

FINANCE & DEVELOPMENT

UNA NUOVA FINANZA PER LA CRESCITA GLOBALE

Direttore

Annalisa DI CLEMENTE
Sapienza – Università di Roma

Comitato scientifico

Anna Maria D'ARCANGELIS
Università degli Studi della Tuscia

Claudio ROMANO
Unicredit Group

Francesca BATTAGLIA
Università degli Studi di Napoli “Parthenope”

Alessandro POLLI
Sapienza – Università di Roma

Massimo ARNONE
Università degli Studi di Palermo

FINANCE & DEVELOPMENT

UNA NUOVA FINANZA PER LA CRESCITA GLOBALE



La diversificazione e l'arricchimento delle fonti di finanziamento sono due elementi cruciali nel contesto attuale in cui le riforme regolamentari, richiedendo alle banche di operare con una leva finanziaria più contenuta e con livelli di liquidità e di patrimonializzazione più alti, tendono a frenare l'erogazione dei prestiti al settore produttivo. Le nuove regole applicabili alle banche, comprimendo la redditività bancaria e la dimensione complessiva del sistema creditizio, tendono ad accrescere il peso degli investitori istituzionali diversi dalle banche nel mercato del credito, quali i fondi creditizi e le compagnie assicurative.

La collana ospita studi scientifici e indaga in maniera critica e propositiva le sfide che si presentano in campo finanziario per la creazione di una finanza "nuova", ossia adeguata a sostenere l'economia reale e con essa una nuova crescita globale attraverso lo sviluppo di comparti del sistema finanziario diversi dal tradizionale settore creditizio.

Sviluppi in tema di analisi del rischio sistemico e indicazioni di policy

a cura di

Annalisa Di Clemente

Contributi di

Annalisa Di Clemente

Lorenzo Fanti

Roberto Figliolini

Valentina Lagasio

Luigi Legittimo





Aracne editrice

www.aracneeditrice.it
info@aracneeditrice.it

Copyright © MMXX
Gioacchino Onorati editore S.r.l. – unipersonale

www.gioacchinoonoratieditore.it
info@gioacchinoonoratieditore.it

via Vittorio Veneto, 20
00020 Canterano (RM)
(06) 45551463

ISBN 978-88-255-3367-5

*I diritti di traduzione, di memorizzazione elettronica,
di riproduzione e di adattamento anche parziale,
con qualsiasi mezzo, sono riservati per tutti i Paesi.*

*Non sono assolutamente consentite le fotocopie
senza il permesso scritto dell'Editore.*

I edizione: giugno 2020

Indice

- 9 Prefazione
Annalisa Di Clemente
- 13 1. Il caso AIG e gli attuali fattori di rischio sistemico nel panorama assicurativo
Lorenzo Fanti
- Introduzione, 13 – 1.1. L'interconnessione con il settore bancario ed il fenomeno del *Credit Risk Transfer*, 14 – 1.2. Il confine tra attività assicurativa tradizionale e d'investimento, 18 – 1.3. I fattori di rischio sistemico e l'influenza delle variabili macro, 19 – 1.4. La crisi dell'American International Group, 23 – 1.5. L'evoluzione dell'asset-allocation assicurativa e l'indicizzazione delle polizze: i rischi per il mercato e per la clientela, 27 – 1.6. Gli aspetti critici e i vantaggi fiscali e civilistici delle polizze *Unit Linked*, 29 – 1.7. La nullità per mancata previsione del rischio demografico, 30 – 1.8. Conclusioni, 33 – Riferimenti bibliografici, 34.
- 37 2. Rischio sistemico ed interconnessione di rete fra le istituzioni del sistema finanziario
Annalisa Di Clemente
- Introduzione, 37 – 2.1. Analisi delle caratteristiche del campione di istituzioni finanziarie oggetto di studio, 41 – 2.2. Descrizione delle misure di connessione e di rischio sistemico, 42 – 2.3. Risultati empirici, 44 – 2.4. Conclusioni, 53 – 2.5. Indicazioni di policy, 54 – Riferimenti bibliografici, 57.
- 61 3. Analisi della relazione *ai-finance* e l'applicazione di algoritmi di machine learning per il *credit approval*
Luigi Legittimo
- Introduzione, 61 – 3.1. La Data Science per il *decision process* in Finanza, 63 – 3.2. Nuove tecnologie per la Finanza: le applicazioni finanziarie del Machine Learning e del Deep Learning, 69 – 3.3. Analisi comparativa degli algoritmi di Machine learning e Artificial Neural Network in un problema di *credit approval*, 81 – 3.3.1. *Regressione Logistica*, 84 – 3.3.2. *Naive*

