

LUISS



Facoltà di Economia

Tesi di laurea triennale in Economia e Management

Cattedra: “Regolazione finanziaria e innovazione”

LE ASSICURAZIONI COME INVESTITORI ISTITUZIONALI: OSTACOLI E OPPORTUNITÀ NEL CONTESTO ITALIANO ED EUROPEO

Relatore

Professoressa Illa Sabbatelli

Candidato

Aldo Bruno Sanfilippo,

Matricola: 284431

Anno accademico

2024/2025

INDICE

Introduzione	4
Capitolo I - Il sistema di finanziamento delle imprese e il ruolo potenziale delle assicurazioni	
1.1 Canali tradizionali di finanziamento e modello bancocentrico.....	5
1.2 Caratteristiche delle imprese di assicurazione come investitori istituzionali.....	8
1.3 Assicurazioni e finanziamento' dell'economia reale.....	10
1.4 Confronto con altri Paesi europei.....	12
Capitolo II - Le cause del mancato sviluppo del ruolo finanziatore	
2.1 Vincoli normativi e prudenziali.....	14
2.2 Fattori strutturali.....	19
2.3 Rischi percepiti, asimmetrie informative e mancanza di strumenti standardizzati.....	22
2.4 Il ruolo dei fondi pensione secondo il Rapporto Draghi.....	26
Capitolo III - Il caso Generali: un esempio di politica di investimento prudente	
3.1 Profilo del gruppo Generali e sua rilevanza in Italia e in Europa.....	30
3.2 Analisi della strategia di investimento e dell'allocazione del portafoglio.....	35
3.3 Iniziative di investimento in economia reale: limiti e prospettive.....	37
3.4 Confronto con altri grandi gruppi europei e valutazione critica.....	41

Capitolo IV - La bancassicurazione e le prospettive di riforma	
3.1 Cos'è la bancassicurazione e come si è sviluppata in Italia.....	44
3.2 Bancassicurazione e finanziamento delle imprese.....	47
3.3 Proposte per incentivare il ruolo delle assicurazioni.....	51
3.4 La Capital Markets Union e il ruolo degli investitori istituzionali.....	55
Conclusioni	59
Bibliografia	63

Introduzione

Il sistema finanziario italiano è storicamente contraddistinto da un modello bancocentrico, dove il credito bancario è protagonista nel finanziamento alle imprese, in particolare per le PMI (piccole e medio imprese). Questo sistema, pur avendo garantito stabilità, si rivela oggi insufficiente di fronte alle esigenze di un'economia in continua trasformazione, richiedendo capitali flessibili e di lungo periodo per affrontare sfide sempre più impattanti come la digitalizzazione, la transizione ecologica e l'internazionalizzazione.¹ In tale contesto, le imprese di assicurazione dispongono di ingenti patrimoni e di una naturale propensione a investimenti stabili e duraturi, elementi che potrebbero renderle protagoniste nel finanziamento dell'economia reale.² Nonostante ciò, il loro contributo rimane limitato, gran parte delle risorse è ancora destinata a titoli di stato e obbligazioni estere, mentre gli investimenti in PMI, infrastrutture e private debt sono marginali. Le cause di questa sottoutilizzazione sono molteplici. I vincoli regolamentari, in particolare Solvency II, orientano le compagnie verso asset sicuri e liquidi, penalizzando quelli più rischiosi o illiquidi.³ Al tempo stesso, la frammentazione del tessuto produttivo italiano, la scarsa trasparenza informativa e la ridotta profondità dei mercati dei capitali ostacolano l'incontro tra domanda e offerta di capitale di lungo termine⁴. Il confronto con Francia e Germania mostra invece una maggiore capacità di integrare le assicurazioni nei mercati finanziari e di orientare i capitali verso infrastrutture e progetti strategici.⁵ L'Italia, al contrario, conserva un approccio più tradizionale e meno diversificato. La tesi analizza tali dinamiche articolandosi in quattro capitoli: il primo dedicato al sistema di finanziamento e al ruolo potenziale delle assicurazioni; il secondo alle cause del mancato sviluppo; il terzo al caso Generali; il quarto alle prospettive di riforma connesse alla bancassicurazione e alla Capital Markets Union. L'obiettivo è valutare

¹ Banca Centrale Europea The Insurance Sector in the Euro Area: Developments and Risks, ECB working Paper n. 2892, 2023.

² Generali Group, EU Competitiveness: How Insurance Can Drive Europe's Economic Future, 2025.

³ IVASS, *Solvency II*

⁴ IVASS, *Banche, assicurazioni e PMI: un'alleanza per la crescita*, intervento del 3 ottobre 2019.

⁵ Itinerari Previdenziali, *La revisione di Solvency II e le opportunità per le compagnie assicurative italiane*, 2023.

come le compagnie assicurative possano trasformarsi da gestori prudenti di risparmio a veri investitori istituzionali, capaci di sostenere crescita e competitività dell'economia reale europea.

CAPITOLO I

Il sistema di finanziamento delle imprese e il ruolo potenziale delle assicurazioni

1.1 Canali tradizionali di finanziamento e modello bancocentrico

Il sistema finanziario italiano storico si caratterizza per un modello fortemente bancocentrico, in cui il credito bancario rappresenta la fonte principale di finanziamento per le aziende, specialmente per le micro, piccole e medie imprese (PMI). In Italia, diversamente da Francia oppure Germania, il mercato obbligazionario e azionario restano modalità marginali di raccolta di capitali e anche l'emissione di obbligazioni societarie risulta sotto la media europea. Una situazione culturale e regolamentare che ha progressivamente consolidato il ruolo delle banche come principali intermediari finanziari, relegando il mercato dei capitali a un ruolo ancillare nonché favorendo relazioni di lungo periodo con le imprese⁶, genera tale struttura. L'intermediazione bancaria in Italia permane predominante soprattutto nel novero delle PMI. In tale contesto, l'accesso al credito è assai dipendente dalle banche locali. Il credito commerciale costituisce una forma di sostegno sussidiario, come dimostrano studi empirici. Nondimeno, il circuito più diffuso permane quello bancario. In tale ambito, la concessione di credito è indissolubilmente connessa al profilo di rischio dell'azienda. Le politiche creditizie italiane prediligono finanziamenti garantiti ed esigono requisiti rigorosi specialmente per le aziende minori e meno trasparenti, con elevati costi fissi inerenti al procedimento di erogazione. Nel 2024, i finanziamenti bancari alle imprese sono calati di circa il 2,6%, a fronte di politiche di offerta prudenziali e di una domanda più debole⁷. La qualità del credito permane stabile, gli istituti bancari hanno conservato criteri selettivi nella concessione e non si è verificata una stretta creditizia sistemica. Alle imprese più aleatorie sono imposti margini

⁶ Assonime. (2024). *Il finanziamento a medio e lungo termine delle imprese in Italia*.

⁷ Banca d'Italia / Relazione "Intermediazione creditizia non bancaria nella relazione della Banca d'Italia – Assifac"

superiori e garanzie più gravose, in funzione della dimensione e del settore⁸. Una certa dipendenza dai meccanismi di garanzia statale mette in risalto il sistema bancario italiano: nel corso del periodo pandemico e successivamente, attraverso schemi garantiti dal governo, è stata elargita una porzione rilevante del credito alle imprese, con una notevole esposizione pubblica. Questo ha supportato la perennità creditizia, ma denuncia la fragilità connaturata del sistema bancario italiano nel sorreggere in modo indipendente l'economia reale⁹. Si evidenzia una differenza nel confronto tra l'Italia e altre nazioni europee. Per quanto riguarda il rapporto tra debito privato, prestiti bancari e PIL, i dati ufficiali mostrano che il quadro è più complesso rispetto a quanto frequentemente riportato in sintesi. In Francia, il debito del settore privato (famiglie + imprese non finanziarie) rappresentava nel 2024 circa il 105,8 % del PIL, in calo rispetto all'anno precedente.¹⁰ Il debito in titoli (obbligazioni emesse da imprese non finanziarie) valeva circa 23,30 % del PIL francese a fine 2024.¹¹ Ciò sta a indicare una debole integrazione nel sistema dei mercati dei capitali, oltre a un minore utilizzo del debito bancario, considerato l'autofinanziamento. Il modello italiano di finanziamento è concentrato sul credito. Questo finanziamento bancario rappresenta il suo fulcro fondamentale. L'uso degli strumenti di mercato rimane limitato, e le PMI sono vincolate a rapporti diretti con gli istituti bancari. Il paradigma italico bancocentrico si delinea quindi quale cardine essenziale per tale vincolo strutturale: se da un verso assicura solidità e cognizione approfondita dell'azienda da parte dell'ente creditizio, dall'altro frena le opportunità di espansione su dimensione continentale, di diminuzione degli oneri di capitale e di differenziazione delle provenienze di finanziamento. Il contesto imprenditoriale si ritrova perciò a muoversi in un ambiente dove l'innovazione del sistema finanziario è un'impellenza necessaria per agevolare l'entrata a modalità di finanziamento diverse e di più lunga scadenza e diminuire la soggezione dal circuito bancario. Il modello bancocentrico italiano, sebbene abbia storicamente assicurato un supporto esteso al sistema imprenditoriale,

⁸ Banca d'Italia. (2025b). *Relazione annuale 2024*.

⁹ Tassone, F. V. (2025). Credito alle imprese in Italia: se le banche non fanno più le banche. *Agenda Digitale*.

¹⁰ Banque de France / Statistiche sui "debt ratios" settoriali 2024: il debito del settore privato non finanziario francese è stato stimato al 105,8 % del PIL.

¹¹ Eurostat / TradingEconomics: le obbligazioni emesse da imprese non finanziarie in Francia (non consolidate) erano pari al 23,30 % del PIL a dicembre 2024.

manifesta attualmente evidenti limiti strutturali che ne riducono l'efficacia nel corrispondere alle necessità di finanziamento delle aziende, in special modo durante una fase di trasformazione economica e finanziaria nella quale cresce la richiesta di capitali flessibili e a lungo termine. Un rilevante impedimento è l'acuirsi dei vincoli di capitale proprio prescritti agli istituti bancari in seguito all'approvazione dei criteri di Basilea III. Simili principi hanno reso più onerosa e meno incentivata l'erogazione di credito, soprattutto verso imprese con profili di rischio elevati o senza garanzie solide. Sebbene volto a salvaguardare la solidità del sistema, tale limite precauzionale ha finito per danneggiare in particolare le piccole e medie imprese (PMI), le quali rappresentano la spina dorsale del sistema produttivo italiano¹². Nell'ambito dell'offerta creditizia si ravvisa un ulteriore limite importante di inflessibilità. Gli istituti bancari italiani stentano a riplasmare i propri schemi funzionali. Questo è specialmente valido per gli istituti bancari di dimensioni inferiori nonché per le aziende innovative o in fase di sviluppo. L'erogazione di finanziamenti di piccolo importo o per soggetti privi di storico creditizio è scarsamente conveniente a causa dell'elevata incidenza di costi fissi nell'istruttoria e nella gestione del credito. In aggiunta, le metodologie di stima della solidità finanziaria spesso trascurano possibilità prospettiche o abilità pianificatorie, rimanendo saldamente indirizzate a parametri reddituali e pregressi, similmente a quanto accade negli scenari più evoluti sul piano dei capitali di rischio¹³. La continuità delle asimmetrie informative tra il sistema bancario e le imprese costituisce un ulteriore impedimento. La condizione economico-finanziaria di svariate PMI italiane non è rappresentata con trasparenza e accuratezza per carenza di strumenti idonei. Gli istituti bancari si trovano in difficoltà nel valutare con precisione il rischio data la carenza di bilanci certificati, piani industriali formalizzati e sistemi di controllo di gestione efficaci. Ciò implica un approccio di tipo prudenziale, generando una restrizione selettiva del credito. Nel corso degli ultimi anni si è manifestata una tendenza da parte degli istituti bancari italiani. Queste ultime convogliano una frazione notevole dei loro attivi verso titoli del debito pubblico, il che rende il contesto ancora più complesso. Tale orientamento depaupera risorse altrimenti

¹² Banca d'Italia. (2024). *Relazione annuale sul 2023*. Roma: Servizio Studi di Struttura Economica e Finanziaria.

