

# ECONOMIA ITALIANA

Fondata da Mario Arcelli

## Crescita economica ed innovazione finanziaria: misure di policy ed effetti sulle imprese italiane

# 2020/3

 LUISS

CASMEF Centro Arcelli  
per gli Studi Monetari e Finanziari

UNIVERSITÀ CATTOLICA del Sacro Cuore  
**CESPEM**  
| Centro Studi di Politica economica  
e monetaria "Mario Arcelli"

# Economia Italiana

Fondata da Mario Arcelli

## COMITATO SCIENTIFICO

*(Editorial board)*

### CO-EDITORS

GIUSEPPE DE ARCANGELIS - Sapienza, Università di Roma

ALBERTO PETRUCCI - LUISS Guido Carli

PAOLA PROFETA - Università Bocconi

### MEMBRI DEL COMITATO *(Associate Editors)*

LORENZO CODOGNO

London School of Economics and Political Science

GIUSEPPE DI TARANTO,

LUISS Guido Carli

STEFANO FANTACONE

Centro Europa Ricerche

GIOVANNI FARESE

Università Europea di Roma

EMMA GALLI

Sapienza, Università di Roma

PAOLO GIORDANI

LUISS Guido Carli

ENRICO GIOVANNINI

Università di Roma "Tor Vergata"

MARCO MAZZOLI

Università degli Studi di Genova

ANDREA MONTANINO

Cassa Depositi e Prestiti

SALVATORE NISTICÒ

Sapienza, Università di Roma

FRANCESCO NUCCI

Sapienza, Università di Roma

ANTONIO ORTOLANI

AIDC

ALESSANDRO PANDIMIGLIO

Università degli Studi "Gabriele d'Annunzio" Chieti - Pescara

BENIAMINO QUINTIERI

Università di Roma "Tor Vergata"

PIETRO REICHLIN

LUISS Guido Carli

FABIANO SCHIVARDI

LUISS Guido Carli

MARCO SPALLONE

Università degli Studi "Gabriele d'Annunzio" Chieti - Pescara

FRANCESCO TIMPANO

Università Cattolica del Sacro Cuore

GIOVANNA VALLANTI

LUISS Guido Carli

DIRETTORE RESPONSABILE: GIOVANNI PARRILLO

---

## ADVISORY BOARD

### PRESIDENTE

PAOLO GUERRIERI - SAPIENZA, UNIVERSITÀ DI ROMA

### CONSIGLIO

FEDERICO ARCELLI, Center for International Governance Innovation

RICCARDO BARBIERI, Tesoro

CARLO COTTARELLI, Università Cattolica del Sacro Cuore

SERGIO DE NARDIS, Sep-LUISS

GIORGIO DI GIORGIO, Editrice Minerva Bancaria

ANDREA FERRARI, AIDC

EUGENIO GAIOTTI, Banca d'Italia

MARCO VALERIO MORELLI, Mercer

ROBERTA PALAZZETTI, British American Tobacco Italia

VLADIMIRO GIACCHÈ, Centro Europa Ricerche

MAURO MICILLO, Intesa Sanpaolo

STEFANO MICOSI, Assonime

ROBERTO MONDUCCI, ISTAT

LUCA PETRONI, DELOITTE

CLAUDIO TORCELLAN, Oliver Wyman

ALBERTO TOSTI, Sara Assicurazioni

# Economia italiana

Fondata da Mario Arcelli



numero 3/2020

Pubblicazione quadrimestrale

Roma

# ECONOMIA ITALIANA

Rivista quadrimestrale fondata nel 1979 da Mario Arcelli

DIRETTORE RESPONSABILE

**Giovanni Parrillo**, Editrice Minerva Bancaria

COMITATO DI REDAZIONE

**Simona D'Amico** (*coordinamento editoriale*)

**Francesco Baldi**

**Nicola Borri**

**Guido Traficante**

**Ugo Zannini**

(*Pubblicità inferiore al 70%*)

Autorizzazione Tribunale di Roma n. 43/1991

ISSN: 0392-775X

Gli articoli firmati o siglati rispecchiano soltanto il pensiero dell'Autore e non impegnano la Direzione della Rivista.

I *saggi* della parte monografica sono a invito o pervengono a seguito di call for papers e sono valutati dall'editor del numero.

I *contributi* vengono valutati anonimamente da due referee individuati dagli editor o dalla direzione e redazione tra i membri del Comitato Scientifico.

Le *rubriche* sono sottoposte al vaglio della direzione/redazione.

Finito di stampare nel mese di febbraio 2021 presso Press Up, Roma.

**[www.economiaitaliana.org](http://www.economiaitaliana.org)**

---

## **Editrice Minerva Bancaria srl**

DIREZIONE E REDAZIONE Largo Luigi Antonelli, 27 – 00145 Roma  
[redazione@economiaitaliana.org](mailto:redazione@economiaitaliana.org)

AMMINISTRAZIONE EDITRICE MINERVA BANCARIA S.r.l.  
presso P&B Gestioni Srl, Viale di Villa  
Massimo, 29 - 00161 - Roma -  
[amministrazione@editriceminervabancaria.it](mailto:amministrazione@editriceminervabancaria.it)

Segui Editrice Minerva Bancaria su: 

# Sommario

## Crescita economica ed innovazione finanziaria: misure di policy ed effetti sulle imprese italiane

### EDITORIALE

- 5 Innovare nella finanza per crescere di più in Italia:  
quali prospettive?  
Giuseppe De Arcangelis e Alberto Petrucci

### SAGGI

- 15 Crescita e innovazione finanziaria:  
un binomio necessario ma instabile  
Giovanni Ferri
- 51 Il *direct lending* alle imprese da parte delle compagnie assicurative:  
regole, opportunità ed implicazioni di *policy* per l'industria italiana  
Francesco Baldi; Evita Allodi; Elisa Bocchialini; Claudio Cacciamani
- 81 Chi emette minibond? Motivazioni e risultati  
Danilo Abis; Marina Damilano; Paola De Vincentiis; Patrizia Pia
- 107 Venture capital: nuove logiche di investimento sui mercati globali  
e misure di policy per l'ecosistema italiano dell'innovazione  
Francesco Baldi; Diego Peano

## **RUBRICHE**

- 155 Finanziamento all'innovazione: generare opportunità anche in periodi di crisi  
Paola Papanicolaou
- 161 Il Fondo Nazionale Innovazione: finalità e prime realizzazioni  
Francesca Bria
- 167 Elenco dei Referees che hanno valutato i Saggi e i Contributi (anni 2017/18/19/20)

# Il *direct lending* alle imprese da parte delle compagnie assicurative: regole, opportunità ed implicazioni di *policy* per l'industria italiana

**Francesco Baldi\***

**Evita Allodi\*\***

**Elisa Bocchialini\*\***

**Claudio Cacciamani\*\***

## Sintesi

Il finanziamento diretto alle imprese da parte delle compagnie di assicurazione (c.d. *direct lending*) è una importante innovazione normativa che, tuttavia, non ha ancora trovato concreta applicazione. Un possibile fattore ostativo risiede negli assorbimenti patrimoniali addizionali richiesti per lo svolgimento dell'attività creditizia e nel conseguente peggioramento delle condizioni di solvibilità delle compagnie. Il presente saggio – dopo aver descritto gli aspetti più importanti della normativa sul *direct lending* – propone alcune simulazioni finalizzate a quantificare l'impatto che la creazione di portafogli di impieghi creditizi in piccole e medie imprese, finanziata dalle riserve tecniche, può avere sul coefficiente di solvibilità (*Solvency Ratio*) di un campione di compagnie assicurative italiane. Le simulazioni mostrano che le compagnie orientate al

---

\* Dipartimento di Management, Università degli Studi di Torino - Dipartimento di Economia e Finanza, Università LUISS Guido Carli. E-mail address: francesco.baldi@unito.it; fbaldi@luiss.it. *Corresponding Author.*

\*\* Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali, Università di Parma. E-mail address: evita.allodi@unipr.it; elisa.bocchialini@unipr.it; claudio.cacciamani@unipr.it .

Pur essendo l'articolo frutto del lavoro congiunto degli autori, i paragrafi 1, 3 e 5 sono da attribuire a Francesco Baldi ed Evita Allodi, il paragrafo 2 ad Elisa Bocchialini ed il paragrafo 4 a Claudio Cacciamani. Gli autori ringraziano Marco Rosi e Franco Barillari per aver svolto elaborazioni preliminari sul tema.

*direct lending* mantengono una elevata capienza patrimoniale (ben al di sopra delle soglie regolamentari), il che spinge ad approfondire le motivazioni alternative che sono alla base del mancato sfruttamento di tale opportunità di *business* nell'industria assicurativa nazionale. Ne segue il suggerimento di meccanismi di *policy* attivabili per consentire alle compagnie di veicolare risparmio privato verso l'economia reale, assumendo – seppure in via complementare e residuale – il ruolo di *lender* alle imprese.