Bayes, 85 – 3.3.3. *Albero di decisione*, 85 – 3.3.4. *SVM*, 87 – 3.3.5. *Boosting*, 87 – 3.3.6. *Random Forests*, 87 – 3.3.7. *K-NN*, 88 – 3.3.8. *Rete Neurale Semplice*, 89 – 3.3.9. *Tabella dei risultati*, 91 – 3.4. *Commento dei risultati raggiunti*, 92 – 3.5. *Considerazioni finali*, 94 – *Riferimenti bibliografici*, 99.

101 4. Il procedimento sanzionatorio della banca centrale europea: fonti normative e impatti sulla quotazione di borsa
Roberto Figliolini, Valentina Lagasio

Introduzione, 101 – 4.1. *Il Procedimento Sanzionatorio della BCE: Organizzazione e Fonti Normative*, 102 – 4.1.1. *Regolamentazione e Vigilanza*, 102 – 4.2. *Le Fonti Normative del Procedimento Sanzionatorio della BCE*, 106 – 4.3. *L'impatto dei Provvedimenti della BCE sulla Quotazione di Borsa*, 111 – 4.3.1. *I Provvedimenti della BCE: le Sanzioni e le Lettere alle Banche*, 111 – 4.4. *La Metodologia dell'Event Study*, 113 – 4.5. *I Risultati dell'Event Study*, 116 – 4.6. *Conclusioni*, 119 – *Riferimenti bibliografici*, 120.

123 *Postfazione*
Annalisa Di Clemente

Prefazione

ANNALISA DI CLEMENTE*

Il dibattito sulla stabilità finanziaria globale costituisce attualmente un tema centrale nell’agenda politica delle autorità internazionali di regolamentazione finanziaria.

L’obiettivo dichiarato è quello di limitare il contributo al rischio sistemico delle istituzioni finanziarie al fine di prevenire future crisi finanziarie globali che potrebbero verificarsi nel caso in cui una istituzione, colpita da un evento di stress, dovesse contagiare altre istituzioni anche appartenenti a settori diversi ma ad essa strettamente connesse innescando una sorta di “effetto domino”.

Una delle caratteristiche distintive dell’attuale sistema finanziario è proprio la forte interconnessione tra le istituzioni ed i mercati del sistema finanziario. Tale peculiarità, se in situazioni di normalità del ciclo economico, tende a rafforzare la stabilità finanziaria globale attraverso la tecnica della diversificazione dei rischi idiosincratici, nel caso in cui si generi un evento di *shock* può, diversamente, alimentare l’instabilità finanziaria globale attraverso il canale della *propagazione* dei rischi, innescando un effetto contagio tra diverse aree economiche, mercati ed istituzioni finanziarie tanto più forte quanto maggiore è il grado di interconnessione tra questi.

Alla luce di tali considerazioni, questo 5° volume della collana di studi scientifici *Finance & Development* si pone come obiettivo quello di esaminare gli avanzamenti in tema di analisi del rischio sistemico e suggerire utili indicazioni di policy alle autorità di supervisione finanziaria.

A tal fine, il volume apre con il capitolo di Lorenzo Fanti su “Il caso AIG e gli attuali fattori di rischio sistemico nel panorama assicurativo” in cui si analizzano le varie fonti di rischio appartenenti al settore assi-

* Sapienza – Università di Roma.

