. L 345 del 19 dicembre 2002.

143 L'art. 28 della direttiva, rubricato "Margine di solvibilità richiesto", recita:

*"1. Fatto salvo l'articolo 29, il margine di solvibilità richiesto è determinato come disposto nei paragrafi da 2 a 7 secondo i rami assicurativi esercitati.*

*2. Per le assicurazioni di cui all'articolo 2, punto 1, lettere a) e b), diverse dalle assicurazioni connesse con fondi di investimento, e per le operazioni di cui all'articolo 2, punto 3, il margine di solvibilità richiesto è pari alla somma dei due risultati seguenti:*

*a) primo risultato:*

*il numero che corrisponde ad un'aliquota del 4 % delle riserve matematiche relative alle operazioni dirette e alle accettazioni in riassicurazione, senza deduzione delle cessioni in riassicurazione, deve essere moltiplicato per il rapporto esistente nell'ultimo esercizio tra l'importo delle riserve*

Inoltre, vengono introdotte nuove norme per disciplinare le modalità di investimento delle imprese assicurative e, in particolare, restrizioni sulle attività su cui allocare le riserve tecniche, dal momento che il margine di solvibilità (coerentemente con le linee guida del rapporto Müller) non tiene conto dei rischi d'investimento; infine, si precisa che il capitale disponibile per la compagnia è pari alle attività libere da qualsiasi passività prevedibile, con l'eccezione di alcuni elementi immateriali.

Indubbiamente la nuova disciplina ha apportato vantaggi in termini di semplicità, solidità e possibilità di monitoraggio della situazione patrimoniale delle imprese, ma non è scevra da rilievi critici:

- 1) La valutazione di attività e passività non prende in considerazione le fluttuazioni dovute alla volatilità dei fattori di mercato;
- 2) I parametri con cui vengono calcolati i margini di solvibilità non sono del tutto rappresentativi dei rischi tecnici di portafoglio;
- 3) I rischi diversi da quelli tecnici (e in particolare i rischi d'investimento) non sono compresi nel computo del margine di solvibilità;
- 4) Non è possibile modificare i requisiti imposti tramite strategie di diversificazione o trasferimento del rischio, cosicché le imprese non sono incentivate ad una migliore gestione del rischio;
- 5) Non vengono tenuti nella giusta considerazione gli effetti della riassicurazione;
- 6) Non favorisce una vigilanza prospettica, né tantomeno una convergenza della vigilanza stessa a livello sovranazionale.

### **2.2.3. Modelli alternativi di calcolo del margine di solvibilità**

I modelli per il calcolo del livello di solvibilità nelle compagnie assicurative posso essere

---

*matematiche, previa detrazione delle cessioni in riassicurazione, e l'importo lordo delle riserve matematiche; tale rapporto non può in nessun caso essere inferiore all'85 %;*

*b) secondo risultato:*

*per i contratti i cui capitali sotto rischio non sono negativi, il numero che corrisponde ad un'aliquota dello 0,3 % di tali capitali presi a carico dall'impresa di assicurazione è moltiplicato per il rapporto esistente, per l'ultimo esercizio, tra l'importo dei capitali sotto rischio che rimangono a carico dell'impresa, dopo aver detratto le cessioni e le retrocessioni in riassicurazione, e l'importo dei capitali sotto rischio, senza detrazione della riassicurazione; tale rapporto non può in alcun caso essere inferiore al 50 %”.*

suddivisi in due grandi macroaree: da una parte i modelli statici, che si suddividono a loro volta in modelli basati su più fattori di rischio (*multi-risk-factor based*) o su uno solo di essi (*single risk based*), dall'altra modelli dinamici che quantificano i rischi e il loro livello di correlazione attraverso una visione integrata e facendo talvolta ricorso a test di scenario. Il modello di Solvency I fa parte del primo gruppo ed in particolare esso si basa su unico fattore di rischio. Negli anni recenti, però, grazie ad un miglioramento nelle tecniche di calcolo e alla maggiore consapevolezza della molteplicità dei rischi a cui è esposta l'attività assicurativa, si è assistito alla diffusione di modelli sempre più sofisticati.

I modelli *multi-risk-factor* sono quelli più utilizzati negli ultimi anni, poiché molto semplici e standardizzati, ma recentemente, soprattutto in Europa, si è incentivato il sempre maggiore ricorso a modelli interni creati dagli assicuratori in prima persona.

a) Regno Unito: *Enhanced Capital Requirements* e *Individual Capital Adequacy Standards*

In Gran Bretagna dal 2005 è stato introdotto un nuovo sistema di vigilanza incentrato sul rischio secondo cui “una compagnia di assicurazione deve detenere, in qualsiasi momento, risorse finanziarie complessive (...) idonea a verificare l'assenza di rischi significativi ai fini dell'adempimento dei propri impegni quando questi giungono a scadenza”<sup>144</sup>. Inoltre, gli assicuratori sono tenuti a mantenere un livello di capitale che rifletta la natura e l'entità del rischio che esse hanno assunto. Tale livello viene calcolato attraverso due diversi modelli: un modello statico multi-fattoriale (*Enhanced Capital Requirements*) e uno dinamico (*Individual Capital Adequacy Standards*).

Per quanto attiene al ramo vita, in linea generale essi devono detenere un capitale che sia pari al maggiore tra margine di solvibilità e fondo minimo di garanzia stabiliti da Solvency I più un *resilience capital requirement*, che viene predisposto al contrario di quanto avviene nel modello europeo, a copertura degli scostamenti dovuti ai rischi d'investimento.

---

144 FSA, *Integrated Prudential Sourcebook*, 2006, reperibile al link <https://fsahandbook.info/FSA/html/handbook/PRU>.  
Si veda anche il sito della FSA (Financial Services Authority), [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk).

Caso particolare è quello degli assicuratori che offrono polizze cosiddette “*with profit*”, che hanno natura obbligazionaria e prevedono la corresponsione di un rendimento minimo garantito. Le compagnie che detengono più di 500 milioni di sterline di questo tipo di strumenti devono adottare uno specifico approccio, denominato *tuin peaks*, al fine di predisporre un ulteriore fondo a copertura dei *bonus* discrezionali previsti da queste polizze, oltre alla riserva matematica. Quest'approccio prevede che, al margine di solvibilità e al già citato *resilience capital requirement* venga aggiunta una componente di capitale calcolata in modo da coprire oneri futuri e rischio d'investimento (il *With Profit Insurance Capital Component*): tale somma costituisce i suddetti *Enhanced Capital Requirements* (ECR) che, qualora risultino superiori ai requisiti patrimoniali minimi relativi al ramo vita, verranno utilizzati come requisito di capitale.

Nel ramo danni, invece, gli assicuratori devono detenere capitale sufficiente a coprire il maggiore tra l'ECR stesso (in questo caso calcolato come somma del requisito per il rischio d'investimento e dei requisiti relativi al rischio di assicurazione al netto delle riserve di perequazione dell'assicuratore) e il *Minimum Capital Requirement* definito dalla direttiva europea.

Nel Regno Unito, inoltre, si è sviluppato un nuovo sistema per cui le *best practices* in tema di capitalizzazione adottate dalle singole imprese possano essere estese ad altre compagnie che presentino un profilo di rischio simile: tale sistema, denominato *Individual Capital Adequacy Standards*, mira all'armonizzazione dei modelli interni dei vari assicuratori, con la collaborazione attiva della FSA, che analizza e controlla i modelli adottati.

#### b) Svizzera: *Swiss Solvency Test*

Il progetto *Swiss Solvency Test* è stato lanciato nella primavera del 2003 dal *Federal Office of Private Insurance*, l'Autorità che controlla le attività delle compagnie private di assicurazione, è entrato in vigore tramite la legge sulla sorveglianza degli assicuratori nel 2006 e divenuta obbligatoria alla fine del 2008. Il progetto raccoglie i risultati dell'*Insurance Supervisory Act* del 2002 e propone dei requisiti di solvibilità tarati sul

rischio effettivo.

I punti cardine di tale modello sono:

- Una struttura a tre pilastri che prevede due requisiti di capitale: un requisito minimo (*minimum statutory solvency*) e un requisito oggettivo (*market-valued solvency*);
- Valutazione delle attività e delle passività al valore di mercato;
- Misurazione del rischio usando l'*expected shortfall* (o *Tail Var*) della variazione di capitale che sopporta il rischio (*risk-bearing capital*) sull'orizzonte temporale di un anno<sup>145</sup>;
- Utilizzo di un modello *standard* che misura la correlazione tra i rischi e prevede una serie di scenari predefiniti specifici per il rischio di credito, di mercato e assicurativo;
- Aggregazione dei risultati dei modelli *standard* e della valutazione degli scenari per determinare il capitale *target*;
- Possibilità di richiedere l'utilizzo di modelli interni: le assunzioni alla base di questi modelli interni e i relativi risultati devono essere documentati in un apposito report e devono essere resi noti al supervisore;
- Piena considerazione dei fenomeni riassicurativi.

#### c) Stati Uniti: sistema *Risk Based Capital*

La *National Association of Insurance Commissioners* (NAIC), nel dicembre 1993, elaborò un sistema basato sul *risk based capital* (RBC) per gli assicuratori vita e salute e nel dicembre dell'anno successivo lo estese alle compagnie del ramo danni<sup>146</sup>. Il principio dell'RBC è quello di determinare un requisito patrimoniale per ciascuno dei principali rischi assunti dalle imprese di assicurazione: i metodi di calcolo utilizzati, più o meno complessi, tengono conto delle caratteristiche di ciascuna impresa. Il requisito patrimoniale complessivo dell'impresa si ottiene combinando i requisiti patrimoniali connessi a ciascun rischio, alla luce delle possibili correlazioni.

La procedura si articola su 4 livelli:

---

<sup>145</sup> Il *risk-bearing capital* consiste nella differenza tra il valore di mercato degli *asset* e la *best estimate* delle *liability* ed equivale, in termini di capitale di solvibilità disponibile, alla somma del capitale disponibile e del margine al valore di mercato (*risk margin*).

<sup>146</sup> NAIC, *Property and Casualty Risk-Based Capital Report Including Overview and Instructions for Companies*, 1999, reperibile sul sito web [www.naic.org](http://www.naic.org).

- 1) Fissazione delle categorie di rischio alle quali le compagnie assicurative sono esposte e individuazione della struttura della correlazione tra le varie categorie;
- 2) Quantificazione del rischio per ogni categoria (e per ogni sottocategoria e fattore di rischio) e assegnazione, ad ogni categoria, di un margine calcolato moltiplicando un valore di base ottenuto dal bilancio per un fattore percentuale fissato dal NAIC;
- 3) Somma dei requisiti per ogni categoria di rischio e formazione di un singolo RBC globale che tenga conto la struttura delle correlazioni;
- 4) Confronto tra requisito patrimoniale calcolato e fondi propri della compagnia, sulla cui base l'autorità di vigilanza determina l'eventuale opportunità ed entità del proprio intervento.

Nel ramo danni, le categorie di rischio che influiscono di più sulla determinazione del RBC sono quelle relativi ai rischi tecnici, in particolare il rischio di riservazione ed il rischio di tariffazione; nel ramo vita, invece, assumono rilevanza maggiore i rischi d'investimento.

### ***2.3. Il progetto Solvency II: le fasi preparatorie***

Nel marzo del 2001<sup>147</sup>, gli organi comunitari decisero di dare inizio ai lavori preparatori di una nuova direttiva, concepita con l'obiettivo di ridisciplinare l'intero sistema di vigilanza prudenziale sul settore assicurativo e il complesso di regole a presidio della stabilità delle imprese: tale progetto assunse il nome di Solvency II.

Alla base di una tale esigenza vi erano non solo i già evidenziati difetti della normativa vigente, ma anche i profondi cambiamenti del mercato assicurativo, ravvisabili in una sempre maggiore competizione e integrazione tra i vari settori finanziari, che ha più volte esteso al comparto assicurativo le crisi dei mercati finanziari susseguitesì. Di conseguenza, finalità precipue del nuovo progetto sono il rafforzamento della stabilità finanziaria da una parte e della tutela degli assicurati dall'altra, attraverso l'adattamento dei requisiti di solvibilità al profilo di rischio di ciascuna impresa e la creazione di un

---

<sup>147</sup> Si veda COMMISSIONE EUROPEA, documento CE MARKT/2027/01, 2001, reperibile al *link* [http://ec.europa.eu/internal\\_market/insurance/docs/markt-2027/markt-2027-01\\_it.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/docs/markt-2027/markt-2027-01_it.pdf).

sistema che responsabilizzi le compagnie ad una più attenta misurazione e gestione dei propri rischi, incentivandoli anche all'uso di adeguati ed efficaci modelli interni: approccio, questo, coerente con la visione più ampia della solvibilità riferita in precedenza.

### **2.3.1. Prima fase del progetto**

La prima fase del progetto si è conclusa nel novembre del 2002<sup>148</sup>, con la presentazione dei rapporti dei soggetti incaricati dal sottocomitato solvibilità dell'Insurance Committee, ossia KPMG due gruppi di lavoro (rispettivamente per i rami vita e non vita) costituiti dalle Autorità di vigilanza dei singoli Stati membri.

Il rapporto di KPMG<sup>149</sup> ha delineato una delle caratteristiche salienti del nuovo sistema, ovvero la sua articolazione in tre pilastri, analogamente a quanto previsto in ambito bancario dal grosso modo coevo progetto Basilea 2: 1) requisiti quantitativi; 2) requisiti qualitativi; 3) disciplina di mercato (concernente la corretta informazione e la trasparenza da parte degli operatori).

Il gruppo di lavoro delle Autorità di vigilanza elaborò, invece, il c. d. "*Sharma Report*"<sup>150</sup>, suddiviso in tre sezioni: 1) efficacia degli interventi delle Autorità di vigilanza; 2) fallimenti delle imprese assicurative e relative cause; 3) raccomandazioni formulate sulla base delle analisi condotte.

Sotto il profilo metodologico e propositivo, il punto cruciale del rapporto è il totale ripensamento del sistema prudenziale, la cui efficienza presuppone l'adozione di una serie di strumenti regolamentari (preventivi e correttivi) che consentano un pronto ed efficace intervento in tutte le fasi in cui il dissesto (potenziale o effettivo) è suscettibile

---

148 Si veda COMMISSIONE EUROPEA, documento CE MARKT/2535/02, reperibile al link [http://ec.europa.eu/internal\\_market/insurance/docs/markt-2535/markt-2535-02\\_it.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/docs/markt-2535/markt-2535-02_it.pdf).

149 KPMG, *Study into the Methodologies to Assess the Overall Financial Position of an Insurance Undertaking from the Perspective of Prudential Supervision*, 2002, reperibile al link [http://us.kpmg.com/microsite/FSLibraryDotCom/docs/EUSolvency\\_Appendix.pdf](http://us.kpmg.com/microsite/FSLibraryDotCom/docs/EUSolvency_Appendix.pdf).

150 LONDON WORKING GROUP, *Prudential Supervision of Insurance Undertakings*, 2002, reperibile al link [http://ec.europa.eu/internal\\_market/insurance/docs/solvency/impactassess/annex-c02\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/insurance/docs/solvency/impactassess/annex-c02_en.pdf).

In merito a tale documento si veda C. TOMASSINI, "*Solvibilità II*": *informativa sullo stato dei lavori della Commissione Europea*, in *Assicurazioni*, 2003, p. 371 ss.

di manifestarsi, e quindi dal momento in cui la cattiva gestione dell'impresa è appena percettibile e per lo più temuta, fino alla fase patologica, in cui si determini un grave deterioramento della situazione finanziaria, tale da recare pregiudizio agli assicurati; in proposito, il documento contiene dettagliate raccomandazioni per la creazione, lo sviluppo e l'armonizzazione di tali strumenti.

In tale ottica, i requisiti patrimoniali rappresentano uno dei vari strumenti regolamentari, per la cui efficacia e validità il gruppo di lavoro raccomanda una maggiore differenziazione e una più accurata parametrizzazione delle soglie d'intervento in funzione delle caratteristiche finanziarie dell'impresa. Si è efficacemente osservato a tal proposito come, negli auspici del rapporto, “le cornici di vigilanza dovrebbero includere requisiti prudenziali di capitale basati su approssimazioni semplificate in luogo di modellizzazioni complesse delle perdite prevedibili, così come di una completa valutazione dei sistemi interni adottati per identificare, misurare, monitorare, registrare, controllare e mitigare tali esposizioni” e che “tuttavia, la formulazione e la calibrazione dei requisiti quantitativi dovrebbe al tempo stesso considerare opportuni incentivi per una gestione, una *governance* e un controllo dei rischi più efficienti”<sup>151</sup>.

Volendo sintetizzare gli aspetti essenziali della struttura di Solvency II, questa, oltre che sulla già menzionata struttura a tre pilastri, doveva fondarsi sui seguenti elementi:

- valutazione della solvibilità a livello complessivo;
- approccio tarato sul rischio e su incentivi gli operatori a misurare e gestire i rischi;
- due differenti soglie di capitale: il *Solvency Capital Requirement* (SCR), che rappresenta il requisito oggettivo ed è rivolto alla copertura di perdite consistenti, e il *Minimum Capital Requirement* (MCR), ovvero un requisito minimo di sicurezza al di sotto del quale dovrebbero scattare gli interventi delle Autorità di vigilanza;
- maggiore coerenza tra i sistemi finanziari;
- vigilanza più accurata sui gruppi assicurativi e sui conglomerati finanziari;
- armonizzazione tra metodi quantitativi e metodi qualitativi;

---

151 Così A. DREASSI – S. MIANI, *Il requisito di capitale per il rischio operativo: confronto nel mercato assicurativo italiano fra le metodologie proposte per Solvency II*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2008, I, p. 703 s.

- dialogo tra gli organismi di vigilanza a livello internazionale.

Per una migliore e più agevole implementazione della disciplina, le norme dovevano rispondere a criteri di *better regulation*, e quindi:

- 1) semplificazione: codificazione in un testo unico delle direttive assicurative vigenti;
- 2) trasparenza: costante consultazione con le parti interessate;
- 3) proporzionalità: applicazione dei medesimi principi in modo differenziato, tenendo conto della realtà delle entità regolate;
- 4) valutazione d'impatto: analisi di costi/benefici delle misure proposte in relazione a tutte le componenti del mercato (imprese, consumatori e organi di controllo).

### **2.3.2. Seconda fase del progetto: I QIS (*Quantitative Impact Studies*)**

Successivamente, conformemente alla procedura Lamfalussy (illustrata nel capitolo precedente) applicabile al progetto di Solvency II, la Commissione Europea richiese al CEIOPS, in qualità di comitato competente di terzo livello per il settore assicurativo, a fornire consulenza tecnica e supporto per la predisposizione del nuovo sistema di vigilanza, attraverso specifiche richieste di pareri che investivano questioni riconducibili a tutti e tre i pilastri.

I gruppi di lavoro istituiti dal CEIOPS hanno stabilito i principi fondamentali della nuova disciplina (attraverso la redazione di svariati *consultation papers*)<sup>152</sup> ed elaborato gli studi, noti come QIS (*Quantitative Impact Study*), sul possibile impatto della nuova direttiva sugli operatori e sul mercato in generale, basati sull'analisi di dati raccolti tramite questionari compilati dagli assicuratori su base volontaria. Inoltre, il comitato ha elaborato le misure di implementazione, che sono poi state inserite all'interno della normativa al momento della relativa emanazione, per poi iniziare a concepire le future regole di III livello, ovvero le pratiche di vigilanza per il conseguimento della convergenza internazionale tra le Autorità dei singoli stati membri.

---

152 Un'approfondita rassegna di tali lavori è rinvenibile in M.G. STARITA, *Genesis e prospettive di applicazione del progetto Solvency II*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2005, I, p. 1135 ss.

In particolare, sono stati effettuati cinque studi di impatto quantitativo, indispensabili soprattutto per la valutazione degli effetti della nuova normativa.

Il QIS 1<sup>153</sup>, svoltosi nel 2005, ha consentito di valutare il livello di prudenza delle riserve tecniche, vedendo la partecipazione di 19 Stati membri con 312 compagnie.

Il QIS 2<sup>154</sup> ha avuto luogo nel 2006 ed è stato finalizzato alla valutazione di mercato di tutte le poste attive e passive e alla definizione dei requisiti di capitale, calcolati per mezzo di formule *standard*, con la partecipazione di 514 imprese appartenenti a 23 Stati membri.

Al QIS 3<sup>155</sup> (effettuato nel 2007 ed esteso anche a compagnie di dimensioni minori) hanno preso parte 1.027 imprese di 28 Paesi: sono stati rivisti alcuni coefficienti per il calcolo dei requisiti patrimoniali e i parametri per la valutazione dei rischi tecnici danni e per quelli di mercato e si è dato rilievo alle valutazioni di scenario, ai modelli interni, agli *eligible elements* (capitale disponibile per la copertura degli impegni) ed al riscontro di dati anche a livello di gruppo.

Il QIS 4<sup>156</sup> si è preoccupato di effettuare una comparazione dei risultati ottenuti con la formula *standard* e con i modelli interni per il calcolo dei requisiti di capitale e di valutare l'impatto della nuova normativa sui bilanci dei gruppi assicurativi<sup>157</sup>.

---

153 CEIOPS, *QIS1-Summary report*, 2006, reperibile al link [https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx\\_dam/files/consultations/QIS/CEIOPS-FS-0106Rev32006-03-17PA.pdf](https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/consultations/QIS/CEIOPS-FS-0106Rev32006-03-17PA.pdf).

154 CEIOPS, *QIS2. Summary report*, 2006, reperibile al link [https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx\\_dam/files/consultations/QIS/QIS2/QIS2-SummaryReport.pdf](https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/consultations/QIS/QIS2/QIS2-SummaryReport.pdf).

155 CEIOPS, *Report on its third Quantitative Impact Study (QIS3) For Solvency II*, 2007, reperibile al link [https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx\\_dam/files/publications/submissionstotheec/CEIOPS-DOC-19-07%20QIS3%20Report.pdf](https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/publications/submissionstotheec/CEIOPS-DOC-19-07%20QIS3%20Report.pdf).

156 CEIOPS, *Report on its fourth Quantitative Impact Study (QIS4) For Solvency II*, 2008, reperibile al link [https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx\\_dam/files/consultations/QIS/CEIOPS-SEC-82-08%20QIS4%20Report.pdf](https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/consultations/QIS/CEIOPS-SEC-82-08%20QIS4%20Report.pdf).

157 Un dettagliato confronto tra i QIS 3 e 4 è condotto da A. DREASSI – S. MIANI, *Il requisito di capitale per il rischio operativo*, cit., *passim*. In particolare, interessanti sono le conclusioni formulate a p. 724 s., con particolare riferimento al mercato italiano: "Le due metodologie sono caratterizzate da un approccio di tipo fattoriale, applicato a misure dipendenti dalla dimensione aziendale: riserve tecniche, premi e, per le polizze *unit-linked*, le spese amministrative. Inoltre, un limite superiore del 30% è stato stabilito per questo modulo di rischio in relazione al requisito complessivo derivante dalle altre fattispecie oggetto di requisiti finanziari espliciti (rischio di mercato, di credito e di sottoscrizione): non è stato possibile replicare gli effetti di tale elemento in questo studio a causa dell'elevato grado di riservatezza sui dati individuali garantita alle imprese dal CEIOPS imprese in questa fase di studio. Per tale motivo, si è deciso di comparare i risultati in funzione di un'appropriata misura del margine di

Tramite questo studio quantitativo si è rilevato che Solvency II ha prodotto effetti sia sul capitale disponibile per la copertura degli impegni assunti da ciascuna compagnia (*eligible elements*) sia sul margine di solvibilità. In particolare, il coefficiente di solvibilità (rapporto percentuale tra il patrimonio di vigilanza dell'intermediario e il totale delle attività ponderate per il rischio) è cresciuto per le compagnie vita dal 200% al 230% rispetto a Solvency I, mentre è diminuito addirittura del 85% per le compagnie non vita. Rispetto alla formula *standard*, analizzando il modello interno si è rilevato che esso potrebbe ridurre il SCR del 20%, mentre per alcune tipologie di rischio (come quello

---

solvibilità disponibile, quale approssimazione del capitale di *tier-1*.

L'applicazione di queste formulazioni al mercato italiano, con dati relativi all'esercizio 2006, ha sottolineato numerose caratteristiche del requisito complessivo per il rischio operativo:

- entrambe le metodologie (QIS 3 e QIS 4) conducono ad un requisito complessivo che rappresenta una porzione significativa del capitale detenuto dalle imprese ed esprime una notevole variabilità fra soggetti e asimmetria in direzione di valori maggiori;
- il peso delle riserve tecniche sul requisito finale è dominante per gran parte delle imprese danni, laddove le imprese vita sono influenzate maggiormente dalla dimensione dei propri premi lordi di competenza;
- i risultati mostrano inoltre una variabilità significativa se sono considerati sottoinsiemi costituiti da imprese operanti nei rami vita, danni o composite, con maggiore assorbimento di capitale per le prime;
- una diminuzione della variabilità e un minor assorbimento medio di capitale sono presenti per le imprese vita e composite secondo la formulazione del QIS 4, nonostante l'assenza di informazioni sul BSCR abbia impedito un confronto pieno e diretto come sarebbe stato necessario;
- imprese di maggiori dimensioni mostrano un requisito medio maggiore nonostante una minore variabilità dei risultati, se comparate con l'insieme delle piccole compagnie, in entrambe le metodologie;
- l'effetto dimensionale sui risultati è presente anche se i sottoinsiemi di imprese sono suddivisi fra i rami di operatività, in particolare per il settore vita;
- la formulazione del QIS 4 conduce a requisiti complessivamente inferiori per gran parte delle imprese vita e composite italiane, e l'effetto netto di tale cambiamento aumenta con la dimensione delle compagnie esaminate.

Le due metodologie analizzate da questo lavoro non rappresentano, con ogni probabilità, il requisito finale che sarà adottato da Solvency II per il mercato assicurativo europeo una volta giunti alla sua piena implementazione. Comunque, il loro sviluppo rappresenta un'importante fonte di informazioni per il futuro margine di solvibilità, non solo per le imprese europee ma come termine di paragone nella vigilanza assicurativa a livello globale.

A tal proposito, un requisito di capitale di questo tipo presta facilmente il fianco rispetto all'abilità di fungere da strumento di vigilanza efficace di per sé, unitamente alla capacità di promuovere una sana e prudente gestione dei rischi operativi. Importanti critiche hanno interessato il limite del 30% stabilito dalla proposta di direttiva, in quanto richiede di fatto un assorbimento di capitale inferiore per le imprese esposte ad un più elevato rischio operativo. Vi è consapevolezza che tale decisione sia stata motivata dalla necessità di riconoscere il limitato grado di conoscenza e la contenuta disponibilità di modelli fra gli strumenti di vigilanza, e pertanto si sostiene l'importanza di ulteriori sviluppi non solo in direzione di più efficaci strumenti quantitativi, ma soprattutto nei confronti dei restanti due pilastri sui quali si regge l'impianto normativo europeo, e precisamente l'insieme di *corporate governance*, gestione dei rischi, controlli interni e condotta di mercato".

operativo e quello legato alle fluttuazioni azionarie), esso impone requisiti più elevati.

In termini percentuali, la partecipazione al QIS4 è stata del 40% del mercato, con 1.412 compagnie, 111 gruppi e 99 imprese *captive*.

L'esercizio del QIS 4 ha anche fornito al CEIOPS informazioni sull'effettivo uso delle varie tecniche di gestione del rischio da parte dagli assicuratori e in particolare la ripartizione tra il ricorso alla riassicurazione e all'Alternative Risk Transfer (ART): segnatamente, il rischio finanziario viene per lo più mitigato con strumenti come i derivati e il *cash flow matching*, il rischio di sottoscrizione viene limitato con la riassicurazione, la securitization, la diversificazione e altre tecniche di gestione del rischio interno, il rischio operativo può essere limitato dai controlli interni.

La maggioranza delle imprese che hanno partecipato al QIS4 usa il proprio modello interno per riassicurazione (93%), politiche d'investimento (90%), strategia del rischio (90%), ALM (90%), *asset allocation* (90%), *capital allocation* (87%), strategie di *business* (75%), sviluppo dei prodotti (64%), costo del *capital risk margin* (62%), *budgeting* (61%), analisi della *performance* (57%), pagamenti dei dividendi (57%), stima dell'incertezza nelle riserve tecniche (56%).

## **2.4. Struttura di Solvency II**

Tali lavori hanno portato, nel 2007, alla presentazione della proposta di direttiva, cui, nel 2009, ha fatto seguito la direttiva 2009/138/CE<sup>158</sup>, nota come Solvency II. Peraltro, tale denominazione (per quanto adottata dagli stessi organi comunitari), appare alquanto riduttiva per un testo unico che razionalizza tutta la normativa comunitaria in materia di assicurazioni, accorpondo tutta la legislazione in materia di assicurazioni vita e non vita attraverso la rifusione dei precedenti atti comunitari in materia (ad esclusione di quelli concernenti auto, conti annuali e fondi pensione)<sup>159</sup>.

---

<sup>158</sup> Direttiva 2009/138/CE del Parlamento europeo e del Consiglio del 25 novembre 2009 in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (solvibilità II), pubblicata in *G.U.CE* n. L 335 del 17 dicembre 2009.

<sup>159</sup> Precisamente, come la stessa direttiva dichiara nel primo considerando, "La prima direttiva 73/239/CEE del Consiglio, del 24 luglio 1973, recante coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative in materia di accesso e di esercizio dell'assicurazione diretta diversa

Come anticipato, la direttiva necessita ancora dell'implementazione delle misure di attuazione, che sarà verosimilmente completata entro la fine del 2012.

Entro tale data le compagnie europee dovranno conformarsi alla nuova disciplina, in particolare adottando modelli adeguati, sostenibili ed efficienti, da sottoporre al vaglio delle Autorità di vigilanza nazionali<sup>160</sup>. A tal proposito, è senza dubbio importante il principio di proporzionalità<sup>161</sup>, volto ad assicurare che il nuovo sistema non sia eccessivamente oneroso per le imprese di dimensioni medio-piccole, che si applica a tutte le disposizioni della proposta di direttiva ed è particolarmente rilevante per l'applicazione dei requisiti qualitativi e quantitativi di solvibilità<sup>162</sup> e delle norme di

---

*dall'assicurazione sulla vita; la direttiva 78/473/CEE del Consiglio, del 30 maggio 1978, relativa al coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari e amministrative in materia di coassicurazione comunitaria; la direttiva 87/344/CEE del Consiglio, del 22 giugno 1987, recante coordinamento delle disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative relative all'assicurazione tutela giudiziaria; la seconda direttiva 88/357/CEE del Consiglio, del 22 giugno 1988, che coordina le disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative riguardanti l'assicurazione diretta diversa dall'assicurazione sulla vita, fissa le disposizioni volte ad agevolare l'esercizio effettivo della libera prestazione di servizi; la direttiva 92/49/CEE del Consiglio, del 18 giugno 1992, che coordina le disposizioni legislative, regolamentari ed amministrative riguardanti l'assicurazione diretta diversa dall'assicurazione sulla vita (terza direttiva assicurazione non vita); la direttiva 98/78/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 27 ottobre 1998, relativa alla vigilanza supplementare sulle imprese di assicurazione appartenenti ad un gruppo assicurativo; la direttiva 2001/17/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 19 marzo 2001, in materia di risanamento e liquidazione delle imprese di assicurazione; la direttiva 2002/83/CE del Parlamento e del Consiglio, del 5 novembre 2002, relativa all'assicurazione sulla vita e la direttiva 2005/68/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 16 novembre 2005, relativa alla riassicurazione devono subire una serie di modificazioni sostanziali. È opportuno, per motivi di chiarezza, procedere alla rifusione di tali direttive”.*

160 Sul punto si veda L. SELLERI, *L'impatto di Solvency II sull'organizzazione dell'impresa di assicurazione: verso l'organizzazione per processi?*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2010, I, p. 605 ss.

161 Cfr. considerando 19: “La presente direttiva non dovrebbe essere troppo onerosa per le imprese di assicurazione di piccole e medie dimensioni. Uno degli strumenti per conseguire tale obiettivo è la corretta applicazione del principio di proporzionalità. Tale principio dovrebbe valere sia per i requisiti imposti alle imprese di assicurazione e di riassicurazione, sia per l'esercizio dei poteri di vigilanza”.

162 Cfr. considerando 20: “In particolare, la presente direttiva non dovrebbe essere troppo onerosa per le imprese di assicurazione specializzate nella fornitura di determinati tipi di copertura assicurativa o di servizi a determinate fasce di clientela e dovrebbe riconoscere che una siffatta specializzazione può rappresentare un prezioso strumento di gestione efficiente ed efficace del rischio. Al fine di raggiungere tale obiettivo, così come la corretta applicazione del principio di proporzionalità, è opportuno altresì prevedere la possibilità di permettere espressamente alle imprese di utilizzare i propri dati per calibrare i parametri nei moduli per il rischio di sottoscrizione della formula standard di calcolo del requisito patrimoniale di solvibilità”.

vigilanza, trovando ulteriore specificazione nelle disposizioni di attuazione<sup>163</sup>.

#### 2.4.1. Il primo pilastro

Il primo pilastro della struttura di Solvency II (artt. 73-132) è dedicato ai requisiti quantitativi delle compagnie. In particolare, vengono dettati criteri prudenziali per:

- la valutazione delle attività e delle passività;
- la determinazione dei fondi propri e per la loro ammissibilità ai fini della copertura dei requisiti patrimoniali;
- il calcolo del *Solvency Capital Requirement* (SCR) con particolare riguardo alla struttura della formula *standard* e alle condizioni per l'utilizzo dei modelli interni;
- il calcolo del *Minimum Capital Requirement* (MCR);
- gli investimenti a copertura delle riserve tecniche e del SCR;
- il calcolo dei requisiti patrimoniali per i gruppi di impresa.

Fondamentali per la determinazione dei requisiti di solvibilità sono soprattutto le nuove regole per la valutazione delle riserve tecniche, che mirano ad una sempre maggiore armonizzazione a livello europeo attraverso l'utilizzo dei principi contabili internazionali IFRS, come suggerito dai rapporti del CEIOPS<sup>164</sup>. Il comitato ha sviluppato, per le principali categorie di attività e passività, apposite indicazioni sulle più opportune modalità di valutazione, in alcuni casi recependo i principi IFRS, in altri casi discostandosene e proponendo correzioni; in sintesi, le raccomandazioni in tema di riserve fanno leva sulla definizione di un livello quantitativo di riferimento per il livello prudenziale delle riserve tecniche e di una riserva tecnica *standard*<sup>165</sup>.

---

163 Cfr. art. 29, rubricato "Principi generali di vigilanza", che al par. 4 dispone: "*La Commissione si adopera affinché le misure di attuazione tengano in considerazione il principio di proporzionalità, garantendo in tal modo l'applicazione proporzionale della presente direttiva, in particolare alle imprese assicurative di piccole dimensioni*".

