

Milano, 3 marzo 2023

Consultazione EIOPA sul trattamento prudenziale dei rischi di sostenibilità

Attività ed esposizioni al rischio di transizione

Le classi di attività degli investimenti azionari, obbligazionari e immobiliari sono le più rilevanti per la valutazione del potenziale rischio di transizione e per le decisioni di investimento delle imprese di assicurazione. L'analisi proposta utilizza i prezzi storici delle attività come base per una corrispondente valutazione del rischio prudenziale (prospettiva retrospettiva), per valutare se vi siano differenze significative di rischio tra portafogli di attività opportunamente definiti ed esposti a diversi livelli di rischio di transizione.

D1: Esistono fonti di dati specifiche che potrebbero essere utili per un'analisi storica del rischio di transizione per le società di private e public equity e di debito? Come può l'EIOPA accedervi? Perché sono rilevanti?

Per il private equity i dati possono essere ricavati dai bilanci pubblicati che consentono di effettuare l'analisi storica e applicare molteplici modalità di riclassificazione. Per i public equity i dati sono quelli di mercato.

D2: Nel caso in cui stiate suggerendo l'uso di "dati non valutativi" storici come i flussi di cassa: la misurazione del rischio come sarebbe commisurata alla definizione di Solvency II (ossia la fluttuazione dei valori ai sensi [dell'articolo 75](#))?

L'analisi dei flussi di cassa è solo uno dei possibili elementi di valutazione offerti dall'analisi di bilancio, ma non può essere considerata un elemento di analisi esaustivo.

Indici di mercato

L'utilizzo di indici esistenti per l'analisi degli indici di mercato per azioni e obbligazioni sarebbe il modo più semplice per valutare i potenziali differenziali di rischio di transizione, ma i risultati devono essere interpretati con attenzione ai fini di una valutazione del rischio prudenziale.

D3: Avete commenti sui criteri delineati per la selezione degli indici di mercato?

Ad oggi non esistono indici/benchmark di sostenibilità univoci. Le Autorità di vigilanza dovrebbero stabilire quanto meno dei parametri minimi, con indicazioni geografiche/settoriali. Ciò consentirebbe di creare parametri univoci con dati e analisi gestiti da un'unica autorità di riferimento.

Azioni

Per i titoli azionari, EIOPA si è finora concentrata sugli indici di sostenibilità forniti da MSCI, in quanto facilitano il confronto con gli oneri per il rischio azionario calibrati in Solvency II.

D4: Ci sono indici azionari non menzionati sopra che sarebbe importante analizzare? Perché?

Altri possibili indici potrebbero essere STOXX Europe 600, MSCI Europe Index, FTSE Europe, DJ euro stoxx 500, FTSE ESG Index Series e altri indici geografici.

D5: Esistono indici azionari che si concentrano sulle società con un rischio di transizione più elevato?

Non ne conosciamo.

D6: Avete qualche suggerimento su come l'effetto dei diversi livelli di rischio di transizione possa essere "isolato" quando si confronta il rischio storico di un dato indice con quello del mercato generale?

No, non abbiamo suggerimenti. Allo stato attuale la riclassificazione di un dato attraverso il rapporto tra due indici non consente una valutazione così profonda da poter isolare il rischio.

Obbligazioni

D7: Esistono altri indici obbligazionari adatti all'analisi?

No.

2

D8: Siete a conoscenza di indici che si concentrano su società con un rischio di transizione più elevato?

No.

D9: Avete qualche suggerimento su come l'effetto dei diversi livelli di rischio di transizione possa essere "isolato" quando si confronta il rischio storico di un dato indice con quello dell'intero mercato?

Oltre all'analisi di bilancio è necessario effettuare l'analisi del debito, prima di poter isolare l'indice ESG.

D10: Avete qualche suggerimento su come confrontare il rischio di un dato indice dei prezzi obbligazionari (ad es. non sono disponibili dati di spread separati per ogni classe di rating e per ogni fascia di scadenza) con un indice obbligazionario "convenzionale", tenendo conto delle possibili differenze di rating e di durata?