curativo, quelle trasferite mediante rapporti ed esposizioni col settore bancario ed, infine, quelle derivanti dai processi di investimento dei premi che hanno conosciuto un notevole sviluppo circa le modalità e i parametri di riferimento. Il capitolo inoltre approfondisce i fattori di rischio sistemico del settore assicurativo, con un particolare riguardo alle interferenze della politica economica e monetaria sulla redditività degli istituti assicurativi. Successivamente viene trattato come *key study* il disastro della nota compagnia di assicurazione AIG (American International Group) avvenuto durante l'ultima crisi finanziaria e grazie al quale si tenta di chiarire come le inappropriate scelte gestionali, l'aumento dell'interconnessione con intermediari non tipicamente appartenenti al settore assicurativo e l'aumento degli attivi impiegati in prodotti strutturati ed eccessivamente rischiosi abbiano portato al più grande salvataggio di una compagnia assicurativa mai realizzato prima. Il capitolo, infine, conclude con una disamina dell'evoluzione delle caratteristiche dei prodotti distribuiti dalle compagnie assicurative, tra cui le tradizionali polizze vita, e dei rischi che l'indicizzazione delle stesse comportano per la stabilità sistemica e per la tutela del risparmio del cliente.

Il capitolo secondo di Annalisa Di Clemente "Rischio sistemico ed interconnessione di rete fra le istituzioni del sistema finanziario" evidenzia come la regolamentazione finanziaria odierna debba necessariamente prevedere anche interventi di natura macroprudenziale che prendano in considerazione il fenomeno della diffusione dei rischi (*spillover effect*) all'interno del sistema finanziario attraverso i diversi canali di propagazione dei rischi che, in primis, sono rappresentati proprio dai forti legami o link (in entrata ed in uscita) esistenti fra le diverse istituzioni finanziarie. In particolare, il capitolo suggerisce alle tre autorità di regolamentazione microprudenziale, rispettivamente sul sistema bancario, mobiliare ed assicurativo, di rivolgere maggiore attenzione alla interconnessione *cross-sectoral*, ossia tra i diversi settori del sistema finanziario, aumentando il livello di coordinamento delle proprie responsabilità di supervisione ai fini di una sorveglianza più efficiente sulla stabilità e sicurezza del sistema finanziario complessivo.

Ai fini di una migliore valutazione della interconnessione di "rete" esistente fra tutte le istituzioni del sistema finanziario da una prospettiva effettivamente sistemica, la teoria del network può essere di notevole aiuto poiché contribuisce ad analizzare la complessità dell'ar-

chitettura dell'attuale sistema finanziario rappresentandola attraverso una fitta rete composta da un insieme di nodi (le diverse istituzioni) e di link (le relazioni/esposizioni) tra i diversi nodi.

I modelli "tradizionali" di stima del rischio sistemico basati sui dati di mercato proposti dal 2010 ad oggi hanno il limite di riuscire a cogliere solo l'interdipendenza di tipo "locale" tra le istituzioni, studiando solo il grado di interazione tra ciascuna istituzione ed il sistema finanziario. Queste metodologie "tradizionali" possono condurre ad una "pericolosa" sottostima del contributo al rischio sistemico da parte delle istituzioni e soprattutto di quelle di media e piccola capitalizzazione di borsa ma fortemente interconnesse, poiché non riescono a catturare il fenomeno della propagazione dei rischi che è legato alla particolare topologia di network finanziario analizzato.

Il capitolo terzo di Luigi Legittimo "Analisi della relazione intelligenza artificiale-finanza ed applicazione di algoritmi di machine learning per il credit approval" tenta di indagare la relazione che lega l'Intelligenza Artificiale (IA) alla Finanza, cercando di capire come, nella fattispecie, alcune branche della IA possano aiutare l'uomo che si interfaccia più o meno direttamente col mondo finanziario. Il campo della IA ha infatti trovato le sue prime applicazioni pratiche proprio nel settore finanziario che è sempre stato all'avanguardia nella tecnologia, talvolta anticipando i tempi e sperimentando tecniche via via più sofisticate e innovative che riguardano le telecomunicazioni, il calcolo, la gestione dei dati e dei processi aziendali. Per tale motivo, i sistemi d'intelligenza artificiale una volta progettati per risolvere differenti problemi, sono stati applicati da subito in campo finanziario per cercare di migliorare le performance, ad esempio nella gestione di portafogli azionari. Storicamente, le istituzioni finanziarie hanno sempre cercato di usare strumenti analitici per migliorare le proprie capacità predittive, soprattutto in merito alla valutazione del rischio d'insolvenza dei debitori che si profila nella concessione dei prestiti. Oggigiorno, però, le istituzioni possono usare la IA anche nel campo della compliance¹, del risk management, e dell'analisi delle performance.