164 CEIOPS, *Implication of IAS/IFRS Introduction for the prudential supervision of Insurance Undertakings*, Bruxelles, 2005.

165 In proposito si veda M.B. OLIVERIO, *Solvency II*, in *Assicurazioni*, 2006, p. 331 s. Per un dettagliato esame dei metodi di calcolo si vedano G.P. CLEMENTE - N. SAVELLI, *Livelli di assorbimento del capitale sulle assicurazioni danni: il nuovo scenario prospettato da Solvency II*, in *Assicurazioni*, 2008, p. 41 ss.

Segnatamente, l'art. 75 della direttiva impone alle imprese di assicurazione e di riassicurazione di valutare le attività e le passività all'importo al quale potrebbero essere scambiate, trasferite o regolate tra parti consapevoli e consenzienti in un'operazione svolta alle normali condizioni di mercato e non è consentito alcun aggiustamento delle passività per tener conto del merito creditizio proprio dell'impresa.

Secondo l'art. 76, invece, il valore delle riserve tecniche deve corrispondere "all'importo attuale che le imprese di assicurazione e di riassicurazione dovrebbero pagare se dovessero trasferire immediatamente le loro obbligazioni di assicurazione e di riassicurazione ad un'altra impresa di assicurazione o di riassicurazione." Il computo di tale importo deve essere svolto in modo prudente, affidabile e obiettivo e sulla base delle informazioni fornite dai mercati finanziari e dei dati generalmente disponibili sui rischi di sottoscrizione, secondo un principio di coerenza.

Quindi, le riserve tecniche vengono calcolate come somma tra *best estimate* (migliore stima) e *risk margin*: il primo corrisponde alla media ponderata dei flussi di cassa futuri (valore attuale atteso) sulla base della struttura per scadenza dei tassi di interesse privi di rischio, al lordo dei contratti di riassicurazione, mentre il secondo è uguale al costo di costituzione di un importo di fondi propri pari al requisito di solvibilità necessario per far fronte agli impegni presi, ovvero al premio di rischio che un altro assicuratore richiederebbe per rilevare gli impegni stessi<sup>166</sup>. Tramite il QIS 5, è stato da poco introdotto un premio di illiquidità, da incorporare nel tasso di interesse con il quale si scontano i flussi delle *liability*.

Aspetto fondamentale del primo pilastro, come anticipato, è la previsione di due livelli per i requisiti di capitale, calcolati anch'essi valutando attività e passività ai valori di mercato<sup>167</sup>:

1) SCR (*Solvency Capital Requirement*), che ha la funzione di consentire all'impresa di assorbire anche significative perdite inattese, tutelando gli assicurati: si tratta del livello

<sup>166</sup> Sul punto si veda G. CUCINOTTA, *Un aggiornamento sul progetto Solvency II: il punto di vista del regolatore*, in *Assicurazioni*, 2006, p. 510, il quale si sofferma dettagliatamente sugli aspetti tecnici del processo di stima.

<sup>167</sup> Si vedano in merito M.B. OLIVERIO, *Solvency II*, cit., p. 343 ss.; A. BELLUCCI - C. CASSESE, *La determinazione della Riserva sinistri: aspetti bilancistici, procedurali e di controllo interno*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2005, I, p. 3 ss.

di capitale necessario a far fronte agli impegni esistenti (e a quelli che si presuppone vengano assunti nei 12 mesi successivi) su un dato orizzonte temporale con un predefinito livello di confidenza (solitamente un anno e 99,5%).

Il SCR deve tenere conto di tutti i rischi quantitativi e può essere calcolato sia attraverso una formula *standard* sia attraverso dei modelli interni che sicuramente riescono a fornire dei requisiti patrimoniali aderenti al reale profilo di rischio dell'impresa, sebbene comportino elevati costi di sviluppo e di risorse umane;

2) MCR (*Minimum Capital Requirement*), che stabilisce un livello di capitale minimo al di sotto del quale l'operatività di un'impresa assicurativa presenta un rischio inaccettabile per gli assicurati, tale da rendere necessari gli interventi di vigilanza più gravi.

Il modello per la determinazione del MCR dovrà essere semplice, ma allo stesso tempo robusto e verificabile, e dovrà prevedere una soglia minima ed una soglia massima.

Il MCR, se calcolato con una formula *standard*, è compreso tra il 25% e il 45% del SCR (20-50% nel QIS4) e non può essere inferiore a 2.200.000 euro per le imprese danni, 3.200.000 euro per le imprese vita e riassicurative, 5.400.000 euro per le assicurazioni che esercitano sia i rami vita che non vita.

Sugli investimenti delle imprese, Solvency II recepisce il *Prudent Person Principle*, che stabilisce il rispetto di principi generali di sicurezza, liquidità, redditività, diversificazione del portafoglio, senza l'imposizione, salvo casi eccezionali e su basi comunque temporanee, di precisi limiti quantitativi agli attivi detenuti.

Il QIS 3, i cui risultati sono stati pubblicati nel Novembre del 2007<sup>168</sup>, ha evidenziato l'importanza di un approccio chiaro verso i fondi propri e la necessità per l'impresa assicurativa di avere certezza sul trattamento degli stessi da parte della nuova disciplina (sul punto fortemente innovativa rispetto al passato). Seguendo il modello proposto in Basilea 2, i diversi elementi di capitale sono stati divisi in tre Tier (classi) a cui corrisponde una diversa qualità delle attività corrispondenti, distribuite secondo sei criteri:

---

168 Una dettagliata disamina dei contenuti del documento è condotta da P. COVA-M. MAESTRUCCHI, *Il terzo studio di impatto quantitativo per Solvency II: analisi dei rischi di mortalità e longevità*, in *Assicurazioni*, 2007, p. 689 ss.

- 1) subordinazione dell'ammontare totale in caso di liquidazione:
  - subordinati alle passività verso gli assicurati e ai creditori senior in caso di liquidazione;
- 2) assorbimento delle perdite in prospettiva della continuazione dell'attività aziendale:
  - *principal write down* o *conversion in common equity*;
- 3) perpetuità o sufficiente durata:
  - perpetuo o con un durata superiore alle passività verso gli assicurati che coprono;
  - rimborso con previa autorizzazione dell'Autorità di vigilanza e sostituzione con uno strumento con pari o superiore subordinazione;
- 4) assenza di incentivi a redimere il capitale:
  - innalzamento del tasso fisso non prima dei 10 anni dalla data di emissione e limitato al più alto tra 100 bps o al 50% dello spread iniziale;
- 5) assenza di costi fissi:
  - al verificarsi di determinati *trigger*, i *coupon* devono poter essere cancellati;
  - il differimento deve avvenire per un periodo indefinito;
- 6) assenza di impedimenti.

Questi requisiti possono essere applicati a prescindere dalla struttura del capitale e dalle caratteristiche dell'impresa, così da garantire maggiore flessibilità ed adattabilità ai cambiamenti, senza limitare l'innovazione finanziaria (qualora questa non diminuisca la qualità del capitale a fini prudenziali)<sup>169</sup>.

Sono considerati Tier I i quei fondi propri che rispettino pienamente i criteri 1 e 2 e sostanzialmente i criteri dal 3 al 6, ed in particolare: capitale versato, riserve di capitale idonee ad assorbire le perdite, debiti ibridi e passività subordinate con capacità di assorbire le perdite paragonata al capitale.

I Tier II devono possedere le stesse caratteristiche dei Tier I fatta eccezione per il criterio 2) (ovvero, assorbimento delle perdite in prospettiva di continuazione aziendale) e sono nel dettaglio:

---

169 Sul punto si veda FSA, *Insurance Risk Management: The path to Solvency II*, 2008, p. 24, reperibile sul sito web [www.fsa.gov.uk](http://www.fsa.gov.uk).

- a) strumenti ibridi con *maturity* di almeno 5 anni dalla data di emissione (ad esempio *accumulative preference shares*);
- b) passività subordinate con una *maturity* di almeno 5 anni dalla data di emissione (quali le passività subordinate datate).

I Tier III costituiscono una voce residuale che raccoglie tutte le passività che non rispettano le caratteristiche richieste per i Tier I e II, ma che sono subordinate a tutte le passività verso gli assicurati; in essa sono compresi:

- a) strumenti ibridi con *maturity* inferiore ai 5 anni dalla data di emissione;
- b) passività subordinate con *maturity* inferiore 5 anni dalla data di emissione.

L'obiettivo ultimo di questa suddivisione è l'individuazione degli elementi che possono essere ammessi per il calcolo di MCR e SCR.

L'art. 102 della direttiva dispone che le imprese di assicurazione e di riassicurazione calcolino il requisito patrimoniale di solvibilità almeno una volta all'anno e comunichino il risultato di tale calcolo alle Autorità di vigilanza.

La normativa individua, inoltre, nell'art. 101, sei tipi di rischi che devono essere considerati nel computo del SCR:

- a) il rischio di sottoscrizione per l'assicurazione non vita;
- b) il rischio di sottoscrizione per l'assicurazione vita;
- c) il rischio di sottoscrizione per l'assicurazione malattia;
- d) il rischio di mercato;
- e) il rischio di credito;
- f) il rischio operativo.

Da questi, a norma dell'articolo 104, è possibile giungere al calcolo del SCR di base secondo la formula *standard*, ossia moltiplicando il prodotto di tutte le combinazioni dei moduli (a parte quello relativo al rischio operativo) per il relativo fattore di correlazione tra i rischi considerati nella matrice di correlazione contenuta nell'Allegato IV della direttiva.

Al risultato ottenuto da questa formula vanno sommati il requisito patrimoniale per il rischio operativo (art. 107) e l'aggiustamento per la capacità di assorbimento delle

perdite delle riserve tecniche e delle imposte differite (art. 108).

Per quanto riguarda i contratti di assicurazione vita, in cui il rischio di investimento è sopportato dai contraenti, il calcolo del requisito patrimoniale per il rischio operativo tiene conto dell'importo delle spese annuali sostenute in relazione a tali obbligazioni di assicurazione, mentre, per quanto concerne le attività degli altri rami, il calcolo del requisito tiene conto del volume delle operazioni in termini di premi acquisiti e di riserve tecniche detenute a copertura delle obbligazioni. In questo caso, il requisito patrimoniale per il rischio operativo non supera il 30% del requisito patrimoniale di solvibilità di base relativo a tali operazioni di assicurazione e di riassicurazione.

Il calcolo del *Solvency Capital Requirement* richiede la definizione di una misura di rischio, ossia una funzione che assegna una quantità di capitale ad una distribuzione di utili e perdite economiche. A questo proposito, il CEIOPS è propende per l'adozione del già menzionato metodo della *expected shortfall*, o *TailVar*, (v. *retro*, ...) che, da un punto di vista tecnico ed economico, sembrerebbe preferibile rispetto al semplice VaR, per via della maggiore coerenza dei risultati; tuttavia, a seconda delle caratteristiche di rischio del portafoglio, il VaR può essere calibrato in modo da ottenere lo stesso livello di prudenza del TailVar<sup>170</sup>.

Ciascun modulo di rischio compreso nel SCR di base è, a sua volta, suddiviso in sottomoduli, secondo i principali fattori di rischio.

Per l'assicurazione ramo vita è prevista la suddivisione, confermata anche dagli studi QIS, nei seguenti sottomoduli:

- a) *mortality risk* (rischio di mortalità): si applica ai contratti per cui il capitale da pagare in caso di decesso dell'assicurato supera le riserve tecniche. Pertanto, poiché un aumento nei tassi di mortalità dovrebbe portare ad un innalzamento nel livello delle riserve stesse il SCR di mortalità deve coprire il rischio che un numero maggiore di quello atteso di assicurati deceda prima della scadenza contrattuale;
- b) *longevity risk* (rischio di longevità): si applica ai contratti per cui non vi è capitale caso morte oppure il capitale da pagare in caso di decesso dell'assicurato è inferiore alle

---

<sup>170</sup> CEIOPS, *Answers to the European Commission on the second wave of Calls for Advice in the framework of the Solvency II project*, Bruxelles, 2005, p. 105 ss.

riserve tecniche. Poiché, quindi, una diminuzione nei tassi di mortalità dovrebbe portare ad un aumento delle riserve stesse, il SCR di longevità deve coprire il rischio che un numero maggiore di quello atteso di assicurati sopravviva: questo è quello che ci si aspetta soprattutto nei paesi sviluppati;

c) *disability risk* (rischio di malattia): è associato alle assicurazioni che coprono perdite dovute a malattia, incidenti e disabilità o spese mediche ad essi collegate. In questo caso il SCR deve coprire il rischio che ad un maggior numero di assicurati rispetto alle attese sia diagnosticata una delle disabilità contemplate o non sia più in grado di lavorare nel periodo di copertura della polizza;

d) *lapse risk* (rischio di riscatto): questo modulo copre il rischio di perdita derivante da estinzioni anticipate, recessi, rinnovi e riscatti delle polizze;

e) *expense risk* (rischio di spese): rischio derivante da una variazione nelle spese di gestione dei contratti;

f) *reversion risk*: si riferisce al rischio di perdite o di variazioni avverse del valore delle passività assicurative, derivante da oscillazioni del livello, della tendenza o della volatilità dei tassi di revisione delle rendite, dovute a variazioni del quadro giuridico o dello stato di salute della persona assicurata

g) *catastrophe risk*: deriva da eventi estremi o irregolari, i cui effetti eccedono le possibilità di copertura degli altri sottomoduli del settore vita. Viene trattato utilizzando tassi molto elevati di mortalità/morbilità, quindi si ritiene associato a prodotti in cui la compagnia assicura un capitale in caso di morte o malattia.

I singoli SCR per ognuno dei sottomoduli possono essere calcolati con un approccio c. d. *factor based*, ossia basato sull'applicazione di un fattore rappresentativo di tutti gli elementi di rischio ad una misura rappresentativa dell'esposizione al rischio dell'impresa. Dalla combinazione dei requisiti dei sottomoduli risulta il requisito complessivo per il rischio di sottoscrizione vita, secondo la formula usata anche per il SCR di base.

Il SCR del rischio di sottoscrizione non vita, invece, tiene conto dell'incertezza dei risultati delle imprese di assicurazione e di riassicurazione in rapporto alle relative

obbligazioni esistenti, nonché delle nuove attività che si prevede siano contabilizzate nel corso dei dodici mesi successivi. Anch'esso è calcolato secondo la stessa formula del SCR di base, e contempla come sottomoduli il rischio congiunto di tariffazione e di riservazione (*premium risk*), il rischio di catastrofe e il rischio di riscatto.

Come anticipato, in alternativa al metodo *standard* previsto dalla direttiva, le compagnie possono adottare, anche parzialmente, un modello interno che superi il vaglio delle Autorità di vigilanza in merito alla soddisfazione dei requisiti previsti dagli artt. 120-125. In sintesi, il modello deve essere ampiamente utilizzato in azienda (soprattutto nei processi di *risk management* e *capital assignment*) e risultare adeguato al profilo di rischio dell'impresa e basato su metodi di calcolo rigorosi e dettagliati: al *risk management* è affidato il compito di costruire, testare con cadenza periodica e documentare il modello<sup>171</sup>.

Dichiaratamente, Solvency II intende incentivare ogni assicurazione ad adottare un modello interno e, proprio per questo, prevede requisiti patrimoniali più rigorosi per chi adotta la formula *standard*.

Inoltre, è stato rilevato che “un altro fattore di penalizzazione, sempre per chi adotta la formula *standard*, è che questa consente un procedimento di calcolo meno oneroso, quanto a tempi e costi, ma fornisce delle stime delle uscite attese (del costo dei sinistri aggregato) meno accurate, che garantiscano una fissata probabilità di insolvenza della impresa assicurativa, con un'affidabilità minore”<sup>172</sup>.

Pertanto l'impresa, a meno che non ottenga l'approvazione del proprio modello interno entro il termine fissato per la fine del 2012, dovrà necessariamente applicare la formula *standard* a partire da tale data.

#### *- I requisiti patrimoniali di gruppo*

Anche se non inclusi direttamente nel primo pilastro, è bene illustrare il contenuto delle

---

<sup>171</sup> Si veda in proposito G. CUCINOTTA, *Un aggiornamento sul progetto Solvency II*, cit., p. 511.

<sup>172</sup> Così A. CANDIAN. - A. TITA, *La compliance delle imprese assicurative nel quadro europeo, tra Solvency II, EIOPA, e direttiva Omnibus*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2011, I, p. 16.

disposizioni dettate dagli artt. 218-259 in tema di solvibilità di gruppo<sup>173</sup>. Secondo quanto previsto da questi articoli, il SCR di gruppo può essere valutato sulla base di dati consolidati, ma deve tener conto di tutte le fonti di rischio al proprio interno. In seguito ai risultati ottenuti con il QIS 4, innovando rispetto alle precedenti disposizioni, è stato previsto che nel calcolo del SCR di gruppo si tenga conto della diversificazione a livello di gruppo, requisito che non può essere superiore alla somma dei SCR delle singole imprese facenti parte del gruppo stesso, ma dev'essere perlomeno pari al più elevato degli SCR tra quelli delle partecipate; da esso vanno scomputate le *intra-group transactions*, per evitare un doppio conteggio. Un metodo alternativo di calcolo della solvibilità di gruppo ammesso dalla nuova disciplina è quello basato sulla somma del SCR a livello individuale calcolata con la formula *standard*, dei fondi propri dell'impresa di assicurazione partecipante e della quota proporzionale del SCR individuale e dei fondi propri di ciascuna impresa di assicurazione partecipata, con i necessari aggiustamenti. Inoltre, qualora l'applicazione esclusiva del metodo *standard* risultasse non appropriata, i gruppi possono applicare una combinazione dei metodi *standard* e alternativo e anche per i gruppi è prevista la possibilità di adottare un modello interno per il calcolo del proprio SCR.

Per quanto riguarda il calcolo delle riserve tecniche del gruppo, esse corrispondono alla somma delle riserve delle singole società, al netto della riassicurazione interna e il *risk margin* complessivo è pari semplicemente alla somma dei singoli *risk margin*.

Uno dei tratti salienti di Solvency II riguarda la nuova concezione della supervisione a livello di gruppo. Se con le precedenti direttive era stata istituita una vigilanza di tipo supplementare, attraverso la quale la supervisione di gruppo era aggiunta alla cosiddetta vigilanza "solo" e dunque non la sostituiva, nel nuovo sistema il gruppo viene considerato un'unica entità (secondo la definizione proposta dall'art. 212 della direttiva) e vengono stabiliti i compiti e le modalità di nomina di un'Autorità di vigilanza di gruppo, cui sono attribuiti estesi poteri di coordinamento e decisionali, nella

---

173 Si veda in proposito L. SELLERI, *La terza dimensione dell'impresa di assicurazione e del bilancio consolidato del gruppo assicurativo nel quadro del progetto LASB sui principi contabili per il settore assicurativo e del progetto Solvency II*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2006, I, p. 429 ss.

convinzione che un'efficiente supervisione a livello di gruppo si ripercuota positivamente sul mercato delle singole compagnie assicurative<sup>174</sup>.

#### 2.4.2. Il secondo pilastro

Al secondo pilastro di Solvency II sono dedicati i primi 49 articoli della direttiva: in esso sono ricomprese, da un lato, norme che concernono la *governance*, il *risk management* e il controllo interno dell'impresa e, dall'altro, la disciplina delle attività, degli strumenti e dei poteri della vigilanza. Con riferimento al primo aspetto, è di particolare rilievo la previsione della direttiva in base alla quale l'impresa, nell'ambito del proprio sistema di *risk management*, effettui regolarmente una propria valutazione dei rischi e della posizione di solvibilità; per quanto riguarda il secondo aspetto, invece, vengono definiti i nuovi principi alla base del sistema di vigilanza, secondo una nuova ottica di tipo *principle based*, che si discosta da quella *rule based* che contraddistingueva le precedenti normative: questo processo di revisione, già affrontato nel secondo pilastro di Basilea II, è noto con il nome di "*Supervisory review process*"<sup>175</sup>.

##### - Disposizioni per il sistema di vigilanza

Per quanto concerne la vigilanza, secondo l'art. 27 obiettivo principale di quest'ultima è la tutela dei contraenti e dei beneficiari, affiancato dal costante perseguimento della stabilità, soprattutto in situazioni di emergenza (art. 28).

Negli articoli successivi vengono poi specificati quelli che sono i principi generali alla

---

174 CEA, *Solvency II: FAQs on Group Supervision & Group Support Regime*, 2008, reperibile sul sito web [www.cea.eu](http://www.cea.eu).

175 In merito alla differenza tra i due tipi di approccio si veda G. CUCINOTTA, *Un aggiornamento sul progetto Solvency II*, cit., p. 508: "Passare a un tipo di vigilanza *principles based* è un'operazione culturale di non poco conto. La logica di *Solvency II* è fare in modo che le imprese siano in grado di gestire i propri rischi e che il *regulator* possa valutare se esse abbiano un sistema di gestione tale da consentire l'assorbimento dei rischi stessi. Ciò significa verificare se si costruisce un sistema di gestione dei rischi condiviso tra gli azionisti e il *management*, ove risultino chiare le linee di responsabilità. La vigilanza non deve più entrare, come in passato, nel merito delle scelte, perché non ci sono più regole prescrittive dettagliate. Essa, invece, deve valutare se il *board* è idoneo a gestire i rischi, ad allocare le responsabilità, ad assumere le decisioni e soprattutto se è in grado di avere un *tableau de bord*, ossia una strumentazione di comando, con cui simulare il futuro e sapere pertanto in ogni momento quali potranno essere le conseguenze di determinate scelte e le azioni da intraprendere al mutare degli scenari economico-finanziari".

base del nuovo sistema di vigilanza:

- 1) la vigilanza è basata su un metodo prospettico e basato sul rischio ed include la verifica continua del corretto esercizio dell'attività di assicurazione o di riassicurazione e dell'osservanza delle disposizioni di vigilanza da parte delle imprese di assicurazione e di riassicurazione;
- 2) la vigilanza delle imprese di assicurazione e di riassicurazione, in particolare, comprende un'opportuna combinazione di attività cartolari e ispezioni *in loco*;
- 3) gli Stati membri garantiscono che i requisiti stabiliti nella direttiva siano applicati in modo proporzionato alla natura, alla portata e alla complessità dei rischi inerenti all'attività di un'impresa di assicurazione o di riassicurazione;
- 4) la Commissione si adopera affinché le misure di attuazione tengano in considerazione il principio di proporzionalità, garantendo in tal modo l'applicazione proporzionale della direttiva, in particolare alle imprese assicurative di piccole dimensioni.

Viene specificato, inoltre, che la vigilanza del settore assicurativo rientra nella competenza esclusiva dello Stato membro di origine ed i suoi poteri comprendono il dovere di garantire che le imprese forniscano alle Autorità di vigilanza preposte le indicazioni richieste dall'articolo 35 (riguardanti l'insieme delle attività dell'impresa di assicurazione o di riassicurazione e comprendenti lo stato di solvibilità dell'impresa, la costituzione di riserve tecniche, le sue attività e i suoi investimenti e i fondi propri ammissibili) e che le Autorità stesse possano verificare tali informazioni, anche tramite ispezioni in loco, conformemente alle norme o prassi stabilite dallo Stato membro stesso, come previsto dalle disposizioni adottate a livello comunitario. Gli Stati membri, inoltre, devono garantire che le Autorità di vigilanza abbiano il potere di adottare misure preventive e correttive per assicurare che le imprese di assicurazione e di riassicurazione rispettino le disposizioni legislative, regolamentari e amministrative. In casi specifici ed eccezionali, a seguito della procedura di riesame di loro competenza, le Autorità di vigilanza possono richiedere all'impresa di assicurazione o riassicurazione un maggior accantonamento di capitale (c. d. *add-on*) che dev'essere sommato al requisito

calcolato dall'impresa stessa.

Obiettivo ultimo di questo processo di revisione è la convergenza in materia di strumenti e di prassi di vigilanza all'interno dell'Unione, come esplicitato dall'art. 70 della direttiva, il quale prevede, inoltre, che gli Stati membri garantiscano la presenza delle proprie Autorità di vigilanza all'interno delle riunioni del CEIOPS, tenendo sempre in considerazione i relativi orientamenti e raccomandazioni; a tal fine, gli artt. 64-70 contengono una serie di disposizioni per una maggiore libertà di circolazione di informazioni tra le Autorità dei diversi stati membri.

- *Disposizioni in materia di Corporate Governance*

Un'efficace funzione di *risk management* e un'adeguata *governance* sono punti cardine di un solido sistema di solvibilità. Con la direttiva Solvency II, attraverso la nuova visione *principle based*, si è inteso attribuire sempre maggiore importanza agli organi amministrativi delle imprese di assicurazione ed in particolare del consiglio di amministrazione a cui vengono assegnate responsabilità in materia di:

- 1) implementazione della normativa;
- 2) *risk appetite* e strategia operativa;
3. predisposizione del sistema di *risk management*;
- 4) diffusione della cultura di *risk management* all'interno dell'azienda;
- 5) adozione di modelli interni;
- 6) reportistica verso l'interno e verso l'esterno.

Secondo l'art. 41 della direttiva, le imprese di assicurazione devono dotarsi di un sistema efficace di *governance*, proporzionato alla dimensione, alla natura e alla complessità dell'azienda, in modo tale da consentire una gestione solida e prudente dell'attività. Tale sistema deve avere una struttura organizzativa trasparente ed adeguata, con una chiara ripartizione e un'appropriata separazione delle responsabilità, e comprendendo al suo interno un efficace processo per la trasmissione delle

informazioni<sup>176</sup>.

Il sistema di *governance* è soggetto, da una parte, ad un riesame interno periodico, dall'altra è sottoposto all'esame dell'Autorità di vigilanza competente, che giudica la capacità degli organi amministrativi aziendali di identificare, valutare e gestire i rischi effettivi e potenziali connessi con la propria attività e dispone del potere di imporre rimedi a possibili debolezze o deficienze del sistema di *governance* (comprese le relative strategie, i processi e le procedure di *reporting*). Ogni compagnia ha l'onere di dimostrare che la sua *governance* e il suo *risk management* sono adeguati al proprio profilo di rischio e deve fornire all'Autorità tutta la documentazione necessaria per effettuare i propri controlli.

Il sistema di *governance* deve, infine, disporre di politiche scritte ed implementate quantomeno in materia di gestione del rischio, controllo interno, *internal audit* e, laddove rilevante, esternalizzazione.

Uno degli obiettivi della nuova disciplina è quello di collegare sempre più il calcolo della solvibilità delle imprese ai rischi assunti e, a tal fine, cruciale è la funzione del *risk management* che, secondo l'art. 44, deve approntare le strategie, i processi e le procedure di segnalazione necessarie per individuare, misurare, monitorare, gestire e segnalare, su base continuativa, i rischi (e le relative interdipendenze), a livello individuale ed aggregato, ai quali sono o potrebbero essere esposte le compagnie di assicurazione e riassicurazione; ciò sia a livello organizzativo sia di processi decisionali (strategici e tattici), incrementando la consapevolezza sul proprio profilo di rischio, sviluppando capacità di valutazione riguardo le proprie necessità di solvibilità e introducendo tecniche *best practice* di gestione del rischio.

Nell'ambito di questa funzione devono, come minimo, essere svolte le seguenti attività:

- a) sottoscrizione e costituzione delle riserve;
- b) *asset-liability management*;
- c) investimenti, con particolare attenzione a derivati e simili;
- d) gestione dei rischi di liquidità e concentrazione;

---

176 Cfr. CEIOPS, *Advice for Level 2 Implementing Measures on System of governance*, Bruxelles, 2009.

- e) gestione del rischio operativo;
- f) riassicurazione e altre tecniche di mitigazione del rischio.

In questo contesto, Solvency II ha introdotto un nuovo strumento per l'autovalutazione qualitativa della propria posizione di solvibilità, denominato ORSA (*Own Risk and Solvency Assessment*), i cui risultati devono essere documentati e trasmessi all'Autorità di vigilanza nell'ambito delle informazioni richieste secondo l'art. 35. Tale strumento "può essere definito come l'insieme dei processi e procedure adottate per identificare, valutare, monitorare, gestire e rappresentare i rischi di breve e lungo periodo che la Compagnia deve o potrebbe dover fronteggiare e per determinare i fondi propri necessari a coprire i requisiti di solvibilità"<sup>177</sup>.

La struttura verticale e i contenuti del processo ORSA presentano analogie con il processo ICAAP (*Internal Capital Adequacy Assessment*) previsto dalla normativa Basilea II e ormai ben avviato nel settore bancario. Esso rappresenta, oltre che il punto di partenza dell'attività di supervisione da parte delle Autorità di vigilanza, un'importante occasione di revisione interna, sia sul piano dei controlli, che della strategia: le imprese che riusciranno a dare vita ad un'attenta valutazione interna otterranno un vantaggio competitivo poiché calibreranno le proprie decisioni tenendo sempre in considerazione il possibile impatto sui rischi e sul capitale dell'azienda. Con l'applicazione di questo procedimento, inoltre, l'impresa potrà superare la visione dell'accantonamento patrimoniale come mero requisito regolamentare, considerandolo, invece, un utile strumento per migliorare la propria competitività.

Secondo l'art. 45, la valutazione dell'ORSA riguarda per lo meno:

- a) il fabbisogno di solvibilità globale tenuto conto del profilo di rischio specifico, dei limiti di tolleranza del rischio approvati e della strategia operativa dell'impresa;
- b) l'osservanza continua dei requisiti patrimoniali e dei requisiti riguardanti le riserve tecniche;
- c) la misura in cui il profilo di rischio dell'impresa interessata si discosti dalle ipotesi

---

<sup>177</sup> Così CEIOPS, *Issues paper on the Own Risk and Solvency Assessment*, Bruxelles, 2008, reperibile sul sito web [www.ceiops.eu](http://www.ceiops.eu).

sottese al requisito patrimoniale di solvibilità, calcolato con la formula *standard* o con un modello interno parziale o completo.

La rivalutazione interna effettuata dall'ORSA non origina però, di per sé, un ulteriore requisito patrimoniale di solvibilità; l'Autorità di vigilanza esaminerà infatti le informazioni ricevute, nel quadro della procedura di valutazione complessiva della vigilanza dell'impresa, e deciderà di richiedere una maggiorazione del requisito solo nei casi previsti dall'art. 37 della direttiva.

Particolare importanza, all'interno della valutazione qualitativa effettuata in ambito ORSA, è assunta dal rischio operativo, per il quale l'impresa deve predisporre una valutazione ben documentata e un sistema di *risk management* specifico, con responsabilità ben definite.

Solvency II richiede, nell'art. 47, la presenza di una funzione di *internal audit* che valuti l'adeguatezza e l'efficacia del sistema di controllo interno e di altri elementi del sistema di *governance*, facendo in modo che questa risulti sempre adeguata ed efficiente.

Secondo l'art. 48, infine, è necessaria, all'interno dell'impresa, la presenza di una funzione attuariale, ritenuta addirittura indispensabile per l'adeguatezza del sistema di *governance*. Non risulta necessario che questa funzione venga svolta da personale con specifica formazione professionale, ma è sufficiente che “sia esercitata da persone che dispongono di conoscenze di matematica attuariale e finanziaria, commisurate alla natura, alla portata e alla complessità dei rischi inerenti all'attività dell'impresa di assicurazione o di riassicurazione e che sono in grado di dimostrare un'esperienza pertinente in materia di norme professionali e di altre norme applicabili”<sup>178</sup>.

Tutte le funzioni di *corporate governance* di cui si è fatta menzione possono essere esternalizzate, ma l'impresa di assicurazione ne rimane responsabile *in toto*. Questa scelta, inoltre, comporta dei requisiti di capitale addizionali (art. 50) per garantire che i contratti di esternalizzazione siano costituiti e gestiti in maniera effettiva.

La nuova disciplina si pone obiettivi del tutto ulteriori rispetto alla visione tradizionale degli organi comunitari, preoccupandosi di affiancare alla regolamentazione degli aspetti

---

<sup>178</sup> Così CEIOPS, *Consultation Paper No. 24– Advice on the Principle of Proportionality in the Solvency II Framework Directive Proposal*, reperibile sul sito web [www.ceiops.eu](http://www.ceiops.eu).

contabili la diffusione e lo sviluppo di un'adeguata cultura del rischio nelle stesse compagnie<sup>179</sup>.

### 2.4.3. Il terzo pilastro

Il terzo pilastro che compone la struttura di Solvency II è contenuto negli artt. 35 e 50-55 e detta disposizioni relative ai contenuti e alle modalità dell'informativa ai fini di vigilanza e verso il mercato: obiettivo di questa parte della normativa è il conseguimento di un sempre maggiore livello di trasparenza informativa delle imprese di assicurazione, che faciliti la vigilanza nello svolgimento dei propri compiti.

Con il nuovo regime previsto, le imprese devono prepararsi a fornire pubblicamente una quantità di informazioni molto maggiore rispetto al passato e, d'altra parte, per il mercato sarà più semplice analizzare un'impresa, confrontare due o più imprese di assicurazione ed elaborare *benchmark* sul settore assicurativo.<sup>180</sup>

Solvency II, infatti, intende garantire una sempre maggiore coerenza tra *reporting* regolamentare e informativa al pubblico a livello europeo, che porterà anche ad un cambiamento nel tipo di informazioni richieste dalle Autorità di vigilanza: anche gli analisti, le agenzie di *rating*, gli investitori ed i clienti potranno disporre di informazioni pubbliche sulla *governance*, sul profilo di rischio, sul *capital management* e sul grado di patrimonializzazione delle imprese. Dal canto loro, le imprese potranno utilizzare l'informativa per dimostrare la propria solidità patrimoniale, l'efficacia della propria

---

179 Così G. CUCINOTTA, *Verso la Solvibilità II*, cit., p. 178: "È evidente il mutamento di passo nella filosofia della vigilanza in materia di controllo della solvibilità, volta a favorire la crescita di una cultura del rischio. In particolare, la finalità è quella di dotare le imprese di strumenti più raffinati nella loro gestione quotidiana, accrescendo la consapevolezza del *management* circa le interrelazioni esistenti tra le diverse aree gestionali (...). Andando in maggior dettaglio, questa impostazione consente alle imprese stesse di acquisire una maggiore consapevolezza dei possibili effetti derivanti dalle scelte prese: da quelle relative alla natura dei rischi assunti, al *pricing* dei prodotti, alle politiche di determinazione delle riserve, alle strategie in materia di investimenti, unificandole in una visione integrata delle diverse fasi dell'operatività corrente". L'Autore individua come vantaggi del nuovo sistema, tra gli altri, il rilievo dato alla relazione che si instaura tra le variabili "esterne" (economiche, sociali e finanziarie) e la struttura peculiare dei flussi di costi e ricavi determinati in base alle politiche aziendali e lo sviluppo di modelli integrati come strumento di gestione che consenta la valutazione congiunta di strategie e risultati.

180 In tal senso CEIOPS, *Issues Paper on the Supervisory Review Process and Undertakings' Reporting Requirements*, 2008, reperibile sul sito web [www.ceiops.eu](http://www.ceiops.eu).

