



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea Triennale in Economia e Commercio

**LA NUOVA DISCIPLINA DEGLI
INVESTIMENTI DA PARTE DELLE
IMPRESE DI ASSICURAZIONE**

**THE NEW DISCIPLINE OF INVESTMENTS
BY INSURANCE UNDERTAKINGS**

Relatore:
Prof. Camilla Mazzoli

Tesi di Laurea di:
Angelica Sardini

Anno Accademico 2019/2020

INDICE

Introduzione

1. Le imprese di assicurazione: investitori istituzionali

1.1. Intermediari assicurativi

1.2. Investitori istituzionali

2. La gestione finanziaria nelle imprese di assicurazioni

2.1. La gestione finanziaria

2.2. L'Asset Liability Management

3. La “Rivoluzione Copernicana” del Regolamento IVASS N°24/2016

3.1. Limiti di investimento

3.2. Il Regolamento IVASS n°24 del 2016

3.3. Il cambiamento nella composizione degli investimenti.

Conclusioni

Bibliografia

Ringraziamenti

INTRODUZIONE

Il cardine di questo studio si basa sull'importanza, in linea generica, degli intermediari assicurativi nello scenario economico italiano e sulla composizione del portafoglio degli investimenti dei medesimi. In particolare, analizzando in prima battuta le caratteristiche peculiari e la gestione finanziaria delle imprese di assicurazione, si pone l'attenzione sull'apertura normativa avvenuta tramite il Regolamento IVASS n°24/2016 in materia di investimenti.

L'interesse verso questa tipologia di investitori istituzionali e verso l'argomento trattato deriva innanzitutto dall'eterna condizione di aleatorietà, incertezza e rischio presente nelle compagnie assicurative e dal mio coinvolgimento nella comprensione delle modalità con cui il management è in grado di gestirla.

La finalità di questa tesi di laurea è fornire un'analisi dettagliata della rilevanza degli investimenti nel controllo e nella guida delle imprese di assicurazione e della nuova disciplina che di fatto elimina i limiti presenti precedentemente nella composizione degli stessi. E' stato perseguito questo obiettivo attraverso una disamina, non solo della gestione finanziaria delle compagnie, ma anche del cambiamento dell'impostazione in materia di investimenti convalidato dall'autorità di vigilanza.

Il contributo di questo studio risiede nel comprendere la trasformazione apportata dalla normativa che sarà poi dettagliatamente illustrata nelle conclusioni.

1. LE IMPRESE DI ASSICURAZIONE: INVESTITORI ISTITUZIONALI

1.1. INTERMEDIARI ASSICURATIVI

«L'esercizio dell'attività assicurativa nei rami vita e nei rami danni, come classificati all'articolo 2, è riservato alle imprese di assicurazione. »¹

Il D.lgs. 209/2005, noto anche come codice delle assicurazioni private, nell'art.11 stabilisce l'esclusività dell'esercizio dell'attività assicurativa alle imprese di assicurazione. Il legislatore ha stabilito, infatti, che solo questi soggetti, fra gli intermediari finanziari, possiedono le caratteristiche necessarie per assumere nel proprio bilancio le conseguenze della manifestazione dei rischi puri e demografici.

L'oggetto sociale di un'impresa di assicurazione si può limitare all'esercizio dei soli rami danni o dei soli rami vita e della relativa riassicurazione.

L'esercizio congiunto dei rami vita e dei rami danni è consentito, purchè l'impresa di assicurazione abbia una gestione separata per ciascuna delle due attività secondo le disposizioni stabilite dall'IVASS con regolamento.

L'impresa di assicurazione può, inoltre, svolgere le operazioni connesse o strumentali all'esercizio dell'attività assicurativa o riassicurativa.

Le attività relative alla costituzione ed alla gestione delle forme di assistenza sanitaria e di previdenza integrative, sono altresì consentite nei limiti ed alle condizioni stabilite dalla legge.

L'attività assicurativa consiste nella gestione dei rischi puri e, nello specifico, nella trasformazione dei rischi individuali in frazioni di rischio collettivo.

Il rischio deve essere rigorosamente distinto dalla nozione di incertezza.

1

https://www.gazzettaufficiale.it/atto/serie_generale/caricaDettaglioAtto/originario?atto.dataPubblicazioneGazzetta=2005-10-13&atto.codiceRedazionale=005G0233&elenco30giorni=false

Nel linguaggio comune, spesso, vengono utilizzati indistintamente come sinonimi, sebbene il rischio sia un concetto oggettivo quantificabile, e l'incertezza sia ritenuta un concetto soggettivo. Il rischio è considerato tale poichè gli eventi futuri sono classificabili attraverso una serie storica che permette di calcolare la probabilità oggettiva e l'entità del danno causato. Knight, Frank Hyneman, infatti, sosteneva che un rischio noto viene «facilmente convertito in un'effettiva certezza», mentre la «vera incertezza» «non è suscettibile alla misurazione».² L'incertezza si riferisce, quindi, agli eventi per i quali non esiste o non è possibile individuare una serie storica per calcolare la probabilità e l'entità dell'evento dannoso, e, di conseguenza, non risulta gestibile da un'impresa di assicurazione.

Un'altra distinzione fondamentale per comprendere il contenuto dell'attività assicurativa concerne il rischio puro e il rischio speculativo o finanziario.

L'oggetto dell'attività assicurativa tradizionale, come sopra indicato, concerne la gestione dei rischi puri. Questi ultimi possono essere definiti asimmetrici, ovvero caratterizzati dalla generazione esclusiva di perdite in capo ai soggetti ad essi esposti. L'eventuale manifestazione di un rischio puro comporta inevitabilmente uno svantaggio economico nell'immediato.

I rischi simmetrici, che non possono essere coperti dall'attività dell'impresa di assicurazione, sono definiti rischi speculativi o finanziari. Essi vertono sulla volatilità rispetto al valore atteso, ovvero sul grado di variabilità rispetto alle aspettative degli operatori. La simmetria si riscontra attraverso la capacità di poter generare, al loro manifestarsi, sia perdite che profitti per gli individui coinvolti. La gestione dei rischi puri da parte degli intermediari assicurativi prevede un'analisi accurata e completa basata su studi statistici adeguati.

Il risk management si occupa del processo attraverso il quale si individuano, si misurano e si controllano i possibili rischi per poi esaminare ed applicare le metodologie per governarli. Il

² Knight, F. H. (1964). Risk, Uncertainty and Profit. AM Kelley: New York

procedimento si basa sullo svolgimento di attività diverse come la mappatura dei rischi, il loro trattamento ed il controllo ex post.

La mappatura dei rischi consiste in una meticolosa analisi ed identificazione di tutte le possibili fonti di rischio per ciascuna attività; parallelamente alla stima della frequenza e dell'entità delle manifestazioni dei danni.

Viene preso in considerazione ogni prototipo di rischio confrontandolo rispetto a determinati intervalli temporali. Questa indagine è in grado, quindi, di classificare per ogni tipologia di rischio, la probabilità dell'evento dannoso manifestatosi e la consistenza monetaria del danno causato, permettendo una rappresentazione chiara ed ampia della vastità dei rischi considerati.

La gestione del rischio, intesa in senso stretto, consta nel controllo diretto sul rischio, nel relativo trasferimento e nella ritenzione dello stesso. Il controllo riferito al trattamento dei rischi effettuato dalle imprese di assicurazione è un'attività che si occupa dello studio comportamentale degli individui rispetto ad una condizione di rischio. Vengono individuati gli atteggiamenti dei soggetti distinguendoli fra quelli che adottano un comportamento che tende a diminuire la probabilità della manifestazione del rischio (*loss prevention*) e coloro che tentano di diminuire l'entità dell'evento dannoso (*loss reduction*).