Gli investment grade sono disponibili, pubblicati e normalmente analizzati da società di gestione, con anche i differenziali di spread. La disponibilità di questi dati consente di confrontare il rischio di un dato indice dei prezzi obbligazionario, con gli indici convenzionali.

Classificazione dei portafogli azionari e di debito

L'utilizzo di indici di mercato esistenti presenta diversi vantaggi, ma i portafogli per i quali è possibile analizzare il rischio storico sono predefiniti, così come i metodi per

misurare il rischio di transizione. Inoltre, mancano in larga misura indici dedicati che catturino il comportamento dei prezzi delle imprese associate a un'esposizione più elevata al rischio di transizione. Al fine di misurare l'esposizione delle imprese al rischio di transizione, l'EIOPA ha individuato due approcci generali:

- a. approccio settoriale: il livello di rischio di transizione è determinato prevalentemente dal settore economico in cui opera l'azienda;
- b. approccio per singola azienda: la misurazione deve tenere conto delle specificità aziendali diverse dal settore economico.

D11: Ritenete possibile un altro approccio per classificare le azioni e le obbligazioni in base alla loro esposizione al rischio di transizione? Quali sarebbero i loro vantaggi?

Riteniamo che sia corretto l'approccio settoriale, la seconda opzione è più complessa. Per ottimizzare questo metodo va definita una tassonomia puntuale e costruita su una base di dati aggregati.

Possibili misure del rischio di transizione specifico del settore

Nell'approccio settoriale si presume che le società dello stesso settore abbiano lo stesso livello di rischio di transizione. L'EIOPA ha svolto un'analisi sulla possibile misurazione del rischio basata sui settori definiti dai codici NACE¹.

D13: Avete suggerimenti per definizioni di settore diverse dal codice NACE? Quali sono i vantaggi? Come si quantifica il rischio di transizione?

Riteniamo che sia corretto applicare il codice NACE, che stabilisce la classificazione statistica delle attività economiche nelle Comunità europee. È opportuno consolidarne l'utilizzo per implementare successivamente le specificità, quando sarà completamente acquisito.

D14: Siete d'accordo sul fatto che per misurare il rischio di transizione si debbano utilizzare gli shock sul debito o sul capitale derivanti dai recenti esercizi di stress test per misurare il rischio di transizione (in modo da ottenere un'unica misura per entrambe le classi di attività)? Quali vantaggi vedete nell'utilizzare rispettivamente gli shock sul debito o sul capitale?

Sì, siamo d'accordo nell'utilizzare sia gli shock sul debito che sul capitale. La valutazione di entrambi gli ambiti consente di rilevare l'effettiva variabilità/solvibilità dell'impresa. Si parte sempre dall'analisi sul debito, che fornisce una valutazione chiara del momento, per passare all'analisi del capitale se emergono aspetti problematici, per rilevare la reale solvibilità dell'impresa.

Possibili misure del rischio di transizione specifico della società

A questo proposito, sono possibili diversi approcci.

¹ Il codice NACE, abbreviazione di "classificazione statistica delle attività economiche nelle Comunità europee", è un sistema di classificazione generale utilizzato per sistematizzare ed uniformare le definizioni delle attività economico/industriali negli Stati facenti parte dell'Unione europea.

1. uso dei dati della tassonomia UE: presenterebbe diversi vantaggi ma anche una serie di limiti: i dati necessari per la tassonomia saranno disponibili solo in futuro e fornisce criteri per le attività economiche rispettose dell'ambiente, ma non per le attività dannose per l'ambiente.
2. Uso dei rating ESG e dei punteggi ambientali assegnati da fornitori esterni: utilizzano solo i rating ambientali ed escludono i fattori sociali e di governance ma vi è una sostanziale divergenza tra i rating ESG e tra i diversi fornitori.
3. Uso dei rapporti di intensità delle emissioni: l'uso di emissioni assolute permette di identificare le imprese a maggiore intensità di carbonio, mentre l'uso di intensità di emissioni evita la distorsione derivante dal fatto che le grandi imprese hanno emissioni più elevate a causa della scala delle loro attività.
4. Uso di variabili aggiuntive per misurare la variazione delle emissioni: si potrebbero utilizzare un insieme di variabili. Ci potrebbero essere più fattori che incidono sul rischio di transizione, ad esempio il successo dell'impresa nel ridurre le emissioni in passato o l'esistenza di un piano credibile per ridurre le emissioni future.