*governance* e delle funzioni di controllo, fornendo un maggiore livello di conforto a tutti gli *stakeholders* e attraendo nuovi potenziali investitori.

Secondo quanto richiesto dalla normativa, è prevista la predisposizione di due tipi di documenti:

- 1) il *Report to Supervisor* (RTS), destinato all'Autorità di vigilanza, che, secondo l'art. 35, co. 1 della direttiva, deve contenere quantomeno le informazioni necessarie a valutare il sistema di *governance* adottato dalle imprese, l'attività che esse esercitano, i principi di valutazione applicati a fini di solvibilità, i rischi cui sono esposte e i sistemi di gestione dei rischi, nonché la loro struttura patrimoniale, il loro fabbisogno di capitale e la loro gestione del capitale. Le informazioni, inoltre, devono consentire all'organo di controllo di adottare tutte le misure derivanti dalle funzioni assegnategli dalla direttiva;
- 2) Il *Solvency and Financial Condition Report* (SFCR), ovvero una *disclosure* pubblica redatta annualmente da parte dell'impresa d'assicurazione e contenente, come richiesto dall'art. 51, informazioni quantitative riguardanti i requisiti di capitale regolamentari adottati, incluso ogni possibile scostamento dei propri MCR e SCR e, in caso, la maggiorazione del requisito per essi prevista. In aggiunta alle principali informazioni finanziarie, è richiesta una descrizione qualitativa del proprio *business* e delle proprie *performance* finanziarie, del sistema di *governance* e dei differenti rischi affrontati nella propria attività, indicando, per ogni categoria di rischio, l'esposizione, la concentrazione, la mitigazione e la sensibilità verso lo stesso.

Il RTS e il SFCR sono *report* autonomi per i quali CEIOPS<sup>181</sup> ha previsto una struttura comune per ridurre l'impatto sulle imprese chiamate a preparare i *report*. In questo senso, il dettaglio delle informazioni contenute nel *report* dovranno essere "proporzionali" alla natura, dimensione e complessità del *business*.

Questo tipo di reportistica dev'essere redatta secondo una frequenza predeterminata, ma il co. 2 dell'art. 35 stabilisce che vi sono eventi (come, ad esempio, una modifica sostanziale del profilo di rischio o della posizione patrimoniale) che determinano la necessità di comunicazione specifica da parte dell'impresa; inoltre, le Autorità di

---

181 CEIOPS, *Consultation Paper n. 58, Draft Level 2 Advice on Supervisory Reporting and Disclosure*, 2009, reperibile sul sito web [www.ceiops.eu](http://www.ceiops.eu).

vigilanza, nell'ambito del *Supervisory Review Process*, possono richiedere all'impresa di ricevere determinate documentazioni.

Infine, l'art. 53 prevede dei casi in cui l'informativa al pubblico non è necessaria, ovvero allorquando le informazioni fornite potrebbero recare vantaggi indebiti ai concorrenti dell'impresa o nel caso in cui quest'ultima sia tenuta ad obblighi di segretezza e riservatezza nei confronti dei contraenti. Tali informazioni dovranno in ogni caso essere fornite privatamente all'Autorità di vigilanza.

## **2.5. Gli sviluppi di Solvency II: la proposta di direttiva Omnibus II e il QIS 5**

### **2.5.1. Omnibus II**

La recente proposta di direttiva c. d. Omnibus II della Commissione europea, del 19 gennaio 2011, ha l'obiettivo di coordinare la legislazione comunitaria del settore finanziario con il nuovo assetto delle procedure e dei soggetti di regolamentazione e vigilanza istituiti a livello comunitario: in particolare, in campo assicurativo essa mira ad apportare le modifiche necessarie a raccordare Solvency II con i poteri dell'EIOPA, la nuova Autorità europea di settore che ha assorbito anche le competenze del CEIOPS. Sotto il profilo istituzionale, le innovazioni concernono in particolare i poteri della Commissione, passata dalla competenza all'adozione di "misure di attuazione" a quella di "atti delegati" e "attuazione di *standard* tecnici": la riforma è coerente col dettato dell'art. 290 del Trattato di Lisbona, prevedendo un maggior coinvolgimento di Parlamento e Consiglio.

Quindi, mentre nel precedente sistema di supervisione le misure di secondo livello erano riservate alla Commissione e si concretavano in direttive o regolamenti, oggi la competenza del predetto organo si materializza nell'adozione di atti delegati da Parlamento e Consiglio (nell'ambito della procedura di codecisione) e nell'attuazione di *standard* tecnici: non si è mancato di rilevare come anche le misure di attuazione siano destinate ad essere contenute in atti delegati e ad essere elaborate, in concreto,

dall'EIOPA<sup>182</sup>.

Sotto il profilo del nuovo assetto organizzativo Omnibus II è concepita per coordinare Solvency II con i nuovi poteri dell'EIOPA rispetto al CEIOPS, introducendo un sostanziale obbligo per le Autorità nazionali di vigilanza di osservare le raccomandazioni dell'EIOPA e accordando a quest'ultimo organo poteri rafforzati nella valutazione delle tecniche di mitigazione del rischio.

Omnibus II dispone, poi, il rinvio dell'entrata in vigore di Solvency II dall'ottobre 2012 al gennaio 2013 e attribuisce alla Commissione il potere di adottare misure transitorie finalizzate a differire nel tempo fino a 10 anni l'efficacia di alcune previsioni di Solvency II, quali quelle in tema di valutazione di attività e passività (art. 75), riserve tecniche (art. 76), calcolo SCR, formula *standard* e modello interno (artt. 100-104), *governance*, gruppi e altro: naturalmente, una siffatta scelta è suscettibile di produrre sensibili ripercussioni sulla piena effettività della nuova regolamentazione.

Come primo atto dalla propria entrata in funzione, EIOPA ha disposto lo scorso 13 gennaio 2011 per le compagnie assicuratrici europee un nuovo *stress test*, di tenuta della loro solvibilità patrimoniale, in presenza simulata di ulteriori criticità finanziarie, ovvero crisi sistemiche.

### 2.5.2. Il QIS 5

Il QIS5<sup>183</sup> è stato il primo i cui risultati sono stato pubblicati, il 14 marzo 2011,

---

182 Per un rilievo critico sul punto si veda A. CANDIAN - A. TITA, *La compliance delle imprese assicurative nel quadro europeo*, cit., p. 26 s.: "Tra l'altro non è del tutto evidente come queste due fattispecie – atti delegati e attuazione di *standard* tecnici – possano effettivamente distinguersi, posto che, nella pratica, gli *standard* tecnici saranno attuati attraverso il ricorso ad atti delegati. Anzi, a questo proposito, occorre ricordare che gli standard tecnici di attuazione verranno elaborati da EIOPA e sottoposti alla Commissione (...). A parere di chi scrive ed in estrema sintesi, tuttavia, non è il passaggio da CEIOPS quale mero comitato di coordinamento tra *Authorities* nazionali ad EIOPA *Authority* essa stessa, e di rango "federale" a sovvertire gli equilibri nel sistema delle regole, bensì la scelta, ammesso che tale sia, di porre il livello delle regole lì dove le dimensioni del mercato si determinano e rilevano, ossia al rango europeo: e questa scelta è stata già precedentemente operata e gli effetti di questa sono ampiamente in atto".

183 EIOPA, *Report on the fifth Quantitative Impact Study For Solvency II*, 2011, reperibile al link [https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx\\_dam/files/publications/reports/QIS5\\_Report\\_Final.pdf](https://eiopa.europa.eu/fileadmin/tx_dam/files/publications/reports/QIS5_Report_Final.pdf). Inoltre, l'EIOPA ha tenuto a Francoforte, il 25 marzo 2011 una presentazione ("QIS5 results: General findings, surplus and preparedness"), reperibile al link

dall'EIOPA: lo studio si è svolto tra luglio e novembre 2010 con l'obiettivo di valutare gli effetti finanziari delle nuove regole di solvibilità, in vista dell'entrata in vigore della direttiva "Solvency II"

La partecipazione delle imprese assicurative ha raggiunto quasi il 70% delle compagnie di assicurazione e di riassicurazione, rispetto al 33% del QIS4, mentre hanno partecipato 167 gruppi assicurativi e riassicurativi, contro i 111 dello studio precedente. Anche grazie all'ampiezza del campione, i risultati del QIS5 hanno consentito di dedurre che la posizione patrimoniale del mercato assicurativo europeo rimane decisamente solida, nonostante gli effetti della crisi finanziaria: infatti, le compagnie partecipanti detengono 395 miliardi di euro di *surplus* rispetto al SCR e 676 miliardi rispetto al MCR.

Tuttavia, s'è emersa l'esigenza di continuare il lavoro su importanti aspetti quali:

- affinamento delle calibrazioni, soprattutto per l'assicurazione danni e il rischio catastrofale;
- riduzione della complessità nel calcolo dei requisiti secondo la Formula Standard, a vantaggio soprattutto delle piccole e medie imprese;
- definizione del limite temporale dei contratti assicurativi, dei criteri di valutazione delle imposte differite e degli utili attesi sui premi futuri.

Inoltre, quasi il 5% delle compagnie assicurative partecipanti non rispetterebbero il requisito del livello minimo di mezzi propri richiesti dai nuovi parametri nella loro formulazione attuale ("*minimal capital requirement*", MCR), rischiando, quindi, il ritiro della licenza". Circa il 15% delle compagnie non rispetterebbe, invece, il "*solvency capital requirement*" (Scr), ovvero il potenziale ammontare di capitale che sarebbe consumato da eventi inattesi di ampie dimensioni (la cui probabilità di accadere è pari allo 0,5% in un anno): secondo Solvency II, se non viene raggiunto l'Scr, il regolatore monitorerà la situazione della compagnia e deciderà le misure da adottare.

Tenendo conto dei risultati del QIS 5, la Commissione continuerà il suo lavoro tecnico

sulle misure di attuazione di secondo livello, così da arrivare alla pubblicazione nel corso del 2012. Peraltro, considerata l'importanza che lo studio riveste ai fini della valutazione della validità dell'impostazione di Solvency II e dei presumibili sviluppi futuri, non sono mancati commenti da parte degli operatori del settore assicurativo.

Interessante, ad esempio, è il Rapporto pubblicato da Willis Re, uno dei principali *broker* riassicurativi a livello mondiale<sup>184</sup>. Nel documento si conferma che il settore assicurativo europeo ha di fatto assorbito l'impatto della crisi finanziaria e si mantiene ben capitalizzato secondo i nuovi requisiti di solvibilità (evidenziando un capitale in eccesso rispetto al SCR per 355 miliardi di euro e un *solvency ratio* pari al 165%), ma si esprimono rilievi critici riguardo all'uso frequente di semplificazioni da parte dei partecipanti e del numero limitato di assicuratori che hanno utilizzato modelli interni:

- è stata riscontrata una notevole complessità per molti "SCR *sub-modules*", il che ha portato all'uso massiccio di semplificazioni nei calcoli (ad esempio per il rischio di *default* della controparte);

- il sottomodulo per il rischio catastrofe è stato il più criticato, sia per i dati richiesti sia per la limitata sensibilità all'effettiva esposizione al rischio, rendendo opportuna una revisione dei relativi criteri;

- i modelli interni non hanno fornito esiti sostanzialmente diversi da quelli della formula *standard* e, paradossalmente, vari assicuratori che hanno già chiesto l'approvazione dei propri modelli non hanno utilizzato questi ultimi nel QIS5;

Quindi, il *Report* conclude che l'industria assicurativa europea non è del tutto pronta per Solvency II, reputando opportuno un periodo di transizione di tre anni (che rappresenterebbero un buon compromesso tra le contrapposte esigenze di dare respiro

---

184 WILLIS RE, *Beware The Dog That Didn't Bark – Report on QIS5 Results*, 2011, reperibile al link [http://www.willisre.com/documents/publications/Risk\\_Quantification/Analytics/Enterprise\\_Risk\\_Management/Willis\\_Re\\_Reports\\_on\\_QIS5\\_2011.pdf](http://www.willisre.com/documents/publications/Risk_Quantification/Analytics/Enterprise_Risk_Management/Willis_Re_Reports_on_QIS5_2011.pdf).

agli assicuratori e di evitare distorsioni del mercato da un lato e di mantenere gli incentivi al progresso costante verso il pieno rispetto delle nuove regole dall'altro).

In ambito nazionale, l'Isvap e l'Università Luiss hanno presentato i risultati del QIS5.

□ Dall'illustrazione dei risultati sono emerse l'ampia partecipazione anche delle assicurazioni italiane e come, nonostante la crisi, la posizione finanziaria complessiva del mercato assicurativo nazionale resti solida, a maggior ragione rispetto ai requisiti patrimoniali richiesti da Solvency 2<sup>185</sup>.

In particolare, il *surplus* calcolato secondo il QIS5 è aumentato rispetto al *surplus* calcolato secondo l'attuale regime di solvibilità, passando da 25 miliardi di euro a 38 miliardi di euro rispetto all'Scr, e a 53 miliardi di euro rispetto all'Mcr.

Il QIS5 ha mostrato poi come la calibrazione della formula *standard* per il calcolo del nuovo requisito patrimoniale di solvibilità (SCR) sia risultata appropriata, nonostante la presenza di alcune aree (rischi danni e rischi catastrofali) che necessitano di miglioramenti e la necessità di adeguate misure transitorie per la classificazione di alcune categorie di fondi propri (soprattutto prestiti subordinati).

Alla simulazione hanno partecipato 134 imprese assicurative e riassicurative (88 nel QIS4) che rappresentano il 99% per il settore vita (in termini di riserve vita) e il 97% per il settore danni (in termini di raccolta premi).

Dal canto suo l'Ania, associazione delle imprese assicurative italiane, in una separata comunicazione<sup>186</sup>, ha sottolineato anche le criticità: "I risultati dell'esercizio hanno mostrato che la posizione finanziaria complessiva del mercato assicurativo italiano, nonostante la crisi, resta solida, anche rispetto ai requisiti patrimoniali richiesti da Solvency 2", ma "dallo studio emergono complessità e criticità che pongono oneri eccessivi in capo all'industria e che, quindi, le misure di implementazione necessitano di alcune significative correzioni". Inoltre, lo studio conferma l'eccessiva sensibilità delle regole di Solvency II alla volatilità di mercato: ciò rende estremamente costosa, per le imprese e quindi per gli assicurati, l'offerta dei prodotti a lungo termine con garanzie a

---

185 ISVAP, comunicato stampa del 23 marzo 2011, reperibile al [link](http://www.isvap.it/isvap/cms/docs/F18503/isvcs267.pdf) <http://www.isvap.it/isvap/cms/docs/F18503/isvcs267.pdf>.

186 Reperibile sul sito web [www.ania.it](http://www.ania.it).

favore degli assicurati.

In ogni caso, attraverso l'adozione della nuova regolamentazione, si apriranno nuovi scenari competitivi nel settore assicurativo europeo: con l'adozione del SCR e di strumenti come ORSA, infatti, le aziende stesse saranno in grado di valutare con maggiore accuratezza la tipologia di rischi a cui sono esposte e di individuare, tra di essi, quelli che richiedono una maggiore attenzione e coperture di capitale più elevate.

Fondamentale, poi, risulterà l'utilizzo dei modelli interni, funzionali non solo ad una più puntuale calibrazione dei requisiti patrimoniali rispetto all'effettivo profilo dell'impresa, ma anche alla diffusione di una generale cultura del rischio che, nelle intenzioni, dovrebbe divenire sempre più radicata all'interno delle compagnie.

La normativa di Solvency II rientra, inoltre, nell'alveo di un più ampio processo di trasformazione della vigilanza a livello europeo, che mira a far sì che il singolo intermediario possa, in qualche misura, "autoregolarsi" nell'ambito della propria attività, in un meccanismo di simbiosi tra eterodisciplina ed autodisciplina: tuttavia, è opportuno che le istituzioni comunitarie scongiurino le possibilità di abusi da parte degli operatori, come verificatosi, in ambito bancario, nel modello di Basilea 2.

Per quanto concerne i riflessi delle modalità di calcolo del requisito, il modello scelto da Solvency II risulta vicino a quello adottato per la valutazione del rischio in ambito bancario, dato che vengono presi in considerazione la totalità dei rischi relativi all'attività di un intermediario e non solo, dunque, i rischi tecnici: significativa è la considerazione della composizione dell'attivo, essenziale per tenere conto, di rischi importanti quali quelli di credito e di mercato.

Tuttavia, la nuova disciplina non è esente da critiche.

Parte della dottrina, infatti, sostiene che le assunzioni alla base del progetto Solvency II siano prive di significato scientifico in quanto fanno confusione tra due concetti ben distinti, quali quello di rischio e di incertezza, che, per sua natura, non è assicurabile e non consente di inferire distribuzioni di probabilità o scenari su avvenimenti futuri che sono da essa caratterizzati<sup>187</sup>.

---

187 In tal senso J. HUERTA DE SOTO, *Il fatale errore di "Solvency II"*, in *Diritto ed economia*

La presenza dei requisiti di solvibilità, inoltre, potrebbe rappresentare un elemento di deresponsabilizzazione degli assicuratori, i quali - come avviene per il fenomeno del *moral hazard* - potrebbero dare vita a comportamenti più rischiosi, nell'erronea convinzione di disporre di un meccanismo automatico di sicurezza che li possa mettere a riparo da qualsiasi errore imprenditoriale.

Inoltre, come risulta dagli ultimi studi d'impatto e l'Ania ha ribadito, sembrerebbe che i requisiti patrimoniali tendano ad aumentare, rendendo i costi del progetto ancora più elevati, soprattutto per le compagnie di dimensioni minori, le quali non sarebbero in grado di mettere in piedi un proprio modello interno: di conseguenza, forse sarebbe opportuna un'ulteriore calibrazione del progetto, sfruttando magari il considerevole periodo transitorio già previsto.

## CAPITOLO III

### Regolazione dell'attività assicurativa in Italia e ruolo dell'Isvap

A conclusione del lavoro, è opportuno valutare in che modo gli sviluppi della disciplina comunitaria del mercato finanziario ed assicurativo abbiano inciso e siano suscettibili di incidere in futuro sull'assetto del mercato assicurativo nazionale. Infatti, è di tutta evidenza come la più recente evoluzione normativa europea da una parte abbia già influenzato l'opera del Legislatore e delle Autorità indipendenti (chiamati a recepire via via istanze, principi e *guidelines*) e dall'altra richieda un naturale e progressivo processo di adattamento del sistema italiano.

In particolare, in quest'ultimo è dato riscontrare i caratteri di un completo e moderno *regulatory regime*, articolato su diversi piani organizzati e coordinati in modo da far prevalere, ormai, la regolazione tecnica sul tradizionale dirigismo politico: qui di seguito se ne riscontreranno ed esamineranno i principali caratteri, soprattutto alla luce della relativa integrazione nel contesto europeo.

#### **3.1. Aspetti generali: fonti e soggetti della regolazione**

Con riferimento alla regolazione del mercato assicurativo italiano, una definizione particolarmente ampia ed articolata, che ne sintetizza ed individua efficacemente le diverse componenti, ricomprende in essa diverse “dimensioni e funzioni”:

“I. innanzitutto l'*organizzazione dei pubblici poteri* preposti alla *regulation*. La sfera organizzatoria è comprensiva dell'attribuzione e suddivisione delle funzioni e della qualificazione giuridica delle figure soggettive (i *regulators*) cui le funzioni stesse sono attribuite;

II. in secondo luogo la *regolamentazione*, intesa in senso lato, vale a dire l'insieme di precetti (...) posti dal legislatore e dai *regulators* (in italiano: le autorità di vigilanza).

La regolamentazione, in senso lato, comprende, quanto ai suoi oggetti:

- la disciplina dei procedimenti di produzione delle norme regolamentari secondarie;
- la disciplina dei comportamenti delle imprese che operano nel mercato assicurativo e, più in generale, l'organizzazione giuridica del mercato stesso;
- la disciplina dei procedimenti da seguirsi e dei conseguenti provvedimenti adottabili dall'autorità di vigilanza nell'esercizio puntuale delle attribuzioni di vigilanza sulle imprese;

III. in terzo luogo l'*attività operativa di vigilanza*, svolta dall'autorità tecnica di settore per controllare l'organizzazione e la sana e prudente gestione delle imprese che competono nel mercato assicurativo"<sup>188</sup>.

Di conseguenza, l'analisi del sistema nazionale di controlli e regole del settore assicurativo si snoda attraverso gli elementi ora menzionati, e quindi l'esame dei principi generali del sistema, dei più significativi aspetti della normativa primaria, nonché dei poteri dell'organo di vigilanza e delle relative modalità di esercizio. Naturalmente, coerentemente con l'impianto del presente lavoro, verranno privilegiati i profili evolutivi della regolazione nazionale in accordo con le linee tracciate a livello comunitario e internazionale che si sono delineate in precedenza, nella prospettiva di una sempre maggiore integrazione: di conseguenza, verrà riservato maggiore approfondimento alla normativa che verosimilmente non necessiti di particolari adattamenti al recepimento di Solvency II, limitandosi a semplici cenni ad altri aspetti della disciplina. Del pari, rappresentando le possibili modifiche dei poteri, del ruolo e della responsabilità dell'autorità di vigilanza legate alla riforma della regolazione finanziaria a livello comunitario per molti versi ancora una forte incognita, nell'ultimo paragrafo si tenterà di fornire qualche sintetica indicazione (e di evidenziare gli aspetti problematici) in proposito, sulla scorta della dottrina finora pronunciata su tali questioni.

---

<sup>188</sup> Così S. AMOROSINO, *Regolazioni pubbliche Mercati Imprese*, cit., p. 169 s.

Il fondamento costituzionale della regolazione del mercato assicurativo è ormai individuato pressoché unanimemente nei principi della tutela e dell'incoraggiamento del risparmio di cui all'art. 47 della Costituzione<sup>189</sup>, attraverso la sostanziale assimilazione (sotto il profilo della raccolta del risparmio tra il pubblico) tra attività assicurativa e bancaria<sup>190</sup>.

La fonte legislativa di rango primario della regolazione dell'attività è ora costituita dal d. lgs. 209 del 2005, ossia il codice delle assicurazioni private<sup>191</sup>.

---

189 Cfr. L. DESIDERIO, *Temi e problemi di diritto delle assicurazioni*, Milano, 2010, p. 53 ss.

190 Come rileva da ultimo F. DI GIROLAMO, *L'acquisizione di partecipazioni in imprese finanziarie: regole procedurali e criteri di valutazione prudenziale*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2010, p. 1269, "il diritto delle assicurazioni (...) è molto più vicino a quello bancario che non il diritto delle imprese di investimento (...): l'attività assicurativa è pur sempre una forma di raccolta del risparmio nei confronti del pubblico e, al pari di quella bancaria, solleva identiche istanze di salvaguardia dei risparmiatori (-assicurati)", così da ricadere in pieno sotto la previsione della tutela e dell'incoraggiamento del risparmio di cui all'art. 47 della Costituzione.

Sul tema si vedano M. MIOLA, *Il risparmio assicurativo*, Napoli, 1988, p. 81 ss.; M. STELLA RICHTER JR., *L'attività di gestione del risparmio da parte di banche e assicurazioni*, in AA. VV., *I contratti del mercato finanziario*, a cura di Gabrielli e Lener, t. II, in *Trattato dei contratti*, diretto da Rescigno e Gabrielli, Torino, 2004, p. 662 ss.; A. GUACCERO, *Investimento finanziario e attività assicurativa nella prospettiva dell'informazione del risparmiatore*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2003, I, p. 21 ss.; L. PICARDI, *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004, p. 22 ss.

Inoltre, in merito al rilievo che l'art. 2195, co. 1, n. 4), c.c. paia assimilare l'attività assicurativa a quella bancaria v. O. CAGNASSO, *L'impresa di assicurazione*, in *Trattato di diritto commerciale*, diretto da Cottino, vol. X, *L'assicurazione: l'impresa e il contratto*, Padova, 2001, p. 15 s., e la dottrina ivi citata.

191 In proposito, e con particolare riferimento alle disposizioni disciplinanti il ruolo dell'Isvap, si vedano AA.VV., *Commentario al codice delle assicurazioni. D.lg. 7 settembre 2005, n. 209*, a cura di Bin, Padova, 2006; AA.VV., *Il nuovo codice delle assicurazioni. Commentario sistematico*, a cura di Amorosino-Desiderio, Milano, 2006; AA.VV., *Il codice delle assicurazioni private, Commentario al d.lg. 7 settembre 2005, n. 209*, a cura di Capriglione, Padova, 2007; S. AMOROSINO, *I profili pubblicistici del nuovo codice delle assicurazioni: disciplina di settore e potere di regulation dell'ISVAP*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2005, I, p. 12 ss.; ID., *Profili pubblicistici del nuovo Codice delle assicurazioni: atto fonte della disciplina di settore e del potere di regulation dell'Isvap*, in *Codificazione, semplificazione e qualità delle regole*, a cura di Sandulli, Milano, 2005; ID., *Regolazioni pubbliche Mercati Imprese*, cit., p. 157 ss.

Nella sua interessante chiave di lettura, G. CARRIERO, *Il controllo sull'attività assicurativa: istituzioni, obiettivi e strumenti*, in *Le Società*, 2009, p. 815, individua tre aspetti fondamentali: "Provando, nella sintesi estrema imposta dall'oggetto di questo scritto, a isolare le caratteristiche di maggior rilievo del codice, tre paradigmi normativi (meglio, principi ispiratori), riassuntivi di autonome ma complementari linee guida di politica del diritto, sembrano prevalentemente guidarlo.

Il primo consiste nella definitiva devoluzione all'Isvap delle attribuzioni pubbliche innanzi rimesse al competente dicastero in materia di controllo del mercato assicurativo (...).

Il secondo risiede, in esecuzione di specifici obblighi europei e in speculare osservanza di quanto già sancito nei comparti bancario e finanziario, nella codificazione delle finalità specifiche della vigilanza (...).

Infine (terzo insieme normativo), scartata l'ipotesi di inserire nel codice l'intera disciplina generale del contratto d'assicurazione, il testo definitivamente approvato contiene tuttavia (diversamente dalle

Nelle disposizioni del testo ora menzionato appare immediatamente evidente l'importante ruolo attribuito all'Autorità di vigilanza del settore, ossia l'Isvap (Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private e di Interesse Collettivo), la cui competenza, nell'ambito dell'approccio "misto" del sistema italiano, connotato dal sovrapporsi dei modelli orizzontale (approccio per finalità) e verticale (approccio per soggetti), è riconducibile a questo secondo schema. Tuttavia, a tal proposito va segnalata una recente e significativa deroga alla prevalenza del secondo modello sul primo, ossia il trasferimento alla Consob della competenza sulla distribuzione di prodotti finanziari emessi dalle assicurazioni ad opera della l. n. 262 del 2006 (c. d. legge sulla tutela del risparmio)<sup>192</sup> prima e del d. lgs. n. 303 del 2006 poi<sup>193</sup>.

In tema di novità di rilievo introdotte nel sistema di vigilanza italiano (che tendenzialmente prevede la competenza della Banca d'Italia sulle banche e talune altre tipologie di intermediari finanziari, dell'Isvap sulle assicurazioni, della Consob su intermediari e mercati finanziari e mobiliari e della Covip sui fondi pensione), va certamente evidenziata la creazione del Comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria. Tale organo, istituito nel marzo del 2008 con la firma di un Protocollo congiunto tra ministero dell'Economia e delle Finanze, Banca d'Italia, Consob e Isvap - è presieduto dal Ministro dell'Economia e composto dal Governatore della Banca d'Italia, dal Presidente della Consob e dal

---

discipline settoriali di banca e della finanza) cospicue e importanti sezioni che, incidendo sull'autonomia privata, ridisegnano l'assetto dei rapporti tra le parti non soltanto in vista della regolamentazione del mercato ma attraverso una vera e propria conformazione negoziale".

Cfr. L. DESIDERIO, *Temi e problemi di diritto delle assicurazioni*, cit., p. 48 ss.

In merito alle disposizioni del Codice delle assicurazioni in tema di contratti si rinvia all'approfondita disamina condotta da R. CAVALLO BORGIA, *I contratti di assicurazione* (artt. 165-175), in AA. VV., *Il nuovo codice delle assicurazioni*, cit., p. 325 ss.; ID, *Il contratto ed i criteri di redazione*, in *Responsabilità e assicurazione*, a cura di Cavallo Borgia, Milano, 2007, vol. III del *Trattato della Responsabilità Civile*, diretto da Franzoni., p. 43 ss.

<sup>192</sup> Segnatamente, l'art. 11, co. 3 e co. 9, lett. b della legge hanno modificato il T.U.F. (Testo Unico della Finanza, d. lgs. n. 58 del 1998), rispettivamente introducendo l'art. 25 *bis* (che devolve alla Consob la vigilanza regolamentare, informativa ed ispettiva sulla distribuzione di prodotti finanziari emessi dalle assicurazioni) e abrogando l'art. 100, co. 1, lett. f (che attribuiva all'Isvap il controllo sul collocamento dei prodotti ora menzionati). Sia sulla centralità del ruolo dell'Isvap sia su tale deroga, che parrebbe compromettere la "pervasività regolatoria dell'Istituto", si veda G. ROMAGNOLI, *ISVAP tra regolazione e vigilanza*, in *Assicurazioni*, 2006, I, p. 183 ss.; con particolare attenzione ai profili applicativi della disciplina adottata dalla Consob v. M. SAMPOGNARO – M. SIRI, *I prospetti di offerta dei prodotti finanziari assicurativi*, in AA. VV., *La regolazione assicurativa*, cit., p. 89 ss.

<sup>193</sup> Si veda in proposito S. AMOROSINO, *I modelli delle vigilanze pubblicistiche sui mercati finanziari*, cit., p. 109, il quale parla di "confini mobili" della vigilanza sui prodotti assicurativi-finanziari, che il Legislatore è intervenuto a "segnare" e "spostare".

Presidente dell'Isvap e deve riunirsi almeno due volte l'anno ed ogni volta che si manifesti un caso potenziale di crisi finanziaria di natura sistemica. Inoltre, alla struttura ora menzionata sono attribuiti compiti di recepimento dei principi elaborati nelle sedi internazionali nel sistema italiano di regolazione e adozione di misure nazionali integrative e complementari di tali criteri, cosicché il Comitato è “destinato ad essere l'*interfaccia*, in sede nazionale, degli indirizzi formulati dal FSF”<sup>194</sup> (Financial Stability Forum, ora Financial Stability Board).

### 3.1.1. Struttura, finalità e poteri dell'Autorità di vigilanza

Istituito con la legge 576 del 12 agosto 1982, l'Isvap è un ente dotato di personalità giuridica di diritto pubblico e si configura come Autorità amministrativa indipendente grazie alla progressiva acquisizione di tutti quegli indici cui la dottrina prevalente riconduce tale qualificazione: è infatti dotata di autonomia funzionale, patrimoniale, contabile, organizzativa e gestionale<sup>195</sup>.

Più in dettaglio, all'Istituto è riconosciuta piena autonomia funzionale, grazie da una parte all'attribuzione di poteri regolamentari, autorizzativi, prescrittivi, accertativi, cautelari e repressivi nei confronti dei destinatari della vigilanza (art. 5, co. 1, del codice delle assicurazioni) e dall'altra alla sottrazione ai poteri di direttiva, vigilanza e controllo interno da parte dell'esecutivo; a tale autonomia il codice collega “l'esercizio imparziale delle funzioni di vigilanza sul settore assicurativo” (art. 5, co. 5). Inoltre, l'Isvap è dotato di autonomia organizzativa (essendogli attribuito dalla legge istitutiva il potere di organizzare autonomamente struttura, funzionamento, gestione delle spese e del personale) e finanziaria (in quanto le risorse per il suo funzionamento non gravano sul bilancio dello Stato, derivando da contributi di natura parafiscale a carico dei vigilati).

Quanto alla struttura, gli organi che compongono l'Istituto sono il presidente (organo monocratico), con funzione anche di direttore generale, e il consiglio (organo collegiale)

---

194 Così S. AMOROSINO, *I modelli delle vigilanze pubblicistiche sui mercati finanziari*, cit., p. 105.

195 Per una sintetica ma completa prospettazione dei vari punti si veda G. CARRIERO, *Il controllo sull'attività assicurativa*, cit., p. 817, il quale individua le ragioni per cui appare “ormai estranea a ogni ragionevole dubbio l'appartenenza dell'Istituto all'alveo delle autorità amministrative indipendenti. L'Isvap è invero in possesso di tutti i principali indicatori che la dottrina amministrativa ritiene essenziali onde qualificare l'autorità come indipendente” nell'ampio novero di poteri.

composto da sei membri oltre al presidente medesimo<sup>196</sup>. Quest'ultimo è scelto tra persone di indiscussa moralità ed indipendenza, esperte nelle discipline tecniche ed amministrative interessanti l'attività assicurativa, ed è nominato con decreto del Presidente della Repubblica, previa deliberazione del Consiglio dei Ministri, su proposta del Ministro dello Sviluppo Economico; alla nomina si applicano le disposizioni della legge 24 gennaio 1978, n. 14. I componenti del consiglio, invece, sono nominati con decreto del Presidente del Consiglio dei Ministri, di concerto con il Ministro dello Sviluppo Economico, durano in carica quattro anni e possono essere confermati per non più di due volte. Essi devono essere scelti fra persone di indiscussa moralità e indipendenza e di approvata competenza nelle materie tecniche o giuridiche interessanti le attività assicurative e finanziarie. Essi non possono esercitare alcuna attività, remunerata o gratuita, in favore degli enti e delle imprese di cui all'articolo 4 o di enti e società con essi comunque collegati.

Il presidente dell'Isvap, diversamente dai membri del consiglio (che egli presiede), ricopre tale ruolo in via continuativa ed è sottoposto ad un regime di incompatibilità assoluta con l'esercizio di qualsiasi altra attività (art. 10, co. 2, L. n. 576/82), è titolare di poteri rappresentativi dell'Istituto – del quale predispone la relazione annuale da allegare al bilancio consuntivo – ed inoltre convoca e presiede il consiglio e ne attua le deliberazioni; inoltre, egli è titolare del potere residuale di esercizio di ogni altra attribuzione non espressamente attribuita dalla legge agli altri organi dell'Istituto.

Il consiglio è titolare di funzioni riconducibili agli aspetti organizzativi, contabili e disciplinari, nonché consultive, propositive e di indirizzo: ad esempio, competono a tale organo le delibere relative all'adozione dello statuto, del regolamento di organizzazione,

---

196 In proposito si veda ancora G. CARRIERO, *Il controllo sull'attività assicurativa*, cit., p. 817 s.: "Sul piano strutturale, l'Isvap si compone di due distinti organi - monocratico il primo, collegiale il secondo - dotati delle specifiche attribuzioni loro conferite dalla legge istitutiva: il presidente e il consiglio. Ad assicurare il coordinamento funzionale fra i due organi provvede la norma che vuole il presidente dell'Istituto essere anche presidente del collegio (art. 11, comma 1, L. n. 576/1982). È di immediata evidenza la diversità di tale assetto rispetto alle scelte operate dal legislatore con riguardo ad altri enti pubblici appartenenti alla diversificata congerie delle c.d. autorità amministrative indipendenti. (...). In definitiva, al solo presidente compete la formale adozione dei provvedimenti finali (generalmente e individuali) inerenti all'esercizio delle funzioni istituzionali in punto di attività regolatoria, prescrittiva, autorizzatoria, accertativa, cautelare e repressiva".

all'approvazione del bilancio e all'assunzione e progressione in carriera del personale (compresa la nomina del vice direttore generale).