### **Abstract - Direct Lending to Firms by Insurance Companies: Rules, Opportunities and Policy Implications for Italian Industry**

*Direct lending to businesses by insurance companies is a recent and important regulatory innovation in the national financial industry which, however, has not yet been implemented. A potential factor preventing insurance companies from integrating their business model lies in the additional capital absorption required for the execution of lending activities and the consequent worsening of their solvency conditions. Our article - after having described the more important aspects of direct lending regulation - proposes some simulations aimed at quantifying the impact that the creation of portfolios of loans to small and medium-sized enterprises, financed by technical provisions, may have on the Solvency Ratio of a sample of insurance companies operating in Italy. Evidence shows that insurance companies performing direct lending maintain a high solvency capital capacity (well above the regulatory thresholds), which fosters an inquiry into why this business opportunity has not yet been exploited in the domestic insurance industry. Policy mechanisms may be activated so as to enable insurance companies to channel private savings into the real economy by also playing the role of lenders to firms.*

**JEL Classification:** G22; G17; G28.

**Parole chiave:** Compagnie di Assicurazione; Direct Lending; Piccole e Medie Imprese (PMI); Coefficiente di Solvibilità.

**Keywords:** *Insurance Companies; Direct Lending; Small and Medium-Sized Enterprises (SME); Solvency Ratio.*



## 1. Introduzione

È noto come la struttura finanziaria delle imprese italiane, in particolare di piccole e medie dimensioni, sia fortemente sbilanciata verso l'indebitamento bancario, prevalentemente a breve termine nel passato e a medio-lungo termine più recentemente. È altrettanto manifesto come tale struttura sia poco adatta a finanziare progetti di investimento di lungo periodo strumentali alla creazione di valore e, in particolare, sia soggetta a più alti rischi di restrizione dell'offerta di credito da parte degli intermediari bancari, come gli avvenimenti – anche recenti – dimostrano. Proprio sotto questo ultimo aspetto, sempre più spesso si parla di *credit crunch* ormai strutturalmente consolidato in un sistema finanziario *bank-oriented* quale quello del nostro Paese.

Seguendo l'esempio di altri paesi europei, a partire dal 2014, il Legislatore italiano ha introdotto una serie di innovazioni normative destinate potenzialmente a influire sullo scenario appena delineato. Prima, con il meglio conosciuto Decreto Competitività (D.L. n. 91 del 24 giugno 2014, convertito in legge con la n. 116 dell'11 agosto 2014) e poi con il provvedimento IVASS n. 22 del 21 ottobre 2014, il Legislatore ha definito il perimetro normativo, ma anche operativo, per consentire la concessione di finanziamenti da parte delle compagnie assicurative alle imprese del nostro Paese, il cosiddetto *direct lending*. L'intervento del Legislatore rappresenta, al tempo stesso, una misura di politica sia creditizia sia economica. Sotto il primo profilo, quello creditizio, esso si pone l'obiettivo di diversificare le fonti di finanziamento delle imprese in risposta al già citato *credit crunch*. Sotto il secondo profilo, quello economico, esso è volto a canalizzare una parte importante del risparmio privato (quello raccolto e detenuto dalle compagnie di assicurazione) verso l'economia reale.

Tutto ciò rappresenta un'importante innovazione nel settore del *lending* alle aziende operanti a livello nazionale che, tuttavia, ad oggi non ha ancora trovato una concreta applicazione. Ci chiediamo allora: perché le compagnie assicurative italiane non hanno dato seguito di fatto all'innovazione

normativa, sviluppando quella che potrebbe essere una nuova area di *business*? Esistono particolari impedimenti allo sviluppo del finanziamento diretto alle imprese da parte delle compagnie assicurative italiane?

Una prima ipotesi, probabilmente la principale e sulla quale il nostro studio si concentra, circa gli ostacoli all'implementazione dell'attività di *lending* di origine assicurativa, potrebbe essere ricondotta all'assorbimento patrimoniale imposto dallo svolgimento dell'attività stessa. In tal senso, le compagnie rinuncerebbero a finanziare direttamente le imprese a causa di un insostenibile aggravio delle necessarie dotazioni patrimoniali rese obbligatorie dalla normativa *Solvency II*. Diventa, allora, interessante testare l'ipotesi che il peggioramento delle condizioni di solvibilità derivante dall'erogazione di prestiti alle imprese possa costituire una barriera, un fattore ostativo per l'ingresso delle compagnie di assicurazione nel mercato del credito.

Il presente lavoro, al fine di verificare la validità della suddetta ipotesi, simula la creazione di un portafoglio omogeneo di investimenti creditizi, per un campione scelto di primarie compagnie assicurative nazionali, ove le stesse possano far confluire i loro risparmi nella forma di riserve tecniche. Il portafoglio è equilibrato per destinatari del credito, durata (*duration*) e classi economiche di attività secondo le linee guida fornite dall'IVASS.

Dalle simulazioni condotte emerge la completa e piena disponibilità di risorse patrimoniali, da parte delle compagnie selezionate, da destinare a copertura dei rischi derivanti dall'attività di *lending* nel mercato delle piccole e medie imprese italiane. Come meglio descritto in seguito, con riguardo alla quantità percentuale di riserve tecniche destinabile nella forma di finanziamenti diretti alle aziende, l'intervallo di quote consentito dalla regolamentazione comprende valori che oscillano tra l'1% e l'8%. Le simulazioni mostrano che, indipendentemente dalla quota di riserve tecniche impiegate nei finanziamenti diretti, ciascuna compagnia mantiene un livello di *Solvency Ratio* elevato rispetto alla soglia minima consentita dall'Autorità di Vigilanza, al di sotto della quale la prima è costretta a effettuare un'attività di rifinanziamento. Di conseguenza, la piena solvibilità delle compagnie risultante dalle

simulazioni induce a desumere che non sia il vincolo patrimoniale di vigilanza a frenare lo sfruttamento di tale innovazione normativa per impiegare riserve tecniche nella concessione di credito alle imprese, bensì altre possibili motivazioni. Ne deriva la necessità di approfondire tali ragioni e suggerire i meccanismi di *policy* attivabili per consentire alle compagnie assicurative italiane di veicolare i propri risparmi privati verso l'economia reale, assumendo – seppure in via complementare e, forse, residuale – il ruolo di *lender* alle imprese.

L'articolo è strutturato come segue. Dopo la presente premessa che introduce il tema oggetto di studio e identifica gli obiettivi del lavoro, il paragrafo 2 contiene un'analisi della normativa italiana sul *direct lending*, con particolare riferimento al c.d. Decreto Competitività e al Provvedimento IVASS n. 22/2014. Il paragrafo 3 descrive il campione e la metodologia utilizzata per le simulazioni, discutendo i principali risultati delle stesse. Il paragrafo 4 presenta le implicazioni di *policy* per l'industria assicurativa italiana derivanti dall'analisi condotta. Il paragrafo 5 conclude il lavoro, concentrandosi sui pregi e i limiti dello stesso ed indicandone possibili estensioni per meglio comprendere il fenomeno del *direct lending*, nonché le opportunità di *business* ad esso associate perseguibili dalle compagnie assicurative.

## **2. La normativa sul *direct lending* in Italia**

L'opportunità, concessa anche alle compagnie di assicurazione, di offrire credito alle imprese è introdotta in Italia dal Decreto Legge 91 del 24 giugno 2014, il cosiddetto “Decreto Competitività”.

Tale Decreto permette alle imprese di assicurazione, ma anche agli OICR e alle SPV (*Special Purpose Vehicles*), opportunamente assistiti da una banca e in presenza di specifiche condizioni, di concedere finanziamenti alle imprese, tipicamente (come richiamato esplicitamente dalla normativa) Piccole e Medie Imprese – PMI.

Prima di analizzare la disciplina in esame, preme ricordare come il Decreto costituisce l'esempio di una serie di azioni che il legislatore italiano ha realizzato in anni recenti per incoraggiare il ricorso delle imprese al mercato dei capitali e, come ribadito in premessa, ridurre la loro cronica dipendenza dal finanziamento di matrice bancaria. Attraverso il Decreto, in particolare, il Legislatore ha voluto allargare la platea di soggetti in grado di concedere credito, affiancando alle banche anche altri attori del sistema finanziario, quali appunto compagnie di assicurazione, OICR e SPV. Di seguito è analizzata sinteticamente la normativa in esame.

Il cuore della disciplina sul *direct lending* è l'articolo 22 (*Misure a favore del credito alle imprese*) del già citato Decreto Competitività. Tale articolo (comma 3) prevede che non è finanziamento ai sensi del TUB l'erogazione di capitale concesso dalle compagnie di assicurazione, purché: (1) non consista in "rilascio di garanzie"; (2) venga effettuato esclusivamente nei confronti di soggetti diversi dalle persone fisiche e dalle microimprese; (3) siano inviate le segnalazioni periodiche alla Banca d'Italia (secondo le modalità e nei termini da essa stabiliti); (4) sia effettuata nei limiti del Codice delle Assicurazioni Private (CAP) e della disciplina integrativa emanata dall'IVASS.