¹³ Assonime. (2024). *Il finanziamento a lungo termine delle imprese italiane: vincoli e proposte*. Quaderni di ricerca, n. 32.

allocabili a supporto dell'economia reale, esacerbando la difficoltà di accesso al credito per le imprese, specialmente quelle bisognose di investimenti di medio-lungo periodo¹⁴, sebbene offra una remunerazione relativamente sicura e immediata. Il contesto normativo e istituzionale italiano, unitamente a incertezza, burocrazia e tempistiche dilatate nella giustizia civile, influisce negativamente sul sistema delle garanzie e sul recupero crediti. La cognizione di rischio da parte degli istituti bancari viene incrementata da tale aspetto, diminuendone la predisposizione a sovvenzionare iniziative imprenditoriali, specialmente in mancanza di tutele statali oppure tipologie di garanzia altamente liquidabili. In questa situazione, l'esigenza di creare canali finanziari alternativi nonché complementari si evidenzia dato che il modello bancocentrico si rivela insufficiente rispetto alle sfide poste dall'internazionalizzazione, dalla digitalizzazione e dalla transizione ecologica, in quanto tali canali sono in grado di proporre soluzioni flessibili, diversificate e orientate al lungo periodo.

1.2 Caratteristiche delle imprese di assicurazione come investitori istituzionali

Le imprese di assicurazione costituiscono uno degli investitori istituzionali più importanti nel contesto italiano ed europeo gestendo risorse fondamentali per il supporto all'economia reale. Innanzitutto, si caratterizzano per via della capacità di investimenti a lungo termine. Quest'abilità è contraddistinta da un'impostazione patrimoniale indirizzata in prevalenza verso investimenti a rendimento prestabilito, quali obbligazioni societarie e titoli governativi, che si conformano alla tipologia delle obbligazioni tecniche e le promesse verso gli assicurati. Un approccio del genere assicura una conduzione assennata del rischio, permettendo un'alta stabilità del portafoglio ed una congrua protezione delle obbligazioni tecniche. In secondo luogo, determinate limitazioni normative, incluso Solvency II in ambito europeo, incidono

¹⁴ Gaggero, A. A., & Marengo, E. (2023). *Finanza e crescita delle imprese italiane: ostacoli strutturali e opportunità mancate*. *Economia e Lavoro*, 57(2), 103–125.

sulla conduzione attiva del portafoglio assicurativo, poiché prescrivono limiti di concentrazione del rischio e obblighi di capitalizzazione. La regolamentazione spinge le società a prediligere obbligazioni di elevato merito creditizio nonché a preservare una congrua ripartizione tra le categorie di attivo. Molti portafogli includono dal 15 al 20 % di investimenti in alternative assets quali immobili, infrastrutture e private debt¹⁵. Simili attivi alternativi permettono di accrescere il profitto generale, allargando l'investimento verso piani infrastrutturali di lunga durata. In tal modo, si contribuisce altresì al settore della finanza sostenibile. L'indirizzo saldo verso investimenti ESG (Environmental, Social, Governance) è la terza peculiarità. Tale tendenza risulta viepiù marcata nei grandi gruppi assicurativi a elevata capitalizzazione e proiezione internazionale, poiché le principali imprese europee operano mediante politiche d'investimento che integrano valutazioni ESG nella selezione degli asset, favorendo l'adesione a standard di sostenibilità e trasparenza. Una resa superiore e l'appetibilità verso investitori istituzionali e stakeholder internazionali si dimostrano connesse con la governance interna e l'esistenza di commissioni ESG. Un quarto aspetto concerne la liquidità nonché la gestione dell'asset-liability management (ALM). Al fine di minimizzare il disallineamento e controllare l'impatto delle oscillazioni dei tassi di interesse, specialmente nei settori vita con prodotti a prestazioni assicurate, le società di assicurazione implementano modelli ALM complessi aventi lo scopo di assicurare la corrispondenza temporale tra attivi e passivi. Le recenti normative contabili (IFRS 17 e IFRS 9) hanno aumentato la difficoltà di tale gestione e necessitano di strategie di copertura coordinate¹⁶. In aggiunta, hanno arrecato instabilità nei rendiconti di accantonamento. Nel contesto finanziario italiano ed europeo, le imprese di assicurazione si configurano come soggetti di entità e importanza sistemica: in Italia detengono una porzione considerevole del mercato assicurativo europeo e amministrano patrimoni che eccedono il 50 % del PIL. La loro rilevanza è accresciuta mediante la concentrazione in talune grandi realtà, fra cui il Gruppo Generali, che esercitano un'influenza centrale anche nell'asset management e nelle decisioni di investimento strategico a lungo termine, non solo nella distribuzione assicurativa. Le

¹⁵ EIOPA. (2024). *Financial Stability Report, June 2024*. European Insurance and Occupational Pensions Authority.

¹⁶ Sebastian, F. (2023). New IFRS financial reporting standards: three key investment implications for insurers. *Wellington Institutional Insights*.

compagnie di assicurazione caratterizzate da portafogli altamente strutturati sono gli investitori istituzionali dotati di modelli ALM sofisticati, fortemente inclini alle pratiche ESG, assoggettati a vincoli regolamentari stringenti nonché orientati al lungo termine. Tale impostazione le configura quali possibili alleati strategici nello sviluppo dei canali di finanziamento dell'economia concreta¹⁷. Gli strumenti tradizionali bancari appaiono inadeguati soprattutto nel contesto di tale evoluzione.

1.3 Assicurazioni e finanziamento' dell'economia reale

Il contributo delle imprese di assicurazione al finanziamento dell'economia reale si manifesta rilevante e possibilmente decisivo, specialmente in un ambito italiano ed europeo che necessita urgentemente di attivare capitali stabili al fine di supportare la transizione infrastrutturale, digitale ed ecologica. Gli istituti assicurativi amministrano capitali di proporzioni ingenti: nel 2022, il comparto assicurativo dell'area euro aveva raggranellato quasi 9.000 miliardi di euro in attività. Tale dato ammonta a più di un quarto dell'intero sistema bancario europeo, circostanza che lo eleva a uno dei maggiori intermediari finanziari non bancari¹⁸. La centralità delle assicurazioni è stata in aumento progressivo nella trasmissione della politica monetaria. Tale preminenza si attesta altresì nella veicolazione dei capitali verso investimenti nell'economia tangibile. Spesso, tralasciando le emissioni pubbliche, le assicurazioni costituiscono i principali investitori nazionali in obbligazioni societarie e statali mediante impieghi a lungo termine in titoli di debito corporate e sovrano. In virtù di tale cospicua solidità finanziaria, possono fungere da elementi di stabilizzazione del mercato: durante la congiuntura pandemica, talune indagini hanno messo in luce come le società italiane abbiano aumentato l'acquisizione di obbligazioni il cui valore era calato, attenuando in tal modo la volatilità dei mercati finanziari. Recenti relazioni indicano che il comparto assicurativo europeo detiene dal 10 al 16 % circa del proprio portafoglio in

¹⁷ Apicella, F., Gallo, R., & Guazzarotti, G. (2022). *Insurers' investments before and after the Covid-19 outbreak*. Temi di discussione, Banca d'Italia.

¹⁸ Kaufmann, C., Leyva, J., & Storz, M. (2023). *Insurance corporations' balance sheets, financial stability and monetary policy* (ECB Working Paper No. 2892). European Central Bank.

asset alternativi quali capitale immobiliare, infrastrutturale e private debt, segmenti che costituiscono un canale fondamentale verso investimenti dalla natura più durevole¹⁹, seppure la quota di investimento diretto in infrastrutture e capitale reale permanga limitata rispetto al potenziale totale. Concorrendo all'attuazione di investimenti strategici imprescindibili per lo sviluppo economico, tali risorse permettono agli operatori assicurativi di supportare progetti di lunga durata. Tuttavia, permane ancora un considerevole impedimento negli ostacoli regolamentari applicati da Solvency II. La partecipazione delle compagnie assicurative alla cartolarizzazione è fortemente ostacolata da queste barriere. La porzione investita in cartolarizzazioni dagli assicuratori europei permane esigua (circa 0,3 %) in confronto a quella dei corrispondenti americani (circa 17 %), stando al Financial Times, palesando una sottoutilizzazione di questo mezzo che potrebbe favorire il flusso di credito verso l'economia reale²⁰. Le norme odierne impongono requisiti patrimoniali gravosi per gli attivi securitizzati. Ciò accade anche qualora questi esibiscano rating investment grade simili o inferiori alle obbligazioni corporate. La duttilità delle compagnie assicurative nell'assegnazione dei capitali verso settori più dinamici ed innovativi risulta condizionata dal contesto normativo europeo, costituito quindi da Solvency II e da una regolamentazione prudenziale estremamente cautelativa. Questo comporta una limitata valorizzazione delle capacità degli investitori istituzionali assicurativi. Simili investitori potrebbero essere fonti di capitale alternative nonché supportate. Ritenuta un meccanismo essenziale per agevolare l'accesso al credito e minimizzare il divario con gli Stati Uniti, è la modifica di tali regolamenti, suggerita anche nelle raccomandazioni per ravvivare la Securitisation Union. Le valutazioni che segnalano un patrimonio investibile di svariati miliardi di euro in aziende italiane, al momento non impiegati poiché indirizzati verso obbligazioni nazionali oppure mercati esteri, mostrano nel territorio italiano la considerazione progressiva verso la funzione delle assicurazioni in quanto collaboratori finanziari per il comparto produttivo. Un fattore cruciale per favorire la ripresa della crescita interna potrebbe essere rappresentato da una più ampia destinazione di tali risorse a investimenti aziendali nazionali²¹. In virtù

¹⁹ EIOPA. (2024). *Financial Stability Report, June 2024*. European Insurance and Occupational Pensions Authority.

²⁰ Financial Times. (2025, February). How to fix Europe's securitisation market.