All'Isvap è attribuito il ruolo istituzionale di tutelare la sana e prudente gestione delle imprese assicurative, garantendone trasparenza e correttezza di comportamento (al fine di salvaguardare stabilità, efficienza e competitività del sistema assicurativo, a protezione degli interessi degli assicurati e dell'utenza in generale), nonché di controllare costantemente i rischi di instabilità che possono derivare da scelte gestionali errate (ciò al fine di perseguire la solidità finanziaria e patrimoniale, imprescindibile condizione della stabilità non solo del sistema assicurativo ma anche del sistema finanziario nel suo complesso). Tale principio di sana e prudente gestione (di matrice comunitaria), ha trovato esplicito riconoscimento proprio nel codice delle assicurazioni (e peraltro in svariate disposizioni dello stesso), mentre in precedenza non era configurato tanto come finalità immanente nell'impresa ed obiettivo di vigilanza, quanto come riflesso delle qualità degli amministratori e degli azionisti rilevanti: di conseguenza, all'Isvap era demandata sul punto una valutazione prognostica, "un giudizio sintetico a priori, non un giudizio analitico a posteriori"<sup>197</sup>.

---

197 Così M. ROSSETTI, *Le novità del codice delle assicurazioni*, in *Corriere Giuridico*, 2006, p. 125 s., il quale sottolinea l'importanza dell'esplicito riconoscimento di tale principio nel nuovo codice: "Certo, già prima del codice delle assicurazioni erano numerose le norme che a ben vedere costituivano attuazione del principio di sana e prudente gestione, e che prevedevano varie forme di sanzioni o misure coercitive per salvaguardare la stabilità dell'impresa (si pensi al blocco normativo sulla vigilanza prudenziale). Tali misure tuttavia erano previste nel caso di violazioni tipiche e nominate, mentre non esisteva una clausola generale in virtù della quale qualsiasi violazione, anche innominata, del principio di sana e prudente gestione esponeva l'impresa a conseguenze sanzionatorie o d'altro tipo.

Tale quadro normativo è mutato significativamente per effetto dell'introduzione del codice delle assicurazioni.

L'art. 3 cod. ass. ha elevato il rispetto della sana e prudente gestione a finalità dell'intera attività di vigilanza, ed aggiunge che tale scopo va perseguito "avendo riguardo alla stabilità, all'efficienza, alla competitività ed al buon funzionamento del sistema assicurativo, alla tutela degli assicurati e degli altri aventi diritto a prestazioni assicurative, all'informazione ed alla protezione dei consumatori"; il successivo art. 5, poi, fa della sana e prudente gestione misura e limite dei poteri dell'Isvap, attribuendo a quest'ultimo il potere di "adottare ogni regolamento necessario per la sana e prudente gestione delle imprese".

L'Autore conclude che "il principio di sana e prudente gestione è destinato, nel mutato quadro normativo, ad assumere una valenza generale che in precedenza gli era estranea.

In quanto finalità generale della vigilanza, ed in quanto parametro di necessaria valutazione per l'autorizzazione di innumerevoli operazioni (autorizzazione all'esercizio, acquisto e detenzione di partecipazioni, fusioni, scissioni, mutamenti statutari, tutela degli assicurati), il principio in esame è

Più precisamente, il codice delle assicurazioni private enuncia espressamente le finalità specifiche della vigilanza assicurativa (art. 3), enucleando (secondo acuta dottrina) come obiettivi finali il perseguimento della “sana e prudente gestione delle imprese di assicurazione e riassicurazione e la trasparenza e la correttezza dei comportamenti delle imprese, degli intermediari e degli altri operatori del settore assicurativo” e come obiettivi intermedi (strumentali e più definiti rispetto ai primi) il riguardo “alla stabilità, all'efficienza, alla competitività e al buon funzionamento del sistema assicurativo, alla tutela degli assicurati e degli altri aventi diritto a prestazioni assicurative, all'informazione e alla protezione dei consumatori”. Di particolare rilievo è l'esplicito riconoscimento della sana e prudente gestione come canone generale di vigilanza, richiamato puntualmente in svariate disposizioni<sup>198</sup>.

Le competenze attribuite all'Isvap e il contenuto della regolazione, individuato attraverso i suddetti principi, paiono adeguati a garantire l'attuazione dei principi del menzionato art. 47 Cost. tanto a chi ritiene la teoria degli ordinamenti sezionali<sup>199</sup> quanto a chi, al contrario,

---

divenuto un criterio innominato di valutazione dell'operato dell'impresa. Ciò significa che il rispetto delle regole formali previste dalla disciplina di settore potrebbe dimostrarsi irrilevante per l'impresa, se in concreto le scelte gestionali siano tali da mettere in pericolo la gestione sana e prudente”.

198 La notazione è di G. CARRIERO, *Il controllo sull'attività assicurativa: istituzioni, obiettivi e strumenti*, cit., p. 815. L'Autore continua chiarendo il rapporto tra le due tipologie di obiettivi: “Mutuando categorie epistemologiche dell'economista, distinguo tra obiettivi finali e obiettivi intermedi in quanto stabilità, efficienza, competitività e buon funzionamento del sistema assicurativo sono, a ben vedere, beni strumentali che qualificano in via esclusiva il perseguimento di una finalità (la sana e prudente gestione dell'impresa) altrimenti generica, vaga e (come riscontrato in eventi recenti) purtroppo equivoca; così come tutela degli assicurati, informazione e protezione dei consumatori rappresentano le tecniche di *policy* della supervisione attraverso le quali garantire trasparenza e correttezza da parte dei soggetti attivi nel settore. Ciò in speculare osservanza, nell'interpretazione della norma, della sua intima *ratio* ispiratrice, che è - all'evidenza - nel senso della riaffermazione del principio di legalità dell'azione amministrativa attraverso la circoscrizione degli ambiti di discrezionalità (tecnica, sulla scorta della giurisprudenza largamente prevalente) posseduti dall'autorità nel perseguimento dei fini pubblici previsti dall'ordinamento”.

Si veda in proposito anche L. DESIDERIO, *Temi e problemi di diritto delle assicurazioni*, cit., p. 46: “all'obiettivo della solvibilità si è andato aggiungendo, sull'onda delle iniziative comunitarie, quello della tutela del consumatore, che si sgancia dall'originaria prospettiva giusprivatistica per attribuirsi alla cura concorrente dell'Autorità di vigilanza. Non ne è contraddetta, ma anzi esaltata, la logica della settorialità che proprio nel Codice trova la sua espressione più compiuta”. Secondo l'Autore, l'art. 3 “amplia lo spettro degli obiettivi di vigilanza, inglobando nella disciplina di settore profili di solvibilità delle imprese, di stabilità del mercato, di informazione dell'utenza e di tutela degli assicurati, dei danneggiati e in genere dei beneficiari di prestazioni assicurative”.

199 G. CARRIERO, *Il controllo sull'attività assicurativa: istituzioni, obiettivi e strumenti*, cit., p. 816, osserva: “Gli ampi poteri di regolazione e controllo dell'Isvap nei confronti dei destinatari della vigilanza (imprese, gruppi, intermediari e altri soggetti indicati nell'art. 6 del codice) appaiono

ravvisa nel sistema del codice delle assicurazioni il ricorrere di tale schema<sup>200</sup>.

Per lo svolgimento delle proprie attività e il perseguimento dei propri fini all'Istituto sono attribuiti poteri di natura autorizzatoria, prescrittiva, accertativa, cautelare e repressiva, nonché, soprattutto con il nuovo codice, un'espressa potestà regolamentare<sup>201</sup>, in particolare ai fini dell'attuazione della normativa primaria<sup>202</sup>: di

---

astrattamente idonei a garantire tutela al risparmio assicurativo e, per questa via, a rendere effettiva nel comparto in rassegna l'attuazione del precetto di cui all'art. 47 Cost. Segnatamente riguardo all'impresa, essi abbracciano il momento genetico, quello funzionale, quello estintivo attraverso un assetto disciplinare (primario e sub - primario) in larga parte derogatorio, additivo o sostitutivo rispetto al diritto comune delle società. Abbandonata (perché non più attuale e proponibile alla luce degli impegni europei) la teoria dei c.d. «ordinamenti sezionali», l'impresa assicurativa - al pari di quella bancaria - si caratterizza per la specialità del relativo statuto legale, che diviene speciale al quadrato ove il suo capitale sia rappresentato da strumenti finanziari quotati in un mercato regolamentato. Le motivazioni di tale specialità sono anche solo intuitivamente evidenti. Risiedono, nella struttura elementare, basica di un rapporto fisiologicamente caratterizzato dalla certezza della prestazione da parte dell'assicurato a fronte dell'incertezza (assicurazione danni, legata al verificarsi dell'evento) ovvero della distanza temporale (assicurazione vita, nelle diverse forme) della controprestazione, nell'esigenza di garantire la capacità futura dell'impresa di adempiere a quanto dedotto nel contratto in un tempo talora anche molto remoto”.

200 L. DESIDERIO, *Temi e problemi di diritto delle assicurazioni*, cit., p. 46 ss., secondo cui viene riconosciuta all'Isvap “una posizione di sempre più marcata primazialità nel governo degli strumenti del controllo, siano essi accertativi, ripristinatori, cautelari, repressivi o normativi.

In particolare, il Codice ribadisce i tratti dell'ordinamento sezionale:

- a) approntando una disciplina di impianto sistematico;
- b) regolando i requisiti di ammissione nel settore di tutti gli operatori assicurativi in modo da salvaguardare il carattere riservato di questa specifica intrapresa economica;
- c) infine valorizzando la posizione di centralità dell'ISVAP nella gestione dei poteri di conformazione dei comportamenti cui sono tenuti i soggetti vigilati.

(...) L'intensa attività regolamentare cui sta provvedendo l'ISVAP, con scelte normative spesso accompagnate da reazioni più o meno vivaci, come sempre avviene quando il principio di autorità collide con l'autonomia privata, dimostra che la disciplina della vigilanza recata dal Codice costituisce un *work in progress*, offrendo palmare evidenza di quei tratti di flessibilità, di duttilità che giustamente si accreditano fra i pregi maggiori del modello sezionale quale fu teorizzato da Massimo Severo Giannini.

Nello sforzo di sussumere entro gli schemi della sezionalità i diversi obiettivi ai quali l'ordinamento attribuisce pubblica rilevanza, il Codice – lo si è visto dal testo dell'art. 3 – assegna dunque ai poteri regolativi (oltreché, e conseguentemente, accertativi e repressivi) dell'Autorità di vigilanza l'attuazione di finalità sopravanzanti quel controllo di solvibilità che pure constitui la finalità originaria della vigilanza assicurativa, allorché si ritenne – la coeva scelta in materia di vigilanza bancaria avvalorava l'assunto – che in un'economia caratterizzata da insufficienza di capitali di rischio dovessero necessariamente garantirsi la solvibilità e l'efficienza dei due polmoni finanziari capaci di dare fiato agli investimenti produttivi, il polmone bancario e il polmone assicurativo, gli unici in grado di svolgere la funzione di collettori di pubblico risparmio da mettere a disposizione del sistema economico”.

201 In proposito si veda M. SCALISE, *Commento sub art. 9*, in AA.VV., *Il codice delle assicurazioni private. Commentario al d.lg. 7 settembre 2005*, n. 209, cit., vol. I, t. 1, p. 78 ss. Per G. ROMAGNOLI, *ISVAP tra regolazione e vigilanza*, cit., p. 185 s., l'ampiezza degli atti di regolazione demandati all'Isvap non trova riscontro nella disciplina del T.U.B. E del T.U.F., dal momento che “ai regolamenti ed ai provvedimenti amministrativi a carattere generale o puntuale (...) si affianca la previsione di atti

conseguenza, pare aver trovato compimento quella lenta evoluzione che ha progressivamente elevato l'Isvap al rango di Autorità di regolazione del settore assicurativo<sup>203</sup>, ruolo, questo, che poteva peraltro esserle ascrivito già dall'inizio del

---

orientativi/interpretativi e di valutazione preventiva della conformità di documenti precontrattuali dell'impresa rispetto a standard normativi fissati dalla legge od elaborati dall'ISVAP. L'autorità, infatti, è oggi chiamata a rendere nota l'interpretazione che ritiene preferibile della normativa di settore (art. 5, comma 2, cod.ass.) nonché ad esprimersi – su interpello dell'impresa vigilata – in merito alla corretta applicazione di disposizioni di legge e regolamento (art. 186, comma 1, cod.ass.).

Apprezzabili appaiono le disposizioni sull'attività regolamentare dell'ISVAP, che fanno proprie il principio di tipicità del potere normativo e di nominatività dei provvedimenti dell'ordinamento. Disposizioni queste che sgombrano così il campo dalle incertezze in merito alla qualificazione di taluni atti generali, quali direttive e raccomandazioni, assimilabili alle circolari, ritenute in precedenza per la loro pretesa astrattezza espressione di un potere sostanzialmente normativo”.

202 Secondo S. AMOROSINO, *I profili pubblicistici del nuovo codice delle assicurazioni*, cit., p. 14, “è, o dovrebbe essere, peculiare e caratterizzante delle discipline dei mercati finanziari (in senso lato) proprio l'articolazione di funzioni:

- tra normative primarie, che riguardano l'attribuzione di competenze, l'architettura normativa del settore, gli istituti giuridici ed i principi (ad esempio: in tema di rischi);
- e normative secondarie o terziarie, prevalentemente prodotte dalle Autorità di vigilanza, che disciplinano puntualmente i procedimenti, le regole di comportamento, i modelli organizzativi, i prospetti informativi ed i moduli di contratti per adesione; in una parola: che regolano l'operatività delle imprese finanziarie, ivi comprese quelle assicurative (...) l'esercizio della funzione regolamentare non dovrebbe essere una variabile dipendente degli indirizzi di politica assicurativa del governo (...). Per i mercati finanziari non vi è uno spazio giuridico, e politico, per "linee di politica bancaria o assicurativa o degli intermediari", che siano diverse ed ulteriori rispetto agli indirizzi formulati nelle leggi, mediante le quali si detta l'organizzazione giuridica generale di questi mercati (ad esempio: vietando, in passato, o consentendo, oggi, lo svolgimento integrato di più tipi di attività finanziaria).

E, a valle degli indirizzi normativi primari, spetta alle Autorità dettare, in funzione di vigilanza, regole secondarie e terziarie per disciplinare i comportamenti degli operatori, in conformità agli obiettivi della vigilanza stessa”.

Per M. ROSSETTI, *op. loc. ult. cit.*, invece, “desta perplessità il fatto che il codice delle assicurazioni, nel disporre puramente e semplicemente l'abrogazione di norme di legge (ad es., quelle che oggi disciplinano i criteri per la costituzione delle riserve tecniche e la copertura di esse) non detti alcun principio generale regolatore della materia, sostanzialmente lasciando l'Isvap arbitro assoluto di essa. Vero è che l'Isvap sarà comunque tenuto al rispetto della copiosa normativa comunitaria, e che le prerogative di autonomia e terzietà di cui attualmente gode l'ente di vigilanza costituiscono ragionevoli garanzie di efficienza, ma resta il fatto che nel caso di specie ci troviamo di fronte ad una sostanziale "delega in bianco" in favore di un'autorità indipendente (l'Isvap), fenomeno che secondo autorevole dottrina suscita vari dubbi di legittimità costituzionale, posto che la delegificazione non può attuarsi attraverso l'opera di organi politicamente irresponsabili, perché privi di legittimazione popolare, quali sono le c.d. *Authorities*. Il Consiglio di Stato, nel parere sul progetto di codice delle assicurazioni, non ha escluso *a priori* che l'Isvap possa emanare regolamenti "indipendenti", cioè su materie non disciplinate dalla legge. Ha però soggiunto che questa facoltà può essere esercitata solo a due condizioni: che la materia regolata non sia soggetta a riserva di legge, e che sia comunque la legge a fissare i criteri di fondo per l'esercizio del potere normativo da parte dell'Isvap”.

203 G. CARRIERO, *Il controllo sull'attività assicurativa: istituzioni, obiettivi e strumenti*, cit., p. 815, osserva che nel nuovo sistema si completa il trasferimento delle competenze ministeriali all'Isvap, che “diviene unico titolare della funzione pubblica assegnatagli in punto di attività regolatoria, prescrittiva, autorizzatoria, accertativa, cautelare e repressiva. (...). Emblematica è, a tale riguardo, la

nuovo millennio<sup>204</sup>.

Del resto, l'attribuzione di poteri adeguati all'organo di controllo è indispensabile per un settore in cui l'obiettivo della stabilità, secondo la condivisibile concezione ampia accolta nel codice, è inscindibile dal perseguimento di un elevato grado di efficienza e, quindi, di concorrenza, trasparenza e tutela dei consumatori (attraverso anche la riduzione delle asimmetrie informative), tutte condizioni indispensabili per lo sviluppo del mercato<sup>205</sup>.

Infatti, la stabilità dell'impresa è perseguita attraverso una serie di previsioni in tema di requisiti patrimoniali delle imprese (riserve tecniche, margini di solvibilità ed altre norme di carattere prudenziale), finalizzate a contenere e circoscrivere i rischi d'insolvenza della singola assicurazione e l'eventuale propagazione all'intero mercato; a

---

lettura incrociata delle norme di cui agli artt. 4 e 5 del codice. Mentre questo (al comma 2) conferisce all'Isvap, in aggiunta al potere - dovere di emanare regolamenti nelle materie espressamente previste (e perciò, mutuando il lessico del civilista, regolamenti «tipici e nominati») la più generale facoltà di adottare «ogni regolamento necessario per la sana e prudente gestione delle imprese o per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti dei soggetti vigilati» (perciò regolamenti «atipici e innominati»), quello espressamente circoscrive l'attività regolamentare del Ministro ai «soli provvedimenti previsti nel...codice, nell'ambito delle linee di politica assicurativa determinate dal governo». Funzioni pertanto collegate più alla responsabilità politica di governo che all'attività di regolazione e vigilanza del mercato.

Il rapporto tra regola ed eccezione nell'espletamento dei controlli pubblici da parte dei due soggetti è così irreversibilmente capovolto rispetto alla primigenia disciplina del settore”.

204 Sia consentito rinviare in proposito a F. DI FONZO, *L'Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni Private e di Interesse Collettivo (Isvap)*, in AA. VV., *Diritto e istituzioni della regolazione*, cit., p. 245 ss.; specificamente, F. POLITI, voce *Regolamenti delle autorità amministrative indipendenti*, in *Enc. Giur. Treccani*, XXVI, Roma, 2001, p. 11, già inquadrava il controllo esercitato dall'Istituto nella tipologia del “controllo-regolazione”, intermedio tra il “controllo-vigilanza” e il “controllo-direzione”.

205 G. CARRIERO, *Il controllo sull'attività assicurativa: istituzioni, obiettivi e strumenti*, cit., p. 818, così si esprime: “è peraltro evidente che perseguire la sola stabilità dell'impresa in uno spazio vuoto di concorrenza non è sufficiente né giuridicamente consentito. (...) è ora risultato ampiamente acquisito quello che l'obiettivo della stabilità debba coniugarsi con l'efficienza dell'impresa e con la sua competitività sul mercato dei prodotti e/o dei servizi.

Per essere stabile, l'impresa non può che essere anche efficiente, sussistendo tra le due variabili una stretta interdipendenza. L'impresa stabile ma inefficiente, ammessa pure (ma certo non concessa) la sua configurabilità, non è impresa che possa competere nel mercato. È a questo antinomia ed estranea. (...). Ad onta della facile quanto superficiale constatazione che queste regole sembrano imporre non sempre giustificati costi unitari a carico di tutti i soggetti interessati a operare nel mercato può - più fondatamente - osservarsi come esse costituiscano piuttosto la precondizione affinché imprese dotate di un più alto *standing* accettino di partecipare al gioco di un mercato altrimenti privo di regole, rappresentando uno strumento che riduce quei costi (c.d. di transazione) che, in assenza di tale quadro, ciascun soggetto dovrebbe affrontare per trovare una controparte affidabile, controllarne il comportamento al fine di ottenere il risultato sperato, rinvenire soluzioni che assicurino il raggiungimento dell'obiettivo economico”.

queste si affiancano, poi, numerose norme a tutela della trasparenza e della correttezza, che chiaramente contemperano le esigenze di tutela degli assicurati con finalità di miglioramento del mercato (attraverso la riduzione delle opacità e dei costi di transazione e la fissazione di regole chiare per gli operatori). Di conseguenza, le modalità attraverso cui l'Isvap garantisce la protezione degli utenti risiedono in gran parte nella previsione di adeguati doveri d'informazione e regole di condotta a carico dei vari intermediari assicurativi, anche perché, sul piano sostanziale, la tutela della trasparenza risulta coerente i principi di libertà contrattuale e favorisce consapevolezza e libertà scelta consapevole degli assicurati, così chiamati a ridurre rendite di posizione e indirizzare le imprese verso maggiori efficienza e competitività.

Si può senz'altro condividere la conclusione secondo cui l'Isvap "viene investito nel nuovo codice del ruolo di principale centro di regolazione del mercato assicurativo" e "viene delegato a porre in essere un'attività di regolazione del mercato assicurativo sia con interventi imperativi che persuasivi diretti ad ordinarlo, non solo tramite l'imposizione, ma anche per mezzo dell'individuazione di *standard* comportamentali ed organizzativi in grado di prevenire rischi di instabilità dell'impresa, di preservarne la correttezza, per facilitare l'esercizio dei controlli e la repressione delle condotte non conformi alle disposizioni di legge e regolamento"<sup>206</sup>.

### **3.1.2. Soggetti vigilati e competenze; disciplina delle condizioni di accesso**

L'Isvap esercita le proprie funzioni di vigilanza nei confronti:

- delle imprese che esercitano nel territorio della Repubblica italiana attività di assicurazione e riassicurazione;
- dei gruppi assicurativi e dei conglomerati finanziari nei quali tali imprese sono incluse, in conformità alla specifica normativa ad essi applicabile (c.d. vigilanza supplementare);
- degli intermediari di assicurazione e di riassicurazione, dei periti e di ogni altro operatore del mercato assicurativo;
- dei soggetti che in qualunque forma svolgono funzioni parzialmente comprese nel ciclo operativo delle imprese di assicurazione o di riassicurazione, limitatamente ai

---

<sup>206</sup> Così G. ROMAGNOLI, *ISVAP tra regolazione e vigilanza*, cit., p. 184.

profili assicurativi e riassicurativi.

Le suddette funzioni sono molteplici, ma nello specifico le più importanti sono:

- concessione dell'autorizzazione all'esercizio dell'attività assicurativa;
- controllo continuo della gestione tecnico-assicurativa, patrimoniale e contabile dei soggetti controllati;
- vigilanza sull'osservanza delle leggi e dei regolamenti in materia assicurativa da parte delle imprese e dei loro agenti;
- tutela dei consumatori;
- accoglimento dei reclami da parte dei consumatori in un apposito registro e potere correttivo, repressivo e sanzionatorio nei confronti dei soggetti vigilati;
- rilevamento dati di mercato per la formazione delle tariffe e delle condizioni contrattuali delle polizze;
- promozione di ogni forma di collaborazione ritenuta necessaria con le altre Autorità di vigilanza finanziaria degli Stati membri.

Con riguardo ad una delle competenze più importanti, ossia l'autorizzazione all'esercizio dell'attività assicurativa<sup>207</sup>, va precisato che in Italia vige il principio della specializzazione operativa delle compagnie (art. 11, co. 2 codice delle assicurazioni private), per il quale esse non possono esercitare la propria attività in entrambi i rami, vita e danni: le imprese che intendano derogare a tale principio sono tenute ad una gestione amministrativa e contabile separata per ciascun ramo. La *ratio* della previsione risiede nell'esigenza di eliminare, o quantomeno ridurre, i rischi connessi all'esercizio dell'attività e, in particolare, garantire agli assicurati del ramo vita una specifica protezione da eventuali risultati negativi scaturiti nella gestione danni.

L'autorizzazione all'esercizio dell'attività rappresenta ora condizione per l'iscrizione nel registro delle imprese – contrariamente alla disciplina precedente – ed è concessa

---

<sup>207</sup> Sul tema si vedano G. MARTINA, *L'accesso all'attività assicurativa*, in AA. VV., *La regolazione assicurativa*, cit., p. 323 ss.; N. GENTILE, *Commento sub artt. 13-15*, in AA.VV., *Il codice delle assicurazioni private. Commentario al d.lg. 7 settembre 2005*, n. 209, cit., vol. I, t. 1, p. 136 ss.; V. MEZZACAPO, *L'accesso all'attività assicurativa*, in AA.VV., *Il nuovo codice delle assicurazioni. Commentario sistematico*, cit., p. 130 ss.; M. ROSSETTI, *L'autorizzazione all'esercizio dell'impresa assicurativa: le novità del codice delle assicurazioni*, in *Assicurazioni*, 2005, I, p. 443 ss.

dall'Isvap previa verifica di determinati requisiti (in proposito il regolamento 10/2008 dell'Isvap integra le disposizioni del codice)<sup>208</sup>:

- forma giuridica di società per azioni, società cooperativa e di mutua assicurazione;
- possesso del capitale sociale minimo richiesto pari ad un ammontare compreso tra i cinque milioni e un milione e cinquecentomila euro a seconda dei rami (o del fondo di garanzia nel caso di società di mutua assicurazione);
- presentazione, unitamente all'atto costitutivo e statuto, di un programma concernente l'attività iniziale e la struttura organizzativa e gestionale e di una relazione tecnica sottoscritta da un attuario;
- possesso di requisiti di onorabilità da parte di titolari di partecipazioni rilevanti, nonché dei requisiti di onorabilità, professionalità e indipendenza dei soggetti che svolgono ruoli di amministrazione, direzione e controllo;
- assenza, tra l'impresa o i soggetti del gruppo di appartenenza e altri soggetti, di stretti legami che ostacolano l'effettivo esercizio delle funzioni di vigilanza.

In tema, novità di rilievo è l'adozione da parte del Ministero dello sviluppo economico, sentito l'Isvap, del regolamento che fissa i requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza degli esponenti aziendali previsto dall'art. 76 del codice<sup>209</sup>, limitandosi per lo più a coordinare il contenuto del precedente decreto (d.m. n. 186/1997) con le novità in tema di partecipazioni rilevanti (di cui si dirà oltre). Più interessante, sempre in tale ambito, pare l'art. 36 del c.d. decreto "salva Italia" emanato dal Governo Monti, che vieta il cumulo di incarichi in imprese concorrenti per gli esponenti di vertice delle imprese assicurative, bancarie e finanziarie<sup>210</sup>: si mira, in tal modo, ad arginare il

---

208 Su tali profili si veda diffusamente G. MARTINA, *L'accesso all'attività assicurativa*, cit., p. 324 ss.

209 Decreto 11 novembre 2011, n. 220, "Regolamento recante determinazione dei requisiti di professionalità, onorabilità e indipendenza degli esponenti aziendali, nonché dei requisiti di onorabilità dei titolari di partecipazioni, ai sensi degli articoli 76 e 77 del codice delle assicurazioni private di cui al decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209". In merito agli atti preparatori ed al parere del Consiglio di Stato v. M. ARGENTATI – A. BOTTO, *Disciplina delle partecipazioni e del controllo in imprese di assicurazione e riassicurazione*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2009, p. 415.

210 L'art. 36 del decreto-legge 6 dicembre 2011, n. 201, convertito con modifiche dalla l. 22 dicembre

fenomeno delle partecipazioni incrociate (*interlocking directorates*), controproducente in termini di concorrenza, correttezza e trasparenza gestionale delle imprese.

Sotto il profilo della funzione di controllo della situazione patrimoniale e finanziaria delle imprese, l'Isvap verifica il possesso dei requisiti di solvibilità e di riserve tecniche sufficienti a fronteggiare le attività svolte, nonché di attivi congrui alla relativa integrale copertura.

A tal proposito, significative paiono le novità introdotte dall'art. 14, co. 2 del codice delle assicurazioni, che prevede il diniego dell'autorizzazione non solo nel caso in cui amministratori, direttori generali e sindaci non appaiano in grado di garantire una sana e prudente gestione, ma in tutte le ipotesi in cui anche uno soltanto dei requisiti prescritti dalla legge per il rilascio dell'autorizzazione appaia tale da compromettere tale esigenza (ad esempio se la misura del capitale, pur superiore al minimo di legge, sia giudicata inadeguata rispetto al programma di attività). Analoga previsione è dettata per le imprese di riassicurazione (art. 59, co. 2), per le quali è demandata all'Isvap la regolamentazione dell'adeguatezza patrimoniale, "avuto riguardo all'esigenza di sana e prudente gestione dell'impresa" (art. 62, co. 1).

Sempre la sana e corretta gestione sembra essere alla base dell'introduzione di un gruppo di disposizioni contenenti le norme che regolano le varie fasi della corretta gestione assicurativa: così, il codice disciplina, nell'ordine, la figura dell'attuario (artt. 31 e 34), le modalità di calcolo delle tariffe (artt. 32 e 35), il tasso di interesse contrattualmente garantibile (art. 33) e, in un secondo momento, le riserve tecniche (artt. 36 e 37) e la relativa copertura (artt. 38-43)<sup>211</sup>, fino ad arrivare al margine di

---

2011, n. 214, recante "Disposizioni urgenti per la crescita, l'equità e il consolidamento dei conti pubblici", recita:

*"1. È vietato ai titolari di cariche negli organi gestionali, di sorveglianza e di controllo e ai funzionari di vertice di imprese o gruppi di imprese operanti nei mercati del credito, assicurativi e finanziari di assumere o esercitare analoghe cariche in imprese o gruppi di imprese concorrenti.*

*2. Ai fini del divieto di cui al comma 1, si intendono concorrenti le imprese o i gruppi di imprese tra i quali non vi sono rapporti di controllo ai sensi dell'articolo 7 della legge 10 ottobre 1990, n. 287 e che operano nei medesimi mercati del prodotto e geografici".*

<sup>211</sup> In tema di riserve tecniche si vedano, per l'esame della disciplina introdotta dal codice delle assicurazioni, P. ANELLO-R. SALVATI, *Variazione delle riserve tecniche del ramo vita: persistono i dubbi sulla nuova disciplina*, in *Corriere tributario*, 2011, p. 447 ss.; C. BOLIS-M. GUSMEROLI, *Le riserve tecniche obbligatorie delle imprese di assicurazione*, *ivi*, 2010, p. 2753 ss.; P. DONATO, *La*

solvibilità (artt. 44 e ss.). Peraltro, proprio tale parte del testo unico sembra suscettibile di modifiche a seguito del recepimento di Solvency II, prevalendo la rifusione della normativa previgente sulla parte innovativa; del resto, la scelta forse più radicale, ossia quella di demandare l'individuazione delle attività a copertura delle riserve tecniche alla potestà regolamentare dell'Isvap, è stata in larga parte vanificata dal carattere ricognitivo del regolamento n. 16 del 2008, che sembra aver recepito i principi contabili internazionali ma non quelli della nuova disciplina della solvibilità<sup>212</sup>.

### **3.2. Elementi innovativi di vigilanza prudenziale nella regolamentazione dell'Isvap**

Sotto il profilo da ultimo riferito, maggiore apertura alle istanze comunitarie va riconosciuta ad una serie di regolamenti emanati dall'Isvap nell'ambito della potestà regolamentare poc'anzi menzionata, che hanno recepito in modo esplicito o implicito, o addirittura anticipato, alcune indicazioni riscontrabili tanto nella direttiva quanto nei relativi atti preparatori. Qui di seguito verranno brevemente passati in rassegna gli atti più interessanti e che, verosimilmente, costituiscono un primo stadio dell'implementazione di Solvency II.

#### **3.2.1. Regolamento n. 26 del 2008, concernente le partecipazioni assunte dalle imprese di assicurazione e di riassicurazione**

Il regolamento n. 26 del 2008, concernente le partecipazioni assunte dalle imprese di assicurazione e di riassicurazione<sup>213</sup> (emanato in attuazione degli artt. 80, co. 3, 190, co. 1 e 191, co. 1, lett. i) del codice delle assicurazioni) opera una certa liberalizzazione degli investimenti, anche di controllo, in soggetti non operanti nel settore assicurativo,

---

*riserva sinistri per i rami danni*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2008, I, p. 685 ss.; V. LEMMA, *Il significato delle riserve tecniche delle compagnie di assicurazioni secondo le indicazioni del codice delle assicurazioni private*, cit. Per la disciplina previgente v. ex multis R. CAVALLO BORGIA, *La valutazione di sufficienza delle riserve tecniche nell'assicurazione sulla vita: l'attuario incaricato e l'attuario revisore*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 1999, I, p. 3 ss.

<sup>212</sup> Così P. DONATO, *La riserva sinistri per i rami danni*, cit., *passim*.

<sup>213</sup> Per un commento si veda A. DI PIETRO, *In tema di investimenti e partecipazioni assunte da imprese di assicurazione e di riassicurazione: breve analisi del Regolamento ISVAP n. 26 e del progetto Solvency 2*, in *Foro amministrativo TAR*, 2008, p. 2660.

conformemente ai principi della nuova direttiva sulla solvibilità. In particolare, tale atto (coerentemente con i principi del codice) ripensa completamente la disciplina delle partecipazioni rispetto alla normativa previgente, prevedendo la completa liberalizzazione degli investimenti: in particolare (eliminando il divieto posto dall'art. Della l, n. 20 del 1991) è ora prevista la possibilità di acquisire con il patrimonio libero (la parte degli attivi dell'impresa non destinata a copertura delle riserve tecniche) partecipazioni, anche di controllo, in altre società, anche esercitanti attività diverse da quelle consentite alle imprese di assicurazione e di riassicurazione. L'acquisizione del controllo è stata assoggettata ad autorizzazione preventiva da parte dell'ISVAP che verifica la sussistenza di "condizioni atte a garantire una gestione sana e prudente dell'impresa istante, avuto riguardo ai possibili effetti dell'operazione sulla stabilità, sull'efficienza e sulla protezione degli assicurati", mentre negli altri casi vi è un obbligo di comunicazione preventiva.

Rimangono ferme, invece, le disposizioni in materia di copertura delle riserve tecniche che comportano per le compagnie il rispetto dei limiti massimi di investimento per singole categorie di attivi al fine di diversificare il rischio di investimento.