D15: Avete commenti da fare sulle misure di rischio di transizione specifiche per l'azienda riportate in questo capitolo? Ne esistono altre? Se sì, quali sono i loro vantaggi?

Concordiamo con le evidenze riportate da EIOPA, quanto riportato è esaustivo, non esistono a nostro giudizio altri parametri di valutazione.

4

D16: Siete d'accordo sul fatto che sia meglio concentrarsi sull'intensità delle emissioni di gas a effetto serra (GHG) piuttosto che sulle emissioni assolute di gas serra? Qual è la vostra opinione riguardo all'ambito di emissioni da utilizzare (1, 2 o 3)?

La prima opzione.

Definizioni dei portafogli di attività rilevanti

Sulla base dei codici NACE, è possibile definire diversi portafogli di attività.

D17: Vedete altri approcci per definire portafogli con aziende soggette a un'esposizione al rischio di transizione più elevata, media e bassa esposizione al rischio di transizione in base ai loro codici NACE? Quali sono i vantaggi?

Riteniamo sia fondamentale non escludere le imprese finanziarie da questa valutazione, perché devono avere gli stessi obblighi etici previsti per ogni altro settore industriale.

D20: Avete commenti su come verificare la solidità delle classificazioni settoriali in esposizione al rischio di transizione superiore, medio e inferiore?

Abbiamo un unico commento: stabilire ex-ante, con soglie definite, il rischio superiore medio o inferiore.

D22: Qual è la vostra opinione sul trattamento delle istituzioni finanziarie per quanto riguarda il rischio di transizione?

Come indicato in risposta alla D.17.

D24: Qual è il numero minimo di obbligazioni/azioni in un portafoglio che garantisce risultati affidabili?

Riteniamo che possa essere il 10% dell'intero universo valutato, tenendo in considerazione la diversificazione del portafoglio.

Approccio specifico per la società

Sulla base delle metriche specifiche raccolte per ogni azienda, si potrebbero definire due o tre portafogli con aziende soggette a un rischio di transizione più elevato, più basso e medio.

Un approccio alternativo potrebbe essere quello di calcolare una misura di rischio per ogni società e verificare se esiste una relazione con la misura del rischio di transizione. In base ai risultati si potrebbero definire le soglie in seguito.

D25: Ritenete vi siano altri approcci per definire portafogli con aziende soggette a un rischio di transizione più elevato, medio e basso sulla base dell'approccio specifico della società? Quali sono i loro vantaggi?

Gli approcci indicati sono corretti, maggiore è il numero di variabili inserite, più granulare deve essere la pesatura.

D26: Come dovrebbero essere scelte le soglie per separare i settori a rischio di transizione più basso, medio e alto?

Le soglie non devono essere lineari, ma congrue rispetto all'universo campionario. Occorre dividere i settori, campionarli, verificare la coerente divisione dei livelli. Il processo va semplificato il più possibile.

Discussione sull'approccio settoriale e individuale

D29: Quale approccio ritenete sia migliore? Perché?

Deve essere utilizzato un approccio di proporzionalità, utilizzando sia l'approccio settoriale che individuale.

Relativamente ai rating è necessario creare parametri certi per definirli, attraverso una clusterizzazione legata alla tassonomia che consenta di classificare i dati per unitarietà di valutazione. Potrebbe anche essere effettuato un "bando" tra fornitori di rating internazionali per stabilire quale utilizzare.