Innanzitutto, la norma chiarisce che non rappresenta finanziamento alle imprese il rilascio di garanzie<sup>1</sup>, in ragione del probabile aggravio di rischio che l'attività stessa può comportare e per l'attività di erogazione di garanzie già svolta dalla compagnia di assicurazione. Con riferimento ai destinatari dell'erogazione, poi, la disciplina dell'articolo 22 stabilisce che essi possano essere solo soggetti diversi da persone fisiche e da microimprese (ossia soggetti diversi dalla nozione di "pubblico" tradizionalmente condivisa dal mondo finanziario), a ribadire che i destinatari sono proprio quelle imprese, specificatamente

---

1 Per una definizione di garanzia si veda l'articolo 3, comma 1, lettera f) del D. M. n. 29 del 17 febbraio 2009 e, in particolare, si consideri: "Rilascio di fideiussioni, l'avallo, l'apertura di credito documentaria, l'accettazione, la girata, l'impegno a concedere credito, nonché ogni altra forma di rilascio di garanzie e di impegni di firma. Sono esclusi le fideiussioni e gli altri impegni di firma previsti nell'ambito di contratti di fornitura in esclusiva rilasciati unicamente a banche e intermediari finanziari".

PMI<sup>2</sup>, tessuto produttivo del Paese, per le quali si punta a diversificare le fonti di finanziamento. Anche l'invio di segnalazioni periodiche alla Banca d'Italia è un requisito richiesto dalla disciplina. Al riguardo, si osservi che anche le banche, eventualmente coinvolte nel processo di individuazione dei prenditori di fondi, sono interessate dalle procedure di controllo, con il conseguente obbligo d'invio di informazioni richieste. Il comma chiude specificando una necessità di raccordo con i contenuti del Codice delle Assicurazioni Private e della disciplina integrativa IVASS di cui si dirà più avanti.

Il prosieguo dell'articolo 22 chiarisce ulteriori condizioni di validità. Nello specifico, è previsto che l'IVASS debba stabilire, tramite regolamento attuativo, "condizioni e limiti operativi" del finanziamento, tenendo in considerazione, in particolare, i seguenti criteri:

- i prenditori dei finanziamenti siano individuati da una banca o da un intermediario finanziario iscritto nell'albo di cui all'art. 106 del decreto legislativo 1° settembre 1993, n. 385, e successive modifiche [TUB];
- la banca o l'intermediario finanziario, di cui sopra, trattenga un significativo interesse economico nell'operazione fino alla scadenza dell'operazione;
- il sistema di controlli interni e gestione dei rischi dell'impresa sia adeguato e consenta di comprendere in pieno i rischi, in particolare di credito, connessi a tale categoria di attivi;
- l'impresa sia dotata di un adeguato livello di patrimonializzazione.

Queste disposizioni hanno modificato il Codice delle Assicurazioni Private, disegnando un perimetro preciso di operatività. In sostanza, il CAP oggi prevede, innanzitutto, che la selezione delle imprese (prenditori di fondi) venga operata da una banca o da un intermediario finanziario specializzato, i quali devono mantenere un interesse economico nell'operazione fino al termine dell'operazione stessa, quantificato in una misura pari ad almeno il 5

---

2 Allegato 1, articolo 2, Raccomandazione della Commissione del 6 maggio 2003 relativa alla definizione delle microimprese, piccole e medie imprese (2003/361/CE).

per cento del finanziamento concesso. Tuttavia, si consideri che il legislatore fornisce comunque all'impresa di assicurazione la possibilità di operare in libertà (anche senza la *partnership* con l'intermediario creditizio), ma attraverso un'apposita autorizzazione da parte dell'IVASS. In altri termini, la compagnia deve dimostrare di comprendere il rischio a cui si sottopone, organizzando opportuni presidi di *governance*. La norma appare opportuna: si pensi che il rischio di credito per una compagnia di assicurazione non è "tipico" e, pertanto, la sua gestione necessita di un'attenzione inevitabilmente maggiore. Infine, in stretta connessione con quanto già previsto, la modifica apportata al CAP stabilisce che l'impresa di assicurazione abbia un adeguato livello di patrimonializzazione.

In accordo con quanto stabilito dal Decreto Competitività e dalle modifiche intervenute sul Codice delle Assicurazioni Private, l'IVASS ha dato attuazione alle suddette disposizioni con una serie di interventi che hanno modificato la normativa sugli investimenti e stabilito una serie di condizioni e limiti applicativi che si sono via via susseguiti nel tempo: dapprima, attraverso il Provvedimento n. 22 del 21 ottobre 2014<sup>3</sup> che ha modificato il Regolamento ISVAP n. 36 del 31 gennaio 2011<sup>4</sup>; successivamente, entrambe le disposizioni sono state nuovamente modificate nel 2016 con l'entrata in vigore del Regolamento IVASS n. 24 del 6 giugno 2016 "Regolamento in materia di investimenti e di attivi a copertura delle riserve tecniche". All'interno del regolamento è previsto un Capo specifico, il quarto (articoli 13-14-15-16), che riporta le "Disposizioni in materia di finanziamenti concessi nei confronti di soggetti diversi dalle persone fisiche e dalle micro-imprese di cui all'art. 38 comma 2 del CAP".

Dall'analisi del suddetto Capo si evince il perimetro operativo entro cui le

---

3 Modifiche ed integrazioni al Regolamento n. 36/2011 (investimenti e attivi a copertura delle riserve tecniche). Abrogato, fatto salvo quanto previsto dal chiarimento applicativo del 18 agosto 2017 relativo al Regolamento IVASS n. 24 del 6 giugno 2016.

4 Regolamento concernente le linee guida in materia di investimenti e di attivi a copertura delle riserve tecniche. Abrogato, fatto salvo quanto previsto dal chiarimento applicativo del 18 agosto 2017 relativo al Regolamento IVASS n. 24 del 6 giugno 2016.

compagnie di assicurazione si devono muovere per potere concedere credito alle imprese.

Prima di concedere il finanziamento all'impresa, la compagnia di assicurazione sottopone all'IVASS un piano di attività che deve contenere una serie di elementi minimi, di cui si dirà a breve, previsti dal Regolamento. L'IVASS deve valutare entro il termine di 90 giorni il suddetto piano per verificare il rispetto dei requisiti richiesti. Nella sostanza, si possono verificare tre situazioni: (1) in un primo caso, l'IVASS, approvando in sostanza il piano dell'operazione, può semplicemente autorizzare l'effettuazione del piano stesso; (2) in un secondo caso, l'IVASS, non concordando in pieno con il piano proposto dalla compagnia, può chiederle di integrare e modificarne alcuni aspetti; (3) infine, l'IVASS può vietare l'operazione di finanziamento e, conseguentemente, di investimento a copertura delle riserve tecniche, in tutti i casi in cui ravvisi un mancato rispetto delle condizioni previste dalla legge.

Ai fini del rilascio dell'autorizzazione, l'IVASS attua una valutazione sulla coerenza del piano proposto dalla compagnia di assicurazione in particolare con (1) la strategia di investimenti dell'impresa e le caratteristiche degli impegni a fronte dei quali l'investimento in finanziamenti è attuato; (2) il livello di patrimonializzazione dell'impresa di assicurazione, con particolare riferimento alle misurazioni di assorbimento di capitale per i finanziamenti diretti; (3) il sistema di gestione dei rischi in essere presso la compagnia. Come anticipato, qualora la compagnia non intenda avvalersi del supporto di una banca o di un intermediario finanziario, l'IVASS valuta specificatamente la sussistenza dei presidi per la gestione e il controllo del rischio di credito all'interno della compagnia stessa, i quali devono essere analoghi a quelli previsti dalle disposizioni vigenti relative al regime prudenziale bancario.

Come già introdotto, il piano di attività per la concessione dei finanziamenti deve prevedere una serie di elementi cosiddetti minimi<sup>5</sup>:

- la descrizione delle modalità tramite cui i finanziamenti diretti contri-

---

5 Cfr. articolo 14, Regolamento IVASS n. 24 del 6 giugno 2016.

- buiscono alla determinazione della politica strategica degli investimenti;
- le modalità di attuazione dell'attività di finanziamento, se in via diretta o con il sostegno, nella fase di selezione dei prenditori, di una banca o di un intermediario; si noti che nel secondo caso (con supporto di intermediario), il piano deve specificare il livello e la qualità dell'ausilio, in particolare in termini di livello e permanenza temporale dell'interesse economico mantenuto nell'operazione dalla banca o dall'intermediario;
  - la struttura organizzativa e gestionale realizzata all'interno della compagnia di assicurazione per l'avvio e il monitoraggio nel tempo dell'attività di finanziamento e delle relative esposizioni (inclusa la struttura informativa a supporto della gestione dei dati e delle informazioni sull'attività). Sono comprese le modalità organizzative adottate per la prevenzione e la gestione dei conflitti di interessi con i prenditori dei fondi e con la banca o l'intermediario finanziario della cui collaborazione l'impresa si avvalga, nonché le modalità organizzative interne previste per l'approvazione di singoli finanziamenti di importo significativo;
  - i criteri per la selezione dei prenditori dei finanziamenti diretti, per la concessione e gestione dei finanziamenti diretti, nonché le modalità e la periodicità della revisione di tali criteri alla luce dell'andamento dell'attività. Qualora la compagnia si avvalga dell'ausilio di una banca o di un intermediario finanziario ai sensi del precedente punto, i criteri di selezione sono formalizzati nel contratto che regola i rapporti tra la compagnia e la banca o intermediario finanziario, unitamente alla modalità e periodicità della loro revisione alla luce dell'andamento dell'attività. Tali criteri definiscono, tra l'altro: il merito creditizio dei prenditori dei fondi, la forma giuridica e la fascia dimensionale dei prenditori dei fondi, i settori di attività e l'area geografica in cui essi operano, la durata e la finalità dei finanziamenti, la previsione di *covenant* a sostegno del recupero degli importi oggetto di finanziamento;
  - la definizione degli importi per l'attività di investimento in finanziamenti, nonché dei limiti di concentrazione per singolo emittente e per



gruppo dei prenditori di finanziamenti. La compagnia definisce i limiti per l'attività di investimento in finanziamenti, tenendo conto anche delle misurazioni di assorbimento di capitale per i finanziamenti diretti.