²¹ Firstonline editorial team. (2025, March). *Insurance and pension funds: the hidden treasure that can revive the Italian economy*. Firstonline.

della loro portata patrimoniale, della stabilità nella gestione dei flussi finanziari e dell'indirizzo verso asset di lungo periodo, le imprese di assicurazione possono espletare un ruolo chiave nel finanziamento dell'economia reale. Si richiede un contesto regolamentare più incisivo nonché flessibile allo scopo di promuovere investimenti strategici, affinché il loro capitale sostenga efficacemente la crescita sostenibile delle infrastrutture europee.

1.4 Confronto con altri Paesi europei

Il paragone tra l'Italia e altri primari Paesi europei evidenzia delle diversità strutturali importanti nella funzione che le assicurazioni detengono nel sovvenzionare l'economia reale. Il comparto assicurativo nella zona euro ha incrementato di quasi il doppio le proprie attività tra il 2008 e il 2021 arrivando a sfiorare i 9.000 miliardi di euro. È assurto a baluardo della intermediazione finanziaria non bancaria. L'Italia appare però meno integrata rispetto a Germania e Francia, tanto in termini di dimensione patrimoniale assoluta quanto di incidenza sul PIL²². In Germania, le società di assicurazione, per esempio, traggono beneficio da capital markets locali estesi e da mercati assicurativi più evoluti e detengono una posizione dominante altresì come investitori in infrastrutture e titoli corporate. Nella penisola italiana permane la forma consueta con tutele tecniche consolidate e una più alta focalizzazione in obbligazioni governative nazionali, mentre il comparto teutonico si contraddistingue per una cospicua richiesta di articoli vita con elemento at risk (unit-linked). Nel contesto italiano l'allocazione verso tali comparti appare ancora limitata, pertanto gli assicuratori tedeschi esibiscono una più elevata tendenza all'investimento in private debt, infrastrutture e strumenti di finanziamento alternativi. In Francia, il modello di bancassicurazione ha promosso una salda integrazione tra gli istituti bancari e le compagnie assicurative. Entità considerevoli quali Crédit Agricole e Société Générale operano in ambo le categorie. Tramite canali ibridi, tale integrazione facilita la raccolta

²² Kaufmann, C., Leyva, J., & Storz, M. (2022). *Insurance corporations' balance sheets, financial stability and monetary policy* (ECB Working Paper No. 2892).

di risparmio nonché l'assegnazione di capitale a imprese e progetti infrastrutturali, estendendo le opportunità di diversificazione patrimoniale e abbassando i costi distributivi. L'Italia esibisce somiglianze a gruppi quali Generali o Intesa Sanpaolo, però su entità inferiore unitamente a disomogeneità minore tra regioni rispetto ai leader francesi e belghe. In tutta Europa si manifesta un limite condiviso in materia di regolamentazione: Solvency II continua a penalizzare in modo considerevole l'uso della securitizzazione. Negli Stati Uniti la cartolarizzazione incide per una porzione considerevole degli attivi assicurativi (circa il 15/17%) rispetto allo 0,3-1% in Europa.²³ Taluni mercati, come il tedesco e il francese, stanno evolvendo più celermente strumenti STS e iniziative di riforma regolamentare. L'Italia, per contro, permane assai più indietro nello sforzo di rendere disponibili tali risorse differenti²⁴. Tali divergenze si rispecchiano nella facoltà delle assicurazioni e tale facoltà concorre al finanziamento dell'economia reale. Mentre in Italia gran parte delle risorse permane concentrata su titoli di Stato nonché bond societari stranieri, in Germania ed in Francia una quota superiore del capitale assicurativo è destinata a infrastrutture, private markets e debito corporate domestico. L'attitudine del capitale assicurativo a supportare aziende nazionali e iniziative strategiche di lungo periodo è condizionata da tale peculiarità²⁵. In definitiva, la situazione italiana si rivela inferiore se comparata con altre nazioni europee, sia per ampiezza del comparto assicurativo sia per l'inclinazione all'investimento indirizzato all'economia concreta. La penisola italiana detiene una forma di investimento maggiormente tradizionale e meno diversificata, mentre la Germania e la Francia dimostrano già una capacità crescente di indirizzare risorse verso infrastrutture, capitale reale e mercati alternativi. Tale situazione implica di accrescere il potenziale degli assicuratori quali finanziatori stabili ed indirizzati al lungo termine, agevolando una più ampia integrazione tra mercati dei capitali e assicurazioni e mediante una revisione normativa.

²³ PineBridge, “*Solvency II Revisited: Unlocking CLOs for European Insurers*” (2025) — circa 1% per l'UE vs ~15% per gli USA.

²⁴ Financial Times. (2025, February). How to fix Europe's securitisation market.

²⁵ OECD. (2024). *Global Insurance Market Trends 2024*. Paris: OECD Publishing.

CAPITOLO II

Le cause del mancato sviluppo del ruolo finanziatore

2.1 Vincoli normativi e prudenziali

Nel contesto dell'Unione europea, lo schema dei vincoli di natura normativa e di tipo prudenziale che regola l'operato delle compagnie assicurative si fonda su Solvency II e, a partire dal 2025, include la direttiva che modifica la cornice prudenziale e la nuova direttiva relativa al risanamento e alla risoluzione ("IRRD"), rimodellato in aspetti salienti dal "pacchetto" di revisione. Tali interventi sono volti a rafforzare la proporzionalità con la qualità della vigilanza nonché ad affinare gli strumenti macro-prudenziali. L'inclusione dei rischi di sostenibilità all'interno delle scelte di investimento e la promozione dell'assegnazione di capitale sul lungo periodo sono ulteriori finalità, sempre entro limiti ben precisi. Contemporaneamente, l'IRRD introduce per gli assicuratori europei un sistema armonizzato di pianificazione preventiva e gestione delle crisi, con poteri e strumenti di risoluzione analoghi a quelli già in vigore per il settore bancario²⁶, tuttavia adattati alle specificità assicurative. Tali sviluppi influiscono notevolmente sul profilo di rischio, sui requisiti patrimoniali e sulle scelte di portafoglio delle aziende, pregiudicandone la capacità di agire. Ne consegue un effetto sull'operatività in qualità di investitori istituzionali all'interno dell'economia reale. La disamina di Solvency II convalida la struttura a tre pilastri, esigenze quantitative (Pillar 1), amministrazione e gestione dei rischi (Pillar 2), informativa e trasparenza (Pillar 3), però, nell'ambito prettamente cautelativo, varia alcuni meccanismi cardine che impattano direttamente sull'asset allocation. Nello specifico, un primo intervento di rilievo concerne l'aggiustamento della volatilità (VA)

²⁶ European Parliament & Council. (2025b). *Directive (EU) 2025/1 of 27 November 2024 establishing a framework for the recovery and resolution of insurance and reinsurance undertakings (IRRD)*. Official Journal of the European Union, 8 January 2025.

per le misure di garanzia di lungo termine (“long-term guarantee measures”). Mediante la precisazione delle condizioni d’uso, la ricalibrazione del calcolo e l’assoggettamento all’approvazione preventiva dell’autorità di vigilanza, la nuova disciplina consente l’aggiunta fino all’85% dello spread corretto per il rischio alla curva priva di rischio, in presenza di salvaguardie. La componente “paese” per l’euro è rimpiazzata da una macro componente. Tale macro-componente è computata in ragione del divario tra lo spread risk-adjusted dell’Eurozona e quello nazionale, smorzando effetti “a soglia” e artificiosa volatilità del capitale. La riforma introduce anche un CSSR (credit spread sensitivity ratio) a livello di impresa. Questo rende il vantaggio del VA maggiormente in linea con la sensibilità effettiva di attività e passività. Queste regole, benché ideate per attenuare perturbazioni di spread e circoscrivere la pro ciclicità, condizionano e sorvegliano più intensamente, influenzano la relativa opportunità di portafogli più “lunghi” e obbligano gli operatori a corroborare le tutele di Asset-Liability Management per conservare l’accesso allo strumento. Un secondo asse d’intervento concerne l’agevolazione degli investimenti azionari. Ciononostante, ciò deve concretizzarsi in perimetri restrittivi e con una prospettiva a lungo termine. Il legislatore attesta la sussistenza della facoltà di applicare la calibrazione agevolata al 22% per il sotto-portafoglio qualificato alla stregua di “long-term equity investments”. In tal modo, vengono esplicitati ed attuati i criteri relativi all’ammissibilità (separata identificazione/gestione, politica di investimento dedicata unitamente ad un impegno medio di detenzione oltre cinque anni, appropriata diversificazione e divieto di includere partecipazioni). Si anticipa peraltro che, per strumenti finanziari (ELTIF e altri OICR specificati dalle disposizioni delegate) dotati di un profilo di rischio più moderato, l’accertamento dei requisiti si realizzi a livello di fondo²⁷. La taratura LT-equity, una leva di natura prudenziale importante per l’abbattimento del costo del capitale connesso all’azionario cosiddetto “paziente”, si mantiene limitata a portafogli ben delineati e amministrati con disciplina: l’accesso indebito oppure la perdita dei requisiti implicano il ritorno automatico ai parametri consueti dell’equity risk, che sono universalmente più gravosi

²⁷ European Parliament & Council. (2025a). *Directive (EU) 2025/2 of 27 November 2024 amending Directive 2009/138/EC (Solvency II) as regards proportionality, supervision, reporting, long-term guarantee measures, macro-prudential tools, sustainability risks and group/cross-border supervision*. Official Journal of the European Union, 8 January 2025.