In questo contesto d'innovazione, le tecnologie della IA applicate in finanza sono state denominate *FinTech* (*Financial Technology*). La semplificazione di servizi e prodotti portata dall'avvento della FinTech ha un

1. Conformità dell'istituzione finanziaria alle norme.

enorme potenziale, tant'è che questa nuova rivoluzione tecnologica è chiamata *disruptive innovation* (innovazione dirompente), laddove il termine “disruptive” sembra voler evidenziare proprio l'impatto dirompente che può avere un'innovazione tecnologica in un determinato settore, arrivando a sconvolgerlo o addirittura a “distruggere” le infrastrutture e le proprietà che lo caratterizzano.

Il quarto capitolo di Roberto Figliolini e Valentina Lagasio dal titolo “Il procedimento sanzionatorio della banca centrale europea: fonti normative e impatti sulla quotazione di borsa” affronta il tema della *compliance* da parte dei soggetti vigilati ai requisiti prudenziali previsti dal CRR e dalla CRD IV.

La BCE rappresenta l'autorità designata a garantire la *compliance* ed è legittimata, nello svolgimento delle attività di vigilanza, ad irrogare delle sanzioni nei casi in cui, da parte dei soggetti vigilati, non vi sia il pieno rispetto della normativa comunitaria direttamente applicabile e dei regolamenti e decisioni previsti dalla stessa BCE.

Assieme alle sanzioni irrogate però, nella sezione *Supervisory Practices* del sito ufficiale, è possibile trovare le così dette “Letters to Banks” (o lettere alle banche), ossia comunicati, che possono essere di carattere generale o specifici per i singoli soggetti vigilati, che la BCE invia per indicare linee guida o raccomandazioni che banche e istituti finanziari devono seguire in materia prudenziale.

A livello accademico, il tema sanzioni rappresenta un elemento molto interessante da prendere in analisi, soprattutto considerando i molteplici effetti che l'irrogazione di una misura sanzionatoria può provocare non soltanto dal punto di vista di perdite economiche, ma anche dal punto di vista reputazionale. Perciò, analizzare come le sanzioni della BCE, assieme alle lettere alle banche previste da quest'ultima, impattino sui soggetti vigilati interessati, risulta di fondamentale importanza per individuare se le misure sanzionatorie previste riescano a produrre un effetto significativo a livello di quotazione di borsa di tali soggetti, oppure, se non vi sia alcuna reazione da parte del mercato.

I. Il caso AIG e gli attuali fattori di rischio sistemico nel panorama assicurativo

LORENZO FANTI*

Introduzione

L'indispensabilità del settore bancario nel garantire l'adeguato funzionamento del mercato e la stabilità del settore reale ha posto le istituzioni finanziarie negli ultimi anni al centro di regimi giuridici *ad hoc*, oltre che sotto un sistema di supervisione e vincoli forse anche troppo austero.

L'inopinabile necessità di una normativa prudenziale pubblicistica per un settore prettamente e strutturalmente privatistico si è enormemente consolidata nel corso degli ultimi anni per il settore bancario, ma non altrettanto per il settore assicurativo che sembra purtroppo ampiamente escluso dall'approccio macroprudenziale.

Nonostante sia ampiamente riconosciuto che l'attività assicurativa tradizionale impatti meno che quella bancaria dal punto di vista sistemico, dopo la crisi è stato osservato come le compagnie assicurative possono alimentare il rischio sistemico tanto quanto le banche.

Ad oggi, lo sviluppo delle forme istituzionali della *bancassurance* richiedono una forte integrazione della normativa affinché si riducano le forme di arbitraggio e si giunga a una politica macroprudenziale effettivamente in grado di prevenire le crisi sulla base delle dinamiche di mercato e dell'osservazione delle variabili macroeconomiche fondamentali.

In questo capitolo si analizzano le varie fonti di rischio appartenenti al settore assicurativo, quelle trasferite mediante rapporti ed esposizioni col settore bancario ed, infine, quelle derivanti dai processi di investimento dei premi che hanno conosciuto un notevole sviluppo

* Sapienza – Università di Roma.

circa le modalità e i parametri di riferimento. Inoltre, si farà luce sui fattori di rischio sistemico del settore assicurativo, con un particolare riguardo verso le interferenze della politica economica e monetaria sulla redditività degli istituti assicurativi.