Altro punto centrale della normativa è il tema dei limiti di investimento. L'articolo 16 del Regolamento prevede che la compagnia investa i propri attivi in finanziamenti diretti nei confronti di imprese nel limite massimo del 5% del totale delle riserve tecniche (classe dei finanziamenti diretti non garantiti, denominata A2.2). Detto limite è modificabile, fino a un massimo dell'8%, su richiesta motivata della compagnia. I finanziamenti diretti della classe A2.2 si articolano in quattro differenti tipologie (o sottoclassi):

- finanziamenti diretti selezionati da una banca o da un intermediario finanziario e in possesso di tutte le caratteristiche sulla qualità dei prenditori e sul rapporto con l'intermediario<sup>6</sup>. Tali attivi sono ammessi entro il limite massimo del 5% del totale delle riserve tecniche (sottoclasse A2.2a);
- finanziamenti diretti selezionati da una banca o da un intermediario finanziario, ma non in possesso delle sole caratteristiche relative al prenditore di finanziamenti<sup>7</sup>. Tali attivi possono essere detenuti entro il limite massimo del 2,5% del totale delle riserve tecniche (sottoclasse A2.2b);
- finanziamenti diretti selezionati da una banca o da un intermediario finanziario, ma non in possesso delle caratteristiche relative al prenditore di finanziamenti e al rapporto con l'intermediario<sup>8</sup>. Tali attivi possono

---

6 Sono compresi in questa tipologia i finanziamenti i cui prenditori sono individuati da una banca o da un intermediario finanziario iscritto nell'albo di cui all'articolo 106 del testo unico bancario, e che possiedono inoltre le seguenti caratteristiche: a) la banca o l'intermediario finanziario trattienga fino alla scadenza dell'operazione un interesse economico nell'operazione pari ad almeno il 50% del finanziamento concesso, trasferibile anche ad un'altra banca o intermediario finanziario, e sia titolare di diritti non superiori a quelli dell'impresa di assicurazione nei confronti dei prenditori dei finanziamenti, con riguardo al pagamento degli interessi e alla restituzione del capitale; b) i finanziamenti siano concessi a soggetti dotati di elevato merito creditizio; c) il bilancio dell'impresa destinataria del finanziamento sia certificato da parte di una società di revisione debitamente autorizzata.

7 Sono compresi in questa tipologia i finanziamenti che rispettano il punto a) della nota precedente, ma non i punti b) e/o c).

8 Sono compresi in questa tipologia i finanziamenti che non rispettano i già citati punti a) b) e c) delle note pre-

essere detenuti entro il limite massimo del 1% del totale delle riserve tecniche (sottoclasse A2.2c).

- finanziamenti diretti non selezionati da una banca o da un intermediario finanziario; di conseguenza finanziamenti per i quali la compagnia esercita in via autonoma l'attività di individuazione dei prenditori. Tali attivi possono essere detenuti nei limiti indicati da un apposito provvedimento autorizzativo dell'IVASS (sottoclasse A2.2d).

Inoltre, l'articolo stabilisce anche che il valore del singolo finanziamento non debba superare, per la quota di pertinenza dell'impresa, il 20% del patrimonio netto dall'ultimo bilancio approvato dell'impresa destinataria del finanziamento e, per la quota di pertinenza della compagnia di assicurazione, l'1% del totale delle riserve tecniche. È specificato, altresì, che in circostanze eccezionali e su motivata richiesta della compagnia, l'IVASS può autorizzare l'investimento in finanziamenti diretti entro limiti più ampi di quelli indicati. Tale autorizzazione, tuttavia, è subordinata all'approvazione di un piano predisposto dalla compagnia ed è concessa nel limite massimo complessivo dell'8% del totale delle riserve tecniche e del 2% del totale delle riserve tecniche con riferimento al valore del singolo finanziamento.

L'ultimo aspetto relativo all'impianto normativo del *direct lending* che merita di essere segnalato e che sarà ripreso più avanti, riguarda il trattamento prudenziale che l'attività di finanziamento alle imprese ha nell'ambito del *framework* di *Solvency II*. In tal senso, si consideri che l'attività di concessione di credito da parte delle compagnie di assicurazione a favore delle PMI porta ad una serie di implicazioni operative e gestionali, concernenti la normativa prudenziale, prima fra tutte un assorbimento di capitale per il rischio di credito (primo pilastro), calcolato in funzione della *duration* dell'*asset* e del rating dell'emittente (c.d. *Solvency Capital Requirement* (SCR) per lo *spread risk*).

---

cedenti.

Inoltre, *Solvency II* (secondo e terzo pilastro) stabilisce specifici requisiti di *risk management* per le compagnie che accordano finanziamenti, come per esempio l'obbligo di dotarsi di una metodologia interna per la valutazione del rischio di credito, nonché di procedure per l'amministrazione e il monitoraggio dei finanziamenti. Non mancano, infine, determinati obblighi di reportistica, applicati alla totalità degli investimenti.

### 3. Simulazione

#### 3.1 Campione e metodologia

Metodologicamente, la quantificazione dell'impatto che eventuali finanziamenti diretti a favore di PMI possono avere sulla solvibilità delle compagnie assicurative è realizzata mediante la creazione e selezione di un portafoglio di investimenti creditizi omogeneo per un campione scelto di primarie compagnie assicurative nazionali. Il portafoglio è equilibrato per destinatari, scadenze (*duration*) e classi di attività, in applicazione delle linee guida emanate dall'IVASS.

Le compagnie assicurative considerate nel campione sono pari a 6 e nell'anno 2019 detengono *asset* per complessivi € 615.833 milioni, pari al 66% del totale attivo delle compagnie assicurative italiane<sup>9</sup>.

Di seguito, nella Tavola 1, sono riportate le singole compagnie del campione e, per ognuna di esse, le variabili chiave utilizzate per la simulazione riferite all'esercizio 2019, ossia:

- *Asset*: gli elementi che compaiono tra le voci dell'attivo di bilancio di

---

<sup>9</sup> Dato calcolato sulla base dell'Appendice Statistica alla Relazione Annuale 2019-2020 dell'Associazione Nazionale fra le Imprese Assicuratrici - ANIA, del 3 agosto 2020.

una compagnia assicurativa;

- **Riserve Tecniche:** gli accantonamenti che le compagnie di assicurazione devono effettuare e iscrivere nel proprio bilancio per far fronte agli impegni assunti nei confronti dei propri assicurati (perdite attese). Tipicamente, le compagnie effettuano investimenti in valori mobiliari spesso liquidabili a copertura delle riserve tecniche. Le riserve tecniche possono essere teoricamente investite anche in erogazioni creditizie a imprese;
- **Fondi Propri:** gli elementi di capitale (c.d. di vigilanza) ammissibili per la copertura degli assorbimenti patrimoniali richiesti dal requisito di solvibilità. Essi sono distinti in fondi propri di base e fondi propri accessori. I primi sono costituiti dall'eccedenza delle attività rispetto alle passività diminuita dell'importo delle azioni proprie detenute dalla compagnia; i secondi sono rappresentati dal capitale sociale non ancora versato e non richiamato, lettere di credito e garanzie;
- **Solvency Capital Requirement (SCR):** si tratta del requisito patrimoniale di solvibilità derivante dalla stima dei rischi sottostanti al *business* condotto da una compagnia. È un insieme di assorbimenti di patrimonio richiesti per la copertura dei rischi sopradetti, ovvero il complessivo capitale economico che ciascuna compagnia deve detenere per potere coprire le perdite inattese su un orizzonte temporale annuale con un livello di confidenza pari al 99,5% (corrispondente a una probabilità di "rovina" dello 0,5%). Tre sono le possibili metodologie di calcolo del SCR: formula standard, formula standard con parametri personalizzati (autorizzati dall'Autorità di Vigilanza) e modello interno (validata dall'Autorità di Vigilanza)<sup>10</sup>;
- **Solvency Ratio:** si tratta del coefficiente di solvibilità che misura il livel-

---

10 Il SCR è dato dalla somma del requisito patrimoniale di solvibilità di base ( $SCR_{base}$ ) e del requisito patrimoniale per il rischio operativo ( $SCR_{operativo}$ ) più un eventuale aggiustamento (ADJ). Il SCR di base (calcolato con la formula standard) è pari alla radice quadrata della sommatoria dei prodotti ottenuti considerando il requisito patrimoniale per cinque tipi di rischio (rischio di sottoscrizione per il ramo danni, rischio di sottoscrizione per il ramo vita, rischio di sottoscrizione per il ramo malattia, rischio di mercato, rischio di inadempimento della controparte) e le correlazioni tra gli stessi.

lo di patrimonializzazione di una compagnia assicurativa. È calcolato come rapporto tra i fondi propri e il requisito patrimoniale di solvibilità (SCR) a una certa data. Il valore di questo rapporto non deve mai risultare inferiore al 100%, poiché gli elementi di capitale di una compagnia devono sempre essere in eccedenza rispetto agli assorbimenti patrimoniali necessari per la copertura dei rischi di *business*.