in termini di assorbimento di capitale. La disamina introduce un'intelaiatura macro-prudenziale più complessa, basandosi sia sulla “governance” aziendale sia sulle facoltà degli enti di sorveglianza. In ambito aziendale, l'esplicazione del principio della persona accorta è esplicitamente implementata: nella strutturazione della propria strategia d'investimento, le aziende devono valutare sia le evoluzioni macroeconomiche e di mercato, sia l'incidenza dei rischi di sostenibilità sui portafogli, sia gli effetti a lungo termine delle decisioni d'investimento sui fattori ESG; inoltre, su istanza dell'autorità, devono inglobare valutazioni macro-prudenziali nell'asset allocation. Nell'eventualità di un peggioramento della situazione di solvibilità, sono contemplate misure scaglionate sino alla sospensione di erogazioni (dividendi/compensi variabili) e di transazioni infragruppo che compromettano la solvibilità oppure la liquidità, unitamente a programmi di gestione della liquidità di medio-lungo periodo e valutazioni macro-prudenziali supplementari per entità o consorzi designati, a livello di supervisione. Tali poteri sono volti a prevenire comportamenti pro-ciclici e a corroborare la resilienza del settore, da applicare in modo proporzionato e temporaneo, ma accrescono allo stesso tempo i vincoli sulla politica finanziaria delle compagnie, incidendo sulla loro libertà di manovra in fasi di stress. L'IRRD, in intima relazione con la dimensione macro-prudenziale, impone a livello europeo una struttura ex ante per il risanamento quanto alla risoluzione delle imprese di assicurazione, con piani di risoluzione per gli operatori che svolgono funzioni critiche ovvero per i quali la risoluzione è verosimilmente nell'interesse pubblico e con obblighi di pianificazione preventiva di risanamento (almeno per una quota significativa del mercato nazionale). L'IRRD coordina il tutto con il perimetro conglomerale e transfrontaliero, istituisce autorità nazionali di risoluzione, introduce meccanismi di riconoscimento contrattuale dei poteri di risoluzione per contratti regolati da leggi di Paesi terzi, inoltre prevede strumenti quali il trasferimento di portafogli e la costituzione di enti ponte. Per gli assicuratori, la filosofia del regime volta a prevenire discontinuità delle funzioni essenziali e minimizzare gli impatti sistemici si concretizza in oneri organizzativi (pianificazione, governance in crisi, playbooks) e nella possibilità di restrizioni su nuova operatività, distribuzioni o

ristrutturazione di passività nei casi in cui lo richieda l'interesse alla stabilità²⁸. Tali innovazioni si integrano a un percorso di sorveglianza già connotato da notevole riguardo alla resilienza. Gli esiti dello stress test EIOPA 2024 lo palesano, esibendo un comparto globalmente ben capitalizzato nonché provvisto di congrue riserve di liquidità anche in avversi scenari severi. Particolari fragilità motivano l'attenzione su valutazioni macro-prudenziali e schemi di liquidità della modifica di Solvency II²⁹. Il quadro normativo volto a prevenire disinvestimenti coatti e a mitigare la volatilità “artificiale” del capitale, contemperando stabilità e possibilità di finanziamento dell'economia reale, è suffragato da tali risultati, in aggiunta alle dinamiche dei tassi e degli spread. Al fine di promuovere un utilizzo più esteso del capitale paziente, la Commissione nel 2025 ha avviato una consultazione su un atto delegato per la revisione della normativa tecnica, il quale consolida il trattamento dell'equity a lungo termine, rimuove impedimenti rimanenti agli investimenti in cartolarizzazioni di qualità elevata, diminuisce la reattività del sistema alla volatilità di breve periodo e stabilisce adeguamenti mirati (per esempio nel rischio di calamità naturale) in linea con i cambiamenti dei rischi assicurativi. L'orientamento è palese benché le proposte siano tuttora in completamento regolamentare: affinare la coerenza rischio-sensibile delle calibrazioni senza ledere la tutela dei contraenti. In concomitanza, la modifica del regolamento UE sulla cartolarizzazione si propone di rinvigorire un meccanismo di finanziamento vantaggioso per la ripartizione delle aziende, in aderenza ai criteri di qualità e trasparenza³⁰. Le cripto-attività attengono a una specifica area di nuovo rischio per la quale si definisce il trattamento prudenziale. EIOPA ha divulgato, su istanza della Commissione, nel marzo 2025 un'opinione tecnica che caldeggia l'utilizzo previdenziale di un urto non diversificabile del 100% nel modello standard per l'insieme delle allocazioni in cripto-attività, in mancanza di riscontri di stabilità dei prezzi, escludendo l'equity type 2 e riportando le attività tokenizzate al principio di trasparenza in base ai sottostanti ove opportuno. Tale assetto interpretativo deve essere

²⁸ European Parliament & Council. (2025b). *Directive (EU) 2025/1 of 27 November 2024 establishing a framework for the recovery and resolution of insurance and reinsurance undertakings (IRR)*. Official Journal of the European Union, 8 January 2025.

²⁹ EIOPA. (2025). *Technical advice on standard formula capital requirements for investments in crypto-assets (EIOPA-BoS-25/068, 27 March 2025)*. Frankfurt: EIOPA.

³⁰ European Commission. (2025). *Draft Commission Delegated Regulation amending Delegated Regulation (EU) 2015/35 under Solvency II – Public Feedback (18 July 2025)*. Brussels: European Commission.

valutato unitamente all'operatività del regolamento MiCA e denota la notevole instabilità, i pericoli di mercato e di liquidità e la tuttora esigua rilevanza delle posizioni nel comparto assicurativo europeo. Su scala globale, l'implementazione dell'Insurance Capital Standard (ICS) da parte dell'IAIS rappresenta un obbligo patrimoniale richiesto per i gruppi assicurativi internazionali (dicembre 2024). Quest'adozione costituisce un fattore addizionale di pressione regolamentare in tema di comparabilità e rendicontazione. L'ICS, senza surrogare Solvency II nell'UE, potrà impattare sulle prassi di gruppo e sul dialogo tra autorità, corroborando un linguaggio comune di vigilanza, con possibili riverberi operativi per i conglomerati europei a più ampia proiezione geografica. La solidità patrimoniale del comparto risulta confermata, stando a quanto riportato nella Relazione annuale 2024 dell'IVASS (pubblicata nel giugno 2025), e viene evidenziato il notevole impegno di adeguamento alle normative europee, per quanto concerne la governance dei rischi di sostenibilità, della liquidità e della trasparenza informativa, nel panorama italiano. La sorveglianza domestica sottolinea la rilevanza dell'ALM nonché della qualità degli attivi a garanzia delle riserve. Tali elementi si combinano con le nuove leve macro-prudenziali e con gli stimoli, tuttora circoscritti, agli investimenti di lungo termine, in un quadro di tassi in rientro e più elevata competizione tra tipologie di impiego³¹. Tali vincoli, complessivamente, vanno a rimodulare la funzione dell'assicuratore in quanto investitore istituzionale: condizioni stringenti, poteri preventivi nonché una più profonda integrazione di rischi macro e di sostenibilità mirano alla riduzione della volatilità regolamentare e alla canalizzazione verso attivi "pazienti". Ne consegue un compromesso che salvaguarda la stabilità e gli assicurati, ma al fine di non pregiudicare, tramite l'ambizione di profitto a lungo termine, la resilienza e la solidità del sistema, impone alle società competenze tecniche (ALM, valutazione del rischio, gestione della liquidità), una governance forte e un utilizzo controllato delle aree di elasticità (VA, LT-equity, cartolarizzazioni di qualità).

³¹ IVASS. (2025). *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2024* (19 giugno 2025). Roma: Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni.

2.2 Fattori strutturali

Nel contesto italiano ed europeo, fattori strutturali che condizionano sia l'offerta che la domanda di capitale di rischio quanto di debito a più lungo termine spiegano, oltre ai vincoli regolamentari, la limitata espansione del ruolo delle imprese di assicurazione in quanto finanziatori diretti dell'economia reale, e in questi fattori affonda le proprie radici. L'organizzazione produttiva italiana causa, in realtà, difficoltà informative e operatività frazionata che si concretizzano in costi di "due diligence" considerevoli e in una carenza di progetti "investibili" con un profilo rischio-rendimento in linea con gli orizzonti di lungo periodo e con i requisiti di gestione attivo-passivo (ALM) delle compagnie dato che è particolarmente indirizzata verso piccole e medie imprese, spesso non quotate, familiari e con governance informale. Malgrado un graduale accrescimento della disponibilità di strumenti alternativi, i dati comparativi dell'OCSE dimostrano che il finanziamento delle PMI permane soprattutto bancario e che le modalità di equity e quasi-equity continuano a essere sottodimensionate, specialmente nelle Nazioni con mercati dei capitali meno sviluppati³². La suddetta conformazione produttiva si unisce ad una costituzione patrimoniale degli assicuratori europei orientata verso attività obbligazionarie, statali e societarie, con percentuali in aumento. Le allocazioni in attivi alternativi permangono tuttora limitate, denotando una predilezione per schemi di rischio liquidità compatibili con obbligazioni contrattuali di lungo periodo e con la necessità di attenuare l'instabilità regolamentare e contabile. Un secondo blocco di criticità inerisce alla funzionalità e alla profondità dei mercati dei capitali nazionali. Da svariati anni l'Italia mostra una capitalizzazione di borsa più bassa, in relazione al PIL, rispetto alle economie europee dotate di mercati più sviluppati. Al termine del 2023, la Borsa italiana appariva piuttosto esigua nel

³² OECD. (2025). *Global Insurance Market Trends: Preliminary 2024 data – Factsheet (June 2025)*. Organisation for Economic Co-operation and Development.

panorama internazionale, con un numero di aziende quotate ristretto e una predilezione per il risparmio tramite intermediazione bancaria. In tale scenario, la perduranza di attriti come la frammentazione dei regimi di settlement e collateral management e divergenze di ritenute alla fonte continua a ostacolare la canalizzazione del risparmio assicurativo verso strumenti di lungo termine domestici, riducendo l'effetto moltiplicativo dell'intermediazione non bancaria³³ mentre i progetti europei per l'integrazione dei mercati e la Capital Markets Union mirano a rimuovere barriere post-negoziato, fiscali e di vigilanza che innalzano i costi transfrontalieri e riducono l'offerta di strumenti standardizzati per il finanziamento delle PMI. In terzo luogo, a detrimento di prodotti con superiore componente azionaria o di rischio d'impresa, la produzione assicurativa è indirizzata dalla domanda delle famiglie e dalla filiera distributiva verso modalità di risparmio-investimento a modesto assorbimento informativo e con garanzie implicite o esplicite. Dalle indagini della CONSOB emerge un profilo modesto di alfabetizzazione finanziaria persistente, una spiccata preferenza per strumenti ritenuti sicuri e liquidi (depositi, titoli di Stato, fondi obbligazionari), un ricorso crescente a canali informativi non professionali e una scarsa propensione all'azionario diretto, elementi che si riflettono in una limitata pressione della clientela verso prodotti che investano nel capitale di rischio domestico. Sul versante dell'offerta, il mercato vita italiano permane mediato in ampia misura da filiali bancarie e postali, tramite cui è transitata più della metà della raccolta nel 2024, con un portafoglio di nuova emissione concentrato soprattutto su polizze rivalutabili e, in aumento, su unit-linked. Tale specializzazione distributiva, la quale si associa a modelli di pricing nonché di incentivazione tipicamente orientati al collocamento di prodotti standardizzabili e ad alta rotazione, tende a favorire allocazioni obbligazionarie e multi-ramo agevolmente scalabili, in confronto a esposizioni illiquide in private debt oppure infrastrutture domestiche, che esigono pipeline, skill di origination e iter di monitoraggio più ardui. Un quarto fattore strutturale concerne le limitazioni nonché i pericoli operativi interni agli assicuratori, in particolare la sensibilità alla liquidità e la gestione integrata attivo-passivo. L'esperienza recente, comprovata dagli stress test EIOPA 2024, ha mostrato come l'aumento dei riscatti e delle esigenze di cassa in

³³ European Commission. (2025). *Targeted consultation on the integration of EU capital markets & Blueprint on Savings and Investment Accounts*.