Il trasferimento del rischio si riferisce agli effetti dello stesso negli individui, i quali scelgono di non voler subire direttamente le conseguenze dell'evento dannoso ma di trasmetterle a terzi mediante la sottoscrizione di contratti derivati e/o contratti di assicurazione.

Un comportamento completamente antitetico, definito ritenzione, è esplicitato da soggetti che decidono di affrontare in prima persona gli effetti del rischio. In caso di manifestazione dello stesso, quindi, è necessario un utilizzo di proprie risorse finanziarie attraverso autofinanziamento o risparmio, o il ricorso all'indebitamento. La ritenzione attiva si distingue dalla passiva semplicemente per la consapevolezza dell'esposizione al rischio del soggetto interessato.

La ritenzione passiva risulta essere un atteggiamento volto a fronteggiare le conseguenze del rischio senza, però, avere coscienza dello stesso.

Le problematiche inerenti la ritenzione del rischio vertono inevitabilmente sull'ammontare del danno e sul momento in cui esso si verifica.

Le risorse finanziarie sotto forma di risparmio o di indebitamento possono rivelarsi di un importo insufficiente per coprire l'entità del danno subito o l'evento dannoso potrebbe verificarsi precedentemente rispetto alle tempistiche programmate necessarie per ottenere quelle determinate risorse monetarie.

Il controllo ex post costituisce una fase determinante per il risk management poiché si esplica nella revisione periodica del set informativo raccolto. La verifica viene effettuata mediante aggiornamenti sistematici al fine di accertare che i dati esaminati per l'identificazione e la misurazione dei rischi siano adeguati.

L'attività assicurativa consiste nella gestione dei rischi mediante la stipulazione di un contratto assicurativo. L'art. 1882 c.c. sancisce, infatti, che «L'assicurazione è il contratto col quale l'assicuratore, verso pagamento di un premio, si obbliga a rivalere l'assicurato, entro i limiti convenuti, del danno ad esso prodotto da un sinistro, ovvero a pagare un capitale o una rendita al verificarsi di un evento attinente alla vita umana.» Dalla definizione del codice civile è possibile evincere la presenza delle due parti coinvolte nel suddetto accordo: l'assicuratore e l'assicurato. L'assicuratore è il soggetto che, a fronte di un premio versato dal contraente, è obbligato ad eseguire una prestazione futura al verificarsi di una o più condizioni riguardanti l'assicurato. E' necessario a riguardo, porre l'accento sulla differenza fra l'assicurato, il contraente ed il beneficiario di un contratto assicurativo poiché è lecito che questi possano non coincidere con lo stesso soggetto. Il contraente è, di fatto, colui che stipula il contratto e in capo al quale sorge l'obbligo giuridico del versamento del premio. Il soggetto

realmente esposto al rischio oggetto del contratto stesso è l'assicurato; mentre il beneficiario coincide con il destinatario della prestazione stabilita al manifestarsi dell'evento trattato.

L'articolo definitorio sopra indicato esplicita in maniera chiara ed evidente l'attività assicurativa svolta all'interno delle compagnie di assicurazione.

Si può dedurre, infatti, la distinzione fra contratti

Ramo di attività	Saldo tecnico portafoglio diretto (mln)	Var. % 2015/2014
Infortuni	613	7,0%
Malattia	114	-21,0%
Trasporti*	71	170,7%
Corpi veicoli terrestri	263	10,4%
Incendio	160	-27,3%
Altri danni ai beni	172	1003,8%
R.c. auto e natanti	842	-40,3%
R.c. generale	316	2234,2%
Credito e cauzione	-88	5,2%
Perdite pecuniarie	101	56,0%
Tutela legale	108	-7,9%
Assistenza	186	-3,0%
Totale danni	2.859	0,0%
Totale danni non auto	1.754	44,8%

Fonte: ANIA

assicurativi del ramo danni, a copertura dei rischi puri in senso stretto, e contratti assicurativi del ramo vita a copertura dei cosiddetti rischi demografici. La finalità dell'assicurazione danni è quella di trasformare dei rischi puri in un costo certo, rappresentato dal premio corrisposto all'impresa di assicurazione. L'assicuratore è obbligato, a fronte del premio incassato, a risarcire l'assicurato nel caso in cui un sinistro danneggi i suoi beni o la sua persona. La classificazione dei prodotti assicurativi del Ramo danni può essere sinteticamente descritta dalla distinzione fra i Rami auto ed i non auto.

I primi comprendono il Ramo RCA (responsabilità civile auto) e il Ramo CVT (corpi di veicoli terrestri), mentre i Rami non auto, detti anche « rami elementari », includono una molteplicità di prodotti che possono essere classificati sulla base degli scopi perseguiti. Ad esempio i Rami Malattia ed Infortuni che garantiscono il pagamento delle prestazioni sanitarie ed assistenziali o indennità sostitutive in caso di infortuni, le assicurazioni RC (responsabilità civile) che prevedono il subentro dell'assicuratore nel pagamento

dei danni causati a terzi dell'assicurato ed il Ramo Incendio ed elementi naturali che risarcisce il danno generato da incendi o eventi naturali equiparati.

L'assicurazione danni assolve una funzione principalmente risarcitoria in quanto vi è una copertura degli effetti economici negativi derivanti dalla manifestazione del rischio assicurato.

I prodotti assicurativi del Ramo vita rispondono all'esigenza di coprire le conseguenze economiche derivanti da eventi legati alla vita umana. L'assicuratore, infatti, in cambio del premio ricevuto, si impegna a versare un capitale o una rendita nel momento in cui si verifica un determinato evento riguardante la vita come ad esempio il raggiungimento di un'età prefissata o il decesso.

E' possibile distinguere il rischio di premorienza rispetto al quale l'assicurato vuole garantire l'equivalente del suo reddito futuro non ancora realizzato per proteggere il tenore di vita dei familiari, ed il rischio di sopravvivenza, rispetto al quale si intende garantire il proprio sostentamento per l'intervallo temporale vissuto dopo il termine dell'attività lavorativa.

La classificazione dei Rami vita comprende svariate categorie, fra cui le assicurazioni sulla durata della vita umana, le assicurazioni di nuzialità e di natalità, di malattia, le operazioni di capitalizzazione e di gestione di fondi collettivi. A differenza dei prodotti assicurativi del Ramo danni, l'assicurazione vita assolve una pluralità di funzioni. Oltre alla funzione previdenziale, che consiste nella protezione della propria o altrui capacità reddituale, le assicurazioni del Ramo vita svolgono una funzione di risparmio e di investimento, in quanto prevedono l'accantonamento di un capitale che sia in grado di fronteggiare esigenze future e la formazione di un rendimento dato dall'investimento dello stesso e dalla sua restituzione a scadenza comprensiva di interessi.

Ciò che accomuna i diversi prodotti assicurativi tra quelli offerti nel Ramo vita e del Ramo danni e che è considerato come il fondamento dell'attività assicurativa tradizionale è il principio di mutualità. Il contratto di assicurazione nasce come strumento basato sul principio mutualistico, in quanto mediante lo stesso, per definizione, si ripartisce il rischio individuale in porzioni di rischio collettivo.

La suddetta trasformazione dal livello del singolo soggetto esposto ad uno specifico rischio ad un piano comune a più individui è oggetto non solo dell'attività assicurativa ma anche di

sistemi mutualistici a ripartizione o a contribuzione. Un gruppo di diversi soggetti esposti al medesimo rischio, possono dividere fra tutti i membri le perdite economiche subite dai soli individui colpiti dall'evento dannoso ricorrendo al trasferimento ad una compagnia assicurativa o attraverso il meccanismo della ripartizione o contribuzione.

Nelle società di mutua assicurazione con il sistema della contribuzione gli individui esposti allo stesso rischio sono obbligati a versare un contributo per sostenere economicamente coloro che subiscono dei sinistri prima che questi si manifestino; con la ripartizione la perdita economica subita dai soggetti colpiti viene ripartita dopo che questa si sia concretizzata.

