

Settembre 2026

White Paper

Il nuovo Volatility Adjustment e
la supervisione del rischio di
liquidità

Andrea TAMARO
Roberto BRUNI

1. Introduzione

La revisione di Solvency II rappresenta il più importante aggiornamento del framework dalla sua entrata in vigore nel 2016 ed è stata attuata principalmente attraverso i due seguenti atti normativi:

- la Direttiva (UE) 2025/2, che modifica la direttiva 2009/138/CE (Direttiva Solvency II);
- e il Regolamento Delegato (UE) 2026/269, che modifica il regolamento delegato (UE) 2015/35 (Atti delegati SII).

Una delle principali modifiche è legata alla determinazione del *Volatility Adjustment* (VA), la cui metodologia di calcolo è stata rivista con l'obiettivo di migliorarne l'efficacia e ridurre gli effetti prociclici. Questo argomento è l'oggetto del capitolo 2 del presente documento.

Inoltre, l'EIOPA ha fornito indicazione sui nuovi poteri di supervisione delle autorità di vigilanza sulla gestione del rischio di liquidità, al fine di tutelare la stabilità del mercato e gli assicurati, tenuto conto degli eventi osservati in Europa negli anni più recenti. Questo argomento è trattato nel capitolo 3.

Infine nel capitolo 4 sono raccolti i link alla normativa di riferimento.

2. Il nuovo calcolo del VA

In relazione al VA, la Direttiva (UE) 2025/2 ha modificato e integrato il preesistente articolo 77 quinquies. In particolare, **l'impianto resta invariato in quanto l'aggiustamento di volatilità è determinato come somma di due componenti, una valutaria e una di Paese, ma sono cambiate le modalità di determinazione delle stesse.**

COSA NON CAMBIA	COSA CAMBIA
Struttura Il VA è calcolato come somma di due componenti VA = VA_{valuta} + VA_{macro}	Governance Nuove condizioni per applicare il VA VA currency Nuova formula VA country Nuova formula

Sono riepilogate di seguito le principali innovazioni introdotte con la revisione in oggetto:

1. **Governance:** per poter applicare il VA, le Imprese devono soddisfare le seguenti condizioni:

- l'aggiustamento per la volatilità per una determinata valuta è applicato nel calcolo della migliore stima **di tutte le obbligazioni di assicurazione e di riassicurazione** denominate in tale valuta (ad esclusione di quelle valutate con l'aggiustamento di congruità);
- **l'impresa dimostra all'autorità di vigilanza di disporre di processi adeguati a calcolare l'aggiustamento per la volatilità.**

Le Imprese che alla data di entrata in vigore già applicano il VA, possono continuare ad utilizzarlo, ma garantendo il rispetto delle suddette condizioni entro il 30 gennaio 2027.

2. **VA currency:** è stata rivista la formula del VA valutario come segue:

$$VA_valuta = 85 \% \cdot CSSR_valuta \cdot RCS_valuta$$

- La componente CSSR (*Credit Spread Sensitivity Ratio*) è stata introdotta per limitare eventuali indebiti benefici alle Imprese nel caso in cui la sensibilità degli attivi alla curva dei tassi di interesse sia inferiore a quella delle passività (al fine di mantenere coerenza tra impatto sugli attivi e i passivi di bilancio). Il coefficiente è compreso tra 0 e 100% e rappresenta, sostanzialmente, un coefficiente di *duration mismatch*.
- Nella componente RCS (*Risk Corrected Spread*) è stato integrato un coefficiente opzionale *entity specific* (*Undertaking Specific Adjustment, USA*), vincolato al valore massimo di 105%, che permette di considerare le peculiarità del portafoglio attivi proprio della singola Impresa, rispetto al portafoglio attivi di riferimento selezionato da EIOPA. Tale opzione ha una durata limitata (massimo due trimestri di fila) e, quando attivata, esclude l'utilizzo della componente country del VA (rinominato "macro aggiustamento" con la review SII);

3. **VA country:** è stata rivista la formula del macro aggiustamento del VA (ex componente country). Per il Paese "x" la formula è stata rivista come segue:

$$VA_Euro_macro = 85 \% \cdot CSSR_Euro \cdot \max(RCS_x - 1,3 \cdot RCS_Euro; 0) \cdot \omega_x$$

Il particolare, la nuova formula ha modificato i coefficienti numerici, ha introdotto il coefficiente CSSR e ha ridotto l'effetto "a gradini" della precedente formulazione.