scenari avversi possa generare significativi fabbisogni di liquidità; tali esigenze, indotte più dalla dinamica delle passività che dalla qualità degli attivi, spingono le imprese a mantenere quote elevate di asset negoziabili e prontamente liquidabili, limitando l’allocazione verso progetti illiquidi ma socialmente desiderabili. L’implementazione dei principi contabili IFRS 17/9 ha incrementato la chiarezza del profilo economico delle obbligazioni, sebbene abbia irrigidito il controllo della fluttuazione degli utili e dei margini pattuiti, promuovendo protezioni e amministrazioni ALM caute: un meccanismo che propende a svantaggiare l’accettazione di rischi di illiquidità non completamente allineati alla conformazione delle obbligazioni³⁴. Inoltre, la capacità di convertire i portafogli di crediti bancari diretti alle PMI in strumenti che possono essere investiti da parte degli assicuratori si attenua per via della limitata maturità di svariati segmenti chiave dell’ordinamento finanziario europeo, come la cartolarizzazione standardizzata e “buona”. Nonostante gli avanzamenti del biennio 2024-2025, gli importi europei appaiono esigui se paragonati agli USA e la porzione “placed” è incostante, indice di un mercato illiquido: ergo il procedimento di propagazione dal credito bancario ai mercati dei capitali permane lacunoso, ostacolando l’investimento per gli assicuratori e la differenziazione del finanziamento per le aziende. Questo “anello debole” nella catena di intermediazione non bancaria preserva l’economia europea più vincolata alle banche rispetto alle controparti internazionali. Un simile nodo, fulcro delle proposte Draghi e della rinnovata agenda CMU, ostacola altresì la ripartizione dei rischi verso bilanci assicurativi intrinsecamente adatti a prospettive lunghe³⁵. La struttura istituzionale nonché giudiziaria influisce in modo considerevole sull’erogabilità di finanziamenti a progetti e imprese. Incide, altresì, sulla stima cautelativa dei proventi di rientro. Le informazioni europee sulla durata dei procedimenti civili e commerciali indicano avanzamenti per l’Italia negli ultimi anni; tuttavia, i tempi rimangono lunghi rispetto ai Paesi “benchmark”. Tali circostanze incrementano il premio per il rischio domandato dagli investitori, oltre a ridurre la pipeline di operazioni strutturate “investibili”, generando ripercussioni negative sul valore delle garanzie ed anche sui tassi di recupero in caso di insolvenza. La completa digitalizzazione dei registri e dei

³⁴ IAIS. (2024). *Global Insurance Market Report (GIMAR) 2024*. International Association of Insurance Supervisors.

³⁵ Financial Times. (2025). *How to fix Europe’s securitisation market*.

processi post-negoziatore nonch  una giustizia civile pi  efficace non sono quindi semplici riforme “di contesto”, bens  fattori strutturali della capacit  del comparto assicurativo di esercitare, in maniera estensibile, una funzione di finanziatore dell'economia reale. Tali fattori strutturali continuano a comprimere la domanda e l'offerta di strumenti adatti all'investimento assicurativo “paziente” nel capitale reale. Tra questi elementi si annoverano: tessuto produttivo policentrico e scarsamente capitalizzato, mercati dei capitali relativamente illiquidi e frazionati, propensioni dei risparmiatori e assetti distributivi che favoriscono strumenti a basso rischio, vincoli ALM e attenzione alla liquidit , ecosistemi di cartolarizzazione non ancora sviluppati, e un contesto istituzionale con tempi di attuazione perfettibili. La loro concreta attuazione, insieme al potenziamento della pipeline di progetti infrastrutturali finanziabili e alla propagazione di metriche di impatto e standard informativi condivisi per le PMI, contestualmente alle pi  recenti iniziative europee (dalla tabella di marcia per l'integrazione dei mercati alla proposta di “Savings and Investment Accounts” armonizzati e fiscalmente agevolati) che ambiscono proprio a intervenire su questi snodi, rappresenta la condizione necessaria per convertire il potenziale del settore assicurativo in massa critica a sostegno degli investimenti di lungo periodo³⁶.

2.3 Rischi percepiti, asimmetrie informative e mancanza di strumenti standardizzati

L'operativit  delle compagnie assicurative in qualit  di investitori istituzionali nell'economia reale   influenzata, oltre che da limiti prudenziali, da una serie di elementi “di mercato” che si potenziano a vicenda: la scarsit  di strumenti finanziari standardizzati, scalabili e provvisti di dati comparabili, il perdurare di asimmetrie informative, specialmente nel settore delle PMI non quotate, e la cognizione di rischi considerevoli per le posizioni illiquide o private. Tali elementi alimentano un circolo

³⁶ OECD. (2025). *Global Insurance Market Trends: Preliminary 2024 data – Factsheet (June 2025)*. Organisation for Economic Co-operation and Development.

vizioso che contrae l’offerta assicurativa di capitale “paziente”: spread e capitale regolamentare più elevati derivano dal rischio percepito più alto; le spese di due diligence e di monitoraggio sono incrementate dalla scarsità o eterogeneità dei dati; la liquidità secondaria e la bancabilità dei portafogli sono diminuite dalla limitata standardizzazione, ostacolando l’allineamento con i vincoli di gestione attivo-passivo (ALM) propri del settore. Le compagnie di assicurazione evidenziano in particolare tre categorie di difficoltà inerenti ai rischi valutati: il rischio creditizio e di accentrimento su controparti scarsamente trasparenti; il rischio di illiquidità/stima su beni non negoziati; il rischio di liquidità sul versante passivo (rimborsi) e di differenziale in situazioni di tensione. Nonostante un “prezzo” in termini di compressione dei margini, di ricomposizione degli attivi verso strumenti più liquidi e di maggior fabbisogno di cassa in corrispondenza di aumenti dei riscatti³⁷, le più recenti analisi EIOPA mettono in risalto una resilienza generale del settore, però con vulnerabilità specifiche su liquidità e valutazione degli attivi meno negoziati: gli assicuratori restano nel complesso ben capitalizzati, in base agli esiti dello Insurance Stress Test 2024, effettuato su uno scenario avverso con shock macro-finanziari severi. Il Financial Stability Report del giugno 2024 avvalora che l’instabilità dei mercati e la standardizzazione dei tassi aumentano la suscettibilità delle obbligazioni vita a perturbazioni di tasso e decadenza. Questo determina decisioni di allocazione del portafoglio più prudenti e una predilezione per strumenti con maggiore trasparenza di prezzo e di rischio. I profili ESG implementano una dimensione in più al rischio percepito e la reperibilità e la qualità dei dati di sostenibilità permangono eterogenee. Questo implica un pericolo sul piano reputazionale e di greenwashing, soprattutto per PMI e private assets. Al fine di tutelare gli investitori e assicurare la precisione informativa, l’ESMA ha deliberato nel 2024 le Guidelines on funds’ names using ESG or sustainability-related terms, le quali introducono, tra le altre cose, una soglia minima dell’80% di corrispondenza tra denominazione e portafoglio effettivo e una serie di esclusioni e stabiliscono una disciplina più rigorosa dell’uso di etichette “sostenibili”. Per le compagnie di assicurazione, tali presidi rafforzano l’affidabilità del mercato, però incrementano anche gli oneri di vaglio e conformità sul lato attivo, poiché i dati

³⁷ EIOPA. (2025). *Recommendations – Insurance Stress Test 2024* (28 February 2025). European Insurance and Occupational Pensions Authority.

di emittenti non quotati risultano scarsi oppure non comparabili. L'aspetto strutturale più ostico sono le asimmetrie informative. Le PMI europee rappresentano la maggior parte del sistema produttivo importante per l'economia concreta. Tali aziende esibiscono spesso rendiconti finanziari non asseverati, una copertura di rating esigua e uno storico informativo discontinuo. Con riferimento alle prove più attuali del Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE), una porzione significativa di imprese reputa ancora problematico l'ottenimento di finanziamenti esterni e le richieste informative/di garanzia permangono un ostacolo, soprattutto per le aziende di dimensioni minori³⁸. Malgrado la normalizzazione post-pandemica, la rassegna OCSE sul finanziamento delle PMI comprova l'aumento dei costi di finanziamento e l'uso limitato di strumenti alternativi di mercato, stante le carenze informative e di disclosure che impediscono a investitori di lungo periodo di costruire portafogli diversificati su scala. In aggiunta, analisi riepilogative del Fondo Europeo per gli Investimenti denunciano che una porzione considerevole delle PMI persevera nell'asserire "sfide severe" nell'ottenimento di finanziamenti. Queste difficoltà sono parzialmente addebitabili alla modesta standardizzazione dei dataset nonché alla difficoltà di estrapolare analytics affidabili (EIF, 2024). La questione si fonda su tre cardini. Il terzo aspetto concerne la deficienza di uniformità degli strumenti. Il canale della cartolarizzazione permane in Europa meno profondo nonché più volatile rispetto ad altri mercati, e malgrado registri un miglioramento del collocato nel 2025, i volumi rimangono incostanti: tale canale è potenzialmente idoneo a tramutare portafogli di crediti bancari alle PMI in titoli investibili per assicuratori, ma la quota "placed" fluttua sensibilmente di trimestre in trimestre, indice di una liquidità disomogenea e di una base investitori non ancora stabile. A conservare alti i suddetti haircut informativi domandati dagli investitori istituzionali concorrono le difficoltà operative nonché di due diligence, in parte connesse alla complessità documentale come alla qualità dei dati di portafoglio. Nell'ambito delle più recenti iniziative europee per la Capital Markets Union e, in ispecie, nella strategia 2025 per la Savings and Investments Union, la Commissione ha posto l'accento sulla riattivazione della cartolarizzazione "buona". Ha posto l'accento anche sulla standardizzazione dei processi post-negoziazione,

³⁸ ECB – European Central Bank. (2025). *Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE), Round 34–35 (Jan–Jul 2025)*. European Central Bank.

settlement, collateral, asset servicing, per ridurre i costi di transazione e aumentare la fungibilità degli strumenti: la Commissione non lo ha fatto fortuitamente. Nel corso degli ultimi due anni, si è delineato un percorso di policy finalizzato alla riduzione di asimmetrie. L'intento è quello di costituire dei "ponti" informativi. A partire dal 2027, il Regolamento (UE) 2023/2859 stabilirà l'European Single Access Point (ESAP) per un accesso centralizzato alle informazioni di natura finanziaria e di sostenibilità concernenti emittenti e prodotti, tramite formati machine-readable e tassonomie condivise. Se implementata appieno, tale infrastruttura può ridurre i costi fissi di analisi e potenziare la comparabilità transnazionale, a vantaggio degli investimenti assicurativi in PMI e private markets (Regolamento UE 2023/2859). In concomitanza, il Listing Act del 2024 ha snellito alcuni obblighi per le quotazioni e le operazioni di mercato, allo scopo di accrescere la solidità di detto mercato, mentre ELTIF 2.0, entrato in vigore nel 2024 e integrato dagli RTS nel 2024, ha facilitato l'impiego di strumenti mirati a investimenti di lungo periodo, con capacità di aggregazione e trasparenza più immediata per gli assicuratori. Principalmente, la tabella di marcia dell'Eurosistema per l'armonizzazione post-trade del 2025 richiama la necessità di un unico rulebook europeo in materia di regolamento titoli, gestione delle garanzie con asset servicing, proprio per diminuire le criticità operative che oggi penalizzano la scalabilità degli investimenti non bancari³⁹. La celerità di implementazione e la concreta esistenza di modelli di dati granulari e convalidati per le classi di attivi meno usuali influenzano le possibilità di tali cambiamenti. Gli assicuratori continueranno a privilegiare attivi con quotazioni osservabili nonché governance informativa robusta limitando la funzione di finanziatori diretti dell'economia reale senza un miglioramento tangibile della qualità/omogeneità dei dati (finanziari e di sostenibilità), della reporting chain e delle metriche di impatto, con particolare riguardo a PMI e infrastrutture. Mentre rafforzano la resilienza, le raccomandazioni post-stress test 2024 di EIOPA, che richiedono piani operativi per scenari di stress e ulteriori presidi di liquidità, tendono, in tale ambito, a rendere ancora più oculata l'allocazione verso posizioni illiquide in assenza di standard informativi e di mercato. In sintesi, una barriera sistemica all'attivazione del capitale assicurativo a vantaggio di progetti e