Successivamente invece verrà trattato un *key study* riguardante il disastro della nota compagnia di assicurazione AIG avvenuto durante gli sviluppi dell'ultima crisi finanziaria e grazie al quale si cercherà di chiarire come le inappropriate scelte gestionali, l'aumento dell'interconnessione con intermediari non tipicamente appartenenti al settore assicurativo e l'aumento degli attivi impiegati in prodotti strutturati ed eccessivamente rischiosi abbiano portato al più grande salvataggio di una compagnia assicurativa mai realizzato prima. Infine, si affronterà l'evoluzione delle caratteristiche dei prodotti distribuiti dalle compagnie assicurative tra cui le tradizionali polizze vita e i rischi che l'indicizzazione delle stesse comportano per la stabilità sistemica e per la tutela del risparmio del cliente.

Si mostreranno poi gli aspetti civilistici e fiscali di tali strumenti che li rendono dei veri e propri investimenti speculativi particolarmente appetitosi per la clientela facoltosa e per gli investitori professionali. Il capitolo si conclude quindi con una rassegna delle pronunce giudiziali effettuate in ragione dei numerosi ricorsi fino ad arrivare alla dichiarazione di nullità delle Unit Linked avvenuta ad opera della Corte di Cassazione.

1.1. L'interconnessione con il settore bancario ed il fenomeno del *Credit Risk Transfer*

Gli eventi del 2007–09 hanno ben dimostrato come i fattori di rischio tipici del settore bancario si possano estendere agli intermediari non bancari e agli investitori istituzionali come *hedge funds*, compagnie assicurative, imprese governative¹, *brokers* e *dealers* (Billio et al, 2010). In tale contesto, di grande interesse per le autorità di

1. Negli Stati Uniti prendono in nome di *Government Sponsored Enterprises* (GSE) e sono istituzioni finanziarie specificatamente create dal Congresso per migliorare il flusso di credito verso determinati settori e rendere più efficienti e trasparenti alcuni segmenti del mercato dei capitali.

regolamentazione dei paesi appartenenti al G-10 negli ultimi anni sono state le modalità attraverso le quali si attua il fenomeno del CRT (*Credit Risk Transfer*) specialmente tra il settore bancario e quello assicurativo.

Quest'ultimo ha subito uno sviluppo esponenziale sia nelle caratteristiche dei prodotti offerti sia nelle modalità di investimento dei premi con le compagnie che optano sempre di più per una diversificazione dei propri portafogli tale da comportare una crescente assunzione di rischi non direttamente correlati a quelli derivanti dai propri *core business* (Siri M., 2010).

Il fenomeno ha richiesto un notevole sforzo per le suddette autorità che hanno individuato i principali canali di trasmissione del rischio nelle cessioni del credito e nelle garanzie sul credito rilasciate alle banche dalle assicurazioni, fino ad arrivare agli strumenti derivati e ai processi di cartolarizzazione (Banca d'Italia, 2004). A livello regolamentare, il rapido processo di innovazione finanziaria dell'ultimo decennio e lo sviluppo delle forme di *bancassurance* hanno portato il legislatore sovranazionale purtroppo solo recentemente a porre l'attenzione sul contributo al rischio sistemico del settore assicurativo e la lacuna normativa genera effetti esterni pericolosi sia per l'assicuratore sia per il cliente.

A fronte della intensiva e forse eccessiva attività di regolamentazione svolta dalle autorità competenti sul settore bancario, in realtà gli interventi a presidio dei rischi insiti in quello assicurativo sono stati molto limitati ed hanno avuto un movente più correttivo che preventivo.

Di contro bisogna dire che gli studi sul fenomeno sono molteplici e mostrano risultati ben chiari che spesso sono stati ampiamente sottovalutati.

La figura 1 riporta i risultati empirici di uno studio condotto da Banca d'Italia in collaborazione con l'ISVAP (ormai IVASS), pubblicato nel 2004 e riguardante il fenomeno del trasferimento del rischio di credito sulla base dei dati relativi al 2002 e al primo trimestre del 2003 sul settore finanziario italiano.