Costruzione di portafogli azionari

Per la costruzione del portafoglio azionario, per prima cosa, si deve decidere quali imprese possono essere incluse nei portafogli di attività. Una questione cruciale è come l'effetto del rischio di transizione potenzialmente concretizzabile nei prezzi delle attività possa essere separato dagli altri fattori di rischio e fino a che punto sia necessaria da un punto di vista prudenziale.

D30: Quale indice azionario dovrebbe essere selezionato in termini di geografia e di dimensioni dei costituenti per valutare l'esposizione al rischio di transizione? Perché?

Il rischio di esposizione è un metodo per valutare cosa manca; in termini geografici l'indice dovrebbe essere congruo con l'area analizzata. Se si tratta di un portafoglio globale, l'indice MSCI World proposto è coerente, altrimenti occorre utilizzare indici geografici legati ai territori di riferimento. Non ci sono indici qualificati ESG.

D31: Qual è il vostro punto di vista sull'applicazione di una composizione costante o variabile dei costituenti per i portafogli azionari? Quanto sarebbe rilevante la deviazione tra i due approcci?

La deviazione tra i due approcci può essere estremamente rilevante. Indici diversi portano a risultati ovviamente molto diversi. Solo una composizione costante crea un indice di riferimento.

Misurazione statica o dinamica del rischio di transizione

D32: Siete d'accordo che una misurazione statica del rischio di transizione sia sufficiente? In caso contrario, potete suggerire fonti di dati rilevanti per implementare una misurazione dinamica?

Si concordiamo, non ci sono dati disponibili.

Isolare l'effetto del rischio di transizione

D34: Avete suggerimenti su come isolare il puro effetto del rischio di transizione sul rischio azionario?

Se la visione di insieme è corretta per il profilo temporale la questione non rileva.

6

Trattamento dei dati mancanti

Possibili approcci per i dati mancanti: 1. eliminare tutte le società per le quali mancano i dati per il primo giorno del periodo; 2. eliminare alcuni giorni festivi (ad es. il 24 dicembre); 3. eliminare i giorni in cui manca meno del 75% dei prezzi principali disponibili (es. molti giorni festivi); 4. sostituire gli intervalli di durata fino a 6 giorni per le azioni e fino a 2 giorni per il prezzo con il valore più recente prima del gap, a condizione che non si discosti più dello 0,5% dal valore immediatamente successivo al gap.

L'eliminazione dei giorni non ha un effetto significativo sul rischio misurato, a condizione che rientrino in periodi di crisi. Se vengono rimossi i dati relativi ai periodi di crisi, il problema non si pone, purché il numero di giorni sia sufficientemente ridotto.

D35: Avete commenti sull'approccio per il trattamento dei dati mancanti?

Riteniamo sia accettabile l'opzione 4.

Calcolo dei valori del portafoglio azionario

Nel caso in cui i calcoli vengano effettuati sulla base di prezzi non rettificati, sarebbe utile utilizzare la metodologia dell'indice MSCI, poiché da questo è stata ricavata la calibrazione azionaria della Solvency II. Con questo approccio, il valore del portafoglio al primo giorno del calcolo è impostato su un valore arbitrario e la variazione giornaliera viene calcolata in base alle variazioni dei prezzi delle azioni e dei tassi di cambio.

D37: Avete commenti sulle proposte relative al calcolo del valore del portafoglio azionario?

Condividiamo sull'utilizzo dell'indice MSCI, come indicato.

Selezione del periodo di tempo e delle misure di rischio azionario

Su questa base, l'analisi potrebbe considerare due periodi rilevanti:

- Il periodo compreso tra il 2007 e il 2014, che comprende i principali eventi sui mercati finanziari come la crisi finanziaria globale e la crisi del debito sovrano dell'UE.
- Il periodo dal 2015 al 2021, che copre il periodo che va da poco prima dell'Accordo sul clima di Parigi fino ai periodi più recenti, tra cui la crisi del COVID-19.