³⁹ ECB – European Central Bank. (2025). *Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE), Round 34–35 (Jan–Jul 2025)*. European Central Bank.

imprese domestiche è data dalla combinazione di rischi percepiti elevati, asimmetrie informative e scarsa standardizzazione. Le traiettorie di riforma europee, ESAP, Listing Act, ELTIF 2.0, riavvio della cartolarizzazione di qualità, armonizzazione post-trade, vanno verso la direzione corretta, ma richiedono che l’attuazione e il data plumbing sottostante siano accelerati. È imprescindibile che il complesso informativo su PMI e private assets diventi affidabile, comparabile e tempestivo, che gli strumenti siano replicabili e negoziabili con costi di transazione ridotti e che le metriche ESG siano coerenti e verificabili lungo l’intera catena di intermediazione⁴⁰ affinché il capitale “paziente” delle assicurazioni diventi una leva stabile di crescita.

2.4 Il ruolo dei fondi pensione secondo il Rapporto Draghi

Nel Rapporto sulla competitività europea, Mario Draghi ascrive ai fondi pensione un ruolo essenziale nella costruzione di un autentico mercato dei capitali in grado di mobilitare risparmio “paziente” verso investimenti produttivi di lungo periodo. La tematica è esposta tramite due traiettorie complementari: l'analisi delle debolezze strutturali dell'Unione in merito a intensità e conformazione degli aggregati previdenziali e un piano di riforme per aumentare dimensione, trasferibilità e omogeneizzazione dei regimi pensionistici integrativi, favorendo un circolo virtuoso tra risparmio previdenziale, evoluzione dei mercati e sostegno all'economia reale. In questa ottica, il Rapporto definisce nei fondi pensione l’infrastruttura istituzionale più consona per convertire il risparmio in capitale di rischio e di debito. Nello specifico, quelli del secondo pilastro riducono la dipendenza europea dal credito bancario e dai mercati esteri. Draghi puntualizza, in modo più preciso, come l’Europa patisca una deficienza perenne di capitale di lungo termine in confronto alle economie concorrenti: le attività previdenziali assommavano nel 2022 al 32% del PIL nell’UE, in confronto al 142% negli Stati Uniti e al 100% nel Regno Unito; per di più, tali attività risultano

⁴⁰ AFME. (2025a). *Securitisation Data Snapshot – Q1 2025*. Association for Financial Markets in Europe.

fortemente concentrate, con il 62% detenuto da tre Paesi (Paesi Bassi, Danimarca e Svezia), quale riflesso della sottosviluppata diffusione di schemi previdenziali a capitalizzazione nel rimanente territorio dell'Unione. Questi dati, che rivelano la discordanza tra l'UE e gli standard internazionali e giustificano la necessità di una riforma mirata alla crescita del secondo pilastro, delineano un mercato pensionistico parcellizzato e di dimensioni inadeguate⁴¹. Il Rapporto Draghi suggerisce di “indirizzare i risparmi delle famiglie verso investimenti produttivi nel modo più semplice ed efficiente: tramite strumenti di risparmio a lungo termine (pensioni)”, auspicando fattivamente l'offerta e l'utilizzo di modelli lavorativi del secondo pilastro come avviene nei Paesi europei più sviluppati. La Commissione ha inserito nell'ambito della strategia per la “Savings and Investments Union” (SIU) un ventaglio di azioni che, entro il quarto trimestre 2025, comprende raccomandazioni su auto-iscrizione, sistemi di tracciamento delle posizioni e “pension dashboards”, nonché la revisione congiunta della direttiva IORP e del regolamento PEPP, con l'obiettivo di favorire scala, portabilità e comparabilità dei prodotti previdenziali a capitalizzazione: la raccomandazione non rimane isolata, infatti la Commissione recepisce l'impostazione del Rapporto. L'accento sull'auto-iscrizione rispecchia l'evidenza internazionale circa la capacità di incrementare i tassi di partecipazione e la massa gestita. Tale meccanismo, teso ad ampliare velocemente la gamma dei partecipanti nonché a rendere sistematici inadempimenti ben concepiti, è requisito imprescindibile per sostenere investimenti illiquidi in infrastrutture, private markets e debito corporate domestico⁴². L'importanza dei fondi pensione nell'agenda Draghi concerne non solo l'offerta di risparmio, ma anche la qualità dell'intermediazione finanziaria. La superiore agibilità di capitale “paziente” riduce gli oneri di finanziamento per le aziende innovative, incrementa la capienza del mercato e, nel corso del tempo, favorisce l'incremento della produttività: la motivazione è consequenziale, peraltro, se i sistemi a capitalizzazione sono sufficientemente estesi, essi generano un investitore istituzionale con obbligazioni prevedibili e prospettiva lunga, in grado di possedere attivi meno liquidi e di concorrere alla stabilizzazione del ciclo degli investimenti. Il

⁴¹ Draghi, M. (2024). *The Future of European Competitiveness* (Report to the European Commission, 9 September 2024). Brussels: European Commission.

⁴² European Commission. (2025). *Communication: A Savings and Investments Union for the EU* (COM (2025) 124 final, 19 March 2025). Brussels: European Commission.

Rapporto sottolinea l'esigenza di portare a termine le riforme infrastrutturali dei mercati, quali armonizzazione post-negoziata, semplificazione fiscale e vigilanza unica. Ciò serve per consentire ai fondi pensione di operare con costi di transazione inferiori, fungibilità transfrontaliera più elevata e gestione del rischio migliore nei portafogli diversificati. Un ambito sperimentale che evidenzia la valenza macro-finanziaria dei fondi pensione e l'esigenza di tutele su liquidità e gestione integrata attivo-passivo, supporta le valutazioni di policy. In base alle più aggiornate pubblicazioni OCSE, le attività previdenziali mondiali hanno oltrepassato i 60 trilioni di dollari, impattando considerevolmente i mercati dei capitali ed evidenziando, nelle Nazioni con pilastri occupazionali sviluppati, una progressiva propensione verso strumenti non quotati, in linea con la prospettiva di lungo termine. Durante il 2025 EIOPA ha dato il via contestualmente a un test di stress paneuropeo sui fondi pensione professionali, concentrandosi in modo particolare sui rischi di liquidità, in considerazione dei recenti episodi di tensione, sottolineando la necessità di margini di sicurezza, piani di liquidità e strumenti di gestione del deflusso coerenti con l'assunzione di rischi di illiquidità su scala. Il Rapporto Draghi definisce accuratamente tale dicotomia tra espansione del limite d'investimento e potenziamento dei controlli micro- e macro-prudenziali. Si tratta di maggiore capitale previdenziale nelle asset class decisive per la competitività, seppur con regole del gioco e infrastrutture di mercato che riducano volatilità e costi di riallocazione in scenari avversi⁴³. In merito all'allineamento degli incentivi e all'eliminazione degli ostacoli che disincentivano l'investimento di lungo termine da parte degli investitori previdenziali, un ulteriore punto concerne il Rapporto. Draghi rimarca l'urgenza di un contesto normativo e tributario uniforme, che agevoli l'aggregazione su scala europea di strumenti mirati agli investimenti strategici, incrementi la chiarezza informativa, minimizzi gli oneri di trasferimento transfrontaliero e incentivi la conservazione a lungo termine. Inoltre, la SIU si orienta verso tale direzione e contempla iniziative per esplicitare l'ammissibilità e le condizioni inerenti le allocazioni azionarie da parte degli investitori istituzionali, oltre a misure su auto-iscrizione e tracciamento, nonché pacchetti per l'infrastruttura di mercato volti a migliorare regolamento, collateral e

⁴³ EIOPA. (2025). *2025 Europe-wide Liquidity Stress Test of Occupational Pension Funds—Launch and Technical Specifications* (April 2025). Frankfurt: European Insurance and Occupational Pensions Authority.

asset servicing. La risultante implicazione prevista è di natura duplice: per quanto concerne i fondi pensione, si determina una riduzione del costo operativo inerente alla diversificazione transfrontaliera e si facilita l'inclusione di asset illiquidi in linea con il profilo delle passività; per l'economia reale, diviene disponibile una maggiore quantità di capitale stabile destinato alla transizione digitale, climatica e alla difesa. Il Rapporto Draghi richiama il nesso tra maturità del secondo pilastro e successo della Capital Markets Union, di frequente pretermesso. Nei paesi europei ove i fondi pensione hanno raggiunto dimensione, governance e capacità di origination, anche tramite piattaforme collettive e fondi-di-fondi, si nota di norma una più ampia profondità dei mercati domestici unitamente a una superiore trasmissione della politica industriale tramite canali privati; al contrario, laddove il secondo pilastro è agli inizi o frammentato, l'intermediazione permane bancaria, gli investimenti "lunghi" risentono di penuria di domanda e gli ecosistemi dell'innovazione affrontano difficoltà di scale-up⁴⁴. Da ciò deriva la portata "sistemica" della proposta: l'incremento dei fondi pensione non rappresenta unicamente una riforma previdenziale, bensì la preconditione finanziaria per la strategia europea di competitività. Essa deve andare di pari passo con l'integrazione regolamentare dei mercati, l'uniformazione informativa e presidi prudenziali confacenti alla maggiore esposizione ai rischi di mercato e di liquidità.

⁴⁴ Draghi, M. (2024). *The Future of European Competitiveness* (Report to the European Commission, 9 September 2024). Brussels: European Commission.

CAPITOLO III

Il caso Generali: un esempio di politica di investimento prudente

3.1 Profilo del gruppo Generali e sua rilevanza in Italia e in Europa

Assicurazioni Generali S.p.A. rappresenta la holding principale di un gruppo assicurativo e finanziario europeo con primaria quotazione su Euronext Milan e sede legale a Trieste. Costituita nel 1831, la società è gradualmente divenuta un assicuratore e amministra il patrimonio globale con un'impronta principalmente europea, conservando la leadership in Italia e presente nei mercati dell'Europa occidentale e centro-orientale. Oggigiorno, la corporate identity si concretizza nella mission "Enable people to shape a safer and more sustainable future by caring for their lives and dreams" e in principi che indirizzano l'agire verso capitale umano, utenza e collettività. Come comprovato dal framework di reporting integrato e dall'allineamento tra propositi strategici, architettura organizzativa e parametri di performance⁴⁵, codesti elementi identitari non sono semplici asserzioni, bensì si rispecchiano nella governance e nei processi direzionali. Grazie a un Consiglio di Amministrazione di 13 membri, composto dall'amministratore delegato (il Group CEO) e 12 indipendenti, e da un Collegio Sindacale con mansioni di vigilanza, la governance societaria rivela un assetto dualistico proprio del sistema italiano. Il Consiglio opera mediante comitati endo-consiliari con attribuzioni istruttorie nonché propositive, tra cui il Risk and

⁴⁵ Assicurazioni Generali S.p.A. (2025a). *Annual Integrated Report and Consolidated Financial Statements 2024*. Trieste: Assicurazioni Generali S.p.A. (ed. aprile 2025).