È di notevole rilevanza specificare che l'indagine non include le operazioni di CRT realizzate da controllate estere delle imprese di assicurazione e delle banche italiane in quanto la mole di dati a disposizione risultava poco omogenea.

	31 dicembre 2002			30 giugno 2003		
	Rischi ass.vi nelle banche (a)	Rischi bancari nelle ass.ni (b)	Differenziale (b) - (a)	Rischi ass.vi nelle banche (a)	Rischi bancari nelle ass.ni (b)	Differenziale (b) - (a)
<i>Assicurazione del Credito</i>	0	6.907	6.907	0	6.715	6.715
<i>Asset backed notes</i>	0	777	777	0	746	746
<i>Credit derivatives</i>	0	85	85	0	85	85
Totale CRT	0	7.769	7.769	0	7.546	7.546
Fidejussioni e Cauzioni	477	209	- 268	1.800	263	- 1.537
Titoli Subordinati	738	1.880	1.142	743	1.330	587
Titoli obbligazionari settoriali	56	22.422	22.366	101	22.135	22.034
Titoli azionari settoriali	459	2.038	1.579	825	ND	ND
Pronti contro Termine	0	2.533	2.533	0	1.707	1.707
Impieghi (diverse forme tecniche) ⁽¹⁾	3.895	7.794	3.899	5.053	7.476	2.423
Partecipazioni ⁽²⁾	4.022	4.991	969	6.856	ND	ND
Totale attività/passività reciproche	9.647	41.867	32.220	15.378	32.911	
Totale rapporti finanziari	9.647	49.636	39.989	15.378	40.457	

Figura 1. Attività e passività reciproche nel settore italiano fra banche e assicurazioni (dati in mln di €).

Fonte: Banca d'Italia (2004).

Innanzitutto, oltre ai suddetti canali di trasmissione figurano naturalmente anche le sottoscrizioni reciproche di strumenti patrimoniali tra banche e assicurazioni e un fattore interessante è la tipologia degli strumenti e prodotti che fungono da link all'interno del network individuato.

Posto che alla base del fenomeno del CRT vi è l'implementazione delle tecniche di diversificazione di portafoglio e l'insieme dei processi di funding, dallo studio emerge che al 2004 la quantità di rischio di credito trasferito dalle banche alle assicurazioni italiane attraverso strumenti innovativi risultava moderata, ma in crescita in quanto le controparti delle banche nazionali attive nel mercato del CRT erano in larga parte intermediari esteri.

In effetti, le assicurazioni italiane detenevano strumenti particolarmente rischiosi come i titoli ABS derivanti da cartolarizzazioni di crediti bancari per circa 780 milioni di euro e non particolarmente rilevante era l'utilizzo dei derivati creditizi.

Alla fine del 2003 le banche detenevano partecipazioni in 68 società di assicurazione italiane e tra le maggiori controllanti figuravano intermediari già da anni specializzati nella vendita di prodotti allora atipici come le polizze *Unit Linked* di cui parleremo di seguito e strumenti indicizzati (ISVAP, 2004).

Le esposizioni reciproche fra settore bancario e assicurativo italiano individuavano ben tre casi nei quali il grado di intersettorialità era superiore al 10%².

Alla stessa data le assicurazioni avevano sottoscritto invece circa il 3% dei prodotti subordinati emessi dalle banche italiane per un valore totale pari a 46 miliardi di euro, mentre le obbligazioni bancarie detenute in portafoglio dalle compagnie di assicurazione al 30 giugno 2003 ammontavano a 22 miliardi di euro, rappresentando quasi il 6,6% del totale emesso dalle banche stesse.

La suddetta figura, sebbene riporti risultati non preoccupanti almeno per il caso italiano, sembra fungere da campanello d'allarme dei rischi insiti nel processo di esposizione tra compagnie assicurative e le banche che iniziò prevalentemente con depositi di conto corrente per le prime e con le polizze di capitalizzazione per le seconde, ma che oggi fa sì che le assicurazioni ricoprano un ruolo fondamentale nella diffusione del rischio sistemico nel settore finanziario (Serata E., 2018).