D39: Avete commenti sulla selezione del periodo per la valutazione del rischio azionario?

Il periodo considerato dovrebbe essere di uguale lunghezza, proponiamo quindi 2008/2014 e 2015/2021.

Possibile interpretazione dei risultati

Nel caso in cui si utilizzino prezzi non rettificati, l'analisi dei risultati per il rischio storico potrebbe seguire un "approccio relativo", cioè confrontando le stime storiche del Value-at-Risk dei diversi portafogli, oppure un "approccio assoluto", cioè confrontando le stime del Value-at-Risk dei diversi portafogli.

D41: Qual è la vostra opinione sui meriti dell'approccio assoluto rispetto a quello relativo? Perché?

L'approccio assoluto offre una visione precisa dell'andamento del rischio nel tempo.

Universo delle imprese

D42: Quali indici obbligazionari potrebbero essere una fonte adeguata alle obbligazioni negoziate? Perché? Esistono altre fonti rilevanti per il debito negoziato? Concordiamo con gli indici indicati, che possono essere migliorabili nel tempo.

Calcolo dei valori del portafoglio di debito

In base al quadro normativo di Solvency II, il rischio storico dovrebbe essere misurato in base alla volatilità degli spread e il tasso più adatto sarebbe il Risk-Free-Rate dell'EIOPA.

D45: Avete commenti sull'uso dei dati sugli spread forniti dai fornitori di indici per l'analisi?

Fintanto che non ci esistono altri strumenti vanno bene, anche se i dati sugli spread sono carenti e non qualificanti.

Selezione del periodo di tempo e delle misure di rischio del debito

D48: Avete suggerimenti su come misurare la somiglianza tra diversi portafogli in termini di durata modificata?

È interessante il criterio del maximum drawdown del campione per definire la pericolosità estrema del portafoglio esaminato.

Valutazioni previsionali esistenti

Q60: Avete suggerimenti per altre valutazioni prospettiche del rischio di transizione che possano aiutare l'EIOPA nello studio dei differenziali di rischio di transizione? In caso affermativo, si prega di fornire tali suggerimenti.

No, nessun suggerimento.

Fattori di vulnerabilità alla transizione negli scenari climatici

Q61: Avete commenti sull'utilizzo dei fattori di vulnerabilità alla transizione settoriale (TVF) introdotti da DNB (2018) come misura previsionale del rischio di transizione? Sarebbe utile poter esaminare i risultati delle analisi effettuate, per poter rispondere.

Q63: Siete d'accordo sul fatto che l'allineamento o meno di un'attività con la tassonomia dell'UE (mitigazione del clima) non consente di per sé di trarre conclusioni sulla vulnerabilità al rischio di transizione? In caso contrario, vi preghiamo di motivare la vostra opinione.

Riteniamo che il non allineamento con la tassonomia possa mettere in luce la vulnerabilità del rischio di transizione.

Differenziali di rischio in termini di Value-at-Risk

8

È importante stabilire l'entità dei potenziali differenziali di rischio utilizzati nel requisito patrimoniale di solvibilità (SCR) del quadro normativo Solvency II per le diverse attività economiche.

D64: Siete d'accordo con l'approccio proposto per valutare i differenziali di rischio di transizione per le diverse attività economiche in termini di VaR dello 0,5%? In caso contrario, si prega di fornire suggerimenti per migliorare l'approccio proposto.

Si siamo d'accordo.

Misure di adattamento e rischi prudenziali

I premi assicurativi si basano sul volume atteso dei sinistri di un pool di sottoscrittori e devono essere sufficienti a coprire i sinistri verificatisi in un determinato periodo di tempo.

Q67: Avete commenti sull'impatto concettuale previsto delle misure di adattamento sul rischio di premi, riserve e catastrofi naturali in Solvency II?

No, non abbiamo ulteriori commenti.

Obiettivi sociali

Q72: Avete commenti sulla definizione di lavoro degli obiettivi sociali, che vengono generalmente indicati come "questioni sociali e relative ai dipendenti, rispetto dei diritti umani e lotta alla corruzione" e che possono essere ulteriormente articolati facendo riferimento a lavoro dignitoso, standard di vita adeguati e comunità inclusive?