Control Committee, il Remuneration and Human Resources Committee e il Nominations and Corporate Governance Committee. Del pari, appartengono a questi organi deliberativi l’Innovation, Social and Environmental Sustainability Committee, il Related-Party Transactions Committee nonché l’Investment Committee. In aderenza al Codice di Corporate Governance ed alla normativa europea in tema di sostenibilità, tale assetto è completato da funzioni di controllo interno e risk management e da presidi per la trasparenza informativa. In ragione della natura del gruppo come assicuratore multi-giurisdizionale ed asset manager, la configurazione si conforma alle best practice, ove gestione integrata dei rischi e qualità dei processi decisionali rappresentano determinanti strutturali della reputazione e solidità aziendale. Il Gruppo ha adottato, sotto il profilo organizzativo, un modello che amalgama la responsabilizzazione delle unità operative con l’egida centrale della capogruppo nei mercati chiave. Una nuova architettura è stata definita nel 2024, la quale istituisce l’Insurance Division, responsabile delle attività assicurative in tutte le geografie, ripartita in Country Business Units e Regioni, nonché la Generali Investments Holding S.p.A., che sorveglia la maggior parte delle attività di asset management a livello globale. L’impronta industriale si manifesta in Asset & Wealth Management, Danni (Property & Casualty) e Vita. Quest’ultimo include tanto la piattaforma di gestione per clienti istituzionali quanto compagnie del gruppo (Generali Investments ecosystem) come anche il polo del wealth management, nel quale confluisce il contributo del gruppo Banca Generali; quest’ultimo, partecipato dalla capogruppo, è collocato fuori dal perimetro di Generali Investments Holding, a testimonianza di una separazione funzionale coerente con la natura bancaria dell’attività e con i diversi requisiti regolamentari⁴⁶. Dagli indicatori fondamentali universalmente riconosciuti si evince in modo inequivocabile l’entità e la portata operativa di Generali. Nel 2024, i premi lordi contabilizzati hanno conseguito quota 95,2 miliardi di euro, mentre le masse amministrate complessive (Assets under Management) ammontano a 863 miliardi di euro; il risultato operativo si è attestato a 7,3 miliardi, con apporti positivi da tutti i comparti⁴⁷; la situazione patrimoniale è rimasta stabile, con un Solvency Ratio preliminare intorno al 210, 212% rispetto a un contesto regolamentare e di mercato in

⁴⁶ Assicurazioni Generali S.p.A. (2025c). *Our organization* (pagina istituzionale). Milano–Trieste: Assicurazioni Generali S.p.A.

⁴⁷ Generali, Consolidated Results as at 31 December 2024.

normalizzazione.⁴⁸ A livello organizzativo nonché sociale, il Gruppo adopera 86.851 persone, vale a dire “quasi 87 mila” dipendenti a livello mondiale. Oltretutto, agisce in più di cinquanta Nazioni servendo all'incirca 71 milioni di clienti e usufruendo di reti distributive multicanale (agenziale, bancassicurativa e consulenziale). Il percorso di incremento 2024 ha giovato di operazioni straordinarie focalizzate, tipo l'acquisizione di Liberty Seguros (Spagna, Portogallo, Irlanda e Irlanda del Nord). Simili operazioni ed il consolidamento dell'ecosistema di gestione mediante l'acquisizione di Conning Holdings Limited hanno ampliato la base clienti, la presenza geografica e le competenze di investimento del gruppo. Le valutazioni delle agenzie di rating concernenti il merito di solidità assicurativa e l'affidabilità creditizia integrano l'identità finanziaria del gruppo, e detengono un ruolo rilevante sia per la fiducia degli stakeholder sia per l'accesso ai mercati dei capitali. Nel 2025 Moody's Ratings ha avvalorato il rating IFSR ad A3 e ha potenziato l'outlook a “positivo” poiché ha riconosciuto il profilo di business eterogeneo e la solidità patrimoniale. Fitch Ratings esprime le proprie valutazioni nel range “A/ A+” sul gruppo e sui suoi strumenti subordinati fornendo coerenti indicazioni circa la resilienza dei suoi fondamentali e della qualità del capitale. Tali evidenze risultano essere conformi agli standard degli assicuratori europei di dimensioni più elevate. Esse ribadiscono, inoltre, la idoneità del gruppo a sostenere piani industriali pluriennali entro un quadro regolamentare esigente (Solvency II)⁴⁹. Generali è strutturata quale un “campione europeo” dell'assicurazione nonché del risparmio gestito. Tale impostazione è ascrivibile all'unione di finalità, governance, struttura per divisioni e ampiezza dimensionale. Un'identità societaria in grado di armonizzare solidità, attitudine all'innovazione strutturale e rigore allocativo in linea con i doveri verso assicurati e investitori è caratterizzata dalla salda unione tra le attività assicurative e di asset & wealth management, la vastità della base clienti e la diversificazione geografica, supportate da una struttura di controlli e comitati consiliari che include le dimensioni ESG e i profili di rischio. L'importanza del gruppo nel contesto del sistema finanziario italiano ed europeo e la sua attitudine a proporsi quale soggetto istituzionale di lungo periodo si basano su questa identità, non su un profilo tattico di portafoglio. La

⁴⁸ Ivi, sezione “Solvency II ratio”

⁴⁹ Moody's Ratings. (2025, 28 maggio). *Moody's revises outlook on Assicurazioni Generali to positive; affirms A3 IFSR*. New York: Moody's Ratings.

strategica importanza del Gruppo Generali nell'ambito finanziario italiano ed europeo si evince primariamente valutando la funzione che il comparto assicurativo esercita globalmente quale architettura di stabilizzazione macro-finanziaria e investitore istituzionale di lungo termine. In Europa, le assicurazioni assorbono nonché trasformano il risparmio in capitale paziente per via della struttura delle passività ed in virtù dell'orizzonte di gestione, sostenendo così mercati obbligazionari e strumenti a più lungo termine. La sorveglianza europea riconosce esplicitamente tale funzione nonché ne controlla i profili macro-prudenziali, focalizzando l'attenzione sui rischi di liquidità, i canali di trasmissione finanziaria e gli impatti prociclici. EIOPA ha ribadito nel 2024, 2025, come gli assicuratori possano concorrere in modo determinante alla transizione sostenibile e alla resilienza finanziaria dell'Unione. Questi “major long-term investors” possono altresì agire mediante provvedimenti politici tesi a circoscrivere l'instabilità regolamentare e a promuovere investimenti stabili⁵⁰. Contemporaneamente, la comunicazione della Commissione concernente una “Savings and Investments Union” ha individuato assicurazioni e fondi pensione quali strumenti essenziali per incrementare l'offerta di capitale di rischio e di debito a lungo termine nell'UE, in un'agenda che connette competitività, profondità dei mercati e ruolo degli investitori istituzionali, per abilità di intermediazione tra risparmio e investimenti, scala e capillarità distributiva. Il gruppo, con 95,2 miliardi di premi lordi nell'anno 2024, 863 miliardi di masse in gestione, circa 71 milioni di clienti, una forza lavoro che si approssima a 87.000 addetti⁵¹ ed una presenza in più di cinquanta Paesi, sorveglia in maniera sistematica i principali mercati dell'Europa occidentale e dell'Europa centro-orientale, oltre che l'Italia, agendo da nodo di connessione tra mercati dei capitali ed esigenze di protezione di famiglie ed imprese. La situazione di solvibilità consolidata è rimasta robusta a livello regolamentare (circa 210% a fine 2024, con un modesto incremento nel 2025), circostanza che permette di supportare piani industriali pluriennali conformi alle disposizioni di protezione degli assicurati e di agire con funzione stabilizzatrice durante il ciclo. Tale rilevanza sistemica si manifesta anche nelle valutazioni delle agenzie di rating, le quali contribuiscono alla trasmissione della fiducia nel sistema finanziario. Difatti, nel corso del maggio 2025

⁵⁰ EIOPA – European Insurance and Occupational Pensions Authority. (2025, 19 giugno). *Financial Stability Report – June 2025*. Francoforte.

⁵¹ Generali Consolidated Results as at 31 December 2024.

Moody's ha ribadito il rating A3 sulla stabilità finanziaria in ambito assicurativo del gruppo, elevando l'outlook a "positivo" e sottolineando la forza del profilo aziendale e del capitale; valutazioni in area "A" espresse da altre agenzie leader convergono nella stessa direzione. Nell'ambito macro-prudenziale, tali risultati si allineano con l'orientamento europeo che, nel contesto innovativo di Solvency II e degli strumenti macro-prudenziali, conferisce agli assicuratori una funzione anticiclica, specialmente in quanto possiedono consistenti quantità di titoli di Stato e aziendali, con decisioni di investimento meno influenzate dalle oscillazioni di breve termine rispetto ad altri operatori, e salvaguarda i percorsi di rischio sistemico attraverso condizioni patrimoniali, gestionali e di trasparenza consolidate. In ambito italiano, la funzione di attori quali Generali per la stabilità finanziaria complessiva conferma l'importanza dell'industria assicurativa sull'economia reale e, di riflesso. Secondo l'IVASS⁵², in un contesto di tassi normalizzati con volatilità in calo, a fine 2024 gli investimenti a bilancio delle compagnie italiane superavano i 1.000 miliardi di euro e l'incidenza dei premi sul PIL saliva sino al 6,9%, con un settore redditizio nonché solido. L'analisi di stabilità a livello europeo ha evidenziato la natura strutturalmente "paziente" delle allocazioni assicurative e la capacità di resilienza agli shock mantenendo funzioni essenziali, protezione, investimento, gestione dei rischi di lungo periodo, con effetti di smorzamento sulla volatilità dei mercati. Tale commistione di entità, fermezza e funzione di mediazione per un complesso delle proporzioni di Generali, insediato in Italia e fuso in ambito europeo, implica che le decisioni di gestione del rischio e le procedure di amministrazione abbiano ripercussioni che influiscono sull'efficacia dell'intermediazione finanziaria e sulla propagazione delle direttive statali indirizzate all'estensione degli orizzonti di investimento, oltrepassando i confini societari. In sostanza, la sistemica rilevanza di Generali promana dal quadro di riferimento politico europeo che attribuisce agli investitori istituzionali un ruolo di ribilanciamento strutturale dei mercati dei capitali, nonché dalla riconosciuta qualità prudenziale dal mercato e dalla supervisione, e dalla dimensione industriale e finanziaria del gruppo. Tale importanza si palesa nell'abilità di agire quale partner fidato in situazioni di difficoltà, di garantire la perennità delle prestazioni assicurative, di indirizzare il

⁵² IVASS – Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni. (2025, 19 giugno). *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2024. Considerazioni del Presidente*. Roma.

deposito verso prodotti congruenti con le obbligazioni di lungo termine e di concorrere, in maniera quantificabile e accertabile, ai traguardi di competitività e unione dei mercati dell'Unione e non si limita a valori numerici. In tale ottica, il profilo di Generali si allinea alle direttrici regolamentari europee. Il gruppo si pone pertanto tra le infrastrutture finanziarie private che supportano sistematicamente la stabilità nonché lo sviluppo dell'economia reale⁵³.