2.1 Un focus sul coefficiente CSSR

La normativa indica i principi generali su cui basare la valutazione del CSSR. Nello specifico, i punti principali delle valutazioni in capo all'Impresa sono:

- identificare il perimetro di valutazione (attivi e passivi da includere / escludere);
- valutare la variazione di valore di mercato degli attivi in caso di un incremento della curva dei tassi pari al VA nozionale;
- valutare la variazione di valore di mercato dei passivi in caso di un incremento della curva dei tassi pari al VA nozionale.

In fase di prima applicazione, inoltre, l'Impresa dovrà:

- definire la periodicità con cui effettuare la valutazione (almeno ogni anno);
- definire il/i quarter di riferimento in cui fare la valutazione;
- identificare e formalizzare il processo di approvazione del valore ottenuto.

3. La supervisione sul rischio di liquidità

A seguito della review SII, l'EIOPA ha pubblicato le nuove linee guida sui poteri di vigilanza in merito alla verifica della situazione di liquidità delle Imprese. Tenendo in considerazione anche le crisi di liquidità osservate sul mercato europeo nel corso degli anni più recenti, nelle linee guida sono state definite le modalità e l'estensione dei poteri che i supervisori possono esercitare per rafforzare la posizione di liquidità delle Imprese. Sono state inoltre specificate le circostanze in cui i supervisori possono sospendere temporaneamente i diritti di riscatto degli assicurati.

Qualora si verificassero uno o più degli eventi *trigger* di seguito riepilogati, i supervisori potranno intervenire a tutela della continuità (della liquidità) aziendale e degli assicurati:

- carenze nella gestione del rischio di liquidità;
- esposizioni rilevanti al rischio di liquidità;
- sistemi di monitoraggio non adeguati;
- insufficiente pianificazione della liquidità attuale e prospettica;
- mancata adozione di azioni correttive da parte dell'Impresa.

Le azioni, che potranno essere richieste dai supervisori, sono le seguenti:

- rafforzamento dei processi di gestione della liquidità e di monitoraggio;
- rivedere / formare il personale di riferimento per la gestione del rischio di liquidità;
- predisposizione di piani di azione specifici;
- incremento delle riserve di liquidità;
- maggiore frequenza della reportistica verso l'autorità;

- sospensione temporanea del diritto di riscatto degli assicurati.

Tale ultimo potere di intervento (molto invasivo) è limitato a casi eccezionali, legati alle caratteristiche della singola Impresa e alle condizioni di mercato in essere, ovvero nei casi in cui risulta essere l'unica e ultima possibilità per preservare la liquidità dell'Impresa.

4. Link utili

Direttiva 2025/2:

- https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202500002

Regolamento Delegato 2026/269:

- https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=OJ:L_202600269

Opinion ANIA on SII review:

- https://www.ania.it/wp-content/uploads/2026/03/ANIA-response_EC-Delegated-Regulation-consultation.pdf

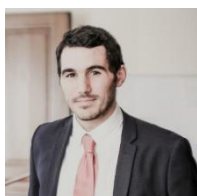
Linee guida EIOPA sulla supervisione del rischio di liquidità:

- https://www.eiopa.europa.eu/publications/final-report-guidelines-supervisory-powers-remedy-liquidity-vulnerabilities-solvency-ii-review_en

Documentazione tecnica per la determinazione della curva risk free (curva base e aggiustamenti)

- https://www.eiopa.europa.eu/document/download/7da8a1f3-e395-4789-bdc1-76984f8510b2_en?filename=EIOPA-BoS-26-198%20-%20RFR%20Technical%20Documentation%20SII%20Review.pdf

Per ulteriori informazioni riguardo al *white paper*



Andrea Tamaro
Senior Manager
tamaro@studio-visintin.it



Roberto Bruni
Actuary
bruni@studio-visintin.it

STUDIO ATTUARIALE

Visintin & Associati



Trieste sede Legale e Operativa

Via San Lazzaro, 2
34122 Trieste
Telefono +39 040 36.17.03
Fax +39 040 37.20.432

Milano sede Operativa

Via Monferrato, 1
20144 Milano
Telefono e Fax +39 02 76.31.70.40

Email: attuari@studio-visintin.it