Il *loss sharing* nelle imprese di assicurazione prevede il trasferimento del rischio alla compagnia assicurativa la quale sopporta il rischio, a fronte del premio versato dagli assicurati, ed interviene in favore di chi subisce il danno. Il principio mutualistico è applicabile solo in determinate condizioni che riguardano la presenza di un gruppo di individui esposti al medesimo rischio, la scelta di condivisione dello stesso e la contribuzione mediante una quota per la copertura delle perdite economiche generate dall'evento. L'esistenza di un insieme di soggetti sottoposti allo stesso rischio è un elemento fondamentale per gli studi che effettuano previsioni sull'entità del danno. L'aggregazione di una pluralità di rischi individuali omogenei ed indipendenti è una condizione necessaria per poter effettuare procedimenti di tipo statistico, stimando l'ammontare che subirà la collettività esposta ed in base al quale poi verrà calcolato il contributo da versare.

I metodi di natura statistica utilizzati concernono la cosiddetta *Legge dei Grandi Numeri*, ovvero l'applicazione dei procedimenti permette di ridurre l'errore nella previsione all'aumentare dei casi considerati. Il consistente numero dei soggetti esposti a rischi specifici consente quindi di migliorare notevolmente l'approssimazione dell'entità e quindi di stimare in maniera più oggettiva il premio assicurativo o il contributo da corrispondere. L'impresa di assicurazione, applicando la Legge dei Grandi numeri e assicurando un numero elevato di

individui esposti allo stesso rischio, è in grado di conoscere con un buon grado di approssimazione quale sarà la perdita effettivamente verificata dalla manifestazione del rischio. Questo meccanismo risulta estremamente funzionale per stabilire un premio assicurativo che in primis rispecchi nella maniera più oggettiva possibile l'entità del danno e che sia utile per poter raccogliere le risorse finanziarie necessarie per risarcire i soggetti che subiranno il manifestarsi dell'evento dannoso.

1.2. INVESTITORI ISTITUZIONALI

L'investitore istituzionale viene definito da Borsa Italiana come l' « *Intermediario la cui attività caratteristica è quella di investire un patrimonio per conto di un soggetto che si trova in surplus finanziario.* »³. Alla categoria degli investitori istituzionali appartengono gli organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR), i fondi comuni di investimento mobiliari, immobiliari, speculativi e le Sicav; i fondi pensione e le compagnie di assicurazione. L'attività svolta dall'investitore istituzionale può derivare da un mandato specifico, pertanto l'investimento avviene su base collettiva, come negli OICR e nei fondi pensione, oppure può derivare dall'intermediazione in senso stretto, come nel caso delle compagnie di assicurazione relativamente alle polizze vita.

I soggetti indicati sono quindi operatori che, in modo continuativo e professionale, offrono la loro intermediazione per effettuare investimenti per conto di terzi.

Nel 2018 sono operativi 392 investitori istituzionali, nella forma giuridica delle Associazioni e Fondazioni, di cui 88 Fondazioni di Origine Bancaria, 20 Casse Professionali Privatizzate, 33 Fondi Negoziali e 251 Fondi Preesistenti. Si aggiungono a questi i Fondi e le Casse di Assistenza Sanitaria Integrativa che risultano essere 320.

Nel settore privatistico, si può evidenziare l'apporto delle Compagnie di Assicurazione che gestiscono un elevato numero di tariffe e di "gestioni separate", oltre ai Fondi Pensione Aperti e i PIP che assommano a 113 unità. Le Compagnie di Assicurazione considerando il ramo

vita, i Fondi Pensione Aperti (FPA), i Piani di Previdenza Individuali (PIP) sono inclusi nella macroclasse dei soggetti operanti nel welfare cosiddetto privato ed in totale il loro patrimonio ammonta a 618,4 miliardi di euro.

Tabella 1.1 – L'evoluzione della platea di investitori istituzionali italiani *

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2010-2018		2017-2018	
													var. ass.	var. %	var. ass.	var. %
Fondazioni bancarie	88	88	88	88	88	88	88	88	88	88	88	88	0	0,0	0	0
Casse Privatizzate (1)	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	20	0	0,0	0	0
Fondi Preesistenti	433	411	391	375	363	361	330	323	304	294	259	251	-124	-33,1	-8	-3,1
Fondi Negoziali	42	41	39	38	38	39	39	38	36	36	35	33	-5	-13,2	-2	-5,7
Enti di assistenza sanitaria integrativa	-	-	-	255	265	276	290	300	305	322	311	320	65	25	9	2,9
Fondi Aperti	81	81	76	69	67	59	58	56	50	43	43	43	-26	-37,7	0	0
PIP "Nuovi"	72	75	75	76	76	76	81	78	78	78	77	70	-6	-7,9	-7	-9,1
Totale	736	716	689	921	917	919	906	903	881	881	833	825	-96	-10,4	-8	-1,0

(1) Le casse privatizzate sono 20 includendo Onaosi che però non è analizzata nel presente Report ma le gestioni, comprese le due gestite da Enpaia e Inppi 2, sono 23;
* La tabella non comprende i dati riferiti alle compagnie di assicurazione (polizze vita di classe C - ramo I, IV e V) e ai Pip "vecchi"
Il numero dei fondi sanitari per il 2018, in mancanza di dati ufficiali, è stimato sulla base degli andamenti degli anni precedenti

Fonte: Sesto Report Annuale, a cura del Centro Studi e Ricerche di Itinerari Previdenziali.

Gli Investitori istituzionali operanti, invece, nel welfare contrattuale (Fondi Negoziali, Preesistenti e Casse sanitarie), in quello delle libere professioni (Casse Privatizzate) e nel welfare di prossimità o territoriale (Fondazioni di Origine Bancaria) evidenziano un patrimonio che ammonta al 31 dicembre del 2018 a 243,2 miliardi di euro. Il totale generale assomma quindi a 861,6 miliardi di euro pari a circa il 49,12% del PIL nazionale.⁴

L'immissione di una grande mole di liquidità nelle imprese di assicurazione attraverso il versamento dei premi ed il fatto di utilizzare eventuali risorse finanziarie come risarcimenti in orizzonti temporali di medio-lungo periodo hanno indotto l'utilizzo di una gestione finanziaria appropriata.

Emerge in questo contesto la necessità di investire il surplus di risorse finanziarie a disposizione della compagnia assicurativa in modo da evitare un'elevata concentrazione di liquidità totalmente infruttifera. E' proprio il consistente accumulo di capitale a supporto dei

³ <https://www.borsaitaliana.it/borsa/glossario/investitore-istituzionale.html>

contratti stipulati e degli impegni assunti nei confronti dei propri assicurati che rende l'industria assicurativa uno dei più grandi investitori istituzionali.

Una delle caratteristiche distintive delle imprese di assicurazione risulta essere l'investimento delle passività generate dall'assunzione dei rischi in attività finanziarie. E' un'attività ineluttabile derivante dall'incasso anticipato dei premi e congiunta alla sua funzione di assuntore dei rischi. Questo definisce le compagnie assicurative investitori sistematici in ottica protratta.

Le compagnie di Assicurazione vengono considerate limitatamente al Comparto Vita ed in particolare per i Rami di Classe C, 1°, 4° e 5°; queste tipologie di assicurazioni rientrano a tutti gli effetti nei sistemi di protezione sociale di natura privatistica a volte quale completamento delle protezioni pubbliche e complementari esistenti e a volte addirittura come unica protezione a disposizione di alcune categorie di lavoratori e famiglie. Per questa funzione le Assicurazioni rientrano a tutti gli effetti nel novero degli Investitori Istituzionali.

Investono ingenti risorse finanziarie con regole che coniugano sicurezza, qualità, redditività, e liquidità dei propri portafogli.