Tavola 1 **Caratteristiche del campione**

Compagnia	Asset (€ mln)	Riserve Tecniche (€ mln)	Fondi propri (€ mln)	SCR (€ mln)	Solvency Ratio
Assicurazioni Generali	480.940	395.832	45.515	20.306	224,15%
Unipol Group	74.891	59.931	7.949	4.251	186,99%
Cattolica Assicurazioni	36.733	31.780	2.138	1.222	174,96%
Reale Group	12.566	8.449	3.316	914	362,80%
Itas Assicurazioni	6.238	5.284	625	457	136,76%
Vittoria Assicurazioni	4.465	3.169	931	482	193,15%

La simulazione condotta nel presente lavoro consiste nell'assumere che le compagnie del campione decidano di dedicare una quota delle proprie riserve tecniche ad investimenti consistenti in erogazioni creditizie a piccole e medie imprese nazionali, così come consentito dalla normativa di riferimento. La quota di *direct lending* a esse concessa è misurata come quota parte (in %) delle riserve tecniche. Più specificatamente, ai fini della simulazione, gli investimenti creditizi considerati sono appartenenti alla classe A2.2, denominata – ai sensi del Regolamento ISVAP n. 36 del 31 gennaio 2011, come modificato dal Provvedimento IVASS n. 22/2014 – “finanziamenti diretti non garantiti concessi nei confronti di soggetti diversi dalle persone fisiche e dalla microimprese” nel limite del 5% delle riserve tecniche (innalzabile fino all'8% a seguito di richiesta motivata della compagnia). In particolare, la simulazione è condotta su investimenti creditizi della classe A2.2d, per realizzare i quali la

compagnia seleziona le imprese da affidare in via autonoma (senza dar luogo ad alcuna *partnership* con una banca).

In generale, i finanziamenti direttamente erogabili dalle compagnie assicurative alle imprese espongono le stesse a un rischio di credito, comportando conseguentemente un connesso assorbimento di capitale per il rischio di credito denominato “requisito patrimoniale di solvibilità per lo *spread risk*”. All’aumentare del rischio di credito associato alla strategia di investimenti creditizi perseguita da ciascuna compagnia corrisponde un maggiore assorbimento patrimoniale e, di conseguenza, un incremento del SCR. A parità di fondi propri, ciò determina una riduzione (ovvero, un peggioramento) del *Solvency Ratio*.

La simulazione ha il compito di stimare l’impatto che l’attività di *direct lending* potenzialmente eseguibile dalle compagnie del campione può avere sul coefficiente di solvibilità delle stesse al fine di indagare se vi sia capienza patrimoniale che giustifichi l’integrazione del modello di *business* tradizionale del settore assicurativo con l’erogazione di credito alle imprese nazionali, finanziata dalle riserve tecniche. Per ciascuna delle compagnie del campione si ipotizza, conseguentemente, la costruzione di un identico portafoglio di impieghi creditizi, stimandone gli impatti sui rispettivi *Solvency Ratio* in termini di SCR. Per ciascuna compagnia assicurativa considerata, è presentata la situazione patrimoniale ante e post erogazione di ipotetici finanziamenti diretti, assumendo che questi ultimi siano destinati esclusivamente ad aziende di piccole e medie dimensioni. I dati delle compagnie assicurative del campione relativi alla solvibilità ante *direct lending* provengono da due fonti principali: il *Solvency and Financial Condition Report* e il *Quantitative Reporting Template* dell’esercizio 2019.

## **3.2 I portafogli di investimenti creditizi delle compagnie**

Alla base della simulazione e della costruzione del portafoglio di investimenti creditizi oggetto del presente studio vi sono due assunzioni. La prima assunzione è che le diverse compagnie di assicurazione finanzino le piccole e medie imprese esclusivamente con *lending* diretto, senza l'intervento di banche o di altri intermediari finanziari. La seconda è che ogni compagnia di assicurazione detenga un portafoglio di crediti vantati esclusivamente e in modo equo ed equilibrato nei confronti di due tipologie di imprese: imprese di piccole dimensioni (ossia imprese che occupano meno di 50 persone e realizzano ricavi annui o dispongono di un attivo totale di bilancio annuo non superiori a € 10 milioni) e imprese di medie dimensioni (ossia imprese che occupano meno di 250 persone e realizzano ricavi annui non superiori a € 50 milioni o dispongono di un attivo totale di bilancio annuo non superiore a € 43 milioni). I crediti vantati da ciascuna compagnia nei confronti delle piccole imprese costituiscono il 50% del portafoglio crediti. Dal momento che il portafoglio è equamente bilanciato, la medesima quota di crediti è vantata verso imprese di medie dimensioni.

Come già rappresentato, le compagnie che erogino credito alle imprese devono detenere una quota aggiuntiva di capitale economico a copertura dello *spread risk* incorporato in detta forma di investimenti (requisito patrimoniale di solvibilità per lo *spread risk*), il cui calcolo è effettuato mediante una formula standard predisposta dall'IVASS. Tale formula calcola il requisito in funzione del merito creditizio dell'impresa debitrice (rating) e della *duration* del prestito (*asset*) secondo lo schema di assorbimento previsto dall'IVASS e riportato nella Tavola 2.

Tavola 2 **Schema di assorbimento di capitale per il rischio di credito**

Asset		Assorbimento di capitale per il rischio di credito (in %)			
		Duration			
		3 anni	7 anni	10 anni	15 anni
Finanziamenti	Con rating BBB	8%	16%	20%	26%
	Privi di rating (senza garanzia)	9%	18%	24%	30%
	Privi di rating (con garanzia)	5%	9%	12%	15%

Fonte: Rago G. (2017), "Nuova regolamentazione dei finanziamenti: temi e problemi", in Cacciamani C., Giudici G. (a cura di), Compagnia di assicurazione e finanziamento alle imprese, Parma, F. Angeli.

Ipotizzando, per esempio, un investimento creditizio avente un valore di mercato pari a 100 euro e una *duration* di 7 anni, il *Solvency Capital Requirement* per il rischio di credito varia a seconda del livello di affidabilità dell'impresa debitrice, passando da un minimo di 9 euro su 100 (9%) nel caso di prestiti nei confronti di imprese prive di rating, ma dotati di garanzia, a 16 euro su 100 (16%) nel caso di finanziamenti a imprese con merito creditizio pari a BBB, sino a raggiungere i 18 euro su 100 (18%) nel caso di finanziamenti a imprese prive di rating e senza la previsione di alcuna garanzia. Deve precisarsi che gli assorbimenti di capitale riportati nella Tavola 2 non tengono conto dei vantaggi derivanti dalla diversificazione di portafoglio. Di conseguenza, le percentuali riportate potrebbero ridursi in presenza di esposizioni ad altre tipologie di rischi.

Come già indicato, il portafoglio di investimenti creditizi di ciascuna compagnia è costituito per metà da erogazioni creditizie a piccole imprese e per la restante metà da erogazioni creditizie a medie imprese. Con riguardo alla composizione dei portafogli delle compagnie del campione, iniziando dagli investimenti creditizi in imprese di piccole dimensioni, di essi sono presi in



considerazione esclusivamente quelli che prevedano erogazioni creditizie ad aziende senza rating. Ciò è dovuto al fatto che il ricorso alla valutazione del merito creditizio di un'impresa di piccole dimensioni può essere così oneroso da rendere l'investimento medesimo non vantaggioso. Inoltre, con riguardo alla durata dei finanziamenti, sono privilegiati, in un'ottica prudentiale, gli investimenti con *duration* (durata media finanziaria) pari a 7 oppure 10 anni. La Tavola 3 riporta la composizione della quota parte (50%) del portafoglio di investimenti creditizi delle compagnie del campione in piccole imprese.

Tavola 3 **Composizione del portafoglio di investimenti creditizi in piccole imprese**

<b>Quota finanziata</b>	<b>Duration</b>	<b>Finanziamento senza rating con garanzia</b>	<b>Finanziamento senza rating e senza garanzia</b>	<b>Totale</b>
10%	3 anni	20%	80%	100%
40%	7 anni	20%	80%	100%
30%	10 anni	17%	83%	100%
20%	15 anni	40%	60%	100%

Per la composizione del restante 50% dei portafogli dedicata alle medie imprese, si simula l'erogazione da parte delle compagnie di finanziamenti di tutte e tre le tipologie individuate: (i) con rating dell'impresa debitrice pari a BBB, (ii) senza rating dell'impresa debitrice e senza garanzia e (iii) senza rating dell'impresa debitrice, ma con previsione della garanzia. Anche per questa porzione dei portafogli, con riguardo alla durata dei finanziamenti, sono privilegiati, in un'ottica prudentiale, gli investimenti con *duration* (durata media finanziaria) pari a 7 oppure 10 anni. La Tavola 4 riporta la composizione della restante quota parte dei portafogli di investimenti creditizi in imprese di medie dimensioni.