Ritenete che gli obiettivi sociali debbano includere le questioni relative alla lotta alla corruzione e alla concussione, o si tratta di aspetti di governance?

Riteniamo che la definizione proposta sia corretta in linea di principio.

Traduzione dei rischi sociali in rischi finanziari

I rischi sociali possono avere impatti diretti o indiretti sui (ri)assicuratori, a livello macro o micro.

- Impatti indiretti: attraverso gli sviluppi socioeconomici che interessano l'economia reale, dove l'impatto dei rischi sociali, nella loro interazione con altri rischi di sostenibilità e finanziari, può estendersi a tutta l'economia e al sistema finanziario. A livello macro possono creare rischi per la società, ad esempio la disoccupazione, l'aumento dei prezzi, la salute o i problemi di sicurezza che possono avere un impatto sul (futuro) business assicurativo. L'essere associati a società socialmente non sostenibili o dannose, può creare un rischio reputazionale che porta alla perdita di fiducia degli assicurati (attuali o potenziali), con conseguente perdita di affari a livello individuale o settoriale.

- Impatti diretti: i rischi sociali possono incidere direttamente sulle attività e sulle passività degli assicuratori attraverso il deprezzamento del valore di alcune attività o l'aumento delle perdite di sottoscrizione dovute alla materializzazione dei rischi sociali in alcuni rami di attività o in relazione a determinati assicurati in settori specifici.

D73: Avete commenti sulla mappatura dei rischi sociali nei rischi prudenziali?

Riteniamo che sia proposta un'ottima sintesi dei rischi sociali.

9

Il trattamento prudenziale dei rischi sociali

D75: Avete commenti sulla proposta di iniziare a integrare il trattamento dei rischi sociali come parte del II e III Pilastro di Solvency II, che comprende la governance, la gestione del rischio e i requisiti di rendicontazione/divulgazione?

Sì, è fondamentale che cresca la consapevolezza sull'importanza della governance, non solo dei temi ambientali e sociali.

D76: Quali sono, secondo voi, le buone pratiche per affrontare i rischi sociali?

Quelle elencate sono corrette. Sarebbe inoltre fondamentale saper restituire alla comunità, ciò che la comunità dà.

D78: Che tipo di azioni di gestione del rischio sono più importanti per affrontare i rischi sociali?

Il rischio sociale è complicato da misurare, ha una forte connotazione territoriale.

D80: Il regolamento sulla tassonomia include i principali standard internazionali sulle questioni sociali come garanzie minime (articolo 18) al fine di evitare che le attività sostenibili dal punto di vista ambientale possano danneggiare i diritti umani fondamentali, i diritti dei lavoratori o i principi di buon governo (come le misure anti-

corruzione). Siete d'accordo che tali garanzie sociali minime possano essere utilizzate come principi guida per l'attuazione del requisito del principio della persona prudente per quanto riguarda i fattori sociali?

Sì, concordiamo.

D81: Analogamente all'analisi in corso da parte dell'EIOPA sull'integrazione dell'adattamento al cambiamento climatico nelle pratiche di sottoscrizione, ritenete utile condurre un'ulteriore analisi su come gli assicuratori, attraverso la loro attività di sottoscrizione, possano includere misure di mitigazione e adattamento ai rischi sociali nella loro strategia di sottoscrizione in modo attuariale e basato sul rischio? Si se riescono,

D82: Qual è il vostro punto di vista sul ruolo potenziale di - e sulla potenziale rilevanza prudenziale di - aspetti di corporate governance, come la remunerazione, la composizione del consiglio di amministrazione o gli strumenti anticorruzione e anticoncussione, per ridurre i potenziali rischi sociali?

Siamo assolutamente d'accordo sull'importanza di questi aspetti per uno sviluppo effettivo nella G dell'acronimo ESG.