L'Isvap esercita i poteri di vigilanza prudenziale, previsti dall'art. 81 del Codice, sull'assunzione e sulla detenzione di partecipazioni da parte delle imprese assicurative avendo riguardo alla natura ed all'andamento dell'attività svolta dalla società partecipata, all'influenza di tali operazioni sulla struttura patrimoniale dell'impresa, alla dimensione dell'investimento in relazione al patrimonio libero dell'impresa ed alle ripercussioni sulla relativa stabilità, nonché sul rispetto delle norme in materia di verifiche di solvibilità e di adeguatezza patrimoniale.

Qualora dalla detenzione della partecipazione possa derivare un pericolo per la stabilità dell'impresa, l'Isvap ordina che la partecipazione sia alienata ovvero opportunamente ridotta, anche al di sotto del controllo, assegnando a tal fine un termine congruo.

L'istanza di autorizzazione all'acquisizione del controllo<sup>214</sup> è preceduta da

---

214 In caso di assunzione del controllo in altra impresa, l'istanza di autorizzazione deve contenere una serie di elementi informativi:

1. descrizione dell'operazione, con indicazione di importo, modalità e termini di realizzazione della

un'informativa di sintesi in forma scritta che contiene gli elementi essenziali e gli obiettivi dell'operazione, da rendere all'Isvap non appena assunta la relativa decisione da parte degli organi aziendali competenti.

Ai fini dello svolgimento dell'istruttoria, l'Isvap può richiedere all'impresa istante informazioni e chiarimenti ad integrazione della documentazione, nonché l'assunzione di ogni ulteriore o più specifico impegno, anche in relazione a situazioni particolari che possano incidere sulla sana e prudente gestione dell'impresa acquirente; del pari, può richiedere ad Autorità nazionali od estere elementi informativi, documentazione,

---

stessa e specificazione del numero e delle categorie di partecipazioni eventualmente già possedute e di quelle che si intendono acquisire, in via diretta o indiretta;

2. indicazioni circa le finalità e le motivazioni dell'operazione ed, in generale, ogni notizia utile ad inquadrare l'operazione nell'ambito dei piani strategici dell'impresa, ivi comprese le relative modalità organizzative. In particolare, nel caso in cui l'impresa di cui si intende assumere il controllo svolga attività strumentale o connessa all'attività assicurativa, il programma di attività che l'impresa partecipante intende porre in essere a seguito dell'acquisizione;

3. situazione economico-patrimoniale della società di cui si intende acquisire il controllo, con riferimento anche alle società da essa controllate ed all'attività d'impresa da esse svolta; di tale situazione può essere fornita informativa anche tramite l'invio del bilancio consolidato, se redatto, dell'impresa di cui si intende assumere il controllo;

4. indicazione della destinazione della partecipazione e delle modalità e criteri di contabilizzazione nel patrimonio dell'impresa acquirente (patrimonio libero o patrimonio non libero; utilizzo durevole o non durevole);

5. individuazione della controparte dell'operazione e della sua eventuale appartenenza al novero delle controparti di cui all'art. 5 del Regolamento ISVAP n. 25/2008 (16);

6. statuto ed ultimi due bilanci approvati della società di cui si intende assumere il controllo;

7. criteri utilizzati per la determinazione del prezzo di acquisto. Nel caso in cui l'impresa cedente rientri nel novero delle controparti di cui all'art. 5 del Regolamento ISVAP n. 25/2008, dovrà essere inviata anche una perizia asseverata aggiornata;

8. fonti di finanziamento dell'operazione;

9. simulazioni d'impatto dell'operazione sulla situazione patrimoniale attuale e prospettica dell'impresa partecipante, con particolare riguardo:

a) all'ammontare di patrimonio libero assorbito dall'operazione, con evidenza dell'impiego complessivo attuale e prospettico di tale patrimonio anche relativamente agli altri investimenti in essere;

b) alla situazione delle attività assegnate a copertura delle riserve tecniche a seguito dell'operazione, nel caso in cui la partecipazione sia destinabile a copertura delle riserve tecniche ai sensi del Titolo III, Capo III del Codice e relative disposizioni di attuazione;

c) alla situazione di solvibilità individuale e corretta, nel caso di assunzione di partecipazione in entità soggette a regolamentazione prudenziale.

10. copia della bozza del contratto da stipulare o del contratto stipulato sotto la condizione sospensiva dell'autorizzazione dell'ISVAP;

11. copia di eventuali patti di sindacato di voto e di ogni accordo fra soci, anche in corso di stipulazione, che abbia per oggetto o per effetto l'esercizio concertato del voto sull'impresa di cui si intende acquisire il controllo;

12. estratto del verbale della riunione dell'organo che ha deliberato l'assunzione della partecipazione di controllo.

valutazioni o pareri, in particolare quando il procedimento di autorizzazione include verifiche nei confronti di soggetti vigilati da tali Autorità.

Venendo ai criteri per l'autorizzazione, elencati dall'art. 10, l'ISVAP rilascia l'autorizzazione quando ricorrono le condizioni atte a garantire una gestione sana e prudente dell'impresa istante, avuto riguardo ai possibili effetti dell'operazione sulla stabilità, sull'efficienza e sulla protezione degli assicurati.

Ai fini del rilascio dell'autorizzazione, l'Isvap:

- a) tiene conto della natura dell'attività svolta e dell'andamento gestionale dalla società partecipata, dell'influenza dell'operazione sulla struttura patrimoniale dell'impresa partecipante e sul rischio di concentrazione degli investimenti, con riferimento agli effetti dell'operazione sia sul patrimonio libero che sul patrimonio non libero dell'impresa stessa;
- b) tiene conto degli eventuali legami di qualsiasi natura tra l'impresa partecipante e le società di cui si intende acquisire il controllo e altri soggetti, anche non soci, e valuta ogni altro elemento idoneo ad incidere sulla sana e prudente gestione dell'impresa e sull'esercizio di un'efficace azione di vigilanza;
- c) tiene conto dell'esistenza di eventuali patti di sindacato di voto o comunque di accordi tra soci, anche in corso di stipulazione, che consentono all'impresa il controllo della maggioranza dei diritti di voto ovvero conferiscono il diritto di nominare o revocare la maggioranza degli amministratori o che hanno per effetto l'esercizio concertato del diritto di voto nella società di cui si intende acquisire il controllo.

In caso di esito positivo dell'istruttoria, il procedimento si conclude e l'Isvap emana il provvedimento di autorizzazione e lo trasmette all'impresa istante; in caso contrario, prima della formale adozione del relativo provvedimento comunica all'impresa interessata i motivi che ostano all'accoglimento dell'istanza, invitandola a fornire eventuali dati o documenti utili ad evitare il rigetto (art. 12, co. 2) e, qualora permangano i presupposti per il diniego dell'autorizzazione, emana il provvedimento di

rigetto definitivo dell'istanza e lo trasmette all'impresa istante, dando conto delle relative motivazioni.

Sono previsti infine degli obblighi di informativa all'Isvap: ove l'operazione autorizzata non sia realizzata entro il termine indicato nella istanza di autorizzazione, l'impresa informa tempestivamente delle ragioni e dell'intenzione o meno di portarla a compimento e, inoltre l'impresa deve comunicare tempestivamente ogni atto e fatto che modifica le informazioni rese ai fini dell'autorizzazione, nonché ogni ulteriore circostanza significativa riguardante la partecipazione assunta.

L'art. 80, co. 2 del codice prevede obblighi di comunicazione preventiva anche per l'intenzione di un'impresa di assumere una partecipazione che risulti "consistente" rispetto al patrimonio netto o al totale degli investimenti della partecipante ovvero all'interessenza nella partecipata<sup>215</sup>: la disciplina attuativa dettata dal regolamento è imperniata prevede informazioni analoghe, *mutatis mutandis*, a quelle richieste per il controllo.

Il costante monitoraggio della solvibilità e della stabilità delle imprese da parte dell'Isvap è poi agevolato dagli artt. 17 e 18 del regolamento, che prevedono la comunicazioni trimestrale all'organo di vigilanza dell'elenco delle partecipazioni di controllo e consistenti detenute, con distinta indicazione della parte assegnata a copertura delle riserve tecniche e di quella detenuta con patrimonio libero; inoltre, nel caso si verifichi una riduzione del patrimonio libero di entità tale da non consentire la detenzione delle partecipazioni di controllo o consistenti, le imprese devono darne immediata comunicazione, unitamente all'indicazione delle azioni che intendono porre in essere per ripristinare una situazione di normalità.

---

<sup>215</sup> Ai sensi dell'art. 7 del regolamento le partecipazioni sono considerate consistenti quando, da sole o unitamente ad altre già detenute, direttamente o indirettamente, dall'impresa partecipante risultano pari o superiori al cinque per cento del capitale sociale della società partecipata oppure al cinque per cento del patrimonio netto dell'impresa partecipante, come risultante dall'ultimo bilancio approvato. Nel caso di partecipazione detenuta tramite società controllata, il valore della partecipazione da riportare al Patrimonio Netto dell'impresa partecipante è ponderato per l'interessenza complessiva del partecipante indiretto nel partecipante diretto; per le imprese partecipanti che redigono un bilancio consolidato, il valore della partecipazione si rapporta al patrimonio netto di pertinenza del gruppo, come risultante dall'ultimo bilancio consolidato approvato. Sono in ogni caso considerate partecipazioni consistenti le partecipazioni che consentono l'esercizio di un'influenza notevole sull'impresa partecipata.

### 3.2.2. Regolamento n. 20 del 2008, concernente i controlli interni

Come sopra riferito, la disciplina dettata dall'Isvap ha addirittura anticipato, su alcuni punti, le scelte accolte nel progetto Solvency II e, segnatamente, l'invito alle compagnie a dotarsi di un sistema di gestione integrata dei rischi: infatti, la circolare n. 577/D del 2005 contemplava per le imprese la predisposizione di adeguati sistemi di controllo interno e di gestione dei rischi (*risk management*) così da garantire la propria solvibilità, sulla base dei principi di sana e prudente gestione e delle esigenze di stabilità sistemica<sup>216</sup>.

L'intervento trovava la propria giustificazione nell'insufficienza dei soli requisiti quantitativi e minimi in tema di accantonamenti e degli attivi idonei alla copertura delle riserve ai fini della sana e prudente gestione della compagnia, ove non integrati da requisiti di natura qualitativa come la predisposizione di sistemi di *governance*, di controllo interno e di individuazione, valutazione e gestione dei rischi adeguati ed efficaci<sup>217</sup>: come desumibile dal testo, la disciplina del margine di solvibilità, delle riserve tecniche e degli investimenti degli attivi a copertura di queste ultime, "diretta a contemplare requisiti e vincoli patrimoniali per fronteggiare i rischi, calcolati in via semplificata, non è in grado da sola di assicurare uno sviluppo equilibrato dell'impresa", ma è necessario "che tali strumenti prudenziali di tipo quantitativo siano affiancati da requisiti qualitativi di gestione che assicurino una adeguata *governance* ed efficienti sistemi

---

<sup>216</sup> Sottolinea come proprio il ruolo cruciale svolto dal sistema di controlli interni nel monitorare il rischio paia rappresentare, nelle more del recepimento di Solvency II, uno dei punti fermi della disciplina di settore L. DESIDERIO, *Temi e problemi di diritto delle assicurazioni*, cit., p. 105, per il quale è "ragionevole ritenere che spetti all'apparato di controlli interni farsi carico di un attento monitoraggio dei diversi rischi in modo da consentire ai responsabili aziendali la predisposizione di procedure e strumenti di intervento atti a preservare le imprese da pericoli di insolvenza o di crisi".

<sup>217</sup> Il sistema dei controlli interni è comunemente definito come l'insieme delle regole, delle procedure e delle strutture organizzative volte a consentire, attraverso un adeguato processo di identificazione, gestione e monitoraggio dei principali rischi, una conduzione dell'impresa sana, corretta e coerente con gli obiettivi prefissati. Per il controllo interno nelle assicurazioni si vedano E. PARRETTA, *Controllo interno e assicurazioni. L'attività di internal auditor nel sistema di governance delle imprese assicuratrici*, Milano, 2007; F. PICHER, *Il sistema dei controlli interni nelle imprese di assicurazione, in Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2003, I, p. 661 ss.; S. MIANI-F. PICHER, *I controlli interni nelle imprese di assicurazione*, in AA.VV., *Rischi e controlli nelle banche e nelle assicurazioni*, Torino, 2003, p. 59 ss.

di controllo interno”.

Le indicazioni organizzative fornite da Isvap riguardano vari aspetti, quali la ripartizione delle varie responsabilità tra consiglio di amministrazione, alta direzione e collegio sindacale, l'esigenza di istituire dei flussi informativi coordinati e di evitare concentrazioni di potere decisionale su singoli individui, la protezione dal deterioramento e dalla perdita dei dati.

In ogni caso, “obiettivo ultimo del sistema di gestione dei rischi è mantenere ad un livello accettabile, coerente con le disponibilità patrimoniali dell'impresa, i rischi identificati e valutati”: di conseguenza, la politica di *risk management* adottata deve necessariamente essere commisurata alla solidità patrimoniale dell'impresa, consentendo un margine di rischio proporzionato alla solidità economica.

Per non rendere astratta l'individuazione dei rischi, l'Isvap fornisce anche concreti riferimenti ai rischi di assunzione, di riservazione, di mercato, di credito, di liquidità, operativi, rischi legati all'appartenenza al gruppo, rischi legali, rischi reputazionali, ferma restando l'attribuzione alle singole compagnie del compito di redigerne un'idonea mappatura.

La fase di individuazione dei rischi è propedeutica all'individuazione di modelli quantitativi di simulazione (*stress test*) in grado di rilevare il possibile impatto economico delle varie fonti di rischio.

Viene anche disposta, a tali fini, la costituzione di un'apposita funzione aziendale di *risk management*, ma alle compagnie di ridotte dimensioni viene accordata la possibilità di affidare in *outsourcing* il servizio di revisione interna (ed in questo caso il ruolo degli attuari nell'individuare e nel valutare i rischi risulterà determinante anche in considerazione della conoscenza che gli stessi hanno delle aziende sotto innumerevoli aspetti).

In particolare, l'Isvap individua come criteri ed obiettivi per i controlli interni:

1. efficienza ed efficacia dei processi aziendali, che sfocino in un costante raggiungimento degli obiettivi operativi e strategici;
2. appropriata mappatura, classificazione e quantificazione dei rischi stessi;

3. attendibilità ed integrità delle informazioni contabili e gestionali, per un corretto recepimento sia a livello interno che esterno;
4. salvaguardia del patrimonio;
5. conformità dell'attività dell'impresa alla normativa vigente, alle direttive e alle procedure aziendali.

Il successivo regolamento n. 20 del 2008<sup>218</sup>, nell'abrogare e sostituire la circolare 577, oltre a riproporre senza stravolgimenti obiettivi e criteri dei controlli interni<sup>219</sup> e ruoli delle varie strutture responsabili, ha recepito le *best practises* organizzative e gestionali adottate dalle compagnie, con la finalità di estenderne ed incoraggiarne la diffusione<sup>220</sup>.

In tale direzione, una delle scelte più significative è il riferimento (in parte ripreso dalla circolare) alle metodologie di *risk management*<sup>221</sup> più adatte alle criticità proprie del

---

218 Sul quale si vedano A. VICARI, *Il sistema dei controlli interni nelle imprese di assicurazione*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2011, I, p. 31 ss.; F. D'ANGELO, *Controlli interni, compliance e gestione del rischio: quis custodiet ipsos custodes?*, in AA. VV., *La regolazione assicurativa*, cit., p. 345 ss.; P. MONTALENTI, *Organismo di vigilanza e sistema dei controlli*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2009, p. 643 ss.

219 L'art. 4 del Regolamento, rubricato "Obiettivi del sistema dei controlli interni", recita:

"1. Le imprese di assicurazione si dotano di un'ideale organizzazione amministrativa e contabile e di un adeguato sistema dei controlli interni, proporzionati alle dimensioni e alle caratteristiche operative dell'impresa e alla natura e alla intensità dei rischi aziendali.

2. Il sistema dei controlli interni è costituito dall'insieme delle regole, delle procedure e delle strutture organizzative volte ad assicurare il corretto funzionamento ed il buon andamento dell'impresa e a garantire, con un ragionevole margine di sicurezza:

- a) l'efficienza e l'efficacia dei processi aziendali;
- b) l'adeguato controllo dei rischi;
- c) l'attendibilità e l'integrità delle informazioni contabili e gestionali;
- d) la salvaguardia del patrimonio;
- e) la conformità dell'attività dell'impresa alla normativa vigente, alle direttive e alle procedure aziendali".

220 Cfr. P. MONTALENTI, *Organismo di vigilanza e sistema dei controlli*, cit., p. 643: "il Regolamento ISVAP (20 marzo 2008, n. 20), disciplina la materia con particolare analiticità, collegando strettamente - in materia di controlli interni, di componenti del sistema, di flussi informativi, di gestione dei rischi, di esternalizzazione - le regole aziendalistiche con i precetti normativi".

221 L'art. 21 definisce la "Funzione di *risk management*":

"1. Le imprese istituiscono una funzione di *risk management*, appropriata alla natura, dimensione e complessità dell'attività, che:

- a) concorre alla definizione delle metodologie di misurazione dei rischi;
- b) concorre alla definizione dei limiti operativi assegnati alle strutture operative e definisce le procedure per la tempestiva verifica dei limiti medesimi;
- c) valida i flussi informativi necessari ad assicurare il tempestivo controllo delle esposizioni ai rischi e l'immediata rilevazione delle anomalie riscontrate nell'operatività;
- d) predispone la reportistica nei confronti dell'organo amministrativo, dell'alta direzione e dei responsabili delle strutture operative circa l'evoluzione dei rischi e la violazione dei limiti operativi

settore assicurativo e finanziario, e quindi al modello ERM (*Enterprise Risk Management*), ossia una procedura finalizzata ad individuare e mappare i possibili eventi di rischio, fissare una soglia di rischio accettabile e garantire un certo margine di sicurezza per il perseguimento degli obiettivi aziendali<sup>222</sup>.

Infatti, l'art. 19 impone alle imprese di raccogliere in via continuativa informazioni sui rischi ("interni ed esterni, esistenti e prospettici") cui sono esposte, così da "essere in grado, attraverso un adeguato processo di analisi, di comprendere la natura dei rischi individuati, la loro origine, la possibilità o necessità di controllarli e gli effetti che ne possono derivare, sia in termini di perdite che di opportunità". Inoltre, per i rischi più significativi è importante effettuare analisi prospettiche di carattere quantitativo con l'uso di *stress test* (di cui al successivo art. 20), i quali si propongono di valutare correttamente l'impatto (sulla situazione finanziaria dell'impresa) di andamenti sfavorevoli dei fattori di rischio, considerati singolarmente o combinati in un unico scenario ipotizzato.

Completa la gestione di tali aspetti la predisposizione di flussi informativi obbligatori e procedimentalizzati, non solo di tipo verticale (in particolare, verso il consiglio di amministrazione, ex art. 12, co. 1), ma anche orizzontale e trasversale tra singole unità e tra singole funzioni (l'art. 17, co. 1, dispone che le funzioni si "scambiano ogni informazione utile per l'espletamento dei rispettivi compiti").

Come avveniva nella precedente circolare, anche il regolamento individua con

---

fissati;

e) verifica la coerenza dei modelli di misurazione dei rischi con l'operatività svolta dalla impresa;

f) concorre all'effettuazione delle prove di stress test di cui all'articolo 20".

F. D'ANGELO, *Controlli interni, compliance e gestione del rischio*, cit., p. 360 ss., esprime rilievi critici sul rischio di confusione e sovrapposizione con la funzione di *compliance*.

<sup>222</sup> Per il corretto funzionamento di questo modello è necessario un'efficiente sinergia tra le relative componenti:

- L'ambiente interno, che corrisponde alla cultura aziendale, alla visione del rischio di coloro che compongono l'impresa e a come esso viene affrontato;
- Definizione degli obiettivi, *in primis* strategici e di conseguenza operativi e di *reporting*;
- Identificazione dei rischi e degli eventi da cui posso scaturire;
- Valutazione e misurazione dei rischi, prima a livello singolo e poi a livello complessivo;
- Risposta al rischio, che può realizzarsi evitando, riducendo o accettando il rischio in considerazione;
- Attività di controllo che verifichi l'effettiva realizzazione delle decisioni di risposta al rischio;
- Raccolta delle informazioni rilevanti e comunicazione sia a livello interno che esterno;
- Monitoraggio continuo al fine di operare eventuali correzioni.

precisione le funzioni dei vari organi responsabili del processo: organo amministrativo (che deve assicurarne effettività, funzionalità ed efficacia, anche con riferimento alle attività esternalizzate)<sup>223</sup>, comitato per il controllo interno (cui sono attribuite funzioni propulsive, consultive, di indirizzo e di reazione attiva alle eventuali criticità riscontrate)<sup>224</sup>, alta direzione (ossia l'alta dirigenza che svolge compiti di "sovrintendenza gestionale", che si fa carico dell'attuazione, del mantenimento e del monitoraggio del sistema)<sup>225</sup> ed un organo di controllo (solitamente identificato con il collegio sindacale e col compito di verificare adeguatezza e corretto funzionamento dell'assetto organizzativo, amministrativo e contabile adottato)<sup>226</sup>.

L'intero documento, poi, presta notevole attenzione alla collaborazione tra gli organi di gestione (in particolare l'art. 17) – sia pure, forse, con un certo grado di ambiguità<sup>227</sup> ed

---

223 Per una compiuta analisi ricostruttiva della natura e della struttura di tale organo si veda F. D'ANGELO, *Controlli interni, compliance e gestione del rischio*, cit., p. 349 ss., il quale muove qualche rilievo critico in merito alla capacità di assolvere pienamente le funzioni attribuite in assenza di un efficace sistema di deleghe.

224 In proposito A. VICARI, *Il sistema dei controlli interni nelle imprese di assicurazione*, cit., p. 43, osserva: "Per quanto riguarda il comitato per il controllo interno, la disciplina assicurativa definisce con chiarezza il suo ruolo. A differenza del Codice di Autodisciplina, che assegna al comitato anche il compito di valutare (unitamente al dirigente preposto alla redazione dei documenti contabili societari ed ai revisori) il corretto utilizzo dei principi contabili (il che pone un problema anche di distinzione dei ruoli rispetto, in particolare, al collegio sindacale, la disciplina dell'ISVAP (art. 6 Regolamento n. 20) riserva al comitato un ruolo tendenziale di "assistenza" al consiglio di amministrazione nelle sue principali attività connesse al sistema di controllo interno".

In proposito F. D'ANGELO, *Controlli interni, compliance e gestione del rischio*, cit., p. 353 ss., si esprime in senso dubitativo sull'effettiva possibilità che i membri del consiglio rimangano del tutto indipendenti e non esecutivi, esercitando funzioni propulsive, consultive ed in qualche misura (sia consentito l'ossimoro) anche esecutive.

225 P. MONTALENTI, *Organismo di vigilanza e sistema dei controlli*, cit., p. 643, considera tale nozione di particolare interesse, dal momento che "getta un ponte tra diritto societario e diritto dell'impresa; la disciplina delle funzioni di controllo - revisione interna, *risk management* e *compliance* - di cui si individuano analiticamente le articolazioni operative; le disposizioni in materia di gruppo assicurativo".

F. D'ANGELO, *Controlli interni, compliance e gestione del rischio*, cit., p. 356 s., per contro, osserva come la struttura così individuata dall'Isvap appaia composita e non organica – soprattutto in relazione alla ripartizione dei compiti e delle responsabilità tra i diversi soggetti – e, in definitiva, forse eccessivamente disomogenea per lo svolgimento delle funzioni demandate dal regolamento.

226 In proposito si veda F. D'ANGELO, *Controlli interni, compliance e gestione del rischio*, cit., p. 357 ss.

227 In tale senso si vedano i vari rilievi critici in merito alle sovrapposizioni di competenze tra organi e funzioni espressi da F. D'ANGELO, *Controlli interni, compliance e gestione del rischio*, cit., p. 362 ss.

Sul coordinamento tra i vari organi paiono condivisibili le osservazioni di A. VICARI, *Il sistema dei controlli interni nelle imprese di assicurazione*, cit., p. 38: "la formulazione della disciplina di settore in tema di competenze del consiglio di amministrazione appare spesso ambigua. Il Regolamento ISVAP n. 20 assegna al consiglio di amministrazione "la responsabilità ultima del sistema dei controlli

eccessiva discrezionalità delle imprese<sup>228</sup> nella ripartizione delle rispettive competenze – e alle comunicazioni all'Isvap (in particolare gli artt. 35-37). Un ruolo di rilievo è affidato al comitato per il controllo interno, che la disciplina richiede sia composto da amministratori non esecutivi, “preferibilmente indipendenti” (art. 6): a tale comitato spetta informare e supportare il consiglio di amministrazione, in modo da porlo in condizione di adottare le proprie decisioni e determinazioni sulla base di adeguati e corretti *input*. Pertanto, “appare essenziale garantire che tale compito sia esercitato da soggetti in grado di svolgerlo in modo utile e distaccato. In ragione dell'importanza del ruolo appare, dunque, tendenzialmente necessario (e non solo “preferibile”) che le imprese costituiscano il comitato con (almeno in parte) amministratori indipendenti”<sup>229</sup>. La Raccomandazione 2005/162/CE prevede poi che il comitato “dovrebbe essere libero di ottenere consulenza e assistenza esterne, nella misura che esso giudica necessaria per adempiere ai propri doveri, da esperti di questioni giuridiche, contabili e altro. A tal fine, esso dovrebbe ricevere dalla società adeguate risorse finanziarie”. Tuttavia, al di là dell'efficacia delle indicazioni fornite dall'Isvap e dei modelli

---

interni”, mentre rimette all'alta direzione il “mantenimento della funzionalità” del sistema.

Tale formulazione di principio sembra assegnare al consiglio di amministrazione un ruolo residuale in tema di sistema dei controlli interni e, dunque, di gestione dei rischi assunti dall'assicurazione (anche se, per converso, in alcuni punti la disciplina assegna al consiglio di amministrazione un compito di “gestione dei principali rischi aziendali”: v. ad es. l'art. 6 del Regolamento ISVAP n. 20). (...). In tal senso va, peraltro, segnalata una maggiore attenzione della più recente disciplina al ruolo del consiglio; mentre in passato il programma di *audit* e la reportistica dovevano essere sottoposti dall'*internal audit* all'alta direzione (v. l'art. 4.4 della circolare ISVAP n. 366/D del 1999), ora tanto il piano *audit* quanto la reportistica vanno sottoposti al consiglio di amministrazione (art. 15, comma 4, Regolamento ISVAP n. 20). (...). Sul punto si rende, dunque, necessario adottare interpretazioni equilibrate che, se da un lato devono valorizzare l'importanza assegnata all'alta direzione dalla disciplina di settore, dall'altro devono anche riservare al consiglio di amministrazione il giusto ruolo e consentire il corretto funzionamento del sistema dei controlli interni”.

228 In merito alla scelta di demandare in misura forse eccessiva all'autonomia delle singole compagnie la definizione delle modalità di collaborazione si veda il rilievo critico di P. MONTALENTI, *op. loc. ult. cit.*: “Il regolamento affronta con una disposizione specifica (art. 17) il tema - di rilievo sistematico generale - del coordinamento tra organi di controllo. (...). In realtà si tratta di una norma per così dire “ottimistica” che rinvia alla autonomia privata la soluzione di uno dei punti critici più delicati in materia di amministrazione e controllo, area del diritto societario in cui il legislatore, primario e secondario, è intervenuto con particolare intensità, ma che ora suscita in operatori ed interpreti il grave interrogativo se la pluralità di istanze di controllo stimoli sinergie virtuose o produca invece inefficienti sovrapposizioni o duplicazioni.

Ritengo, credo con molti, che in realtà prevalgano l'eccesso di controllori e l'eccesso di sovrapposizioni di competenze”.

229 Così ancora A. VICARI, *op. loc. ult. cit.*

implementati dalle compagnie sulla base di queste, non va sottaciuto il rischio – puntualmente evidenziato da attenti commentatori – insito nel frequente sovrapporsi ed intersecarsi di differenti (se non confliggenti) organi e sistemi di controlli interni (eterodeterminati ed autodeterminati), la cui compresenza è pressoché fisiologica in imprese in cui alla forte caratterizzazione tecnica si associano la regolazione dell'attività e, in molti casi, la natura di società per azioni, la quotazione in borsa e l'appartenenza a gruppi di rilevanti dimensioni: alla duplicazione di funzioni tra i vari organi si associa l'ulteriore inconveniente della prevalenza dei controlli "indiretti" (esercitati dalle strutture di più alta collocazione nell'organigramma) su quelli "diretti", effettivamente esercitati dai soggetti delegati<sup>230</sup>. Ciò rende indubbiamente necessaria un'attenta calibrazione dei controlli, nella quale la collaborazione tra imprese e Autorità di vigilanza (ma anche associazioni di categoria e le varie tipologie di operatori e strutture che connotano il mercato finanziario) ai fini dell'elaborazione di *best practices* efficaci (magari attraverso un'intelligente opera di coordinamento e semplificazione) rappresenta un percorso indispensabile per il conseguimento di quell'efficienza in cui è dato ravvisare – quantomeno in questo caso – un obiettivo comune ad autodisciplina ed eterodisciplina<sup>231</sup>.

---

230 Sul punto si veda ancora P. MONTALENTI, *op. loc. ult. cit.*, il quale, ampliando la notazione relativa al settore assicurativo, precedentemente riportata, osserva: "oltre ai profili critici (...), derivanti, in particolare, dall'eccesso di competenze concorrenti e dalle vere e proprie sovrapposizioni di funzioni, si deve altresì segnalare che il "sistema" si fonda ormai sulla netta prevalenza dei controlli indiretti sui controlli diretti.

Ciò deriva, è indubbio, anche dalla oggettiva complessità della grande impresa moderna nella quale il potere, sia pure gerarchicamente organizzato, è fortemente articolato e diffuso, per cui ben si può affermare che anche la "direzione suprema degli affari" si estrinseca, da un lato, in linee direttrici generali, dall'altro nella verifica dell'efficienza e dell'efficacia dell'azione di altri soggetti (organi delegati, alta dirigenza, *managers*, responsabili di settore, amministratori di società controllate ecc.).

Analogo fenomeno si verifica nelle procedure di controllo per cui molte istanze procedono non già ad atti di ispezione e di vigilanza diretta bensì ad atti di accertamento presso le "istanze inferiori" volte a verificare il corretto svolgimento delle procedure di controllo e l'adeguatezza degli assetti organizzativi di cui le procedure stesse sono parti integranti. L'amministratore delegato riceve i *report* del preposto al sistema di controllo interno, questi le informazioni dai propri sottoposti, il consiglio di amministrazione - per effettuare la valutazione di adeguatezza - le "attestazioni di conformità" dagli organi delegati, "validate" dal preposto al controllo interno e dal collegio sindacale (che sugli assetti organizzativi deve vigilare con atti di ispezione sì ma, anch'esso, prevalentemente, attraverso un'attività di sorveglianza indiretta)".

231 Ancora A. VICARI, *Il sistema dei controlli interni nelle imprese di assicurazione*, cit., p. 44 s., fornisce indicazioni in tal senso: "A livello di individuazione dei rischi appare opportuna la collaborazione tra i

Sotto il profilo appena menzionato, un aspetto cruciale è rappresentato dalla disciplina della funzione di revisione interna (o *internal audit*), che il regolamento disciplina – dedicando l'intero capo III (art. 15 ss.) – con particolare attenzione ai requisiti di indipendenza, professionalità, efficienza e libertà di azione, identificandola nella struttura “incaricata di monitorare e valutare l'efficacia e l'efficienza del sistema di controllo interno e le necessità di adeguamento, anche attraverso attività di supporto e di consulenza alle altre funzioni aziendali”<sup>232</sup>. Condizioni importanti affinché la

---

vari organi e funzioni: in particolare tra le funzioni di *risk management*, di *compliance* e di *internal audit*, nonché tra le stesse e il comitato per il controllo interno (che presta come si è visto: art. 6 Regolamento ISVAP n. 20 un'attività di “assistenza” del consiglio di amministrazione nell'identificazione dei principali rischi aziendali) e la funzione attuariale (chiamata, in particolare, a fornire consulenza alla funzione di *risk management*).

A livello, invece, di controllo dei rischi appare auspicabile quanto più possibile la separazione dei compiti e la formalizzazione degli stessi sia per le singole unità operative sia per le singole funzioni. L'art. 17 del Regolamento ISVAP n. 20 prevede utilmente che le varie funzioni devono collaborare tra loro, sulla base di procedure formalizzate dal consiglio di amministrazione.

Risulta, in particolare, opportuno evitare all'*internal audit* l'esercizio di attività di controllo di secondo livello e mantenere nettamente separate la funzione di *internal audit* da quelle di *risk management* e di *compliance* (v. in questo secondo senso espressamente l'art. 23, comma 8, Regolamento ISVAP n. 20 e, per le banche, il § 6 delle Disposizioni di Vigilanza della Banca d'Italia in tema di *compliance* del 2007. Analogamente è preferibile garantire la separatezza tra *internal audit* e organismo di vigilanza ex d.lgs. n. 231/2001).

Semmai si propone nelle imprese di minori dimensioni di accorpare, ove indispensabile per esigenze di economicità (nel rispetto del principio di proporzionalità), alcune funzioni tra quelle di secondo livello, come il *risk management* e la *compliance*”.

232 Così l'art. 15 del regolamento, che attribuisce alla revisione interna il compito di verificare:

- a) i processi gestionali e le procedure organizzative;
- b) la regolarità e la funzionalità dei flussi informativi tra settori aziendali;
- c) l'adeguatezza dei sistemi informativi e la loro affidabilità affinché non sia inficiata la qualità delle informazioni sulle quali il vertice aziendale basa le proprie decisioni;
- d) la rispondenza dei processi amministrativo contabili a criteri di correttezza e di regolare tenuta della contabilità;
- e) l'efficienza dei controlli svolti sulle attività esternalizzate”.

Quanto ai requisiti della struttura, l'articolo precisa che:

- a) la collocazione della funzione nell'ambito della struttura organizzativa deve essere tale da garantirne l'indipendenza e l'autonomia, affinché non ne sia compromessa l'obiettività di giudizio; la funzione di revisione interna non dipende gerarchicamente da alcun responsabile di aree operative; ai soggetti preposti alla funzione di revisione interna non devono essere affidate responsabilità operative o incarichi di verifica di attività per le quali abbiano avuto in precedenza autorità o responsabilità se non sia trascorso un ragionevole periodo di tempo;
- b) il responsabile della funzione è nominato dall'organo amministrativo: egli deve avere specifica competenza e professionalità per lo svolgimento dell'attività; i compiti attribuiti al responsabile della funzione sono chiaramente definiti ed approvati con delibera del consiglio, che ne fissa anche poteri, responsabilità e modalità di reportistica all'organo amministrativo stesso;
- c) agli incaricati della funzione deve essere consentita libertà di accesso a tutte le strutture aziendali e alla documentazione relativa all'area aziendale oggetto di verifica, incluse le informazioni utili per la verifica dell'adeguatezza dei controlli svolti sulle funzioni aziendali esternalizzate;

funzione possa svolgere al meglio il proprio ruolo possono ravvisarsi nell'indipendenza dalle aree direttive e di alta amministrazione e nella separazione dalle aree operative<sup>233</sup>, nell'adeguata remunerazione degli addetti<sup>234</sup> e nella chiara definizione a livello contrattuale di aspetti quali:

- 1) ruolo, mansioni ed oggetto dell'incarico del responsabile dell'*internal audit*;
- 2) stabilità e durata dell'incarico, e relative modalità di conferma o alternanza nell'ambito dell'organizzazione aziendale; (iii)
- 3) percorso di carriera e strumenti per rendere la determinazione della remunerazione il più possibile automatica e sganciata da valutazioni dei superiori e del vertice aziendale (eventualmente affidando il meccanismo retributivo affidato ad un apposito comitato indipendente, cui partecipino membri del collegio sindacale o del comitato per il controllo interno)<sup>235</sup>.