Gli obiettivi del processo di trasferimento del rischio di credito agli intermediari assicurativi che prese avvio sin dagli anni antecedenti la crisi venivano perseguiti sia con strumenti tradizionali sia innovativi dove entrambi avevano lo scopo comune di trasferire il rischio di downgrading, di default e il rischio sovrano (Rule D., 2001).

I prodotti più innovativi e fortemente discostanti nelle caratteristiche dai comuni titoli obbligazionari furono i derivati creditizi³ che differiscono ad esempio anche dalle polizze assicurative a copertura del rischio di credito per via della loro elevata liquidità e la possibilità di realizzare strategie di arbitraggio speculativo sui mercati.

Inoltre, in ragione della loro natura, l'utilizzo di suddetti strumenti garantiva di soddisfare soprattutto un'esigenza di risparmio di liquidità e si dimostravano già in grado di esporre sia chi cede sia chi acquista il rischio di credito ad altre tipologie di rischio che andavano gestite con adeguate ed apposite strutture di risk management.

2. Soglia definita dalla Direttiva 2002/87 CEI.

3. Si pensi ad esempio ai Credit Default Swaps (CDS).

1.2. Il confine tra attività assicurativa tradizionale e d'investimento

A contrario degli intermediari bancari che tendono a tutelarsi sin da subito dai fattori di rischio, l'attività delle compagnie assicurative trova giustificazione proprio nell'assunzione del rischio dietro un pagamento anticipato del premio che sostanzialmente ha la funzione di garantire l'equilibrio economico tra incassi e pagamenti e in relazione al quale la compagnia deve saper ben prevedere l'eventualità del risarcimento del danno mediante valutazioni attuariali obiettive e ponderate.

La prima fonte di rischio tipica del settore assicurativo è definita c.d. *underwriting risk* e riguarda nello specifico due sottocategorie di rischio: la prima è la rischiosità di errata tariffazione (o anche *premium risk*) dovuta alla mancanza di attendibili stime di distribuzione della probabilità di accadimento dei sinistri in fase di determinazione del premio.

In uno stesso scenario si fa anche riferimento al rischio di sovra-sinistralità, dovuto quindi alla possibilità che i pagamenti dei premi effettivamente si discostino da quelli effettivamente sostenuti a causa di alcune variazioni non previste e non prevedibili dei sinistri⁴.

Un altro rischio facente capo al settore assicurativo è il rischio di insufficienza di riserve tecniche (c.d. *reserving risk*) che consiste nella sottostima delle riserve necessarie per fronteggiare gli impegni futuri della compagnia.

Tali caratteristiche delle compagnie assicurative hanno fatto sorgere negli anni l'esigenza di investire la mole dei premi raccolti in attività prettamente di carattere finanziario, pertanto le assicurazioni risultano ad oggi eccessivamente esposte ai rischi tipici d'investimento bancari come il rischio di mercato, il rischio di default e di liquidità nel momento in cui gli attivi della compagnia non risultino adeguati nelle scadenze e nell'ammontare dei flussi con gli impegni assunti.

Di fatto, il problema è che tutti questi fattori potrebbero rendere la prestazione assicurativa aleatoria anziché certa.

Con riferimento al rischio di credito, le assicurazioni vi sono esposte non solo attraverso i loro portafogli obbligazionari (rilevanti per

4. Molti di questi sono cambiamenti legislativi, processi inflazionistici, gli andamenti avversi delle variabili di mercato e le scelte di politica economica.

la gestione ramo vita) o l'insolvenza dei riassicuratori⁵ (tipico del ramo danni), ma soprattutto per via del crescente ruolo creditizio che stanno assumendo dagli anni seguenti la crisi.

Nell'ultimo decennio, soprattutto in Europa, per via delle forme di collaborazione instaurate in forma di accordi di *bancassurance*, le assicurazioni si vedono particolarmente attive nel settore dell'erogazione di credito e per di più a una clientela rischiosa e opaca come le PMI (Banca d'Italia, 2014).

1.3. I fattori di rischio sistemico e l'influenza delle variabili macro

Posto che un evento è ritenuto avere carattere sistemico se interessa un segmento fondamentale del sistema finanziario e porta a una perdita di valore delle attività reali, bisogna dire che il contributo degli istituti assicurativi al rischio sistemico si genera dalla diversificazione delle attività attuata da questi intermediari che negli ultimi anni si sono specializzati nella fornitura di garanzie finanziarie, nell'elargizione di credito al settore reale, nell'emissione di CDS, in investimenti in titoli strutturati molto complessi, nel ricorso a fonti di finanziamento a breve termine e, ancora, nella concessione di mutui.