Tavola 4 **Composizione del portafoglio di investimenti creditizi in medie imprese**

Quota finanziata	Duration	Finanziamento senza rating con garanzia	Finanziamento con rating BBB	Finanziamento senza rating e senza garanzia	Totale
10%	3 anni	20%	30%	50%	100%
50%	7 anni	15%	25%	60%	100%
25%	10 anni	20%	20%	60%	100%
15%	15 anni	53%	20%	27%	100%

La Tavola 5 riporta il dettaglio della composizione dell'intero portafoglio di erogazioni creditizie di ciascuna compagnia.

Tavola 5 **Composizione del portafoglio totale di investimenti creditizi in piccole e medie imprese**

Imprese finanziate	Quota finanziata	Duration	Finanziamento senza rating con garanzia	Finanziamento senza rating e senza garanzia	Finanziamento con rating BBB	Totale
	5,0%	3 anni	20%	80%	0%	100%
Piccole imprese	20,0%	7 anni	20%	80%	0%	100%
	15,0%	10 anni	17%	83%	0%	100%
	10,0%	15 anni	40%	60%	0%	100%
Medie imprese	5,0%	3 anni	20%	50%	30%	100%
	25,0%	7 anni	15%	60%	25%	100%
	12,5%	10 anni	20%	60%	20%	100%
	7,5%	15 anni	53%	27%	20%	100%
<b>Totale</b>	<b>100%</b>					

### **3.3 I principali risultati**

Gli scenari sviluppati ai fini della simulazione degli impatti sul *Solvency Ratio* di investimenti creditizi da parte delle compagnie assicurative ai sensi del provvedimento IVASS n. 22/2014 sono i seguenti cinque:

1. la compagnia non effettua alcun finanziamento;
2. la compagnia effettua finanziamenti per un importo pari all'1% delle proprie riserve tecniche;
3. la compagnia effettua finanziamenti per un importo pari al 2,5% delle proprie riserve tecniche;
4. la compagnia effettua finanziamenti per un importo pari al 5% delle proprie riserve tecniche;
5. la compagnia effettua finanziamenti per un importo pari all'8% delle proprie riserve tecniche.

La Figura 1 e la Tavola 6 mostrano le variazioni che il *Solvency Ratio* di ciascuna compagnia di assicurazione del campione subisce a seguito della scelta di investire una quota via via crescente di riserve tecniche nel portafoglio di erogazioni creditizie rispettivamente creato.

Figura 1 Solvency Ratio pre e post direct lending per le 6 compagnie del campione

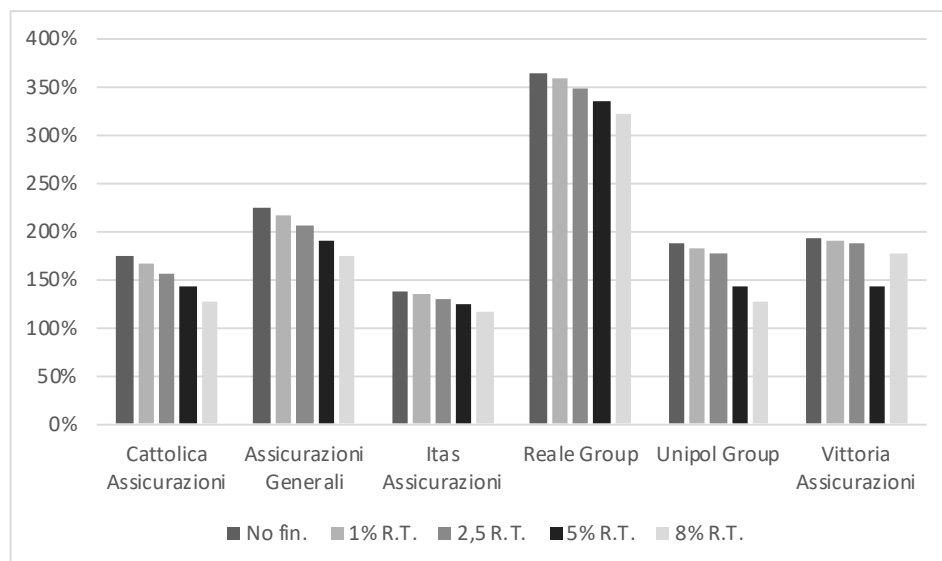


Tavola 6

Compagnia	<i>Solvency Ratio</i>				
	Nessun finanziamento (1)	Finanziamento 1% delle riserve tecniche (2)	Finanziamento 2,5% delle riserve tecniche (3)	Finanziamento 5% delle riserve tecniche (4)	Finanziamento 8% delle riserve tecniche (5)
Cattolica Assicurazioni	174,96%	167,15%	156,66%	141,82%	127,35%
Assicurazioni Generali	224,15%	216,56%	206,10%	190,74%	175,08%
Itas Assicurazioni	136,76%	133,98%	130,01%	123,89%	117,27%
Reale Group	362,80%	356,87%	348,33%	334,98%	320,24%
Unipol Group	186,99%	182,37%	175,85%	165,97%	155,48%
Vittoria Assicurazioni	193,15%	190,90%	187,61%	182,38%	176,47%

La simulazione eseguita permette di effettuare una serie di osservazioni. In primo luogo, è possibile affermare che nel primo scenario relativo all'assenza di *direct lending* alle PMI tutte le compagnie considerate presentano un elevato livello di solvibilità. Infatti, in tale quadro ante *direct lending*, il *Solvency Ratio* di ciascuna delle 6 compagnie si colloca in un intervallo di valori compreso tra il 137% e il 363%, molto sopra la soglia limite del 100% da rispettare. In secondo luogo, è possibile affermare che tutte le compagnie considerate – negli scenari post *direct lending*, indipendentemente dalla quota di riserve tecniche impiegata in finanziamenti diretti alle PMI nazionali – conservano un elevato livello di solvibilità, nonostante il fisiologico peggioramento del SCR legato ai maggiori assorbimenti patrimoniali richiesti a copertura dei rischi di credito.

Più specificatamente, il secondo scenario, caratterizzato dall'erogazione di finanziamenti pari all'1% delle riserve tecniche, produce assorbimenti di capitale che riducono di pochi punti percentuali il *Solvency Ratio* delle compagnie considerate. Diverso è il terzo scenario analizzato, in cui gli investimenti creditizi pari al 2,5% delle riserve tecniche comportano un maggiore rischio di credito, con conseguente incremento degli assorbimenti patrimoniali e una connessa più ampia riduzione del rapporto di solvibilità finanziaria. In particolare, l'SCR diminuisce in media di 12 punti percentuali rispetto allo scenario ex ante, con un *Solvency Ratio* delle compagnie comunque ricompreso in un *range* di valori che oscillano tra il 130% e il 348%. Anche nel quarto scenario (investimenti di riserve tecniche per il 5%) le compagnie di assicurazione vedrebbero ridursi il rispettivo coefficiente di solvibilità, pur mantenendo complessivamente livelli elevati di capitalizzazione. Infine, la simulazione sviluppata in base al quinto scenario, secondo cui le compagnie si orientano su impieghi creditizi in misura pari all'8% delle proprie riserve tecniche, produce *Solvency Ratio* con valori compresi tra il 117% e il 320%. Di conseguenza, anche questo scenario, che si caratterizza per la maggiore esposizione al rischio di credito e l'impatto più forte in termini di assorbimenti di capitale, garantisce che il livello di patrimonializzazione post *direct lending* di ciascuna

compagnia sia posizionato significativamente al di sopra della soglia minima da rispettare.

Le Tavole 7 e 8 riportano l'assorbimento patrimoniale (in € milioni) a cui deve fare fronte ciascuna compagnia in virtù del maggiore rischio di credito assunto con l'attività di *direct lending* e il quantitativo di liquidità effettivamente erogabile alle imprese in ciascuno scenario.