Una quota di queste risorse può essere utilizzata per finanziare infrastrutture e imprese: la durata medio-lunga delle passività assicurative, soprattutto per le compagnie che operano nel business vita, consente agli assicuratori di investire con un orizzonte di medio e lungo periodo.

Gli intermediari assicurativi sono definiti investitori istituzionali in quanto una frazione consistente del loro core business è focalizzata nella gestione degli investimenti. Dalla tavola 13.1⁵ è possibile evidenziare il peso dell'attività di investimento nelle imprese assicurative rispetto al totale delle attività gestite dagli altri investitori istituzionali. Le assicurazioni

⁵ https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/2018/rel_2018.pdf

Tavola 13.1

Investitori istituzionali: flussi e consistenze delle attività gestite (milioni di euro e valori percentuali)						
VOCI	Flussi netti		Consistenze di fine periodo		quote percentuali	
	2017	2018 (1)	2017	2018 (1)	2017	2018 (1)
	Fondi comuni (2)	25.090	6.396	327.764	320.114	15,9
Assicurazioni (3)	38.200	41.000	715.841	736.300	34,7	35,7
Fondi pensione (4)	4.100	4.400	162.299	167.107	7,9	8,1
Gestioni patrimoniali	4.497	4.538	858.537	839.778	41,6	40,7
Totale	71.887	56.334	2.064.441	2.063.299	100,0	100,0
Totale consolidato (5)	48.441	15.903	1.512.844	1.498.234	–	–
in percentuale del PIL	2,8	0,9	87,6	85,3	–	–
<i>Per memoria:</i>						
fondi comuni esteri (6)	56.772	-4.317	775.778	734.237	–	–
<i>di cui:</i>						
di intermediari italiani (7)	25.478	10.123	165.855	163.870	–	–

Fonte: elaborazioni su dati Banca d'Italia, Ivass, Covip e Assogestioni.
(1) Dati provvisori. – (2) Fondi comuni di diritto italiano. – (3) Per le consistenze di fine periodo, riserve tecniche al netto delle riserve a carico dei riassicuratori. Sono escluse le rappresentanze in Italia di imprese di assicurazione con sede in paesi UE e sono incluse le rappresentanze in Italia di imprese con sede in paesi extra UE. – (4) Per le consistenze di fine periodo, attivo di bilancio. – (5) Al netto degli investimenti in OICR italiani delle varie categorie di intermediari, degli investimenti delle compagnie di assicurazione e dei fondi pensione in gestioni patrimoniali delle società di gestione del risparmio (SGR) e delle riserve tecniche delle compagnie di assicurazione derivanti dalla gestione di fondi pensione aperti. – (6) Fondi aperti di diritto estero. Il patrimonio e la raccolta netta fanno riferimento al controvalore delle quote rispettivamente detenute e sottoscritte da investitori italiani. – (7) Fondi comuni di società di gestione insediate in Lussemburgo o in Irlanda.

gestiscono un volume di attività pari al 35,7% del totale, affermando la loro posizione come investitori istituzionali al pari degli altri soggetti che gestiscono notevoli masse di risparmio. Ciò dipende in massima parte dalla tipologia di business sottostante l'attività

assicurativa e dal fatto che i prodotti assicurativi del Ramo Vita hanno durate contrattuali particolarmente lunghe (da un minimo di 3-5 anni fino a 30 ed oltre) e, quindi, gli intermediari assicurativi hanno la necessità di distribuire i propri attivi in investimenti con duration corrispondenti.

Le imprese di assicurazione italiane del comparto Vita, alla fine dell'anno 2017 detenevano attivi per un valore complessivo di 734 miliardi (in crescita del 5,3% rispetto alla fine del 2016).

La quasi totalità degli attivi è rappresentata da investimenti (oltre 690 miliardi), di cui 154 miliardi ascrivibili alla classe D e i restanti 540 miliardi alla classe C. Le prime 20 compagnie vita italiane di classe C per totale degli attivi rappresentano l'87,7% dell'intero comparto, che complessivamente vale 580 miliardi. Poste Vita, Intesa Sanpaolo Vita e Generali Italia sono le imprese con una quota sul totale di attivi gestiti superiore al 10% e rappresentano, insieme, oltre il 43% dell'intero settore. Nel 2018 le assicurazioni, i fondi comuni di diritto italiano, i fondi pensione e le gestioni patrimoniali hanno raccolto risorse per circa 16 miliardi di euro.

Figura 13.8



Fonte: Banca d'Italia, Ivass e Covip.

(1) I flussi sono al lordo della raccolta presso altri investitori istituzionali. Per i fondi comuni sono inclusi solo quelli italiani. Per il 2018 dati provvisori. –

degli investimenti.

Tra le diverse categorie di investitori i flussi netti sono stati abbastanza eterogenei: sono aumentati per le assicurazioni, diminuiti fortemente per i fondi comuni, e rimasti pressoché stabili per le gestioni patrimoniali e per i fondi pensione.

Lo scenario prolungato di bassi tassi di interesse sta spingendo anche gli assicuratori italiani verso una maggiore diversificazione

Le modifiche del quadro normativo potrebbero agevolare un maggiore impegno degli assicuratori nel finanziare investimenti a sostegno dell'economia reale, sempre in una logica di piena tutela dei diritti degli assicurati.

2. LA GESTIONE FINANZIARIA NELLE IMPRESE DI ASSICURAZIONE

2.1 LA GESTIONE FINANZIARIA

Nel panorama degli intermediari finanziari le imprese di assicurazioni presentano una peculiarità estremamente importante che le distingue sia dal punto di vista strettamente economico sia dal punto di vista della gestione. Tale particolarità consiste nell'inversione del ciclo economico: le imprese di assicurazioni sono caratterizzate dal fatto di incassare i ricavi di gestione prima di aver sostenuto i relativi costi. I ricavi sono rappresentati dai premi assicurativi corrisposti dagli assicurati ed i costi, invece, sono legati agli indennizzi erogati nel Ramo vita ed alle prestazioni effettuate nel Ramo danni.

Lo sfasamento temporale dei costi e dei ricavi dell'attività assicurativa rispetto ad un ciclo economico "tradizionale" si abbina all'incertezza riferita ai costi futuri da sostenere.

L'impresa di assicurazione non conosce, difatti, né l'ammontare dei costi né il momento in cui essi si manifesteranno. Questa permanente condizione di aleatorietà comporta inevitabilmente una gestione appropriata per far fronte alle esigenze relative al ciclo economico invertito.

Assume particolare importanza il calcolo del premio nel contratto assicurativo in quanto la sotto-tariffazione potrebbe sfociare in perdite economiche; il risultato si rivelerebbe essere inferiore alle stime poiché i premi risultano di un importo minore rispetto ai costi sostenuti.

L'ipotesi opposta, concernente una tariffazione troppo elevata rispetto ad esempio alla media di altre imprese di assicurazione operanti nello stesso settore, potrebbe comportare una perdita di competitività nel mercato e quindi, seppure inizialmente impostare un premio di un valore maggiore sembrerebbe corrispondere ad un vantaggio, nel medio lungo periodo genererà un danno economico. Fissare il valore da attribuire al premio assicurativo concerne la gestione tecnica effettuata nelle imprese di assicurazioni, basata su stime riguardanti ipotesi statistiche, finanziarie e di spesa.

La gestione delle riserve tecniche, invece, rappresenta un processo indotto dalla presenza di ricavi anticipati da rinviare al futuro e dall'esigenza di accantonare risorse monetarie per fronteggiare gli impegni presi nei confronti degli assicurati.

Un'ulteriore conseguenza dell'andamento del ciclo economico invertito consta nella necessità di investimento di una porzione dei premi assicurativi incassati.