Altre indicazioni desumibili dalla normativa dettata dall'Isvap riguardano il

---

d) la funzione deve avere collegamenti organici con tutti i centri titolari di funzioni di controllo interno; il responsabile della funzione è dotato dell'autorità necessaria a garantire l'indipendenza della stessa;

e) la struttura dedicata deve essere adeguata in termini di risorse umane e tecnologiche alle dimensioni dell'impresa ed agli obiettivi di sviluppo che la stessa intende perseguire. Gli addetti alla struttura devono possedere competenze specialistiche e deve essere curato l'aggiornamento professionale".

233 Si veda in tal senso A. VICARI, *Il sistema dei controlli interni nelle imprese di assicurazione*, cit., p. 46: "La nomina da parte del consiglio di amministrazione consente, da un lato, di considerare "strategico e non semplicemente operativo il ruolo dell'*internal auditing* per il sistema del controllo interno"; dall'altro, di mettere al riparo la funzione da pressioni dell'alta direzione.

Questo secondo aspetto, va, peraltro, costantemente salvaguardato, al fine di consentire all'*internal audit* di esercitare efficacemente il proprio operato (in tal senso un indice interpretativo importante si ricava dall'art. 15 del Regolamento ISVAP n. 20 per cui l'obbligo per l'*internal audit* di segnalare le situazioni di particolare gravità è disposto nei confronti del consiglio di amministrazione e del collegio sindacale e non dell'alta direzione; analogamente l'art. 8, comma 3, del medesimo Regolamento impone al collegio sindacale di vigilare sulla necessaria autonomia e indipendenza della funzione).

Si dovrebbe, dunque, evitare di assegnare all'*internal audit* compiti (anche in via di fatto) operativi che impongano al responsabile della funzione di soggiacere alle direttive dell'alta direzione (nonché "incroci di affidamento di altri incarichi in società del gruppo"). Significativo in questo senso appare l'art. 47 della direttiva Solvency 2, che espressamente sancisce che la funzione di *internal audit* deve essere indipendente dalle funzioni operative".

234 CEIOPS, *Advice for Level 2 Implementing Measures on System of governance*, cit., punto 3.22.

235 Così L. BISCOZZI, *Riflessioni sull'indipendenza nella funzione dell'internal auditing*, in AA.VV., *Il sistema dei controlli*, 2005, reperibile al link <http://nedcommunity.it/pdf/library/Sistemacontrolli.pdf>.

riconoscimento di poteri ispettivi alla revisione interna<sup>236</sup> e il ruolo di controllo su quest'ultima (con riguardo sia all'effettiva autonomia sia alla validità del monitoraggio svolto) al collegio sindacale<sup>237</sup>. Peraltro, tale ultima notazione è avvalorata dall'individuazione delle competenze del collegio sindacale introdotta dal d.lgs. n.

---

236 Propende per la soluzione positiva senso A. VICARI, *Il sistema dei controlli interni nelle imprese di assicurazione*, cit., p. 48: "Si è discusso in dottrina se all'*internal audit* competano (o debbano competere) anche poteri ispettivi. Nella disciplina assicurativa, tuttavia, tali poteri sembrano non solo contemplati (v. art. 15 Regolamento ISVAP n. 20), ma anche essenziali. All'*internal audit* è riservata, infatti, quella che nelle banche in passato veniva definita come attività di ispettorato e che nelle assicurazioni è sempre stata intesa come tale (si pensi alle ispezioni amministrative presso le agenzie). Un indice interpretativo in questa direzione si ricava, ad esempio, dalla disciplina regolamentare dell'ISVAP, dove si prevede che le imprese di assicurazione verificano l'adeguatezza della formazione e dell'aggiornamento professionale effettuati dalle reti distributive di cui si avvalgono, nonché l'osservanza delle regole generali di comportamento imposte alle stesse. Le verifiche svolte devono risultare da un rapporto annuale, redatto dall'unità organizzativa a ciò delegata, da inviare all'ISVAP entro sessanta giorni dalla fine dell'anno solare, dopo essere stato sottoposto, "con eventuali osservazioni di merito", dal responsabile dell'*internal audit* all'organo amministrativo della società. Come è stato correttamente osservato, da un lato, "l'aspettativa dell'ISVAP non [è] quella di avere un mero controllo formale e documentale da parte del revisore interno", dall'altro "il riporto diretto del responsabile dell'*internal auditing* al consiglio di amministrazione e al *top management* permette che anche le problematiche emergenti in sede di [accertamenti di merito nonché di] ispezione amministrativa abbiano una debita attenzione presso i massimi vertici dell'azienda".

237 In tal senso si esprime ancora A. VICARI, *Il sistema dei controlli interni nelle imprese di assicurazione*, cit., p. 49: "Delicata come da più parti segnalato è, infine, la ricostruzione dei rapporti tra *internal audit* e collegio sindacale.

La risposta al quesito circa la ricostruzione di tali rapporti va, probabilmente, assegnata intendendo il collegio sindacale come l'organo deputato ad esprimere una valutazione di adeguatezza e di efficacia del sistema di controllo interno e ad eseguire attività ispettive (ex artt. 2403-bis c.c. e 151 t.u.f.) tendenzialmente episodiche e, per converso, l'*internal audit* come la funzione chiamata a realizzare le proprie verifiche (anche ispettive) su base stabile e sistematica.

In tal senso risulta esplicito l'art. 15 del Regolamento ISVAP n. 20, per cui la funzione di *internal audit* è quella di comunicare "periodicamente", "a seguito dell'analisi sull'attività oggetto di controllo", al consiglio di amministrazione, all'alta direzione e al collegio sindacale "la valutazione delle risultanze e le eventuali disfunzioni e criticità".

Ne deriva, come è stato opportunamente notato, che il collegio sindacale, da un lato, si avvale nell'espletamento della funzione di controllo delle risultanze e dei dati forniti dall'*internal audit*, dall'altro, è chiamato a svolgere "un'ulteriore e finale attività di controllo sull'efficienza e sulla congruità dei dati forniti dal revisore esterno". Inteso il rapporto in questa prospettiva, al collegio sindacale può essere riservata un'utile e non ripetitiva funzione di controllo, per così dire, di "quarto livello".

In questa direzione depone, di fatto, anche la disciplina dell'ISVAP, che all'art. 8, comma 3, del Regolamento n. 20 stabilisce che al collegio sindacale spetta di "valutare l'operato della funzione di revisione interna" e di "verificarne la funzionalità".

Il ruolo del collegio sindacale diviene in questo senso importante: considerato che la funzione di *internal audit* risponde quasi sempre (secondo gli organigrammi aziendali) alla direzione generale (o, alternativamente, dovrebbe dipendere dal punto di vista giuridico dal consiglio di amministrazione), il collegio sindacale deve accertare costantemente che, da un lato, alla funzione di *internal audit* sia riconosciuta la necessaria autonomia e indipendenza dall'alta direzione e, dall'altro, la stessa eserciti effettivamente la propria attività nel rispetto di tali principi di autonomia e di indipendenza".

39/2010 (relativo alla revisione dei conti) per gli enti di interesse pubblico<sup>238</sup>.

Un altro punto saliente del regolamento è senz'altro rappresentato dal capo V, dedicato alla disciplina della *compliance*, ossia la funzione di monitoraggio sul rischio legale (che come visto in precedenza costituisce un'ipotesi di rischio operativo)<sup>239</sup>. L'articolo 23

---

238 L'art. 19, rubricato "Comitato per il controllo interno e la revisione contabile", recita:

*"1. Negli enti di interesse pubblico il comitato per il controllo interno e la revisione contabile vigila su:*

*a) il processo di informativa finanziaria;*

*b) l'efficacia dei sistemi di controllo interno, di revisione interna, se applicabile, e di gestione del rischio;*

*c) la revisione legale dei conti annuali e dei conti consolidati;*

*d) l'indipendenza del revisore legale o della società di revisione legale, in particolare per quanto concerne la prestazione di servizi non di revisione all'ente sottoposto alla revisione legale dei conti.*

*2. Il comitato per il controllo interno e la revisione contabile si identifica con:*

*a) il collegio sindacale;*

*b) il consiglio di sorveglianza negli enti che adottano il sistema di amministrazione e controllo dualistico, a condizione che ad esso non siano attribuite le funzioni di cui all'articolo 2409-terdecies, primo comma, lettera f-bis), del codice civile, ovvero un comitato costituito al suo interno. In tal caso, il comitato è sentito dal consiglio di sorveglianza in merito alla proposta di cui all'articolo 13 comma 1. Almeno uno dei componenti del medesimo comitato deve essere scelto tra gli iscritti nel Registro;*

*c) il comitato per il controllo sulla gestione negli enti che adottano il sistema di amministrazione e controllo monistico.*

*3. Il revisore legale o la società di revisione legale presenta al comitato per il controllo interno una relazione sulle questioni fondamentali emerse in sede di revisione legale, e in particolare sulle carenze significative rilevate nel sistema di controllo interno in relazione al processo di informativa finanziaria".*

239 L'art. 22, rubricato "Obiettivi della verifica di conformità alle norme", recita:

*"1. Nell'ambito del sistema dei controlli interni, le imprese si dotano, ad ogni livello aziendale pertinente, di specifici presidi volti a prevenire il rischio di incorrere in sanzioni giudiziarie o amministrative, perdite patrimoniali o danni di reputazione, in conseguenza di violazioni di leggi, regolamenti o provvedimenti delle Autorità di vigilanza ovvero di norme di autoregolamentazione.*

*2. Nella identificazione e valutazione del rischio di non conformità alle norme, le imprese pongono particolare attenzione al rispetto delle norme relative alla trasparenza e correttezza dei comportamenti nei confronti degli assicurati e danneggiati, all'informativa precontrattuale e contrattuale, alla corretta esecuzione dei contratti, con particolare riferimento alla gestione dei sinistri e, più in generale, alla tutela del consumatore".*

Sul tema si veda C. CATANI, *La funzione di compliance nella disciplina assicurativa*, in *Assicurazioni*, 2008, p. 641 ss.

Si veda anche la Relazione di accompagnamento al Regolamento n. 20: "Carattere innovativo, come accennato, riveste l'introduzione di un capo V, dedicato alla disciplina della *compliance*."

L'esistenza all'interno dell'impresa di adeguati presidi organizzativi e procedurali che assicurino il rispetto delle norme si configura come un importante strumento proattivo di prevenzione che consente non solo di circoscrivere e minimizzare i rischi legali e di reputazione, ma anche di garantire una adeguata protezione degli assicurati.

Il venire meno dell'incertezza su comportamenti richiesti in uno con la responsabilizzazione di tutto il personale facilita, infatti, la creazione di un patrimonio di regole e di valori condivisi, con conseguenze positive anche sui rapporti con la clientela.

In tale ottica, l'articolo 22 prevede che l'impresa si doti, ad ogni livello aziendale pertinente, di adeguati presidi volti a prevenire il rischio di incorrere in sanzioni giudiziarie o amministrative,

detta alcuni criteri generali per istituzione, struttura ed operatività della funzione di *compliance*, che lasciano alle singole imprese un adeguato grado di discrezionalità nel concepire ed implementare le soluzioni organizzative più appropriate alla natura, dimensioni e complessità, optando tra la creazione di una specifica unità organizzativa o l'utilizzo di risorse appartenenti ad altre strutture aziendali (coordinate da un unico responsabile della funzione); in ogni caso, l'organizzazione della funzione di *compliance* va formalizzata in una specifica delibera dell'organo amministrativo, che ne definisca compiti, responsabilità, modalità e frequenza di reportistica agli organi sociali e alle altre strutture interessate, in modo da assicurarne indipendenza, professionalità, autorevolezza e separatezza dalle funzioni operative e dalle altre strutture cui sono attribuiti compiti di controllo (in modo da prevenire conflitti di interesse) e vanno previste periodiche verifiche di *audit*<sup>240</sup>.

---

perdite patrimoniali o danni di reputazione, in conseguenza di violazioni di norme o di atti di autoregolamentazione.

Tali presidi devono essere idonei a garantire il rispetto delle norme e, in particolare, di quelle relative alla trasparenza e correttezza dei comportamenti nei confronti degli assicurati e danneggiati, all'informativa precontrattuale e contrattuale, alla gestione dei sinistri e, più in generale, alla tutela del consumatore.

Definiti gli obiettivi della verifica di conformità alle norme, l'articolo 23 introduce la costituzione di una specifica funzione di *compliance*, incaricata di verificare che l'organizzazione e le procedure aziendali siano adeguate a tali obiettivi, dettando alcuni principi per l'istituzione e l'operatività della funzione.

Si tratta di principi generali che lasciano le singole imprese libere di individuare le soluzioni organizzative più appropriate alla natura, dimensioni e complessità del proprio *business*, valutando in particolare se costituire una specifica unità organizzativa o avvalersi di risorse appartenenti ad altre strutture aziendali, ricondotte ad unitarietà attraverso l'individuazione di un unico responsabile della funzione".

Per un'approfondita disamina della funzione in discorso, con particolare attenzione alla delineazione delle competenze e alle finalità di tutela degli assicurati, si rimanda a F. D'ANGELO, *Controlli interni, compliance e gestione del rischio*, cit., p. 362 ss.

240 A norma dell'art. 23, rubricato "Funzione di *compliance*",

"1. Le imprese istituiscono una funzione di *compliance*, proporzionata alla natura, dimensione e complessità dell'attività svolta, cui è affidato il compito di valutare che l'organizzazione e le procedure interne siano adeguate al raggiungimento degli obiettivi di cui all'articolo 22.

2. L'istituzione della funzione di *compliance* è formalizzata in una specifica delibera dell'organo amministrativo, che ne definisce le responsabilità, i compiti, le modalità operative, la natura e la frequenza della reportistica agli organi sociali e alle altre funzioni interessate.

3. La funzione di *compliance*:

a) identifica in via continuativa le norme applicabili all'impresa e valuta il loro impatto sui processi e le procedure aziendali;

b) valuta l'adeguatezza e l'efficacia delle misure organizzative adottate per la prevenzione del rischio di non conformità alle norme e propone le modifiche organizzative e procedurali finalizzate ad assicurare un adeguato presidio del rischio;

L'articolo 24 prevede che, indipendentemente dal modello organizzativo, debba essere nominato un responsabile della funzione di *compliance*, in possesso di adeguati requisiti di professionalità, indipendenza ed autorevolezza, cui devono fare riferimento tutte le risorse investite a vario titolo di compiti di conformità.

Il successivo art. 25, co. 1, consentendo l'esternalizzazione della funzione di *compliance* (ove questa non risponda a criteri di economicità per via delle ridotte dimensioni e per le caratteristiche operative dell'impresa) raccorda la suddetta disciplina con i principi contenuti nel capo VIII, interamente dedicato all'affidamento in *outsourcing* delle attività da parte delle compagnie. I criteri direttivi sono incentrati sul divieto di esternalizzare attività peculiari delle assicurazioni (l'assunzione dei rischi) e di svuotare sostanzialmente l'attività dell'impresa o comprometterne la corretta gestione (art. 29-30), nonché sulla scelta di fornitori affidabili (art. 31), sull'adeguatezza ed efficacia dei controlli sui servizi esternalizzati (art. 33) e sulla previsione di rigorosi requisiti per gli accordi di *outsourcing* (art. 32); peraltro, l'Isvap (alla cui autorizzazione è subordinata l'eventuale esternalizzazione a fornitori non stabiliti nello Spazio Economico Europeo) si riserva il potere di imporre la modifica di questi ultimi (quando non addirittura il recesso) qualora "possa essere compromessa la sana e prudente gestione dell'impresa o arrecato pregiudizio agli interessi degli assicurati e dei danneggiati, ovvero non sia consentito il pieno esercizio delle funzioni di vigilanza" (art. 34)<sup>241</sup>.

---

c) valuta l'efficacia degli adeguamenti organizzativi conseguenti alle modifiche suggerite;

d) predisporre adeguati flussi informativi diretti agli organi sociali dell'impresa e alle altre strutture coinvolte.

4. La funzione di *compliance* deve possedere adeguati requisiti di indipendenza, avere libero accesso a tutte le attività dell'impresa e a tutte le informazioni pertinenti e disporre delle risorse quantitativamente e professionalmente adeguate per lo svolgimento delle attività.

5. Le imprese, nella loro autonomia, organizzano la funzione di *compliance* valutando se costituirla in forma di specifica unità organizzativa o mediante il ricorso a risorse appartenenti ad altre unità aziendali. In tale ultimo caso l'indipendenza va garantita attraverso la presenza di adeguati presidi per garantire separatezza di compiti e prevenire conflitti di interesse.

6. In ogni caso, è garantita la separatezza della funzione di *compliance* dalle funzioni operative e dalle altre funzioni di controllo, attraverso la definizione espressa dei rispettivi ruoli e competenze.

7. Il collegamento tra la funzione di *compliance* e le funzioni di revisione interna e di risk management è definito e formalizzato dall'organo amministrativo.

8. La funzione di *compliance* è comunque separata dalla funzione di revisione interna ed è sottoposta a verifica periodica da parte della stessa".

<sup>241</sup> Sul punto si veda *amplius* F. D'ANGELO, *Controlli interni, compliance e gestione del rischio*, cit., p. 368 ss.

Al fine di consentire ai gruppi di giovare dei vantaggi delle economie di scala, si è inoltre previsto che le attività relative alla funzione di *compliance* (art. 25, co. 2) e di controllo interno e *risk management* (art. 27) possano essere accentrate nel gruppo assicurativo con la costituzione di una unità specializzata, soggetta al controllo e al supporto della capogruppo, nell'esercizio del ruolo di direzione e coordinamento spettante a quest'ultima (art. 26)<sup>242</sup>; ciò a condizione che in ciascuna impresa sia individuato un referente che curi i rapporti con il responsabile della funzione di gruppo e che siano adottate procedure atte a garantire che le politiche di gestione del rischio di non conformità definite a livello di gruppo siano adeguatamente calibrate rispetto alle caratteristiche operative della singola impresa (art. 27)<sup>243</sup>.

Quanto ai gruppi assicurativi in generale, si tratta di una tematica che esorbita i limiti del presente lavoro e la cui disciplina è verosimilmente suscettibile di revisione, alla luce degli sviluppi della normativa comunitaria; tuttavia, va apprezzata la novità della disciplina di cui al capo IV del titolo VII del codice delle assicurazioni e del regolamento 15/2008 dell'Isvap, in cui il gruppo assicurativo assume per la prima volta

---

242 "La capogruppo, nel quadro dell'attività di direzione e coordinamento del gruppo assicurativo, esercita:

- a) un controllo strategico sull'evoluzione delle diverse aree di attività in cui il gruppo assicurativo opera e dei rischi ad esse correlate. Il controllo verte sia sull'espansione delle attività svolte dalle società appartenenti al gruppo assicurativo sia sulle politiche di acquisizione o dismissione da parte delle società del gruppo assicurativo;
- b) un controllo gestionale volto ad assicurare il mantenimento delle condizioni di equilibrio economico, finanziario e patrimoniale, sia delle singole imprese che del gruppo assicurativo nel suo insieme;
- c) un controllo tecnico operativo, finalizzato alla valutazione dei vari profili di rischio apportati al gruppo assicurativo dalle singole controllate".

243 La disposizione precisa che vanno "previste:

- a) procedure formalizzate di coordinamento e collegamento, anche informativo, tra le società appartenenti al gruppo assicurativo e la capogruppo per tutte le aree di attività;
- b) meccanismi di integrazione dei sistemi contabili, anche al fine di garantire l'affidabilità delle rilevazioni su base consolidata;
- c) flussi informativi periodici che consentano di verificare il perseguimento degli obiettivi strategici nonché il rispetto delle normative;
- d) procedure di segnalazione e contabili che consentano l'accertamento, la quantificazione, il monitoraggio e il controllo delle operazioni tra entità del gruppo assicurativo;
- e) procedure che assicurino la coerenza tra i dati e le informazioni prodotti ai fini dell'esercizio della vigilanza supplementare e quelli prodotti ai fini dell'esercizio della vigilanza sul gruppo assicurativo;
- f) la definizione dei compiti e delle responsabilità delle diverse unità deputate al controllo dei rischi all'interno del gruppo assicurativo e i meccanismi di coordinamento;
- g) procedure idonee a garantire in modo accentrato la identificazione, la misurazione, la gestione e il controllo dei rischi a livello del gruppo assicurativo".

rilievo autonomo in quanto soggetto vigilato e soggiace all'obbligo di iscrizione in un apposito albo tenuto dall'Isvap (i cui penetranti poteri di vigilanza trovano supporto nell'attività di direzione della capogruppo)<sup>244</sup>.

### **3.2. La valutazione prudenziale dell'acquisizione di partecipazioni in imprese assicurative**

Un altro intervento normativo probabilmente destinato a permanere nel panorama legislativo italiano senza bisogno di particolari adattamenti al regime introdotto da Solvency II è rappresentato dalla disciplina in tema di valutazione prudenziale dell'acquisizione di partecipazioni in imprese assicurative, la cui gestazione a livello comunitario è già stata influenzata dall'evoluzione del progetto solvibilità.

Il d.lgs. 27 gennaio 2010, n. 21 ha recepito la direttiva 2007/44/CE - riguardante le regole procedurali e i criteri per la valutazione prudenziale di acquisizioni e incrementi di partecipazioni nel settore finanziario. L'Isvap, tuttavia, aveva già provveduto (al pari della Banca d'Italia) a darne una prima attuazione, diramando al mercato la comunicazione n. 3 del 2 luglio 2009 (avente ad oggetto le previsioni comunitarie direttamente applicabili alle imprese di assicurazione, a quelle di riassicurazione e alle capogruppo di gruppi assicurativi, nonché, in ipotesi di controllo, alle società che detengono partecipazioni qualificate in queste imprese).

Ciò sul presupposto che da un lato fosse già scaduto il termine per l'attuazione in Italia della dir. 2007/44/CE e, dall'altro, che il suo contenuto fosse sufficientemente dettagliato, chiaro e preciso e, quindi, direttamente applicabile nel nostro ordinamento.

Il decreto ha delineato i presupposti applicativi del nuovo regime prudenziale, da un lato revocando le (classiche) nozioni di partecipazione rilevante e qualificata e, dall'altro, proponendo una nozione di "acquisizione rilevante" unica per banche, imprese

---

<sup>244</sup> Per l'approfondimento della tematica si rinvia a C. G. CORVESE, *La disciplina del gruppo assicurativo: struttura, indicazioni statutarie e adempimenti in caso di operazioni di ristrutturazione*, in AA. VV., *La regolazione assicurativa*, cit., p. 377 ss.; P. NEGRI, *La disciplina del gruppo assicurativo nel codice delle assicurazioni private*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2008, I, p. 333 ss.; F. CAPRIGLIONE, *Commento sub artt. 82 e 83*, in AA.VV., *Il codice delle assicurazioni private. Commentario al d.lg. 7 settembre 2005, n. 209*, cit., vol. I, t. 2, p. 280 ss.; F. A. REGOLI, *Gruppo assicurativo*, in *Il codice delle assicurazioni private*, a cura di Bin, Padova, 2006, p. 187 ss.; B. FARSACI, *Il "rapporto di controllo" nel diritto delle assicurazioni*, in *Assicurazioni*, 2006, I, p. 197 ss.

assicurative ed altri intermediari finanziari: conseguentemente, il nuovo regime prudenziale si applica ad ogni ipotesi in cui un soggetto si proponga di acquistare una partecipazione che, in considerazione della sua misura o del suo contenuto, attribuisce il controllo della società, la possibilità di esercitare un'influenza notevole o una quota di diritti di voto o di capitale almeno pari al 10%, (tenuto conto delle azioni o quote già possedute).

I riferimenti a partecipazione qualificata e partecipazione rilevante sono stati sostituiti, quindi, da un lato dall'influenza notevole<sup>245</sup> e dall'altro da una nuova aliquota percentuale (10%) da computarsi su una base di calcolo (diritti di voto o capitale) parzialmente diversa rispetto a quella precedentemente fissata nel testo di legge.

Alla modifica della nozione di acquisizione rilevante, fa seguito, coerentemente, quella della variazione rilevante: la variazione della partecipazione andrà assoggettata al sindacato prudenziale, quando la quota dei diritti di voto o di capitale raggiunge o supera il 20%, 30% o 50% oppure quando comporta il controllo.

L'art. 4 del d.lgs. n. 21/10 modifica in più punti il Codice delle assicurazioni private<sup>246</sup>, innovando la disciplina delle partecipazioni in imprese assicurative, soprattutto sotto il profilo del controllo prudenziale<sup>247</sup>: tale modifica deriva dalla circostanza che il d.lgs. n.

---

245 In proposito A. MORELLO, *Valutazione prudenziale di acquisizioni di partecipazioni: le nuove regole*, in *Le Società*, 2010, p. 718, osserva: "In attesa degli interventi attuativi, vale la pena anticipare che si potrà discorrere di influenza notevole nel caso in cui un soggetto, socio o terzo, sia in grado di condizionare le scelte strategiche della società anche in forza di singolari poteri speciali ad esso assegnati a prescindere dalla titolarità di una corrispondente quota di capitale".

246 Come rileva F. DI GIROLAMO, *L'acquisizione di partecipazioni in imprese finanziarie*, cit., p. 1269, "sia in ragione della struttura bancocentrica del nostro mercato finanziario, sia per l'equiparazione dell'attività assicurativa a quella finanziaria, sia per le sempre più strette interrelazioni fra credito, finanza e assicurazione, per giunta, direttamente o indirettamente, integrate in organizzazioni (piramidali) di gruppo, queste modifiche si presentano molto simili, dal punto di vista contenutistico e degli interessi protetti, a quelle già viste innanzi, specie a proposito delle banche".

247 L'art. 4, lett. a), del provvedimento in commento abroga la lett. oo) del primo comma dell'art. 1 del d.lgs. n. 209/05, contenente la definizione di "partecipazioni rilevanti", coordinando la disposizione con il nuovo art. 68 del codice delle assicurazioni (disciplinante il regime autorizzatorio degli assetti partecipativi in imprese di assicurazione), che prevede direttamente le soglie percentuali e gli effetti del possesso partecipativo per i quali è richiesta l'autorizzazione preventiva dell'Isvap.

La disposizione abrogata definiva partecipazioni rilevanti quelle che comportavano il controllo della società, nonché quelle individuate dall'Isvap, in conformità dei principi stabiliti con apposito regolamento dal Ministro delle attività produttive sulla scorta di criteri imperniati sul diritto di voto e sugli altri diritti connessi alle partecipazioni che permettevano al possessore un'influenza sulla gestione dell'impresa assicurativa.

21/10 fissa direttamente le soglie di rilevanza delle partecipazioni, sottraendo all'organo ministeriale il potere di adottare eventuali regolamenti al proposito.

Segnatamente, le lett. da d) a l) dell'art. 4 del d.lgs. n. 21/10 modificano i commi 1, 2, 4, 5 e 9 dell'art. 68 del codice delle assicurazioni<sup>248</sup>, cui aggiungono i nuovi commi 2 *bis* e comma 5 *bis*.

Il nuovo comma 1 esige l'autorizzazione dell'Isvap tanto per l'acquisizione di partecipazioni determinanti il controllo o la possibilità di esercitare un'influenza notevole sull'impresa partecipata, quanto di partecipazioni che conferiscono al loro possessore una quota dei diritti di voto o del capitale pari ad almeno il 10% (eliminando il più restrittivo limite del 5% dei diritti di voto, originariamente previsto<sup>249</sup>).

Nel comma 2 sono fissate le nuove soglie partecipative del 20%, 30% e 50%, raggiunte o superate le quali scatta l'obbligo di richiedere l'autorizzazione (necessaria, indipendentemente dalla percentuale posseduta, ove alle variazioni nell'entità del possesso consegua il controllo dell'impresa partecipata).

Nella sua Comunicazione del 2 luglio 2009, par. 1, l'Isvap ha chiarito che sono tenuti a richiedere l'autorizzazione i soggetti che intendano (da soli o di concerto) acquisire (direttamente o indirettamente) partecipazioni in imprese assicurative che, considerate quelle già detenute, diano luogo:

- a) a una partecipazione pari o superiore al 10%, ovvero al conseguimento o al superamento delle soglie del 20%, 30% e 50% del capitale sociale o dei diritti di voto;
- b) alla possibilità di esercitare un'influenza notevole sulla gestione dell'impresa

---

La lett. b) del medesimo art. 4 reca un cambiamento meramente formale all'art. 14, co. 1, lett. e), del codice delle assicurazioni, al fine di raccordarlo con il nuovo art. 68 e così anche la successiva lett. c) all'art. 59, co. 1, lett. e) del codice.

L'art. 14 fissa criteri e procedura per il rilascio, da parte dell'ISVAP, della suddetta autorizzazione, mentre l'art. 59 regola l'accesso all'attività di riassicurazione.

<sup>248</sup> La norma apre il Capo I, rubricato "Partecipazioni nelle imprese di assicurazione e di riassicurazione", del Titolo VII, intitolato "Aspetti proprietari e gruppo assicurativo", del codice delle assicurazioni, e regola le autorizzazioni di competenza dell'Isvap alle acquisizioni di partecipazioni rilevanti nelle imprese assicurative.

<sup>249</sup> In ogni caso l'Isvap – nella comunicazione n. 3 del 2 luglio 2009 (all. 1, par. 1) – ha precisato che, in ogni caso, il raggiungimento o il superamento della soglia 5% gli dovrà essere comunicato, ai sensi degli artt. 9 della l. 9 gennaio 1991, n. 20, e 69, co. 1 del codice assicurazioni private.

partecipata;

c) al controllo dell'impresa, a prescindere dalla percentuale posseduta (nelle ipotesi esplicitate dall'art. 72 del codice delle assicurazioni private<sup>250</sup>).

Sono obbligati a richiedere l'autorizzazione i soggetti (e per tutti loro anche un apposito delegato) intenzionati a realizzare acquisti concerto, che a norma del nuovo comma 2 *bis* dell'art. 68 ricorrono quando più soggetti acquistano partecipazioni con l'intenzione di esercitare in modo concertato i relativi diritti (sulla scorta di accordi in qualsiasi forma conclusi) allorché dette partecipazioni, globalmente considerate, raggiungano o superino le soglie o determinino gli effetti di cui ai commi 1 e 2 del medesimo articolo.

La lett. g) dell'art. 4 del d.lgs. n. 21/10 coordina il comma 4 dell'art. 68 con i suoi primi due commi, precisando che la valutazione ai fini del rilascio dell'autorizzazione si basa su due criteri generali, di carattere rispettivamente soggettivo (qualità del potenziale acquirente)<sup>251</sup> e oggettivo (solidità finanziaria del progetto di acquisizione, con riguardo

---

250 Ai sensi dell'art. 72 del Codice il controllo sussiste anche con riferimento a soggetti diversi dalle società, nei casi previsti dall'art. 2359 commi 1 e 2, c.c. ed in presenza di contratti o di clausole statutarie che abbiano per oggetto o per effetto il potere di esercitare l'attività di direzione e coordinamento.

Il controllo si considera esistente nella forma dell'influenza dominante, salvo prova contraria, allorché ricorra una delle seguenti situazioni:

a) esistenza di un soggetto che, sulla base di accordi, ha il diritto di nominare o revocare la maggioranza degli amministratori o del consiglio di sorveglianza ovvero dispone da solo della maggioranza dei voti ai fini delle deliberazioni relative alle materie di cui agli artt. 2364 e 2364-bis c.c.;

b) possesso di partecipazioni idonee a consentire la nomina o la revoca della maggioranza dei componenti dell'organo che svolge funzioni di amministrazione o del consiglio di sorveglianza;

c) sussistenza di rapporti, anche tra soci, di carattere assicurativo, riassicurativo, finanziario e organizzativo idonei a conseguire uno dei seguenti effetti:

- la trasmissione degli utili o delle perdite;

- il coordinamento della gestione dell'impresa con quella di altre imprese ai fini del perseguimento di uno scopo comune;

- l'attribuzione di poteri maggiori rispetto a quelli derivanti dalle partecipazioni possedute;

- l'attribuzione a soggetti diversi da quelli legittimati, in base alla titolarità delle partecipazioni, di poteri nella scelta degli amministratori o dei componenti del consiglio di sorveglianza o dei dirigenti delle imprese;

d) l'assoggettamento a direzione comune, in base alla composizione degli organi amministrativi o per altri concordanti elementi quali, esemplificativamente, legami importanti e durevoli di riassicurazione.

251 A. MORELLO, *Valutazione prudenziale di acquisizioni di partecipazioni*, cit., p. 718, rileva in proposito che tale riferimento (sostanzialmente identico per i tre settori del mercato finanziario) "è alla (buona) reputazione del possibile acquirente il quale, principalmente nelle relazioni d'affari e, aggiungasi, nelle relazioni (istituzionali) con le Autorità di vigilanza, deve essersi distinto per comportamenti corretti e professionali: sarà, allora, in questo contesto valutativo che potrebbero venire in rilievo eventuali "negative records" annotati a suo carico".

anche ai possibili effetti dell'operazione sulla protezione degli assicurati)<sup>252</sup> e su ulteriori criteri afferenti alle caratteristiche dell'operazione ("la capacità dell'impresa di rispettare a seguito dell'acquisizione le disposizioni che ne regolano l'attività; l'idoneità della struttura del gruppo del potenziale acquirente a consentire l'esercizio efficace della vigilanza<sup>253</sup>; l'assenza di fondato sospetto che l'acquisizione sia connessa ad operazioni di riciclaggio o di finanziamento del terrorismo<sup>254</sup>").

Pertanto, nel valutare il verosimile livello di trasparenza dell'acquirente *in pectore*, l'Isvap dovrà basarsi non soltanto su elementi di fatto, ma anche sulle "dichiarazioni strategiche" rintracciabili nel programma predisposto dal potenziale acquirente:

---

252 Secondo A. MORELLO, *Valutazione prudenziale di acquisizioni di partecipazioni*, cit., p. 720, "il controllo sulla solidità finanziaria potrà esitarsi in diverso modo ed essere condotto secondo differenti criteri di severità a seconda delle caratteristiche dimensionali e qualitative del progetto di acquisizione: in questo tipo di apprezzamento, verrà in rilievo la capacità del candidato acquirente di sostenere gli oneri finanziari connessi all'operazione e di mantenere, ad operazione ultimata, una struttura finanziaria stabile, equilibrata e, dunque, affidabile".