**Tavola 7 Assorbimenti patrimoniali aggiuntivi (in € milioni) rispetto allo scenario privo di direct lending**

<b>Compagnia</b>	<b>SCR (€ mln)</b>	<b>SCR addizionale 1% RT (€ mln)</b>	<b>SCR addizionale 2,5% RT (€ mln)</b>	<b>SCR addizionale 5% RT (€ mln)</b>	<b>SCR addizionale 8% RT (€ mln)</b>
Cattolica Assicurazioni	1.222	57	143	286	457
Assicurazioni Generali	20.306	711	1.778	3.557	5.691
Itas Assicurazioni	457	9	24	47	76
Reale Group	914	15	38	76	121
Unipol Group	4.251	108	269	538	862
Vittoria Assicurazioni	482	6	14	28	46
<b>Totale</b>	<b>27.632</b>	<b>907</b>	<b>2.266</b>	<b>4.533</b>	<b>7.252</b>

**Tavola 8 Importi erogabili alle imprese mediante direct lending da parte delle compagnie assicurative**

Compagnia	Finanziamenti erogabili			
	1% RT (€ mln)	2,5% RT (€ mln)	5% RT (€ mln)	8% RT (€ mln)
Assicurazioni Generali	3.958	9.896	19.792	31.667
Unipol Group	599	1.498	2.997	4.794
Cattolica Assicurazioni	318	795	1.589	2.542
Reale Group	84	211	422	676
Itas Assicurazioni	53	132	264	423
Vittoria Assicurazioni	32	79	158	254
<b>Totale</b>	<b>5.044</b>	<b>12.611</b>	<b>25.222</b>	<b>40.356</b>

La simulazione evidenzia come, indipendentemente dalla quota percentuale di riserve tecniche che ciascuna compagnia decida di investire, l'importo del SCR addizionale richiesto dall'aumento dello *spread risk* sia notevolmente inferiore a quello effettivamente erogabile alle imprese. Considerando il primo scenario caratterizzato dall'erogazione di finanziamenti pari all'1% delle riserve tecniche, per erogare complessivamente € 5.044 milioni alle PMI nazionali sono necessari – in capo alle sei compagnie del campione – € 907 milioni di fondi propri ammissibili per la copertura dei relativi assorbimenti patrimoniali richiesti dal requisito di solvibilità. Per ciascun scenario, l'assorbimento patrimoniale aggiuntivo richiesto in termini di SCR è pari al 18% del credito effettivamente erogabile. Tale rapporto, seppur gravoso, è attualmente sostenibile da parte di tutte le compagnie considerate nel campione.

In sintesi, le risultanze della simulazione producono un'evidenza forte: la solvibilità patrimoniale e la connessa stabilità finanziaria delle compagnie non sono messe in discussione dall'erogazione di finanziamenti diretti ad imprese nazionali di piccole e medie dimensioni. Di conseguenza, non è il vincolo patrimoniale a frenare il coinvolgimento delle compagnie d'assicurazione na-

zionali nell'attività di *direct lending*. Le motivazioni che possono spiegare lo scarso, in concreto pressoché nullo, sfruttamento da parte delle stesse degli strumenti di impiego delle riserve tecniche attivati dal Decreto Competitività e dal provvedimento IVASS n. 22/2014 devono indubbiamente ricercarsi altrove.

#### **4. Le implicazioni di *policy* per l'industria italiana**

Le ragioni della mancata implementazione del *direct lending* da parte delle compagnie di assicurazione sono probabilmente riconducibili ad ambiti diversi tra loro interconnessi. Se ne citano di seguito tre che, a nostro parere, appaiono avere il maggior impatto.

Innanzitutto, emerge la necessità di sostenere sicuramente oneri gestionali e di vigilanza. In una situazione di tassi di interesse assai contenuti, se non negativi anche nel medio termine, si prospettano costi organizzativi, di conformità e di controllo che possono essere recuperati solo mediante l'erogazione di ingenti volumi di prestiti. Nel contempo, ciò espone potenzialmente le compagnie a rilevanti rischi di credito e di controparte, soprattutto in un momento, come quello attuale, in cui la congiuntura economica negativa favorisce il manifestarsi del rischio di insolvenza di una platea potenzialmente vasta di PMI.

In secondo luogo, nel momento in cui le compagnie vogliano comunque procedere nell'erogazione di prestiti diretti alle imprese, occorre che le stesse attuino efficaci, ma costosi presidi contro eventuali conflitti di interesse, anche solo potenziali. Anche in questo caso vi possono essere oneri gestionali e organizzativi che non possono essere recuperati mediante l'erogazione di prestiti molto ingenti. Infine, nel momento in cui sia possibile identificare imprese meritevoli di essere finanziate, la competizione tra gli intermediari



tradizionali in tale segmento può divenire così forte da rendere antieconomica qualsiasi operazione di credito diretto a causa del *pricing* aggressivo che ne deriverebbe.

Più in generale, allo stato attuale, le compagnie di assicurazione italiane sembrano “non attrezzate” per potere aprire la strada al *direct lending*. In aggiunta, tutto questo accade in un momento in cui è molto arduo per le compagnie trovare forme di investimento sul mercato che, pure a fronte di un livello di rischio sostenibile, siano in grado di assicurare un rendimento comunque positivo ed interessante ai fini di una corretta *asset allocation* interna.

Dalle suddette considerazioni deriva come lo sforzo legislativo compiuto sia una condizione assolutamente necessaria, ma, da sola, non sufficiente a stimolare l'attività creditizia delle compagnie nazionali. Il Legislatore e le Autorità di Vigilanza devono necessariamente ripensare il provvedimento, cercando di consentire la modalità del finanziamento diretto, magari mediante la previsione di semplificazioni procedurali e/o organizzative nel caso di importi e/o classi di rischio limitate e/o di un'adeguata diversificazione del portafoglio prestiti, oppure mediante la previsione di una maggiore libertà di investimento nei titoli di debito emessi dalle stesse PMI finanziabili con il *direct lending*.

Peraltro, in questo quadro, non giovano *stress test* sulla solvibilità delle compagnie di assicurazione che costringono le stesse a fronteggiare rischi di mercato, spesso non governabili, rispetto a quelli derivanti dall'erogazione di prestiti diretti alle imprese. Questi ultimi, essendo comunque erogati a PMI, potrebbero essere oggetto di maggiore flessibilità e tutela contrattuale a favore delle compagnie di assicurazione sia nella fase di erogazione sia in quella di eventuale recupero non fisiologico degli importi erogati.

## **5. Conclusioni**

Il presente lavoro costituisce, per quanto a noi noto, il primo studio condotto in Italia sul *direct lending* delle compagnie assicurative. In tal senso, esso

inaugura un filone di letteratura sul tema. Il nostro saggio ha altresì il pregio di indagare l'effettiva capacità delle compagnie assicurative di veicolare i propri risparmi privati nella forma di riserve tecniche verso le imprese e, di conseguenza, verso l'economia reale del Paese, mediante l'attivazione di un canale di *direct lending*, valutandone l'impatto in termini di solvibilità. Infatti, tale attività di erogazione del credito da parte delle compagnie è ormai consentita dall'Autorità di Vigilanza che, fin dal 2014, ne ha normato lo svolgimento. Di fatto, tali regole hanno circoscritto il ventaglio di modelli di *business* che le compagnie possono adottare.

Tuttavia, il lavoro qui esposto presenta quattro limiti. In primo luogo, la metodologia con cui sono state sviluppate le simulazioni prevede che le compagnie di assicurazione investano tutte nel medesimo portafoglio di investimenti creditizi, il quale è diviso equamente tra piccole e medie imprese. Tale limite, dovuto alla necessità di ridurre la complessità delle analisi al fine di rendere lo strumento fruibile dal management delle compagnie, è superabile replicando le simulazioni su portafogli variegati. In secondo luogo, le simulazioni sono svolte su dati riferiti al solo esercizio 2019, senza verificare l'evoluzione del livello di patrimonializzazione delle compagnie nel tempo. Per ovviare a tale limite, le simulazioni possono essere estese agli esercizi pregressi (2016-2017-2018). In terzo luogo, il campione di compagnie nazionali selezionato è dimensionalmente ridotto e non comprende tutte le compagnie operanti nel mercato italiano. Ciò nonostante, le compagnie considerate rappresentano – in termini di quota di mercato aggregata – una porzione importante del mercato assicurativo del nostro Paese. Infine, un altro limite è rappresentato dal raggio d'azione dello studio: l'analisi è svolta a livello domestico, senza effettuare un confronto con altri Paesi.

In particolare, al fine di superare il suddetto limite, è nostro intendimento sviluppare, nel prossimo futuro, una ricerca che si concentri sull'analisi di un campione d'indagine più ampio, così da includere compagnie assicurative nazionali ed estere, quest'ultime operanti nel mercato assicurativo europeo. L'estensione dell'indagine a livello geografico comporterà uno studio della

normativa di riferimento di ciascun Paese. In tale contesto, sarà opportuno analizzare i livelli di patrimonializzazione delle compagnie in un intervallo temporale almeno triennale, per verificare non solo la fattibilità di un eventuale *direct lending* a favore delle imprese, ma anche la possibilità che detta attività da parte delle compagnie abbia carattere ricorrente e continuativo nel tempo, così da compensare le restrizioni dell'offerta di credito bancario imposte alle imprese, non solo in Italia, ma anche nelle economie europee più sviluppate.