In generale, maggiore è l'esodo delle assicurazioni verso attività atipiche rispetto a quelle consuetamente praticate e maggiore è il contributo di questi istituti al generarsi di una crisi sistemica (EIOPA, 2018).

Di seguito la figura 2 mostra le "dimensioni" del settore assicurativo nell'economia domestica dei paesi considerati e il relativo contributo al PIL.

I dati mostrano chiaramente che in media nei paesi dell'OCSE il settore assicurativo rappresenta il 9% del PIL, una percentuale che aumenta di gran lunga se si considerano i paesi presi singolarmente. In Lussemburgo, virtuoso nella fornitura di servizi finanziari, il contributo di tale settore al PIL ad oggi è del 38,3%, cifra che nel 2010 corrispondeva al 51,20% (OCSE, 2017).

Altri paesi in cui l'economia domestica è fortemente supportata dal settore assicurativo è la Cina che per l'appunto nell'ultimo decennio

5. La riassicurazione consiste nel trasferimento da parte di un assicuratore (riassicurato) di una parte del proprio rischio ad un altro soggetto riassicuratore.

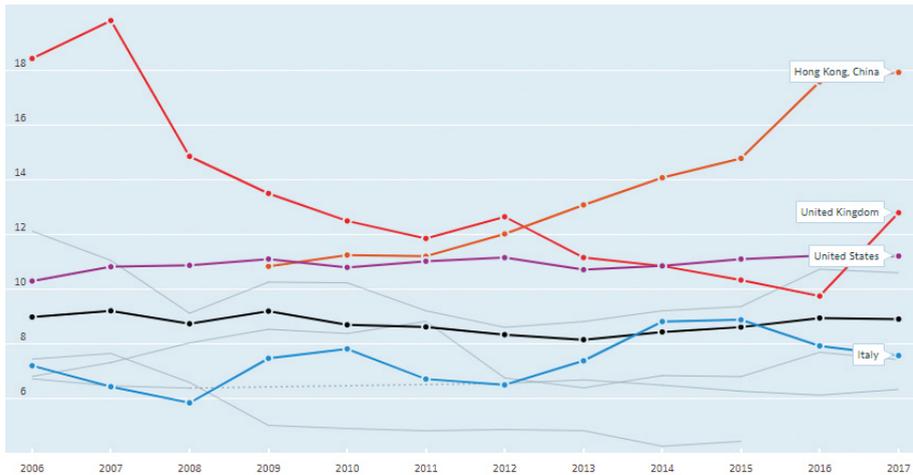


Figura 2. Il contributo del settore assicurativo al Pil degli stati appartenenti all'OCSE (% del Pil)

Fonte: OECD Data.

dopo la crisi ha accresciuto esponenzialmente il ruolo all'interno del sistema finanziario globale e vanta numerose G-SIBs iscritte all'elenco del FSB pubblicato nel Novembre 2018; è visibile a tal proposito che il contributo al PIL delle assicurazioni in Cina si è incrementato di 7 punti percentuali dal 2009 al 2017.

In realtà, il contributo al rischio sistemico del settore assicurativo dev'essere maggiormente visto non tanto sotto l'aspetto del peso che tale settore ha sul PIL dei paesi considerati, ma più per l'essenzialità del ruolo che svolge per garantire il buon funzionamento di altri settori fondamentali dell'economia; un esempio pratico verrà fornito nel prossimo paragrafo.

Avendo appurato come le assicurazioni abbiano un fondamentale ruolo di supporto all'economia reale, bisogna constatare che in virtù delle attività e delle tipologie d'investimento effettuate, queste si espongono a fattori sistemici come ad esempio il rischio sovrano per via della grande mole di titoli di stato detenuti dalle compagnie assicurative (Focarelli, 2010).

In effetti, il settore assicurativo non costituisce una minaccia a livello sistemico per le sue dimensioni quanto le banche commerciali ed in particolare le GSIBs (Cummins, Weiss, 2014).