Si può ben comprendere come la complessità del calcolo del premio assicurativo risiede in questi diversi fattori da valutare e confrontare. L'impresa di assicurazione non è conoscenza né del momento e dell'entità della manifestazione del rischio né del rendimento che riuscirà ad ottenere dagli investimenti.

E' necessario, inoltre, considerare anche l'incertezza sull'ammontare dei costi operativi che la compagnia assicurativa dovrà sostenere per lo svolgimento della propria attività.

Risulta evidente il motivo per il quale l'attività assicurativa comprende l'utilizzo di ipotesi statistiche che si basano sulla frequenza e/o sul costo medio dei sinistri, ipotesi finanziarie concentrate sul rendimento realizzabile dato un tasso di interesse tecnico ed ipotesi di spesa incentrate sui caricamenti che devono essere aggiunti al valore del premio puro.

Il principio del matching fra le attività e le passività consente alle imprese di assicurazione di rispettare gli impegni nei confronti dei propri assicurati, il che implica che debbano avere accesso a un ampio range di attivi da far corrispondere alle proprie passività al fine di permettere al proprio portafoglio una sufficiente diversificazione.

La gestione finanziaria nelle imprese di assicurazione si occupa proprio del governo dell'attività di investimento effettuata dalle medesime. La composizione degli investimenti riflette l'esigenza di allineare rendimenti e durata delle attività a quelle delle passività, fra le quali prevalgono le polizze a medio e a lungo termine, spesso recanti rendimenti minimi garantiti. L'allineamento tra la durata finanziaria delle attività e quella delle passività è l'elemento portante che rende i bilanci delle compagnie assicurative meno esposti.

I rischi nella gestione finanziaria sono legati all'eventuale condizione in cui il controvalore delle attività detenute in portafoglio risulti insufficiente al momento dell'erogazione delle prestazioni a favore degli assicurati.

Il rischio finanziario si manifesta ogni volta che l'impresa di assicurazione assume un rischio di mercato, di credito, di cambio, di variazione prezzo/indice di titoli o merci. Per le suddette ragioni, la gestione tecnica e quella finanziaria non devono essere considerate in un rapporto di totale indipendenza: le due gestioni, invece, sono strettamente interconnesse tra loro. Tale complementarità risulta essere maggiormente evidente nel Ramo vita, nel quale l'aspetto assicurativo e quello finanziario hanno quasi eguale importanza.

Le imprese di assicurazione tendono a concentrarsi, quindi, non solo sulla gestione finanziaria degli investimenti, ma sul proprio core business assicurativo, sulle strategie riguardo l'assunzione dei rischi, l'attività di gestione, di liquidazione dei sinistri e la riduzione dei costi di gestione.

L'integrazione nello studio e nell'analisi di questi diversi fattori nel management delle compagnie assicurative permette il raggiungimento di un elevato grado di efficienza ed efficacia all'interno dell'intera gestione aziendale. E' proprio l'esercizio congiunto ed interconnesso della gestione delle riserve, della gestione tecnica, e di quella finanziaria che condiziona le redditività delle compagnie assicurative.

2.2. L'ASSET LIABILITY MANAGEMENT

L'identificazione, il monitoraggio e la gestione del rischio richiedono la capacità di rimettere in discussione concezioni consolidate, ricercando nuove modalità di azione che sappiano tener conto di cambiamenti economici, sociali e normativi.

Il panorama dei rischi si è modificato, si è dotato di una notevole dinamicità, e mostra aspetti di interconnessione e interdipendenza che, se sottovalutati, possono esporre gli intermediari assicurativi a conseguenze negative dal punto di vista economico.

Le imprese di assicurazione devono saper adeguatamente gestire non solo i rischi definiti tecnici o attuariali ma anche quelli derivanti dall'attività di investimento effettuata dalle medesime. Essi sono strettamente legati allo sfasamento temporale delle scadenze fra le attività e le passività ed includono, perciò, tutte le tipologie di rischio connesse alle fluttuazioni dei mercati finanziari.

Le compagnie assicurative sono esposte al rischio di ottenere rendimenti diversi, ed eventualmente anche inferiori, rispetto al rendimento atteso al momento dell'assunzione dell'impegno, o rispetto ad un rendimento minimo ritenuto accettabile.

Le tecniche per la misurazione e la valutazione di questo rischio nell'ambito di un portafoglio integrato di attività e passività di un'impresa di assicurazione hanno rappresentato la base su cui si sono costruiti ed implementati modelli di gestione volti alla determinazione della composizione ottimale considerando il binomio rischio e rendimento. L'attuazione di questi modelli trasforma la visione manageriale a tal punto da coniugare in maniera strettamente integrata le attività quali la determinazione del valore dei premi, le politiche di investimento e le scelte strategiche di crescita dell'impresa.

In questo ambito, l'attività di Vigilanza svolta dall'IVASS, esplicita la propria funzione nel verificare che l'impresa disponga di un portafoglio ottimale di attività a copertura delle riserve tecniche, che sia coerente con il principio del close matching tra flussi dell'attivo e del passivo, e che tenga anche conto della dinamica dei flussi futuri.

Una conseguenza immediata di ciò, ha fatto sì che l'attenzione delle compagnie assicurative sia traslata verso una più attenta e meticolosa gestione degli attivi a copertura e verso la strutturazione di nuovi prodotti assicurativi.

La prassi ha dimostrato che la mera rappresentazione in bilancio delle riserve e degli investimenti posti a loro copertura non esaurisce il fabbisogno informativo circa i rischi

derivanti dagli effetti dell'evoluzione delle variabili finanziarie, a seconda della dimensione temporale delle poste sia dell'attivo che del passivo.

E' proprio in tale contesto che si sono sviluppate le tecniche di Asset Liability Management (ALM).

In una prima fase iniziale, la finalità di questo strumento era quella di far fronte al rischio di tasso di interesse, l'evoluzione successiva ha consentito poi di elaborare anche rischi diversi e le tecniche di ALM si sono modificate in delle metodologie utili per la gestione integrata dei rischi finanziari a cui l'impresa è esposta. La trasformazione è avvenuta passando da modelli pressochè statici di allineamento dei cash flows a modelli caratterizzati dalla dinamicità: si basano su una serie di plausibili scenari riferiti a differenti condizioni economiche sia generali che della compagnia stessa, in grado di valutare, attraverso apposite statistiche, diverse alternative strategiche.

Da queste si può arrivare a creare una funzione, cd. frontiera efficiente, che rappresenta le strategie in grado di massimizzare il rendimento finanziario per un dato livello di rischio.

I modelli elaborati partendo dalla semplice prospettiva di misurazione del rischio di tasso di interesse sono diventati uno strumento in grado di orientare le scelte strategiche in funzione non solo della solvibilità, ma anche degli obiettivi di crescita, delle dimensioni del capitale impiegato e del controllo del valore dell'impresa nel tempo. L'ALM è uno strumento gestionale che permette che le decisioni di natura finanziaria e commerciale si fondino su una chiara percezione dei rischi e dei rendimenti. Garantisce, inoltre, il funzionamento di tutta la struttura dell'attività assicurativa sia in momenti di discesa che di crescita del mercato, per evitare di subire perdite di valore nei flussi di cassa e nel bilancio.

L'evoluzione globale dei mercati finanziari, l'accesa concorrenza e la volatilità dei rendimenti hanno reso l'Asset Liability Management, non solo uno strumento di gestione del rischio

finanziario, bensì un insieme di tecniche in grado di fornire una visione complessiva dell'esposizione.

Attraverso una corretta classificazione e gestione dei flussi attivi e passivi ALM attiva non solo strategie di copertura opportune ma anche nuove strategie di investimento e di crescita.

L'Asset Liability Management può essere definito come uno strumento di ottimizzazione della redditività dell'impresa di assicurazione entro accettabili livelli di rischio.