253 Relativamente a tali criteri A. MORELLO, *Valutazione prudenziale di acquisizioni di partecipazioni*, cit., p. 721, osserva: "Quanto, invece, al tema della *compliance*, le Autorità dovranno stabilire se l'acquisizione, una volta completata, possa impattare negativamente sulla capacità della società bersaglio di continuare a rispettare le disposizioni che ne regolano l'attività e, cioè, di proseguire ad essere *compliant* rispetto alle norme, di legge e regolamentari, cui, in ragione della propria attività, è ordinariamente soggetta.

È stretto il legame tra il tema della *compliance* e quello della trasparenza, intesa come possibilità, per l'Autorità, di riuscire, da un lato, a decifrare come sono stati ripartiti, all'interno del gruppo societario di riferimento, poteri e responsabilità, e, dall'altro, a scambiare, con altre Autorità, le informazioni necessarie per esercitare una vigilanza efficace.

In questo tipo di indagine andrà verificato se la composizione, i rapporti (essenzialmente) di controllo e/o collegamento e, quindi, gli equilibri ed i modelli di governo all'interno del Gruppo del candidato acquirente possano, per come sono stati concretamente organizzati, ostacolare l'effettivo esercizio della funzione di vigilanza e, cioè, dell'attività di controllo (*monitoring*) ed applicazione (*enforcement*) della normativa di riferimento".

254 In proposito, ancora A. MORELLO, *Valutazione prudenziale di acquisizioni di partecipazioni*, cit., p. 722, si esprime così: "Il regime prudenziale si completa, infine, con un ultimo (non certo per importanza) riferimento al rischio che l'operazione possa essere "connessa" ad attività di riciclaggio di proventi illeciti o di finanziamento di iniziative terroristiche.

Le Autorità, se nutrono, fondatamente, questo sospetto, dovranno negare l'autorizzazione.

Nel testo della legge non è spiegato in cosa dovrebbe consistere questo rapporto di connessione né quali potrebbero essere, quanto alla fondatezza del sospetto, i pertinenti indici rivelatori. (...) l'Autorità proibirà l'operazione non solo quando sospetti (fondatamente) che l'operazione si ponga in rapporto di mezzo a fine rispetto ad una - già in corso di svolgimento - attività di riciclaggio o di finanziamento illecito ma anche quando il reato si configuri (ancora) sotto forma di tentativo.

Quanto, invece, al fondato sospetto, l'autorità avrà, ragionevolmente, motivo di credere e, quindi, fondatamente, di sospettare che sussista il riferito rapporto di connessione, di fronte a comportamenti non collaborativi assunti dal candidato acquirente in sede di istruttoria, particolarmente quanto le informazioni non rese o rese in maniera incompleta attengano, volendo riportare gli argomenti di maggior rilievo, a movimentazioni bancarie, ristrutturazioni distribuite su più paesi oppure rimescolamenti continui nel *management*".

naturalmente, adeguatezza e meritevolezza del progetto di acquisizione dipendono anche dal contenuto dei documenti che il candidato acquirente esibisce a corredo della propria comunicazione, cosicché l'Istituto non dovrebbe autorizzare l'acquisizione ove dovesse rilevare all'interno di questi documenti (e in particolare nel piano industriale) dati errati o previsioni contraddittorie o incongrue. L'autorizzazione andrà negata anche qualora i documenti presentati riportino dati non più attuali al momento della decisione e i presupposti e le caratteristiche del progetto di acquisizione richiederebbero una completa revisione a seguito di circostanze sopravvenute.

Significativa è la precisazione che l'Isvap, tra gli elementi da valutare in sede di autorizzazione dell'acquisizione di partecipazioni qualificate, debba includere la verifica dell'impatto sulla posizione degli assicurati, tutelandone, così, i relativi interessi attraverso il controllo di eventuali pregiudizi derivanti dall'operazione. Tale previsione (ulteriore rispetto al parallelo recepimento della direttiva nei settori bancario e mobiliare) è collegata all'esplicito riferimento alla tutela degli assicurati e beneficiari presente in Solvency II<sup>255</sup>, come sottolineato anche in dottrina che esalta questo elemento differenziale rispetto agli altri due segmenti del mercato finanziario<sup>256</sup>.

---

255 La direttiva 2009/138/CE sia nel 16° considerando sia nell'art. 27 precisa che l'obiettivo principale della regolamentazione e della vigilanza consiste nella tutela dei contraenti e dei beneficiari (ossia qualsiasi persona fisica o giuridica titolare di un diritto in forza di un contratto di assicurazione). La Relazione illustrativa allo Schema di decreto legislativo precisa che riferimento alla tutela degli assicurati è stato mantenuto proprio perché in ambito assicurativo qualifica gli obiettivi di vigilanza, così come contemplato dall'art. 27 dell'allora proposta di direttiva.

256 Così F. DI GIROLAMO, *L'acquisizione di partecipazioni in imprese finanziarie*, cit., p. 1273 s.: "Al contrario, né nell'art. 19, comma 5°, t.u.b. né nell'art. 15, comma 2°, t.u.f. è dato rinvenire una disposizione simile, una disposizione cioè che, attraverso il controllo sull'operazione acquisitiva (di cui deve essere valutata la solidità finanziaria), miri a tutelare i risparmiatori, e per di più la legge, opportunamente (perché costituivano più una foglia di fico che non un'efficace barriera a protezione dei risparmiatori), non prescrive più l'adozione di protocolli di autonomia gestionale per le imprese bancarie e di investimento, lì dove, viceversa, per quelle assicurative l'art. 75 c.a.p. continua ad abilitare l'ISVAP a richiederli in ogni momento ai titolari delle partecipazioni di cui all'art. 68 c.a.p. e a sospenderne il diritto di voto nell'ipotesi di loro inadempimento.

La diversa opzione legislativa in materia assicurativa - volta a implementare la garanzia per l'indipendenza della partecipata e a ribadire, sempre per iscritto, la protezione degli assicurati -, si regge, probabilmente, sui precisi obiettivi di vigilanza del mercato assicurativo, riaffermati ora nella recente dir. 2009/138/CE (Solvency II), che, appunto, fa espresso cenno alla tutela dei contraenti (leggi: gli assicurati) e dei beneficiari (come definiti nel 16° considerando). Pur con la dovuta precisazione, che è di analogo tenore a quella già fatta con riguardo alle prerogative di controllo della Banca d'Italia sugli intermediari bancari e finanziari e che è ricavabile proprio dalla dir. 2007/44/CE, che all'ISVAP non compete alcuna valutazione di merito, né di politica economica, ma soltanto un

La lett. i) dell'art. 4 del d.lgs. n. 21/10 ha inserito nell'art. 68 il nuovo comma 5 *bis*, che dispone la consultazione tra l'Isvap e le altre Autorità competenti quando il potenziale acquirente sia una banca, un'impresa di investimento o una società di gestione autorizzata in Italia, prendendo atto del rilevante fenomeno degli intrecci fra banche, assicurazioni e imprese di investimento, mentre il nuovo comma 9 attribuisce all'Isvap un potere regolamentare d'attuazione.

L'art. 70 del codice regola la comunicazione degli accordi di voto: dal suo comma 1 è stato opportunamente eliminato il termine di cinque giorni dalla stipulazione (o dal momento in cui viene posto in essere, se concluso oralmente) per la comunicazione del patto parasociale all'Isvap (cui spetta, con proprio regolamento, individuare i termini e le modalità della comunicazione dell'accordo da parte dei soggetti a ciò tenuti); il nuovo comma 2 aggiunge al potere di sospendere l'esercizio dei diritti di voto degli aderenti al patto anche quello di fissare un termine entro il quale i medesimi soggetti sono tenuti a vendere le partecipazioni, ove dall'accordo discenda una concertazione del voto tale da ledere la sana e prudente gestione dell'impresa partecipata.

Il novellato comma 1 dell'art. 204 si preoccupa di istituire un meccanismo di consultazione tra l'ISVAP e le Autorità competenti degli altri Stati membri per il rilascio dell'autorizzazione, quando l'acquisizione o la sottoscrizione di azioni sia eseguita da un acquirente che sia una banca, un'impresa di assicurazione o di riassicurazione, un'impresa di investimento o una società di gestione autorizzate in un altro Stato aderente (o altro soggetto ad esse riferibile); i nuovi commi 1 *bis* e 2 *bis*, poi, consentono rispettivamente lo scambio di tutte le informazioni attinenti alla valutazione tra l'Isvap e le autorità competenti e l'indicazione nel provvedimento di autorizzazione di eventuali pareri o riserve espressi dall'Autorità competente a vigilare sul potenziale acquirente<sup>257</sup>.

---

controllo di ordine tecnico e finanziario dell'operazione acquisitiva".

<sup>257</sup> Per F. DI GIROLAMO, *L'acquisizione di partecipazioni in imprese finanziarie*, cit., p. 1275, "queste ultime disposizioni, se non possono portare alla conclusione dell'avvenuta creazione di un'unica Autorità di vigilanza europea sul mercato finanziario, costituiscono pur sempre un buon avvio in questa direzione, stabilendo doveri informativi incrociati e collaborazioni sempre più strette fra i vari Organi di vigilanza che svolgono anche la funzione di regolatori, almeno di seconda istanza".

### **3.3. Prospettive di inquadramento dell'Isvap nel nuovo assetto della regolazione assicurativa comunitaria**

A conclusione della panoramica sulla regolazione del mercato assicurativo italiano, è il caso di azzardare qualche ipotesi sugli sviluppi che potrebbero conseguire alla riforma in atto a livello comunitario. Peraltro, le indicazioni in merito sono in questa fase destinate a rimanere alquanto scarse e vaghe, visto lo stadio ancora tutto sommato embrionale e magmatico del quadro normativo e di prassi in cui le Autorità nazionali e sovranazionali da una parte e gli operatori del settore dall'altra dovranno muoversi, necessitando ancora strutture e criteri di controllo e di vigilanza prudenziale dell'opportuna implementazione<sup>258</sup>.

---

258 A. CANDIAN. - A. TITA, *La compliance delle imprese assicurative nel quadro europeo*, cit., p. 28 ss., colgono i punti cruciali della situazione con riferimento ai vari soggetti interessati: "A fini operativi, la situazione, nei suoi diversi profili, può così di seguito inquadrarsi, avendo riguardo ai diversi punti di osservazione delle imprese di assicurazione, delle autorità di vigilanza nazionali, della supervisione micro e macro-sistemica, in ragione della stabilità complessiva del settore.

*Circa le imprese di assicurazione*, non dovrebbero arrivare per esse ulteriori significative novità, rispetto alla profonda revisione già in corso di *Solvency II*.

Vediamo perché: i termini di correlazione tra i rami assicurativi, nella determinazione del *Capital Requirement*, tra *Minimum* e *Solvency*, sono stati indicati da CEIOPS, nel novero della impostazione e calibrazione degli *standards*.

Pertanto le imprese assicurative nel passato 2010 hanno completato il 5° studio di impatto quantitativo, preparando l'implementazione dei modelli: riferendoci ad esempio all'esperienza italiana, alla luce del precedente nel settore bancario di Basilea II in cui solo i due grandi istituti creditizi nazionali hanno fatto ricorso a modelli interni di misurazione del rischio, laddove gli altri istituti hanno applicato i criteri *standard* analogamente, anche per il settore assicurativo, venga data preferenza al metodo *standard* previsto da *Solvency II*.

In altre parole, le medie imprese assicurative preferiscono ottemperare ai nuovi criteri nel modo più indolore, evitando di avviare con ISVAP un dialogo permanente sulla congruenza prima e la manutenzione dopo del modello interno, optando per le misurazioni *standard*.

La stessa ISVAP, peraltro, deve ancora strutturarsi adeguatamente, in termini di dotazione di risorse e di stanziamenti finanziari, per svolgere con la dovuta tempestività la mole di lavoro che discende dalle nuove disposizioni, per validare i modelli interni.

*Circa le Autorità nazionali di vigilanza* la fluidità è notevole, posto che si trovano in mezzo alle variabili su entrambi i fronti del loro operare, delle imprese vigilate da una parte e della cooperazione europea dall'altra, ossia di quali posizioni assumeranno le une e l'altra.

Va infatti osservato che il potere di intervento di EIOPA in campo di *standard* tecnici non è pacifico, né pacificamente accettato: le *constituencies* nazionali obiettano che la fissazione di *standard* tecnici non costituisce di per sé "determinazione tecnica", rientrando nella sfera di competenza di EIOPA.

Ciò in quanto la calibrazione del *Capital Requirement* comporterebbe scelte di politica economica e fiscale che, ai sensi dell'art. 23, clausola di salvaguardia, del regolamento proposto dalla Commissione europea, esulano dai poteri delle ESAs.

Il 2011 per le autorità nazionali come ISVAP è perciò un anno decisivo in funzione degli assetti che sta assumendo la vigilanza finanziaria in Europa e, all'interno di questa, nel dialogo tra livello nazionale ed europeo verso i vigilati e verso la vigilanza macro-sistemica.

*Circa la recente EIOPA*, l'attuale momento è assimilabile al *big bang* creativo: in questi pochi mesi si

Naturalmente, con specifico riferimento alla realtà italiana, il fulcro di tale processo di adattamento ed evoluzione va individuato nell'ISVAP, con riguardo al suo duplice ruolo di Autorità di controllo e di regolazione: infatti, ad essa spetta tanto recepire buona parte delle novità regolamentari di matrice comunitaria quanto inserirsi pienamente nell'European System of Financial Supervisors (ESFS), ossia la rete di organi nazionali che cooperano con le nuove Autorità europee per la vigilanza microprudenziale (ossia sui singoli istituti finanziari).

Da questo punto di vista, l'impatto della riforma non dovrebbe essere dirompente, apparendo questa "basata su un'evoluzione dei modelli di vigilanza piuttosto che su una rivoluzione"<sup>259</sup>, ma più che altro circoscritto ad un miglior coordinamento operativo ed una maggiore armonizzazione interpretativa a livello europeo, rispettivamente sotto il profilo della vigilanza e della regolamentazione<sup>260</sup>; ciò anche dal momento che i vari supervisor nazionali sono rappresentate all'interno delle Autorità comunitarie e che il

---

gioca il prossimo futuro della supervisione europea e del ruolo che essa viene chiamata a svolgere.

Per cui grande fibrillazione su procedure, organici, pressioni delle amministrazioni nazionali per le coperture dei posti di responsabilità, ecc.

*Circa la supervisione macro-sistemica*, questo evidentemente è un territorio tutto da esplorare, anche se è prevedibile che questa svolgerà un ruolo essenziale nel calibrare le riserve e misurare i rischi di sistema, in funzione della stabilità complessiva del quadro finanziario.

Per cui da qui potranno arrivare condizionamenti notevoli per la *industry* e per le imprese assicurative: la loro capacità di far sentire la propria voce in sede di autorità di settore, quale che sia nazionale o europea, svolgerà una parte considerevole nelle valutazioni di politica economica generale".

259 ISVAP, *Audizione del presidente dell'ISVAP, Giancarlo Giannini, davanti alla Commissione Finanze della Camera dei deputati del 17 settembre 2009. nell'ambito dell'esame della Comunicazione della Commissione europea sulla vigilanza finanziaria europea*, reperibile sul sito web [www.camera.it](http://www.camera.it).

260 Così C. BORTOLANI, *L'ISVAP e le autorità di vigilanza europee*, cit., p. 1239 s.: "In ogni caso il progetto europeo di riforma non sembra mettere in discussione la vigilanza *day-to-day* che rimarrebbe la responsabilità delle singole autorità nazionali, che più direttamente conoscono i problemi e le criticità del mercato interno. Il fine della riforma (...) sembra infatti piuttosto essere quello di consentire una maggiore armonizzazione interpretativa della normativa europea, che di un esautoramento delle singole autorità di vigilanza nazionali.

Il nostro paese, infatti, non necessita di un "super-ISVAP", né di una regolamentazione che risulti eccessiva, tuttavia concreti vantaggi potrebbero derivare da un'applicazione uniforme della normativa, anche a livello concorrenziale, soprattutto in quelle aree, come quella finanziaria, in cui altri paesi dell'Unione hanno spesso un approccio di mercato più liberale del nostro nel recepimento delle regole comunitarie.

Si deve quindi trattare di un approccio all'insegna di una migliorata cooperazione europea, nettamente preferibile all'alternativa dell'atteggiamento "*chacun pour soi*", e che auspicabilmente non comporterà una maggiore burocratizzazione per gli operatori e un aumento dei costi per gli utenti finali, pur in considerazione del fatto che le tre nuove autorità otterranno il 60% dei loro finanziamenti dagli Stati membri".

funzionamento di queste ultime è in buona parte frutto di un compromesso<sup>261</sup> e che rimane salva la competenza dei vari organi degli Stati membri, sulla base del principio di *home country control*<sup>262</sup>.

Non a caso, parte della dottrina ha individuato proprio nella possibile conflittualità tra i due livelli di supervisione (in particolare con riguardo alla fissazione degli *standard* tecnici) un aspetto critico della nuova architettura, rendendo auspicabile un'ulteriore convergenza tra le

---

261 Così A. CANDIAN. - A. TITA, *La compliance delle imprese assicurative nel quadro europeo*, cit., p. 23 s.: "Ne è riprova il compromesso a superamento, subito elaborato dall'Ecofin (Consiglio dei Ministri dell'Economia e delle Finanze) immediatamente seguente di metà luglio, in base al quale le delibere EIOPA sui casi emergenza vanno preventivamente sottoposte allo stesso Ecofin, oppure il potere di EIOPA di dirimere i conflitti nei collegi di sorveglianza tra autorità *home* e *host country* va circoscritta alle sole questioni di diritto comunitario.

Tuttavia ciò non muta radicalmente gli equilibri della sorveglianza sulle imprese assicurative. Ad esempio, così come già nel CEIOPS, anche nell'EIOPA l'organo decisionale, ovvero il consiglio dei supervisori, risulta composto dai rappresentanti delle *Authorities* nazionali i quali, soli, continuano ad avere il diritto di voto.

E per quanto EIOPA viene ora guidato, a differenza del predecessore, da un presidente e da un direttore esecutivo indipendenti e permanenti, questi tuttavia partecipano al consiglio dei supervisori senza diritto di voto, in posizione analoga ai rappresentanti della Commissione europea e delle altre ESAs.

Anche se, quale che fosse la *bindingness* formale delle determinazioni di CEIOPS, queste venivano osservate proprio nello spirito di concertazione che contraddistingue la supervisione finanziaria europea, nell'interazione tra livello normativo europeo e amministrativo/regolatorio nazionale, nell'articolazione permanente tra partecipazione tecnica e decisione politica, con quest'ultima ispirata dalla prima.

Si noti infatti che, sul piano dell'oggetto, ossia delle norme materiali, *Solvency II* è già in corso di attuazione e la sua impostazione a partire dalla calibrazione degli *standard* previsti risente già della matrice europea che l'ha ispirata: collaborazione e coordinamento tra i supervisori *home* e *host country* degli Stati membri; spinta della Commissione europea verso la convergenza per realizzare gli obiettivi del mercato unico; ampio riconoscimento dei gruppi per ribadire libertà di stabilimento e prestazione di servizi; ecc.

Inoltre, sul piano del soggetto che assicura la vigilanza, nulla togliendo al fatto che il cardine attuativo del sistema siano rimasti i supervisori nazionali nella riforma Lamfalussy come in quella De Larosière in realtà già la vera innovazione è stata la convergenza delineata dal sistema Lamfalussy, che ha istituito la rete di supervisori, nel concerto tra Commissione e autorità nazionali".

262 Così C. BORTOLANI, *L'ISVAP e le autorità di vigilanza europee*, cit., p. 1231 s.: "La grave crisi economica ha infatti evidenziato come in Europa, in particolare, sia necessario far fronte a due ordini di problemi di carattere strutturale: in primo luogo, a quello della perdurante diversità delle normative in materia finanziaria derivante dalla facoltà concessa agli Stati membri di scegliere tra diverse opzioni nell'attuazione delle direttive comunitarie, nonché dalla diversa interpretazione e recepimento delle direttive da parte degli Stati membri; ciò che determina l'accumularsi di regolamentazioni ed interpretazioni nazionali in aggiunta a quelle europee (c.d. *goldplating*) e una frammentazione di fatto del mercato comunitario in mercati nazionali.

In secondo luogo, a quello della vigilanza che, rimanendo basata sul principio dell'*home country control*, fa sì che esistano in ciascun Stato membro autorità di vigilanza diverse per struttura, competenze, poteri e procedure".

varie Autorità, sulla base di una normativa unica ed uniforme a livello comunitario<sup>263</sup>.

Per ciò che concerne l'Isvap, quindi, non pare possa essere revocato in dubbio il ruolo centrale assegnato dal codice delle assicurazioni e legittimato attraverso la copiosa attività regolamentare<sup>264</sup>. In particolare, va apprezzato il ruolo svolto nel circoscrivere l'impatto della crisi finanziaria sul settore assicurativo, grazie all'adozione di norme limitative del ricorso ai prodotti finanziari derivati, ossia i divieti di indicizzare le polizze *index linked* a titoli derivanti da cartolarizzazioni e a derivati del credito (circolare 507 del 2003) e di l'assicurabilità di "garanzie prestate a fronte di operazioni di finanziamento o di provvista di

---

263 Così A. CANDIAN. - A. TITA, *La compliance delle imprese assicurative nel quadro europeo*, cit., p. 24 s.: "Ora, che le autorità nazionali cerchino di difendere come possono le proprie attribuzioni può risultare comprensibile e ciò genera il braccio di ferro su chi si abbia l'ultima parola tra autorità europea e nazionale nella determinazione degli *standard* tecnici, ovvero quanto vincolanti siano quelli definiti in sede europea, rispetto al livello nazionale.

Pur tuttavia, come si è venuto sin qui osservando, tutto il quadro economico e normativo va verso un assetto europeo, per cui il compito lasciato al supervisore nazionale, a tendere, diventa comunque sempre più esecutivo.

A questi rimane una sorta di "ultimo miglio": importante sì, ma inquadrato in un sistema assai più rilevante e complesso.

Pertanto tentare di limitare il margine di apprezzamento dell'EIOPA in campo di *standard* tecnici, oppure al limite escludere di fatto ma per quanto tempo ancora? il valore vincolante delle sue determinazioni in materia, non può arrestare il corso della convergenza, già avviato.

Innumerevoli sono le iniziative volte a imbrigliare i poteri di intervento in materia di *standard* tecnici di EIOPA, in sede normativa, come in sede interpretativa.

A parere di chi scrive ed in estrema sintesi, tuttavia, non è il passaggio da CEIOPS quale mero comitato di coordinamento tra *Authorities* nazionali ad EIOPA *Authority* essa stessa, e di rango "federale" a sovvertire gli equilibri nel sistema delle regole, bensì la scelta, ammesso che tale sia, di porre il livello delle regole lì dove le dimensioni del mercato si determinano e rilevano, ossia al rango europeo: e questa scelta è stata già precedentemente operata e gli effetti di questa sono ampiamente in atto.

Certamente, allo stadio raggiunto dalla cooperazione istituzionale e dalla integrazione dei mercati, rendere più stringente la convergenza appare solo più razionale e coerente con le questioni in gioco, nella logica prospettiva di pervenire al *single rule book* europeo, vale a dire un testo unico del settore, valido per tutti gli operatori attivi nel territorio dell'Unione europea".

264 Un significativo bilancio in proposito è tracciato da G. CARRIERO, *Il controllo sull'attività assicurativa: istituzioni, obiettivi e strumenti*, cit., p. 816: "Dopo la promulgazione del codice delle assicurazioni, l'attività normativa sub - primaria assegnata all'Isvap ha finora prodotto ben 30 regolamenti, sempre preceduti da una fase di pubblica consultazione. L'impianto regolamentare è risultato indenne alla prova di resistenza rappresentata dai due gradi del giudizio amministrativo alla quale era stata sottoposta dall'impugnazione dell'importante regolamento n. 5/06 promossa, tra gli altri, dall'A.N.I.A. e da altre associazioni di categoria. Il sindacato giurisdizionale degli atti dell'autorità aventi natura regolamentare o generale (oltre che, naturalmente, di quelli individuali) è strumento di democrazia. Riguarda l'esercizio di diritti fondamentali non a caso espressamente ribaditi dalla legge sulla tutela del risparmio. E tuttavia, a fronte dei motivi di ricorso, delle principali censure all'operato dell'autorità, permane l'impressione che i rilievi critici si appuntassero più che sulla ragionevolezza dei contenuti delle norme regolamentari, sullo stesso processo di produzione delle regole ovvero sul fatto che le regole poste fossero diverse da ciò che i vigilati avrebbero desiderato".

mezzi finanziari non relative all'acquisto di beni o servizi al consumo" (regolamento n. 29 del 2009)<sup>265</sup>.

Proprio sotto il profilo della potestà regolamentare, le nuove competenze attuative dei principi e delle normative tecniche di matrice comunitaria – ampliate e rafforzate dal nuovo modello europeo di regolazione dei mercati finanziari – devolute all'Isvap (al pari delle omologhe Autorità) potranno auspicabilmente contribuire ad arginare un possibile *vulnus* nella stabilità e nelle modalità di produzione della normativa sub-primaria. Infatti, come perspicuamente rilevato dalla dottrina, sulle norme valide *erga omnes* contenute nei regolamenti delle Autorità incombe un pericolo di caducazione *ex tunc* attraverso l'impugnazione dei relativi provvedimenti attuativi individuali da parte dei singoli soggetti

---

265 In proposito si veda ISVAP, *Audizione del Presidente dell'ISVAP Giancarlo Giannini presso la I Commissione – Affari costituzionali della Camera dei Deputati del 19 maggio 2010*, reperibile al link [http://www.isvap.it/isvap\\_cms/docs/F18428/Audizione%2019%20maggio%202010.pdf](http://www.isvap.it/isvap_cms/docs/F18428/Audizione%2019%20maggio%202010.pdf): “In conclusione, il processo di acquisizione da parte dell'ISVAP dei tratti fisionomici caratterizzanti delle Autorità indipendenti è stato frutto di un processo evolutivo graduale, assecondato dall'Istituto che con l'affidabilità e la coerenza della sua azione ha saputo meritare sul campo le funzioni e il ruolo a esso attribuiti. In questo senso meritano apposita evidenza le azioni di vigilanza esercitata sia nel quotidiano esercizio dell'esercizio delle funzioni di competenza, sia in via generale, con la disciplina attuativa della legislazione di settore basata sulle logiche prudenziali della diversificazione e della limitazione degli investimenti delle imprese nei prodotti finanziari a componente più marcatamente speculativa.

Ciò ha consentito al settore assicurativo italiano di evitare l'insorgere di scandali finanziari originati nel nostro Paese nonché di minimizzare le conseguenze dei *default* di importanti emittenti e più in generale della drammatica crisi economico finanziaria internazionale che ancora ha i suoi negativi riflessi sull'economia reale. In particolare, segnalo alla cortese attenzione dell'Onorevole Commissione che alcune regole specifiche dettate dall'Autorità ben prima che la crisi si profilasse all'orizzonte hanno costituito una rilevante protezione del mercato assicurativo italiano. In particolare:

- a. il divieto, stabilito dall'Autorità, a partire dal giugno 2003, per le *index linked*, di indicizzarsi a titoli derivanti da cartolarizzazioni e a derivati del credito (circolare ISVAP 507/2003);
- b. le regole che non consentivano e non consentono oggi (Regolamento ISVAP n. 29) l'assicurabilità di “garanzie prestate a fronte di operazioni di finanziamento o di provvista di mezzi finanziari non relative all'acquisto di beni o servizi al consumo”.

Mi sia consentito sottolineare l'importanza e la lungimiranza di tali regole:

- la prima ha evitato la diffusione di prodotti con prestazioni collegate all'andamento di derivati del credito o similari (*subprime*) che, da una stima prudenziale basata sull'assunzione che l'incidenza di tali prodotti sul totale delle riserve tecniche *index linked* si fosse mantenuta su valori ante divieto (il 12% circa), avrebbe raggiunto il valore di 8 miliardi di euro;
- la seconda ha evitato le imponenti ripercussioni sul nostro Paese legate alla vendita di polizze a protezione di strumenti finanziari complessi (CDS); la situazione nella quale è precipitato il gruppo AIG – uno dei primi assicuratori mondiali – è scaturita dalla importante vendita di tali prodotti dalla *business unit* situata a Londra.

I fatti dimostrano come l'ISVAP abbia, nell'ambito dell'Unione Europea, perseguito adeguatamente, anche con l'adozione di idonee misure preventive, la propria finalità istitutiva, cioè la difesa del risparmio assicurativo”.

vigilati destinatari<sup>266</sup>: la natura di misure di esecuzione della disciplina europea, che sarebbe così possibile riconoscere a tali fonti, potrebbe forse preservarle dalla demolizione nei singoli ordinamenti nazionali, qualora fossero ravvisabili in giudizio i presupposti della pregiudiziale comunitaria.

Tuttavia, a tal proposito, sia consentito prospettare un elemento di dubbio: non paiono essere chiare le conseguenze del sostanziale potere di conformazione dell'Eiopa (e delle omologhe strutture dei settori bancario e mobiliare) sull'operato delle Autorità nazionali al proprio orientamento sulla responsabilità e sull'*accountability* di tali organi, tema quantomai complesso e controverso<sup>267</sup>. Il rischio parrebbe quello di una complessiva deresponsabilizzazione dei supervisor nazionali, nel cui allineamento alle indicazioni delle omologhe strutture europee sembrerebbero difficilmente ravvisabili gli estremi della colpa grave, canone cui la già menzionata legge sulla tutela del risparmio (n. 262 del 2005) ha dato espresso riconoscimento normativo<sup>268</sup>: probabilmente, la disciplina e la prassi comunitarie dovrebbero fornire indicazioni in proposito, cogliendo magari l'occasione per uniformare la materia a livello dei singoli Stati membri e creando un meccanismo di *accountability* delle *Authorities* di rango comunitario<sup>269</sup>.

---

266 Si veda in particolare G. ROMAGNOLI, *ISVAP tra regolazione e vigilanza*, cit., p. 187: "l'utilizzo della combinazione tra fonti di rango e natura diversa comporta l'assunzione di un non indifferente rischio di instabilità del prodotto normativo per il diverso regime di contestazione rispettivamente di legge e regolamento e per l'assenza di "filtri" - a differenza di quanto previsto per il giudizio di costituzionalità - idonei a contenere la destabilizzazione delle disposizioni prodotte dalla autorità.

Il regolamento in quanto atto normativo di natura amministrativa è pur sempre soggetto al controllo di legittimità del TAR secondo le tradizionali regole processuali; dunque, atteso il carattere demolitorio generale della pronuncia del giudice speciale, ben può accadere che chi impugna un provvedimento attuativo di una disposizione sub-primaria congiuntamente al primo ne ottenga l'eliminazione dall'ordinamento. Conseguentemente il soggetto sottoposto a vigilanza, destinatario di un atto limitativo sgradito di cui contesta la validità, si vede riconosciuta la possibilità di provocare in esito ad una propria scelta processuale la cancellazione di una norma *erga omnes* con effetto sin dalla sua emanazione e, si noti, dando luogo ad un vuoto praticamente incolmabile per il principio d'irretroattività degli atti rispetto alle situazioni c.d. "esaurite".

267 Sul tema si vedano diffusamente M. POTO, *Le autorità di vigilanza sul mercato mobiliare*, cit., p. 153 ss.; N. PECCHIOLI, *Incoraggiamento del risparmio e responsabilità delle autorità di vigilanza*, Torino, 2007, p. 177 ss.; B. ANDÒ, *Il problema della responsabilità delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari. Profili comparatistici*, Milano, 2008, *passim*.

268 Sul punto si veda, da ultimo, A. ANELLI, *Quale limite per la responsabilità delle c.d. Autorità di vigilanza?*, *Commento a Cass. civ. Sez. III, 23 marzo 2011, n. 6681*, in *Le Società*, 2011, p. 793 ss., e alla dottrina *ivi* citata.

269 In proposito appare valida l'indicazione formulata da M. CLARICH, *Un approccio "madisoniano"*, cit., p. 92 s., secondo il quale "l'*accountability* può essere assicurata creando una pluralità di legami non esclusivi con una pluralità di interlocutori: il parlamento, il Governo, la società civile, la comunità

In attesa di verosimili imminenti sviluppi, pare condivisibile l'auspicio di un rafforzamento della collaborazione tra le autorità finanziarie italiane, attraverso la creazione di un'apposita struttura di coordinamento che adotti decisioni comuni e risolva gli eventuali conflitti<sup>270</sup>. In proposito, un organo verosimilmente in grado di candidarsi a tale ruolo pare individuabile nel già menzionato Comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria; peraltro, le relative attribuzioni, comprendendo l'implementazione delle *guidelines* di regolazione internazionali e l'adozione di misure urgenti per la risoluzione di attuali o potenziali crisi sistemiche, potrebbero forse già ad oggi essere sufficienti per la suddetta funzione propulsiva e di coordinamento.

Infatti, in un settore in cui i problemi richiedono spesso rimedi attuati in tempo reale la creazione di strutture di coordinamento dal funzionamento più snello e risoluto, in grado di decidere nel più breve tempo e con la più ampia condivisione possibile, rappresenta indubbiamente un considerevole vantaggio.

---

scientifica (*peer review*)", così da creare condizioni istituzionali che consentano una forma di controllo sulle Autorità senza che nessuno in particolare le controlli.

270 Così G. CARRIERO, *Il controllo sull'attività assicurativa: istituzioni, obiettivi e strumenti*, cit., p. 817: "La sinergia e le complementarità dell'azione di supervisione inerente ai settori considerati potrebbe essere risolta attraverso la previsione di un organismo, composto dai legali rappresentanti delle principali autorità, al quale devolvere l'adozione di linee di *policies* comuni e la risoluzione di eventuali conflitti. Tale organismo rappresenterebbe la più concreta e tangibile attuazione degli obblighi di coordinamento tra le autorità (già sanciti dalla legge sul risparmio) nel pieno rispetto dell'indipendenza".

## Conclusioni

Come emerge dall'analisi condotta, l'assetto della regolazione del mercato finanziario a livello sia comunitario sia italiano si basa essenzialmente sul modello della vigilanza per soggetti, salvo alcune sovrapposizioni dello schema per finalità: di conseguenza, entrambi gli ordinamenti prevedono la compresenza di più autorità, ciascuna preposta ad uno dei tre settori del mercato, cosicché vi è una precisa corrispondenza tra gli organi di controllo dei due livelli (tranne che per l'EIOPA, cui a livello italiano fanno da contraltare due Autorità, l'Isvap per le assicurazioni e la Covip per i fondi pensione). Ulteriore parallelismo è costituito dalla presenza di un organismo di controllo sul rischio sistemico (Comitato europeo per il rischio sistemico a livello comunitario e Comitato per la salvaguardia della stabilità finanziaria a livello italiano).