## **Bibliografia**

- [1] Assicurazioni Generali S.p.A.- SFCR 2020 disponibile in [www.generali.com](http://www.generali.com)
- [2] Atkinson T. (2017), Direct Lending, disponibile in [www.meketagroup.com](http://www.meketagroup.com)
- [3] Beltratti A., Corvino G. (2008), Why are Insurance Companies Different? The Limit of Convergence Among Financial Institutions, *The Geneva Papers*, n.33.
- [4] Cacciamani C., Giudici G. (a cura di) (2017), Compagnia di assicurazione e finanziamento alle imprese, Milano, Franco Angeli.
- [5] Cattolica Assicurazioni – SFCR 2020 disponibile in [www.cattolica.it](http://www.cattolica.it)
- [6] Eling, M. & Pankoke, D. (2014), Systemic Risk in the Insurance Sector: Review and Directions for Future Research, Institute of Insurance Economics.
- [7] Fiorelli A. (2017), Le problematiche giuridiche per le banche e le reti distributive, in Cacciamani C., Giudici G. (a cura di), Compagnia di assicurazione e finanziamento alle imprese, Parma, Franco Angeli.
- [8] French A. et al. (2015), Insurance and Financial Stability, *Bank of England Quarterly Bulletin*, pp. 242-258.
- [9] ITAS Mutua - SFCR 2020 disponibile in [www.gruppoitas.it](http://www.gruppoitas.it)

- [10] Rago G. (2017), Nuova regolamentazione dei finanziamenti: temi e problemi, in Cacciamani C., Giudici G. (a cura di), *Compagnia di assicurazione e finanziamento alle imprese*, Parma, F. Angeli.
- [11] Reale Mutua – SFCR 2020 disponibile in [www.realegroup.eu](http://www.realegroup.eu)
- [12] Santoboni F. (2012), *Manuale di gestione assicurativa. Profili economici, finanziari e di governance*, Padova, CEDAM.
- [13] Unipol – SFCR 2020 disponibile in [www.unipol.it](http://www.unipol.it)
- [14] Vittoria Assicurazioni S.p.A. – SFCR 2020 disponibile in [www.vittoria-assicurazioni.com](http://www.vittoria-assicurazioni.com)

# Elenco Referees che hanno valutato i Saggi e i Contributi <sup>◇</sup>

(anni 2017/18/19/20)

I *Saggi* compongono la parte monografica che dà il titolo ai vari numeri di Economia Italiana. Tali lavori vengono raccolti tramite Call for papers o su invito diretto degli editors che poi li valutano. A questi lavori si aggiungono i *Contributi*, anch'essi articoli di taglio scientifico, che vengono valutati in forma anonima da due referees individuati dagli editors o scelti dalla redazione fra i membri del Comitato Scientifico della Rivista. L'elenco che segue comprende gli editors e gli altri referees che hanno valutato i *Saggi* e *Contributi*, ai quali va il sentito ringraziamento di Economia Italiana.

1. Alberto Baffigi, Banca d'Italia
2. Matteo Bugamelli, Banca d'Italia\*
3. Giuseppe De Arcangelis, Sapienza Università di Roma\*
4. Giorgio Di Giorgio, Luiss Guido Carli
5. Stefano Fantacone, CER - Centro Europa Ricerche\*\*
6. Emma Galli, Sapienza Università di Roma\*
7. Enrico Giovannini, Università di Roma "Tor Vergata"\*
8. Paolo Guerrieri, Sapienza Università di Roma
9. Marcello Messori, Luiss Guido Carli SEP\*
10. Roberto Monducci, Istat\*
11. Antonio Ortolani, AIDC
12. Alberto Petrucci, Luiss Guido Carli\*
13. Paola Profeta, Università Bocconi\*
14. Fabiano Schivardi, Luiss Guido Carli\*
15. Marco Spallone, Università "Gabriele d'Annunzio", Chieti - Pescara
16. Lucia Tajoli, Politecnico di Milano
17. Attilio Trezzini, Università di Roma Tre

\* *editor o guest editor*

\*\* *guest editor e referee*

◇ Oltre ai *Saggi* e ai *Contributi*, Economia Italiana pubblica *Interventi*, che sono discorsi di esponenti delle istituzioni o delle associazioni di categoria, e *Rubriche*, che rappresentano opinioni di business. Per questo tipo di articoli la selezione avviene a cura della direzione e della redazione.

## PARTNER ISTITUZIONALI



## BUSINESS PARTNER



**Deloitte.**



**sara** 

## SOSTENITORI

Assonebb

Banca Profilo

Confindustria Piacenza

Kuwait Petroleum Italia

Natixis IM

Oliver Wyman

SACE

Sisal

TIM

Per attivare un nuovo abbonamento  
effettuare un **versamento** su:

c/c bancario n. 36725 UBI Banca  
Via Vittorio Veneto 108/b - 00187 ROMA  
IBAN IT 47L 03111 03233 000 0000 36725

intestato a: **Editrice Minerva Bancaria s.r.l.**

oppure inviare una **richiesta** a:

**amministrazione@editriceminervabancaria.it**

## Condizioni di abbonamento ordinario per il 2021

	<b>Rivista Bancaria Minerva Bancaria</b> bimestrale	<b>Economia Italiana</b> quadrimestrale	<b>Rivista Bancaria Minerva Bancaria + Economia Italiana</b>
Canone Annuo Italia	<b>€ 100,00</b> causale: MBI21	<b>€ 60,00</b> causale: EII21	<b>€ 130,00</b> causale: MBEII21
Canone Annuo Estero	<b>€ 145,00</b> causale: MBE21	<b>€ 80,00</b> causale: EIE21	<b>€ 180,00</b> causale: MBEIE21
Abbonamento WEB	<b>€ 60,00</b> causale: MBW21	<b>€ 30,00</b> causale: EIW21	<b>€ 75,00</b> causale: MBEIW21

L'abbonamento è per un anno solare e dà diritto a tutti i numeri usciti nell'anno.

L'abbonamento non disdetto con lettera raccomandata entro il 1° dicembre s'intende tacitamente rinnovato.

L'Amministrazione non risponde degli eventuali disguidi postali.

I fascicoli non pervenuti dovranno essere richiesti alla pubblicazione del fascicolo successivo.

Decorso tale termine, i fascicoli disponibili saranno inviati contro rimessa del prezzo di copertina.

Prezzo del fascicolo in corso **€ 25,00 / € 10,00** digitale

Prezzo di un fascicolo arretrato **€ 40,00 / € 10,00** digitale

## Publicità

1 pagina **€ 1.000,00** - 1/2 pagina **€ 600,00**

Editrice Minerva Bancaria  
COMITATO EDITORIALE STRATEGICO

PRESIDENTE

GIORGIO DI GIORGIO, Luiss Guido Carli

COMITATO

CLAUDIO CHIACCHIERINI, Università degli Studi di Milano Bicocca

MARIO COMANA, Luiss Guido Carli

ADRIANO DE MAIO, Università Link Campus

RAFFAELE LENER, Università degli Studi di Roma Tor Vergata

MARCELLO MARTINEZ, Università della Campania

GIOVANNI PARRILLO, Editrice Minerva Bancaria

MARCO TOFANELLI, Assoreti

## ECONOMIA ITALIANA 2020/3

### Crescita economica ed innovazione finanziaria: misure di policy ed effetti sulle imprese italiane

Il binomio innovazione finanziaria-crescita economica svolge un ruolo fondamentale per il sistema capitalistico e la sua capacità di generare ricchezza e benessere. Gli editor **Giuseppe De Arcangelis** e **Alberto Petrucci**, nella loro introduzione **Innovare nella finanza per crescere di più in Italia: quali prospettive?** descrivono i canali attraverso i quali la finanza può favorire la crescita economica e mettono in luce come i quattro saggi pubblicati nel presente volume evidenzino la necessità di un intervento pubblico volto a correggere i “fallimenti di mercato”.

Il saggio di apertura di Giovanni **Ferri** illustra a fondo il nesso fra finanza e crescita, contrapponendo buona finanza e finanza predatoria. Anche qui, secondo gli editor, i *green bonds* sono uno strumento da valorizzare, rappresentando “un valido esempio di una finanza responsabile, sostenibile dal punto di vista ambientale e attenta alle questioni intergenerazionali. Si tratta di uno strumento che potrebbe assicurare una specie di ‘neutralità intergenerazionale’, in base alla quale oneri finanziari a carico delle future generazioni vengono compensati da una crescita sana e prolungata nel tempo”.

Gli altri saggi affrontano ciascuno strumenti e modalità di finanza innovativa. Nel valutare la mancata implementazione del *direct lending* alle imprese da parte delle assicurazioni, **Baldi, Allodi, Bocchialini e Cacciamani** suggeriscono l’introduzione di semplificazioni procedurali e/o organizzative o la possibilità di acquisto dei titoli emessi dalle PMI. **Abis, Damilano, De Vincentiis e Pia** propongono interventi di politica economica per facilitare un riequilibrio economico-finanziario delle PMI e far sì che i *minibond* possano favorire la crescita dimensionale delle imprese. Infine, visto che le imprese finanziate con *venture capital* risultano più innovative, **Baldi e Peano** suggeriscono l’adozione di misure di politica economica utili a promuovere tale forma di finanziamento in Italia e a stimolare indirettamente l’innovazione tecnologica.

ECONOMIA ITALIANA nasce nel 1979 per approfondire e allargare il dibattito sui nodi strutturali e i problemi dell’economia italiana, anche al fine di elaborare adeguate proposte strategiche e di *policy*. L’Editrice Minerva Bancaria si impegna a riprendere questa sfida e a fare di Economia Italiana il più vivace e aperto strumento di dialogo e riflessione tra accademici, *policy makers* ed esponenti di rilievo dei diversi settori produttivi del Paese.