3. LA “RIVOLUZIONE COPERNICANA” DEL REGOLAMENTO IVASS N°24/2016

3.1. LIMITI DI INVESTIMENTO

La disciplina dell'attività di valutazione e monitoraggio degli investimenti delle imprese di assicurazione trova le sue fonti in disposizioni di legge, anche di natura sovranazionale, e regolamenti che compongono un quadro piuttosto articolato.

L'articolo 133 della direttiva 2009/138 del parlamento europeo in materia di accesso ed esercizio delle attività di assicurazione e di riassicurazione (Solvency II) ha introdotto il principio della libertà di investimento in base al quale *«Gli Stati membri non impongono alle imprese di assicurazione e di riassicurazione di investire in determinate categorie di attività.»*⁶

Le compagnie assicuratrici sono, quindi, libere di scegliere la composizione degli investimenti che ritengono coerente con il proprio profilo e con la propria propensione al rischio.

Il terzo comma prosegue indicando che *«Il presente articolo non pregiudica i requisiti stabiliti dagli Stati membri per limitare i tipi di attività o i valori di riferimento a cui possono essere collegate le prestazioni.»*

In Italia, infatti, il 31 Gennaio 2011 viene emanato il Regolamento ISVAP n°36 concernente le linee guida in materia di investimenti e di attivi a copertura delle riserve tecniche delle imprese di assicurazione.

Viene introdotto un sistema di regole di governance in materia di investimenti che prevede l'intervento dell'organo amministrativo nell'adozione di una delibera quadro nella quale vengano formalizzate le politiche strategiche degli investimenti.

Sono stati inseriti elementi in materia di linee guida sugli investimenti e di requisiti qualitativi delle attività idonee alla copertura delle riserve tecniche.

⁶ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0138>

Alcune classi di attività previste dalla normativa allora in vigore ed ormai assenti nel mercato vengono eliminate dal presente regolamento che, però, istituisce una nuova classe relativa ai crediti derivanti da operazioni di gestione accentrata di tesoreria di gruppo.

Il Regolamento introduce, inoltre, delle limitazioni all'utilizzo dei titoli strutturati e dei titoli derivanti dalle operazioni di cartolarizzazione, al fine di contenere il rischio di investimento.

Sono state, altresì, stabilite delle limitazioni all'utilizzo dei crediti verso i riassicuratori, ammettendo alla copertura solo i crediti che abbiano comportato un effettivo trasferimento del rischio assicurativo e siano esigibili da meno di 18 mesi.

E' stata, inoltre, introdotta la possibilità di destinare alla copertura delle riserve tecniche anche le partecipazioni nelle società immobiliari nelle quali l'impresa detenga almeno il 10% del capitale sociale, a condizione che la capogruppo del gruppo assicurativo ne detenga direttamente o indirettamente più del 50%.

E' stato specificato che devono essere classificati nel comparto immobiliare i fondi riservati immobiliari non speculativi.

Il regolamento ISVAP n°36 prevede una precipua funzione assegnata all'organo amministrativo consistente nell'adottare una specifica delibera in materia di investimenti, indicandone il contenuto minimo. La disposizione prevista deve riguardare la strategia della politica degli investimenti e la definizione dei limiti degli attivi in relazione all'area geografica, ai mercati, ai settori, alle controparti ed alle valute di denominazione.

L'obbligo spettante all'organo amministrativo dell'impresa di assicurazione prevede, inoltre, che nella delibera devono, altresì, essere inserite le caratteristiche essenziali, in termini qualitativi e quantitativi, dei comparti investimento ad utilizzo durevole e non durevole, al fine dell'assegnazione dei titoli nei rispettivi comparti e si deve specificare le politiche generali di impiego degli strumenti finanziari derivati.

Gli articoli 16, 17, 18, 19, e 20 del suddetto regolamento dettano le disposizioni in materia di attività ammissibili alla copertura delle riserve tecniche dell'assicurazione diretta sulla vita. In particolare l'articolo 17, comma 1, relativamente ai titoli inseriti nella macroclasse A1) Titoli di debito ed altri valori assimilabili, ha introdotto, con riferimento ai titoli strutturati, la condizione che gli stessi prevedano almeno il rimborso a scadenza del capitale investito.

In relazione invece ai titoli di debito derivanti da operazioni di cartolarizzazione è stato previsto che gli stessi siano in possesso di un rating della categoria investment grade rilasciato da una primaria agenzia di rating e che abbiano il più elevato grado di priorità nell'emissione.

Sono state, invece, eliminate dalla categoria A le classi: A1.6) "Accettazioni bancarie effettuate o rilasciate da istituti di credito aventi la sede legale in uno Stato appartenente all'OCSE", in quanto non più esistenti.

E' stata eliminata la classe A3.2) "Warrant negoziati in un mercato regolamentato" con l'obiettivo di garantire coerenza fra la normativa riguardante le attività ammissibili alla copertura delle riserve tecniche e le disposizioni in materia di utilizzo di strumenti derivati, le quali non consentono l'utilizzo diretto dello strumento finanziario derivato per la copertura degli impegni tecnici.

Sono stati inseriti gli OICR immobiliari chiusi riservati nella categoria A4.4).

Le categorie "Altri Attivi" e "Depositi" non presentano differenze rispetto alla previgente normativa circa le condizioni di ammissibilità per la copertura delle riserve tecniche delle medesime.

L'articolo 21 reca le disposizioni relative ai limiti quantitativi comuni per le classi di attività utilizzate per la copertura delle riserve tecniche dei rami vita e non presenta elementi innovativi rispetto alla previgente normativa.⁷

⁷ https://www.ivass.it/normativa/nazionale/secondaria-ivass/regolamenti/2011/n36/Relazione_al_Regolamento_ISVAP_n.36_del_gennaio_2011.pdf

In relazione alle disposizioni in materia di valutazione degli attivi destinati a copertura delle riserve tecniche esse prevedono la possibilità per l'Autorità di Vigilanza di ridurre il valore degli attivi dopo avere effettuato una valutazione della situazione dell'impresa.

Tale riduzione può anche essere richiesta nel caso in cui vi sia una significativa diminuzione del valore di mercato degli attivi.

3.2. IL REGOLAMENTO IVASS N°24/2016

La revisione del Regolamento n. 36/2011 trae origine dalle novità introdotte dalla Direttiva Solvency II, dal Regolamento delegato (UE) 2015/35 e dalle Linee Guida EIOPA.⁸

Nella nuova impostazione la qualità degli investimenti e delle informazioni per poterne apprezzare la rischiosità diventano elementi centrali, in quanto sono venuti meno, fatte salve alcune eccezioni, i requisiti quantitativi e le categorie di investimenti ammissibili previsti in precedenza dal Regolamento ISVAP n°36 del 2011.

Il Regolamento n° 24 emanato dall'IVASS il 6 giugno 2016 rimuove i limiti quantitativi e qualitativi che nel precedente Regolamento scandivano l'attività di selezione e di investimento delle disponibilità delle imprese in strumenti finanziari.

Solvency II si concentra nell'affermazione della centralità del Consiglio di amministrazione nella gestione dell'azienda e nella supervisione del sistema dei controlli interni. Viene affidato un compito analitico concernente la valutazione della quantità di capitale che un'impresa è disposta a destinare, o può destinare, ai rischi che si è impegnata a coprire. E' una funzione strategica che presuppone la conoscenza dei rischi, la predisposizione ad affrontarli, richiede l'individuazione di soglie di tolleranza e la definizione della massima esposizione ammissibile.

⁸

<http://www.panoramassicurativo.ania.it/admin/plugin/panorama/view.html?id=37380&est=1&hl=Assicurazioni>

Il fatto di non imporre una quantità predeterminata e fissa di capitale rende la disciplina prudenziale una realtà dinamica strutturata sull'analisi dell'organizzazione aziendale e sul bilanciamento continuo dei presidi patrimoniali.