Nonostante si possa discutere sulla validità dei vari modelli di vigilanza (e come si è visto non sembra individuabile uno schema migliore in assoluto), la simmetria che così si crea tra la struttura delle istituzioni sul piano nazionale e sovranazionale consente senz'altro un più diretto coordinamento tra le corrispondenti Autorità, importante soprattutto alla luce dei poteri di impulso, indirizzo, interpretazione uniforme e addirittura sostituzione degli organi dell'Unione. Sotto altro profilo, un tale legame biunivoco permette una più efficace implementazione della disciplina comunitaria di primo e secondo livello da parte degli organi nazionali: ciascuno di essi potrà, nell'ambito delle proprie competenze e dei propri poteri, elaborare in modo più preciso le misure di attuazione ed esecuzione adatte al rispettivo settore, coerentemente con lo schema di regolamentazione previsto dal rapporto De Larosière.

Per quanto più specificamente concerne il mercato assicurativo, tale nuovo assetto conferma l'opportunità di una regolazione *ad hoc*, che tenga conto delle peculiarità e dell'elevato grado di tecnicità di tale comparto.

In particolare, risulta esaltato dagli sviluppi normativi degli ultimi anni il ruolo dell'Isvap (ad onta delle proposte di soppressione avanzate in un recente passato), ormai da tempo pienamente assunto al rango di Autorità indipendente e finalmente

dotato, oltre che di competenze tecniche difficilmente sostituibili, di poteri regolamentari adeguati all'obiettivo di disciplinare il proprio settore di competenza, fungendo da *trait d'union* tra i principi comunitari e le concrete esigenze del mercato. Sotto questo profilo, va certamente apprezzata la celerità di reazione ed intervento a seguito di improvvisi mutamenti economico-finanziari (quali l'abbassamento del *rating* dei titoli di Stato italiani ad un livello prima inconcepibile nel giro di poche ore), concretatasi nell'adozione di misure urgenti in un lasso di tempo ridotto a pochi giorni (risultato non certo conseguibile dalla normativa di rango primario).

Quanto alla disciplina sostanziale, naturalmente il punto cruciale è l'adozione di un sistema di vigilanza prudenziale estremamente rigoroso che, nel contempo, lascia notevoli spazi ad un possibile miglioramento da parte delle stesse imprese assicurative, attraverso l'approvazione delle relative *best practises* da parte delle Autorità di vigilanza nazionali. Al di là dell'adozione della direttiva Solvency II, l'efficacia e la sostenibilità della nuova normativa andranno valutate sulla base delle varie misure di attuazione (comunitarie e nazionali) che si susseguiranno, nonché del relativo impatto sulle imprese e sul mercato. Anche in quest'ambito, il ruolo svolto dall'Isvap (già iniziato con i vari studi di impatto) è e sarà di cruciale importanza, rendendo sempre meno sostenibile le ipotesi di soppressione dell'Istituto, soprattutto a fronte di un proliferare di Autorità indipendenti (o presunte tali) dalle competenze a volte non ben precisate né particolarmente sofisticate né, ancora, essenziali alla luce della disciplina comunitaria.

In definitiva, il modello di vigilanza sul mercato assicurativo europeo e nazionale appare fortemente integrato e improntato alla concezione più moderna della regolazione, ossia il cospicuo ricorso alla normativa sub-primaria (di contenuto squisitamente tecnico) elaborata dalle Autorità di settore per integrare ed attuare costruttivamente i principi della disciplina di rango primario: in tale visione, ferma restando la matrice politico-istituzionale di quest'ultima, il dialogo con gli operatori del mercato e il ruolo riconosciuto alla relativa autodisciplina sostituiscono, idealmente, il dirigismo statale prevalente in passato.

Se queste sono le caratteristiche intrinseche del sistema scaturente dalle scelte compiute

negli ultimi tempi, non vanno sottaciute le varie incognite che possono condizionarne l'efficacia.

Innanzitutto, come più volte evidenziato, la nuova struttura di vigilanza europea è ancora allo stadio iniziale e necessita dell'opportuno assestamento dei meccanismi di funzionamento e di calibrazione dei propri interventi delle varie Autorità, nonché di coordinamento e di intesa tra le stesse e di queste con le omologhe istituzioni nazionali. Inoltre, non va sottovalutata l'influenza che istanze di matrice politica (provenienti dai vari Stati membri e dalle istituzioni comunitarie) verosimilmente dispiegano e dispiegheranno sulle scelte degli organi di controllo, con conseguente eventualità di blocchi, soluzioni di compromesso o distorsioni di varia natura, suscettibili di trasferirsi sul mercato e sulle Autorità nazionali.

Altro aspetto da tenere in considerazione è l'impatto sul settore assicurativo di quella crisi mondiale che ormai da anni flagella l'economia e dà impulso ad ogni idea di riforma e miglioramento della vigilanza finanziaria. In proposito si è già sottolineato come l'attività caratteristica delle assicurazioni sia di per sé meno esposta ai rischi di contagio di quanto non lo siano le attività bancaria e mobiliare; tuttavia, non vanno sminuite le nefaste conseguenze che le fortissime oscillazioni del valore di titoli azionari ed obbligazionari producono sulla situazione economico-finanziaria delle compagnie.

Infatti, oltre agli specifici rischi di investimento, risulta evidente come una sia pur rigorosa disciplina dei criteri prudenziali e di solvibilità sia sostanzialmente inefficace a contrastare una svalutazione dei valori dei titoli azionari, obbligazionari, di Stato (e quindi dei vari requisiti patrimoniali ad essi collegati) ormai fuori controllo e di entità assolutamente sproporzionata ai reali valori degli *asset* ad essi sottostanti. Ciò tanto più se si considera che la speculazione è passata ad incidere direttamente sulla "ricchezza delle nazioni", attaccando gli stessi Stati e, addirittura, l'intera Unione Monetaria (uno dei cui vantaggi sarebbe dovuto risiedere proprio nella maggiore resistenza e stabilità a fronte di attacchi speculativi di ingenti proporzioni).

In un quadro simile, la prima esigenza da garantire sembra non tanto quella di

proteggere il mercato dalle singole imprese, quanto quella di proteggere le imprese dal mercato globale, che ormai appare sempre più terreno di propagazione di crisi locali. In proposito, visti i risultati della forse eccessiva autonomia concessa alle istituzioni finanziarie private, l'unica soluzione pare il raggiungimento di una costruttiva convergenza tra i vari Stati e organismi di carattere internazionale, nell'ambito delle sedi e dei processi menzionati nel primo capitolo; tuttavia, l'obiettivo di una *governance* mondiale sembra ancora distante (tanto più se si considerano i contrasti interni alla sola Unione europea).

Di conseguenza, allo stato attuale non è possibile azzardare previsioni sulle possibilità del nuovo assetto della regolazione assicurativa di ridurre apprezzabilmente le conseguenze della crisi: si tratta di un obiettivo in buona parte dipendente da una serie di variabili esogene al settore e, in ogni caso, trascendente i limiti di una disciplina che può fronteggiare solo fino ad un certo punto situazioni di carattere eccezionale. L'auspicio, quindi, è che prontezza ed efficacia di reazione delle Autorità e degli operatori riescano a contrastare in qualche misura le varie emergenze che ancora, presumibilmente, si susseguiranno, magari anche contribuendo alla normalizzazione del mercato (ad esempio attraverso un intelligente assorbimento dei titoli di Stato da parte delle compagnie, così da stabilizzarne in parte i rendimenti).

Del resto, l'attività assicurativa è per sua natura finalizzata al contenimento e non all'accrescimento dei rischi, ragion per cui c'è da sperare che – come anche dimostrato dall'andamento meno negativo delle assicurazioni rispetto agli altri intermediari finanziari – gli spazi di autonomia ed autodisciplina riconosciuti agli operatori del settore, soprattutto se supportati validamente dalle azioni delle Autorità, possano essere sfruttati in modo costruttivo, mirando al miglioramento del mercato.

## Indice bibliografico

AA.VV., *Il codice delle assicurazioni private, Commentario al d.lg. 7 settembre 2005, n. 209*, a cura di Capriglione, Padova, 2007;

AA. VV., *Banche, assicurazioni e gestori di risparmio*, a cura di Prosperetti-Colavolpe, Milano, 2009;

AA. VV., *Diritto delle banche, degli intermediari finanziari e dei mercati*, a cura di Capriglione, Bari, 2003;

AA. VV., *Diritto e istituzioni della regolazione*, a cura di Valentini, Milano, 2005;

AA. VV., *Disciplina delle banche e degli intermediari finanziari*, a cura di Capriglione, Padova, 2000, II ed.;

AA. VV., *I mercati e gli strumenti finanziari. Disciplina e organizzazione della borsa*, a cura di Banfi, Torino, 2004;

AA. VV., *La regolazione assicurativa* (a cura di Marano e Siri), Torino, 2010;

AA. VV., *La riforma della CONSOB nella prospettiva del mercato mobiliare europeo*, a cura di Nardozzi-Vaciago, Bologna, 1994;

AA. VV., *La vigilanza sul mercato finanziario*, a cura di Farina, Milano, 2005;

AA. VV., *L'autonomia private e le autorità indipendenti*, a cura di Gitti, Bologna, 2006;

AA. VV., *L'indipendenza delle Autorità*, a cura di Grassini, Bologna, 2001;

AA. VV., *Regolazione e concorrenza*, a cura di Tesauro-D'Alberti, Bologna, 2000;

AA. VV., *Regulating Europe*, a cura di Majone, Routledge, London, 1996;

Tesi di dottorato *La regolazione del mercato assicurativo comunitario ed italiano: stato dell'arte e prospettive future*, di Fabio Di Fonzo, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli, in data ..... Soggetta a copyright

AA. VV., *The Incomplete European Market for Financial Services*, ed. Cecchini-Heinemann-Jopp, Heidelberg, 2003;

AA.VV., *Commentario al codice delle assicurazioni. D.lg. 7 settembre 2005, n. 209*, a cura di Bin, Padova, 2006;

AA.VV., *Il nuovo codice delle assicurazioni. Commentario sistematico*, a cura di Amorosino-Desiderio, Milano, 2006;

AA.VV., *Rischi e controlli nelle banche e nelle assicurazioni*, Torino, 2003;

ALPA G., *Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2009, I;

AMATO G., *Il mercato nella Costituzione*, in *Quad. cost.*, n. 1, 1992;

AMOROSINO S., *I modelli delle vigilanze pubblicistiche sui mercati finanziari*, in *Bancaria*, 2005;

AMOROSINO S., *I profili pubblicistici del nuovo codice delle assicurazioni: disciplina di settore e potere di regulation dell'ISVAP*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2005, I;

AMOROSINO S., *Regolazioni pubbliche Mercati Imprese*, Torino, 2008;

AMOROSINO S., *Tipologie e funzioni delle vigilanze pubblicistiche sulle attività economiche*, in *Dir. amm.*, 2004;

ANDÒ B., *Il problema della responsabilità delle autorità di vigilanza sui mercati finanziari. Profili comparatistici*, Milano, 2008;

ANELLI A., *Quale limite per la responsabilità delle c.d. Autorità di vigilanza?*, *Commento a Cass. civ. Sez. III, 23 marzo 2011, n. 6681*, in *Le Società*, 2011;

ANTONIOLI M., *Mercato e Regolazione*, Milano, 2001;

ASHCRAFT A.B. - SCHUERMANN T., *Understanding the Securitization of*

Tesi di dottorato *La regolazione del mercato assicurativo comunitario ed italiano: stato dell'arte e prospettive future*, di Fabio Di Fonzo, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli, in data ..... Soggetta a copyright

*Subprime Mortgage Credit*, Wharton Financial Institutions Center Working Paper No. 07-43, March 2008;

BAIONA S., *I confini tra regolazione pubblica e privata nel sistema bancario e finanziario italiano*, in *Giurisprudenza italiana*, 2010;

BALDWIN R. – CAVE M., *Understanding Regulation. Theory, Strategy and Practice*, Oxford University Press, Oxford, 1999;

BANCA D'ITALIA – ISVAP, *Il trasferimento del rischio di credito tra il settore bancario e il settore assicurativo. L'esperienza italiana*, 2004, reperibile al link [http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporti/BI\\_ISVAP\\_2004](http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporti/BI_ISVAP_2004);

BELLUCCI A. - CASSESE C., *La determinazione della Riserva sinistri: aspetti bilancistici, procedurali e di controllo interno*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2005, I;

BENSTON J., *Regulating Financial Markets: A critique and some Proposals*, London, 1998;

BERTEZZOLO G., *Prevenire nuove crisi finanziarie: la riforma del sistema americano e comunitario in prospettiva globale*, in *Giornale di diritto amministrativo*, 2010;

BOCCUZZI G., *Gli assetti proprietari delle banche. Regole e controlli*, Torino, 2010;

BORTOLANI C., *L'ISVAP e le autorità di vigilanza europee: verso una efficiente riforma?*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2009, I;

BRESCIA MORRA C., *Le fonti del diritto finanziario in Europa e il ruolo dell'autoregolamentazione*, Quaderni di Ricerche dell'Ente Einaudi, n. 44, Roma, 2003;

BREYER S. G. – STEWART R. B., *Administrative Law and Regulatory policy*, 4<sup>a</sup> ed., Aspan Law & Business, New York, 1999;

BUCHANAN J.M. –TULLOCK G., *The Calculus of Consent*, University of

Tesi di dottorato *La regolazione del mercato assicurativo comunitario ed italiano: stato dell'arte e prospettive future*, di Fabio Di Fonzo, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli, in data ..... Soggetta a copyright

Michigan Press, Ann Arbor, 1962;

CAMILLI E.L. – CLARICH M., *La Vigilanza in Europa alla prova della Crisi*, Roma, 2008;

CAMPAGNE C., *Standard minimum de solvabilité applicable aux entreprises d'assurances. Report to the OECE*, 1961;

CANDIAN. A. - TITA A., *La compliance delle imprese assicurative nel quadro europeo, tra Solvency II, EIOPA, e direttiva Omnibus*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2011, I;

CAPPIELLO A., *Lineamenti normativi ed economico-tecnici delle imprese assicurative*, Milano, 2003;

CAPRIGLIONE F., *Amministrazione e autoregolamentazione del mercato finanziario*, in *Rivista di diritto civile*, 1996, II;

CAPRIGLIONE F., *I “prodotti” di un sistema finanziario evoluto. Quali regole per le banche? (Riflessioni a margine della crisi causata dai mutui sub-prime)*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2008, I;

CARRIERO G., *Il controllo sull'attività assicurativa: istituzioni, obiettivi e strumenti*, in *Le Società*, 2009;

CARRIERO G., *Le fonti negoziali del diritto nel settore bancario e finanziario*, in *Foro italiano*, 2000, V;

CASSANDRO P. E., *Le gestioni assicuratrici*, Torino, 1975;

CASSESE S., *Dalle regole del gioco al gioco con le regole*, in *Mercato concorrenza regole*, 2002;

CATANI C., *La funzione di compliance nella disciplina assicurativa*, in *Assicurazioni*, 2008;

CAVALIERI E., *Una riflessione sulle cause e sulle responsabilità della crisi globale*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2009, I;

CAVALLO BORGIA R., *Il contratto ed i criteri di redazione*, in *Responsabilità e assicurazione*, a cura di Cavallo Borgia, Milano, 2007, vol. III del *Trattato della Responsabilità Civile*, diretto da Franzoni;

CAVALLO BORGIA R., *La valutazione di sufficienza delle riserve tecniche nell'assicurazione sulla vita: l'attuario incaricato e l'attuario revisore*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 1999, I;

CAVAZZUTI F., *La riforma delle autorità indipendenti: appunti per un dibattito*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2002, I;

CELLE P., *I contratti di assicurazione grandi rischi nel diritto internazionale privato*, Padova, 2000

CERA M., *Le imprese bancarie fra statuti speciali, libertà d'iniziativa, norme imperative*, in *Riv. dir. comm.*, 2007, I;

CHIARLO M., *Un particolare aspetto della nuova finanza: la cartolarizzazione dei rischi assicurativi*, in *Economia e diritto del terziario*, 2001

CHITI E., *Le trasformazioni delle agenzie europee*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2010;

CLARICH M., *Autorità indipendenti*, Bologna, 2005;

CLEMENTE G.P.- SAVELLI N., *Livelli di assorbimento del capitale sulle assicurazioni danni: il nuovo scenario prospettato da Solvency II*, in *Assicurazioni*, 2008;

COASE R. H., *Impresa, mercato, diritto*, Bologna, 1995;

COLOMBINI F., *Crisi finanziaria. Comportamenti, regole e controlli*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2009, I;

COMMISSIONE EUROPEA, *Libro Verde sulla politica in materia di servizi finanziari 2005-2010*, Bruxelles, 2005 COM (2005) 177 def.;

COMMISSIONE EUROPEA, *Report dell'High-Level Group of Financial Supervision in the UE*, 2008, reperibile al link [http://ec.europa.eu/internal\\_market/finances/docs/de\\_larosiere\\_report\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/internal_market/finances/docs/de_larosiere_report_en.pdf);

COMPORTI C., *L'integrazione dei mercati finanziari europei e la c.d. procedura Lamfalussy*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2002;

CONDEMI M., *Controllo dei rischi bancari e supervisione creditizia*, Bari, 2005;

COVA P. - MAESTRUCCI M., *Il terzo studio di impatto quantitativo per Solvency II: analisi dei rischi di mortalità e longevità*, in *Assicurazioni*, 2007;

CUCINOTTA G., *Verso la Solvibilità II – Valutazione dei rischi delle imprese d'assicurazione, regolamentazione e gestione d'impresa: è possibile una visione olistica?*, in *Assicurazioni*, 2004;

CUCURACHI P.A., *I profili organizzativi dei sistemi di vigilanza*, Milano, 1997;

D'ALBERTI M., *Il diritto amministrativo fra imperativi economici e interessi pubblici*, in *Diritto Amministrativo*, 2008;

DE LUCA N. - DI FONZO F., *L'assicurazione dei grandi rischi*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2004, I;

DE LUCA N., *Le assicurazioni mutue in Italia*, Milano, 2001

DESIDERIO L., *Temi e problemi di diritto delle assicurazioni*, Milano, 2010;

DI GIORGIO G. – DI NOIA C., *Financial Regulation and Supervision in the Euro Area: a Four-Peak Proposal*, Wharton Financial Institution Center Working Paper, n. 2/2001;

Tesi di dottorato *La regolazione del mercato assicurativo comunitario ed italiano: stato dell'arte e prospettive future*, di Fabio Di Fonzo, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli, in data ..... Soggetta a copyright

DI GIROLAMO F., *L'acquisizione di partecipazioni in imprese finanziarie: regole procedurali e criteri di valutazione prudenziale*, in *Le nuove leggi civili commentate*, 2010;

DI NOIA C. – MICOSI S., *Come riordinare i controlli*, 2003, reperibile sul sito web [www.lavoce.info](http://www.lavoce.info);

DI NOIA C. – PIATTI L., *Regolamenti e mercati finanziari: analisi e prospettive di riforma*, Quaderni di Finanza Consob, 30, 1998;

DI PIETRO A., *In tema di investimenti e partecipazioni assunte da imprese di assicurazione e di riassicurazione: breve analisi del Regolamento ISVAP n. 26 e del progetto Solvency 2*, in *Foro amministrativo TAR*, 2008;

DONATI A. - VOLPE PUTZOLU G., *Manuale di diritto delle assicurazioni*, VII ed., Milano, 2002;

DONATI A., *Trattato di diritto delle assicurazioni*, Milano, 1954;

DREASSI A. –MIANI S., *Il requisito di capitale per il rischio operativo: confronto nel mercato assicurativo italiano fra le metodologie proposte per Solvency II*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2008, I;

EMBRECHTS P. - PUCCETTI G., *Aggregating risk capital, with an application to operational risk*, in *The Geneva Papers on Risk and Insurance Theory*, n. 31, 2006;

ENRIA A., *Nuove architetture e nuove regolamentazioni di vigilanza in Europa, intervento al Congresso Annuale delle Associazioni dei Mercati (AIAF, ASSIOM, ATIC-FOREX), Napoli, 13 febbraio 2010, reperibile al link*

[http://www.bancaditalia.it/interventi/altri\\_int/2010/2010\\_02\\_13\\_enria\\_Forex.pdf](http://www.bancaditalia.it/interventi/altri_int/2010/2010_02_13_enria_Forex.pdf);

EU INSURANCE SUPERVISORY AUTHORITIES - MULLER WORKING PARTY, *Solvency of insurance undertakings*, 1997;

FANELLI G., *Le assicurazioni*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, diretto da Cicu e

Tesi di dottorato *La regolazione del mercato assicurativo comunitario ed italiano: stato dell'arte e prospettive future*, di Fabio Di Fonzo, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli, in data ..... Soggetta a copyright

Messineo, continuato da Mengoni, vol. XXXVI, t. I, Milano, 1973;

FANELLI G., *Pluralità di assicurazioni e pluralità di assicuratori*, in *Assicurazioni*, 1960, I;

FAZZI R., *Il trasferimento dei rischi aziendali e la gestione delle imprese di assicurazione*, Firenze, 1942

FEDELE A., *Moral Hazard in Financial Markets: Inefficient Equilibria and Monetary Policies*, in *Rivista di politica economica*, 2006;

FERRARINI G., *Autoregolazione e governo dei mercati*, in *Bancaria*, 1999;

FERRELL A. - BETHEL J.E - HU G., *Legal and Economic Issues in Subprime Litigation*, Harvard Law and Economics Discussion Paper No. 612, March 2008;

FERRERO G., *L'autoassicurazione nell'economia e nelle rilevazioni d'impresa*, Milano, 1955;

FIOCCA M., *Crisi finanziarie e moral hazard: proposta di un'analisi interdisciplinare*, in *Economia, società e istituzioni*, 2000;

FORESTIERI G., *Economies of scale and scope in the financial services industry: A review of recent literature*, Milano, 1992;

FREGO LUPPI S., *L'amministrazione regolatrice*, Torino, 1999;

FREIXAS X.-SANTOMERO E., *An overall perspective on banking regulation*, in *Working paper*, n. 664, Universitat Pompeu Fabra, Barcelona, 2003;

FRIGESSI DI RATTALMA M. , *La riforma della governance mondiale nel tempo della crisi*, in *La comunità internazionale*, 2011;

GALGANO F., *Diritto civile e commerciale*, Padova, 2004;

GALGANO F., *La globalizzazione e le fonti del diritto*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2006;

GAMBINO A., *L'assicurazione nella teoria dei contratti aleatori*, Milano, 1964;

GIANI L., *Attività amministrativa e regolazione di sistema*, Torino, 2002;

GODANO G., *Le nuove proposte di riforma della vigilanza finanziaria europea*, in *Diritto dell'Unione Europea*, 2010;

GOLA C. –ROSELLI A., *Il sistema bancario del Regno Unito e la riforma della vigilanza*, Quaderno di ricerche n. 42, Ente per gli studi monetari, bancari e finanziari Luigi Einaudi, Roma, 2003;

GOODHART C. –HARTMANN P. – LLEWELLYN D.T. –ROJAS-SUAREZ L.– WEISBROD S., *Financial Regulation, Why, how and where now?*, London, 1998;

GUACCERO A., *Investimento finanziario e attività assicurativa nella prospettiva dell'informazione del risparmiatore*, in *Giurisprudenza commerciale*, 2003, I;

HAWKESBY C., *The institutional structure of financial supervision: a cost-benefit approach*, in *The Journal of International Banking Regulation*, 2000;

HENDERSON M.T., *Credit Derivatives Are Not «Insurance»*, University of Chicago Law & Economics, Olin Working Paper n. 476, reperibile al link [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1440945](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1440945).

HUERTA DE SOTO J., *Il fatale errore di “Solvency II”*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2008, I;

ISVAP, *Il margine di solvibilità delle imprese di assicurazione: confronto tra i sistemi europeo ed americano*, Quaderno n .6, Roma, 1999;

JOWEL J. – OLIVER D., *The Changing Constitution*, 4<sup>a</sup> ed., Oxford, 2000;

KASTELIJN W.M.-REMMERSWAAL J.C.M., *Solvency, Surveys of Actuarial*

Tesi di dottorato *La regolazione del mercato assicurativo comunitario ed italiano: stato dell'arte e prospettive future*, di Fabio Di Fonzo, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli, in data ..... Soggetta a copyright

*Studies 3*, Nationale-Nederlanden N. V., 3, Rotterdam, 1986;

KREGEL J.A., *Changes in the U.S. Financial System and the Subprime Crisis*, Levy Economics Institute Working Paper No. 530, April 2008;

LAMANDINI M., *Autorità di vigilanza e mercati finanziari: verso un ridisegno di competenze?*, in *Mercato concorrenza regole*, 2003;

LASTRA R. M., *The governance structure for financial regulation and supervision in Europe*, in *The Columbia Journal of European Law*, vol.10, n.1/2003;

LEMMA V., *Il significato delle riserve tecniche delle compagnie di assicurazioni secondo le indicazioni del codice delle assicurazioni private (d. lgs. n. 209 del 2005)*, in *Contratto e Impresa*, 2007

LINCIANO N., *La crisi dei mutui subprime. Problemi di trasparenza e opzioni di intervento per le autorità di vigilanza*, Quaderni Consob di finanza n. 62, Roma, 2008;

LLEWELLYN D. T., *The Regulation and Supervision of Financial Institutions*, London, 1986;

LLEWELLYN D.T. – MAYES D.G., *The role of market discipline in handling problem banks*, Bank of Finland Discussion Papers, N. 21, 2003;

LLEWELLYN D.T., *A Regulatory Regime for Financial Stability*, Austrian National Bank Working Paper, n.48, 2000;

LLEWELLYN D.T., *The Economic Rationale for Financial Regulation*, London, 1999;

MAJONE G. – LA SPINA A., *Deregulation e privatizzazione: differenze e convergenze*, in *Stato e mercato*, 1992;

MANGHETTI G., *Futures assicurativi e riassicurazione: sono alternativi?*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 1996, I;

Tesi di dottorato *La regolazione del mercato assicurativo comunitario ed italiano: stato dell'arte e prospettive future*, di Fabio Di Fonzo, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli, in data ..... Soggetta a copyright

MARZONA N., *Gli organi di vigilanza sull'attività di intermediazione finanziaria*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 1994, I;

MASERA R., *La crisi globale: finanza, regolazione e vigilanza alla luce del rapporto de Larosiere*, in *Rivista Trimestrale di Diritto dell'Economia*, 2009;

MAUTZ R.K. - SHARAF H., *The Philosophy of Auditing*, American Accounting Association, 1961;

MIOLA M., *Il risparmio assicurativo*, Napoli, 1988;

MOLITERNI F., *Autoregolamentazione e sorveglianza nei sistemi di pagamento*, Bari, 2001;

MONACI E., *La struttura della vigilanza sul mercato finanziario*, Milano, 2007;

MONTALENTI P., *Organismo di vigilanza e sistema dei controlli*, in *Giurisprudenza Commerciale*, 2009

MORELLO A., *Valutazione prudenziale di acquisizioni di partecipazioni: le nuove regole*, in *Le Società*, 2010;

MÜLLER H., *Solvency of Insurance Undertakings report*, 1997, reperibile sul sito web [www.ceiops.eu](http://www.ceiops.eu);

NATALE F. P., *Forme di copertura del margine di solvibilità e passività subordinate nelle imprese di assicurazione*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2003, I;

NEGRI P., *La disciplina del gruppo assicurativo nel codice delle assicurazioni private*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2008;

OGUS A., *Regulation. Legal Form and Economic Theory*, Clarendon Press, Oxford, 1994;

OLDFIELD G. – SANTOMERO A.M., *The Place of Risk Management in*

Tesi di dottorato *La regolazione del mercato assicurativo comunitario ed italiano: stato dell'arte e prospettive future*, di Fabio Di Fonzo, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli, in data ..... Soggetta a copyright

*Financial Institutions, Wharton Financial Institutions Center Working Paper*, 1995;

OLIVERIO M.B., *Solvency II*, in *Assicurazioni*, 2006;

ONADO M., *Objectives of banking regulation: the trade – off between efficiency and stability*, in *Uk Banking Supervision*, ed. Gardener, London, Allen & Unwin, 1986;

PARRETTA E., *Controllo interno e assicurazioni. L'attività di internal auditor nel sistema di governance delle imprese assicuratrici*, Milano, 2007;

PECCHIOLO N., *Incoraggiamento del risparmio e responsabilità delle autorità di vigilanza*, Torino, 2007;

PELLEGRINI M., *Le controversie in materia bancaria e finanziaria*, Padova, 2007;

PENTIKÄINEN T., *On the Net Retention and Solvency of Insurance Companies*, Helsinki, 1952;

PETIX L., *L'impresa di assicurazione*, Padova, 1984;

PETRILLI G., *Lineamenti di economia dell'assicurazione*, Roma, 1982;

PICARDI L., *Impresa e contratto nella gestione del risparmio*, Milano, 2004;

PICHER F., *Il sistema dei controlli interni nelle imprese di assicurazione*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2003, I;

POLITI F., voce *Regolamenti delle autorità amministrative indipendenti*, in *Enc. Giur. Treccani*, XXVI, Roma, 2001;

POTO M., *Le autorità di vigilanza sul mercato mobiliare. I custodi incustoditi*, Napoli, 2008;

Tesi di dottorato *La regolazione del mercato assicurativo comunitario ed italiano: stato dell'arte e prospettive future*, di Fabio Di Fonzo, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli, in data ..... Soggetta a copyright

PROSSER T., *Law and the Regulators*, Clarendon Press, Oxford, 1997;

RAJAN R.G. –ZINGALES L., *Salvare il Capitalismo dai Capitalisti*, Torino, 2004;

RICOLFI M., *La coassicurazione*, Milano, 1997;

ROMAGNOLI G., *ISVAP tra regolazione e vigilanza*, in *Assicurazioni*, 2006, I;

ROSSETTI M., *L'autorizzazione all'esercizio dell'impresa assicurativa: le novità del codice delle assicurazioni*, in *Assicurazioni*, 2005, I;

ROSSETTI M., *Le novità del codice delle assicurazioni*, in *Corriere Giuridico*, 2006;

SABBATELLI , I., *La supervisione sulle banche. Profili evolutivi*, Padova, 2009;

SACERDOTI P., *L'assicurazione in generale*, in AA. VV., *Elementi di Tecnica assicurativa*, Milano, 1989;

SAMUELSON P.A. –NORDHAUS W.D., *Economia*, Bologna, 1987;

SARCINELLI M., *La riforma dell'architettura di vigilanza europea*, in *Bancaria*, 2009;

SARCINELLI M., *La vigilanza sul sistema finanziario: obiettivi, assetti e approcci*, in *Moneta e Credito*, 2004;

SARTORI F., *Le regole di condotta degli intermediari finanziari*, Milano, 2004;

SAVINO M., *I comitati dell'Unione Europea: la collegialità amministrativa negli ordinamenti composti*, Milano, 2005;

SCHWARCZ S.L., *Protecting Financial Markets: Lessons from the Subprime Mortgage Meltdown*, Duke Law School Legal Studies Paper No. 175, November 2007;

Tesi di dottorato *La regolazione del mercato assicurativo comunitario ed italiano: stato dell'arte e prospettive future*, di Fabio Di Fonzo, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli, in data ..... Soggetta a copyright

SELLERI L., *Economia e management delle imprese di assicurazione*, Milano, 1991;

SELLERI L., *La terza dimensione dell'impresa di assicurazione e del bilancio consolidato del gruppo assicurativo nel quadro del progetto IASB sui principi contabili per il settore assicurativo e del progetto Solvency II*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2006, I;

SELLERI L., *L'impatto di Solvency II sull'organizzazione dell'impresa di assicurazione: verso l'organizzazione per processi?*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2010, I

SICLARI D., *Crisi dei mercati finanziari, vigilanza, regolamentazione*, in *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, 2009;

SIRI M., *Il trasferimento dei rischi creditizi e finanziari alle imprese assicurative*, in *Analisi Giuridica dell'Economia*, 2010;

STARITA M.G., *Genesi e prospettive di applicazione del progetto Solvency II*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2005, I;

STIGLER G. J., *The Theory of Economic Regulation*, in *Bell Journal of Economics and Management Sciences*, vol.6, n.2, 1971;

STIGLITZ J., *La globalizzazione che funziona*, trad. it., Torino, 2006;

STIGLITZ S.- WEISS A., *Credit rationing in markets with imperfect information*, in *American Economic Review*, June 1981;

TARANTOLA A.M., *La vigilanza europea: assetti, implicazioni, problemi aperti*, lezione conclusiva del Master in Diritto Amministrativo e Scienze dell'Amministrazione dell'Università degli studi di Roma Tre, 8 aprile 2011, disponibile al link [http://www.bancaditalia.it/interventi/intaltri\\_mdir/Tarantola\\_080411.pdf](http://www.bancaditalia.it/interventi/intaltri_mdir/Tarantola_080411.pdf);

TOMASSINI C., *"Solvibilità II": informativa sullo stato dei lavori della Commissione Europea*, in *Assicurazioni*, 2003;

Tesi di dottorato *La regolazione del mercato assicurativo comunitario ed italiano: stato dell'arte e prospettive future*, di Fabio Di Fonzo, discussa presso l'Università LUISS Guido Carli, in data ..... Soggetta a copyright

VALENTINI S., voce *Vigilanza*, in *Enc. dir.*, Milano, 1962;

VELLA F., *Banca Centrale Europea, Banche Centrali Nazionali e vigilanza bancaria: verso un nuovo assetto dei controlli nell'area dell'euro*, in *Banca, borsa e titoli di credito*, 2002;

VELLA F., *Gli assetti organizzativi del sistema dei controlli tra mercati globali e ordinamenti nazionali*, in *Banca, impresa e società*, 2001;

VELLA F., *L'autoregolamentazione nella disciplina dei mercati mobiliari: il modello italiano*, in *Banca, impresa e società*, 1997;

VELLA F., *Le Autorità di vigilanza: non è solo questione di architetture*, in *Diritto della banca e del mercato finanziario*, 2007;

VICARI A., *Il sistema dei controlli interni nelle imprese di assicurazione*, in *Diritto ed economia dell'assicurazione*, 2011, I;

VIVANTE C., *Il contratto di assicurazione*, in *Commentario al codice di commercio*, a cura di Bolaffio e Vivante, vol. VII, V ed., Milano, 1922;

WHALEN R.C., *The Subprime Crisis: Cause, Effect and Consequences*, Networks Financial Institute Policy Brief No. 2008-PB-04, March 2008;

WILLET A.H., *The economic theory of risk and insurance*, AA. VV., *Studies in History, Economics and Public Law*, New York, 1901;

ZADRA G., *Strutture e regolamentazione del mercato mobiliare*, Milano 1995;