Questa nuova impostazione affida alla vigilanza un ruolo quasi marginale, come tutor nei confronti delle compagnie assicurative per indirizzare le pratiche esercitate verso i migliori standard.

L'aspetto innovativo della presente direttiva, che la differenzia del precedente sistema di vigilanza prudenziale, risiede nel non imporre limiti quantitativi agli investimenti che le imprese assicurative possono effettuare.

Ciò che risulta rilevante sulla base di tale impianto normativo è che nella gestione delle imprese di assicurazione ci sia piena consapevolezza dei rischi e che si adottino necessariamente elevati standard di risk management.

Le compagnie assicurative devono, però, rispettare precise linee guida in tema di investimenti finanziari. Devono orientare le proprie scelte su asset caratterizzati da adeguati livelli di profittabilità, liquidità, sicurezza e qualità, garantire la coerenza della durata e delle caratteristiche degli investimenti con la natura delle obbligazioni assicurative.

E' stato bandito l'utilizzo a fini speculativi dei prodotti derivati, i quale potranno essere stipulati soltanto per la copertura dei rischi e la migliore gestione finanziaria.

La Direttiva Solvency II ha introdotto il principio della persona prudente, in base al quale « *gli Stati membri garantiscono che le imprese di assicurazione e di riassicurazione investano tutte le loro attività conformemente al principio della persona prudente* ». ⁹ Tale principio trova il suo fondamento nell'obbligo da parte delle compagnie di assicurazioni di effettuare investimenti in attività e strumenti dei quali possano identificare, misurare, monitorare, gestire, controllare e segnalare adeguatamente, i rischi, tenendone opportunamente conto nella valutazione del fabbisogno di solvibilità globale.

La prudenza è esplicitata nella scelta di investimenti in grado di assicurare la sicurezza, la liquidità, la qualità e la redditività del portafoglio nel suo complesso. Si deve progettare un Self Assessment garantendo l'adeguatezza alla natura ed alla durata delle passività.

L'impresa, inoltre, investe, assicurando che gli investimenti in attività non ammesse alla negoziazione su un mercato regolamentato siano in ogni caso mantenuti a livelli prudenziali.

La direttiva prevede che ci sia un'adeguata diversificazione nel portafoglio investimenti al fine di evitare un'eccessiva dipendenza da una specifica attività o da un emittente o da una delimitata area geografica. Gli investimenti in attività di uno stesso emittente o di emittenti appartenenti allo stesso gruppo, non devono determinare un'eccessiva concentrazione di rischi.

Il Regolamento IVASS n°24 segna in questo ambito un passaggio epocale, una vera e propria rivoluzione copernicana. Abroga di fatto il Regolamento 36/2011 sullo stesso tema ed implementa, a livello nazionale, le Linee Guida EIOPA sul sistema di governo societario. L'innovatività risiede, senz'altro, nell'eliminazione dei limiti di investimento, sia qualitativi che quantitativi, ancora presenti nel Regolamento n°36, e nella maggior libertà lasciata alle imprese di adottare una propria politica degli investimenti (seppur mitigata dal già ricordato principio della persona prudente), che tenga conto non solo del business case di ciascuna compagnia ma anche della sua propensione all'investimento e al rischio.

Fatta eccezione per alcune tipologie di attivi come ad esempio i finanziamenti diretti e gli strumenti finanziari derivati, di fatto è lasciata alle imprese la scelta su come indirizzare e gestire i propri investimenti. Si tratta di una libertà di notevole impatto sull'organizzazione delle compagnie, dal momento che ad esse è demandato valutare la propria solvibilità, in relazione agli investimenti effettuati e alla tipologia dei rischi assunti. L'esercizio affidato alle imprese coinvolge, tra le altre, le funzioni di compliance, audit e quella attuariale, le quali, dovranno supportare l'organo amministrativo e l'alta direzione. Il monitoraggio operato

⁹ <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/IT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32009L0138>

dall'impresa sulla propria area patrimoniale e finanziaria è caratterizzato da un significativo rafforzamento del sistema dei controlli interni, le cui specificità vengono integrate con l'implementazione di quanto previsto dagli Atti delegati in tema di gestione del rischio di investimento, e di quanto disciplinato dalle predette Linee Guida EIOPA. Nello specifico l'impresa dovrà redigere una delibera quadro in materia di investimenti che espliciti le linee di indirizzo alle quali intende attenersi, sottoposte poi ad una revisione annuale. Nonostante la concessione di una maggiore libertà in quest'ambito, l'IVASS ha richiesto alle imprese di trasmettere, entro 15 giorni dalla relativa adozione, la predetta delibera.

Dall'ambito di applicazione del Regolamento 24 continuano a rimanere escluse le disposizioni in materia di attivi a copertura delle riserve tecniche delle polizze di tipo unit linked di cui al ramo III rispetto alle quali IVASS ha preannunciato un imminente riordino della materia, per ora confinata nella ormai risalente Circolare Isvap n. 474/2002.

Nell'art. 4 del presente Regolamento vengono definiti i principi generali nella gestione degli investimenti a cui devono attenersi le compagnie assicurative. Nella scelta degli attivi è necessario porre l'attenzione sul profilo di rischio delle passività detenute, in modo tale da garantire la continua disponibilità di attivi sufficienti a coprire le passività, nonché la qualità, la liquidità, la sicurezza, e la redditività del portafoglio nel suo complesso, provvedendo ad una adeguata diversificazione e dispersione degli stessi.

Nel definire la politica degli investimenti, l'impresa si basa sulla propria propensione al rischio, sui livelli di tolleranza al rischio e sulla possibilità di identificare, misurare, monitorare e gestire i rischi connessi a ciascuna tipologia di attività. Viene inoltre specificato come la medesima politica degli investimenti adottata debba essere coerente con la strategia definita dall'impresa, nonché con le politiche di gestione dei rischi adottate dalla stessa, avuto particolare riguardo alla politica di gestione delle attività e delle passività, alla politica di gestione del rischio di liquidità e alla politica di gestione del rischio di concentrazione.

3.3 IL CAMBIAMENTO NELLA COMPOSIZIONE DEGLI INVESTIMENTI

Il sovvertimento delle limitazioni alle politiche di investimento delle imprese di assicurazione effettuato dal sopraccitato Regolamento dovrebbe apportare un cambiamento non solo nelle prospettive strategiche ma anche nel portafoglio investimenti all'interno del panorama assicurativo italiano.

Risulta necessario precisare che l'analisi della scelta della composizione di attivi e passivi delle compagnie assicurative non dipenda esclusivamente dalle aperture normative e regolamentari bensì da un complesso insieme di fattori economici e istituzionali.

Il valore di mercato degli investimenti effettuati dalle imprese di assicurazione italiane il cui rischio è sopportato dalle compagnie stesse ha sfiorato i 700 miliardi di euro alla fine del 2018.¹⁰ La necessità di allineare rendimenti e durata delle attività a quelle delle passività, fra le quali prevalgono le polizze a medio e a lungo termine si riverbera nella composizione degli investimenti. L'effetto di tale condizione nel portafoglio delle compagnie di assicurazione è riscontrabile nell'ampiezza della quota dei titoli a reddito fisso, rappresentati da titoli di Stato, principalmente italiani, aventi una duration media stabile nel tempo e pari, in media, a 7 anni. I titoli pubblici nel portafoglio delle compagnie assicuratrici rappresentano il 50% degli investimenti complessivi, mentre risulta inferiore la quota di obbligazioni private rispetto a quella di altri paesi europei ed è costituita in prevalenza da titoli emessi da società estere e con elevato merito creditizio.¹¹ Alla fine del 2018 gli investimenti delle imprese di assicurazione in obbligazioni societarie dirette e indirette (esclusi gli attivi relativi a polizze linked) erano pari a circa 170 miliardi, il 20% del totale, di cui 138 miliardi in obbligazioni societarie dirette e quasi 30 miliardi in fondi di debito.

¹⁰ Edoardo Marullo Reedtz, Responsabile Studi Finanziari ANIA
<https://www.ilpuntopensionielavoro.it/site/home/assicurazioni/gli-investimenti-delle-compagnie-di-assicurazione-nel-2018.html>

¹¹ https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/rapporto-stabilita/2019-1/RSF_1_2019.pdf

Relativamente alla componente azionaria del portafoglio delle compagnie di assicurazione (esclusi gli investimenti relativi alle polizze linked) l'ammontare complessivo di investimenti era pari a circa 100 miliardi di cui l'80% relativo a partecipazioni in imprese collegate e la restante parte da azioni dirette quotate e non quotate, fondi azionari e fondi di private equity.

Considerando un orizzonte temporale dal 2009 al 2018 si nota che, sulla base dei dati IVASS (tabella 2.1.1), il patrimonio Vita della classe C è aumentato di quasi 270 miliardi (da 294 a 561 miliardi) presentando una crescita in media pari a circa 30 miliardi ogni anno.

Tabella 2.1.1 - Composizione investimenti dal 2009 al 2018 – settore VITA, classe C

Tipologia di investimento	Valori assoluti (milioni)				Variazione in milioni		Distribuzione %					Variazione %	
	2009	2016	2017	2018	2009-2018	2017-2018	2009	2015	2016	2017	2018	2009-2018	2017-2018
Immobili	1.174	517	539	561	-613	22	0,4	0,1	0,1	0,1	0,1	-52,2	4,1
Azioni	29.655	28.970	29.665	30.317	662	652	10,1	6,1	5,6	5,5	5,4	2,2	2,2
Obbligazioni:	234.306	422.655	433.652	446.332	212.027	12.680	79,8	82,4	81,7	80,4	79,5	90,5	2,9
<i>di cui titoli di Stato</i>	150.331	292.807	303.125	315.520	165.189	12.395	51,2	58,9	56,6	56,2	56,2	109,9	4,1
Quote F.C./Azioni sicav	14.094	55.354	66.342	75.231	61.137	8.889	4,8	9,2	10,7	12,3	13,4	433,8	13,4
Altri investimenti	14.387	9.829	9.169	8.983	-5.404	-186.472	4,9	2,2	1,9	1,7	1,6	-37,6	-2,0
Totale	293.616	517.326	539.368	561.424	267.808	22.056	100	100	100	100	100	91,2	4,1

Fonte: elaborazione Centro Studi Itinerari Previdenziali su dati IVASS

Per oltre il 90% questo aumento è dovuto alla parte investita in obbligazioni: nel 2018 rappresentava il 79,5% del totale.

Possiamo attribuire un secondo posto per il contributo a questo sviluppo agli investimenti in quote di fondi comuni che tra il 2017 ed il 2018 presentavano un incremento del 13,4%, mentre gli investimenti diretti in immobili si sono ridotti in maniera evidente.

La quasi totale assenza di indicazioni da parte dell'Autorità di vigilanza in materia di investimenti ha offerto di fatto alle imprese di assicurazione molte possibilità, precluse precedentemente dai rigidi limiti qualitativi e quantitativi di cui in passato il mercato si era in parte lamentato, soprattutto per la maggiore rigidità imposta alle imprese italiane rispetto a quelle straniere appartenenti all'Unione Europea. Nonostante ciò, attualmente non si può certificare una vera e propria reazione da parte delle imprese, e quel boost al mercato che ci si aspettava dalla riforma del sistema di solvibilità del mondo assicurativo, non si è ancora verificato. Presso i maggiori gruppi assicurativi, tra cui Poste Vita, Intesa San Paolo, Generali Italia sono stati riscontrati dei tentativi di cogliere le opportunità apportate dal Regolamento

IVASS °24. Si tratta, nella maggior parte dei casi, di investimenti effettuati in strumenti finanziari, anche di natura alternativa, per finalità di copertura delle riserve tecniche, in precedenza scoraggiati dalla rigida impostazione del Regolamento 36/2011. Tuttavia, risulta assente un'analogia reazione da parte degli operatori medio piccoli con la tendenza a rimanere paradossalmente ancorati ai parametri posti dal regime poco tollerato in vigore fino al 2016. La causa di tale atteggiamento risiede probabilmente nei costi da sostenere per la verifica ed il monitoraggio della rischiosità di investimenti in attività finanziarie diverse da quelle scelte nel passato.

In linea generale gli investimenti a copertura delle riserve tecniche delle compagnie sono concentrati, come sopra anticipato, nei titoli di Stato italiani, e sono quindi meno rivolti ad obbligazioni corporate e ancor meno alle azioni. Le compagnie si sono mostrate finora poco interessate all'eliminazione dei limiti quantitativi e qualitativi degli investimenti volta a incoraggiare l'impiego di risorse in imprese produttive. La regolamentazione prudenziale sul capitale proprio ha ovviamente influito in questo trend, in quanto Solvency II ha introdotto il principio secondo cui gli attivi delle compagnie, a cui va commisurato il requisito di capitale (solvency capital requirement), vadano misurati secondo la loro rischiosità, strumento per strumento. In particolare, i titoli obbligazionari privi di rating e le azioni non quotate sono considerati strumenti molto rischiosi, con un elevato assorbimento di capitale. Sono proprio questi, però, i titoli tipicamente emettibili dalle imprese medio-piccole le quali rappresentano l'elemento principale nel panorama economico italiano.

CONCLUSIONI

Dallo studio effettuato nella rilevazione delle politiche di investimento delle compagnie assicurative dopo l'introduzione del nuovo assetto normativo emerge che non ci siano stati enormi stravolgimenti.

Permane una preferenza per i titoli di Stato italiani, e per le obbligazioni corporate con rating alto. Il potenziale dell'apertura normativa era elevato ma gli sviluppi in Italia tardano ad arrivare.

All'interno del management delle compagnie il cambiamento dei portafogli per l'impostazione di asset allocation strategici ottimali richiede competenze e livelli di specializzazione sempre più elevati. E' proprio in questo probabilmente, che risiede la causa di questa mancata transizione nel modello degli investimenti.

Consapevoli che la struttura economica e finanziaria italiana è particolarmente bisognosa di evolvere, si può porre l'attenzione sul fatto che le assicurazioni costituiscano una parte importante di supporto alla società e rivestano anche un ruolo di ponte tra risparmio ed investimenti nell'economia. Ad esempio il tema della funzione delle assicurazioni nel sostegno finanziario alle PMI risulta centrale. Questo intervento necessita di una diversificazione e di scelte adeguate del portafoglio investimenti in modo da non generare impatti troppo elevati sul capitale. Attualmente si è costretti ad affermare che l'apporto fornito dalle compagnie assicurative italiane verso questa direzione non è stato rilevante, o abbastanza fruttifero.

BIBLIOGRAFIA

F. H.KNIGHT , *Risk, Uncertainty and Profit*, AM Kelley, New York,1964

SANTOBONI F. (a cura di), *Manuale di gestione assicurativa. Intermediazione e produzione*, Cedam, Padova, 2012

MARCHIONNI F., *L'impresa assicurativa. Fabbrica, finanza e ruolo sociale*, Il Sole 24 Ore, Milano, 2006

PACI S., *Economia e gestione delle imprese di assicurazione*, Egea, Milano, 2016

SITOGRAFIA

<https://www.gazzettaufficiale.it/>

<https://www.ania.it/>

<https://www.borsaitaliana.it/>

<https://www.itinerariprevidenziali.it/>

<https://www.bancaditalia.it/>

<https://eur-lex.europa.eu/>

<https://www.ivass.it/>

<http://www.panoramassicurativo.ania.it/>

<https://www.insuranceeurope.eu/>