3.2 Analisi della strategia di investimento e dell'allocazione del portafoglio

L'impianto dell'architettura strategica di investimento del Gruppo Generali si basa sull'interdipendenza strutturale tra Asset-Liability Management (ALM) e Strategic Asset Allocation (SAA), in linea con il principio della “persona prudente” e con i vincoli sanciti nel Risk Appetite Framework (RAF), ed è dichiaratamente liability-driven. La funzione di Risk Management di Gruppo sorveglia i processi decisionali incidenti sul profilo rischio-rendimento, dalla pianificazione strategica sino alla SAA/TAA, garantendo che gli obiettivi di performance siano compatibili con target di solvibilità, metriche attuariali e di bilancio nonché con i limiti di liquidità e concentrazione definiti a livello di policy. Il Consiglio di Amministrazione, contestualmente, convalida la strategia di asset allocation e ne controlla la conformità con il RAF e con le soglie di tolleranza ai rischi⁵⁴. In tale contesto, la strategia di investimento predilige allocazioni general account significativamente diversificate e principalmente obbligazionarie, ottimizzate per scadenza, cash flow e condivisione dei profitti, e un'importanza cruciale è conferita agli strumenti di hedging e alla garanzia delle posizioni in derivati per la riduzione del rischio di controparte e della fluttuazione regolamentare. La SAA nonché la TAA integrano formalmente i fattori di sostenibilità

⁵³ European Commission. (2025, 19 marzo). *Communication: A Savings and Investments Union for the EU (COM (2025) 124 final)*. Bruxelles.

⁵⁴ Assicurazioni Generali. (2025a). *Annual Integrated Report and Consolidated Financial Statements 2024*. Trieste: Assicurazioni Generali S.p.A.

stabilendo obiettivi e restrizioni dedicati e valutando le pratiche di active ownership strumenti per attenuare il rischio di lungo periodo e generare valore mentre i target climatici si estendono a svariate classi di attivo come equity quotato, obbligazionario corporate e real estate, diminuendo l'intensità di carbonio e sforzandosi di allinearsi al net-zero entro orizzonti prefissati. La struttura del portafoglio rispecchia sistematicamente tale approccio cauto e orientato alle passività. Gli impieghi del general account al 31 dicembre 2024 risultano essere dominati dal reddito fisso, che ammonta al 78,8% del totale, con una suddivisione interna tra titoli governativi (47,3%) e corporate (35,8%) del portafoglio fixed income⁵⁵; l'allocazione verso i titoli di Stato è per lo più riferita ai Paesi di operatività, con un'incidenza dell'Italia pari a circa un quarto del totale governativo, mentre le cartolarizzazioni si mantengono marginali (meno dell'1% del reddito fisso), in coerenza con i limiti interni e il profilo di rischio desiderato. Le quote azionarie ed equity-like assommano a circa €27,2 miliardi, ovvero il 7,3% degli investimenti afferenti al general account. A questi si aggiungono beni immobili per un valore di €26,7 miliardi, equivalenti all'incirca al 7,2%, disponibilità liquide e mezzi simili per €17,2 miliardi e "altri investimenti" rimanenti.⁵⁶ Le direttive di gruppo governano la gestione del rischio di concentrazione specificando soglie per valuta, area geografica nonché classi di attivo, con presidi specifici su real estate ed anche private equity, monitorate almeno mensilmente e comunicate semestralmente agli organi competenti; il modello interno parziale (PIM) include un trattamento prudente, diversamente dalla standard formula, del rischio di credito che comprende anche gli emittenti sovrani dell'area euro e analizza la sensibilità del profilo di solvibilità a shock sugli spread governativi e corporate⁵⁷. La disciplina ALM si manifesta nei profili di duration e nella conduzione della curva dei reinvestimenti: nel 2024 il rendimento da reinvestimento sugli strumenti obbligazionari tradizionali si è posizionato oltre il 3,6% in ambo i segmenti, con acquisiti indirizzati a corporate investment grade, titoli governativi europei e private credit. La duration obbligazionaria è risultata immutata nel comparto Vita e marginalmente inferiore nel Danni, governata tramite un riequilibrio per strumenti

⁵⁵ Generali Group Solvency and Financial Condition Report 2024.

⁵⁶ Ivi, sezione sugli impieghi del General Account.

⁵⁷ Assicurazioni Generali. (2025b). *Solvency and Financial Condition Report (SFCR) – Year End 2024*. Trieste: Assicurazioni Generali S.p.A.

derivati e in linea con la ridotta duration delle passività P&C. Conformemente all’informativa IFRS 17/9, la coerenza attivo-passivo è rilevabile nei profili di duration puntuali dei portafogli corporate, equivalenti a circa 5,1 anni nel Vita e a 3,8 anni nel Danni, nonché nella decisione di conservare un’esposizione azionaria moderata ed un real estate di elevata qualità, con basso vacancy e predominanza di asset “core” in primarie città europee; la variazione di fair value del portafoglio immobiliare nel 2024 si è normalizzata rispetto all’anno precedente, avvalorando la funzione di diversificazione di lungo termine, mentre l’esposizione ai BTP è proseguita nel percorso di riduzione per effetto di scadenze e ribilanciamenti. Gli esercizi di sensitivity corroborano la solidità del presidio prudenziale e ALM: un impatto di circa -10 punti percentuali sul Solvency II Ratio implica un ampliamento di 50 punti base degli spread dei governativi dell’area euro, ceteris paribus, mentre uno shock analogo sugli spread corporate determina una variazione pressoché pari a -2 p.p., evidenza che informa direttamente la definizione dei limiti di concentrazione per emittente e giurisdizione e le scelte di composizione e copertura del reddito fisso. La strategia di investimento e l’allocazione del portafoglio del Gruppo si integrano entro un quadro di governo che unisce obiettivi di rendimento ricorrente, stabilità del capitale regolamentare, coerenza attivo-passivo e integrazione graduale della sostenibilità nella SAA/TAA, evitando squilibri di liquidità e di durata e tutelando una diversificazione per classi, aree e fattori di rischio coerente con la natura a lungo termine delle passività assicurative⁵⁸.

⁵⁸ Assicurazioni Generali. (2025a). *Annual Integrated Report and Consolidated Financial Statements 2024*. Trieste: Assicurazioni Generali S.p.A.

3.3 Iniziative di investimento in economia reale: limiti e prospettive

Le attività di investimento del Gruppo Generali nell'economia reale si situano in un assetto strategico esplicitamente "liability-driven", combinando principi di cautela normativa e sostenibilità con lo scopo di convertire risparmi di lungo periodo in capitale paziente a sostegno di infrastrutture, settore produttivo e riqualificazione urbana. Tali iniziative figurano nella documentazione societaria più recente quale ampliamento connaturato del modello di business assicurativo verso asset reali e mercati privati. L'intera catena del valore spazia dall'origination alla gestione attiva, attraverso piattaforme specialistiche interne al sistema multi-boutique di Generali Investments. Tale traiettoria risulta in linea con gli orientamenti europei e con l'obiettivo della Commissione di attivare capitali stabili per iniziative strategiche⁵⁹, attribuendo agli assicuratori un ruolo anticiclico e di stabilizzazione. Iniziative a parte, un programma emblematico risulta essere Fenice 190, varato al fine di supportare la ripresa europea nonché reso strutturale: in base alle stime del Gruppo, entro la primavera 2025 verranno allocati "oltre 20 miliardi di euro" in progetti infrastrutturali o finanziamenti diretti alle imprese (private debt e private equity), dei quali "oltre 6 miliardi" riconducibili a progetti UE, tramite il veicolo Fenice 190 su infrastrutture, innovazione/digitalizzazione e PMI. Questi impegni possiedono natura cross-country e riflettono l'intento di creare coerenza ALM e disciplina di rischio. Questo si concretizza in un effetto a livello macroeconomico. Un secondo asse riguarda l'energia e la transizione climatica. Generali ha edificato, per il tramite di Sosteneo, affiliata nel perimetro di Generali Investments, una piattaforma dedicata a progetti greenfield "construction-ready" (storage, rinnovabili, flessibilità di rete), con esplicite finalità industriali: accelerare l'esercizio di infrastrutture che abilitano la decarbonizzazione e generare rendimenti di lungo periodo contrattualizzati. Nel 2024, 2025 si evidenziano operazioni di rilievo da parte di Sosteneo: l'accordo per l'acquisto del 49% del business batterie di Enel (Enel Libra Flexsys), portafoglio da 1,7 GW di sistemi di

⁵⁹ EIOPA – European Insurance and Occupational Pensions Authority. (2024, 27 giugno). *Financial Stability Report – June 2024*. Frankfurt am Main: EIOPA.

storage e progetti di conversione di impianti termoelettrici ⁶⁰, nonché il coinvolgimento nel progetto IPCEI “Green Hydrogen Valley” in Puglia, con sviluppo di capacità fotovoltaica ed elettrolitica a servizio della decarbonizzazione dell’acciaio. Il completamento del fondo iniziale avvalorà la replicabilità della piattaforma. Nel 2025 si prospetta l’inizio del secondo fondo. Tali operazioni risultano essere parte integrante dell’ecosistema di investimento del Gruppo e contribuiscono alla precisa canalizzazione del risparmio verso capitale reale conforme a determinati obiettivi climatici. Ad attuarle è una boutique specializzata. L’immobiliare permane, insieme all’energia, un vettore primario di investimento reale. Generali Real Estate opera su rigenerazione urbana, logistica nonché riqualificazione energetica del costruito, in armonia con obiettivi di decarbonizzazione allineati al percorso CRREM. Un’impostazione a portafogli centrali con connotati ESG quantificabili e controllo attivo del rischio locativo si manifesta nelle progettualità comunicate tra la fine del 2024 e l’inizio del 2025 (es. polo logistico a Piacenza; piani di economia circolare urbana a Parigi)⁶¹. Tale componente, concorrente alla resilienza dei flussi e alla funzione anticiclica degli assicuratori, non è semplicemente “immobilizzata”. Generali Investments elabora idonee strategie scalabili di private debt e growth equity anche per investitori terzi, promuovendo la standardizzazione dei processi di due diligence e reporting e concorrendo alla bancabilità di pipeline diversificate, oltre ai fondi Fenice 190 sul fronte PMI e mercati privati. Lo smercio retail/affluent tramite polizze unit-linked nonché la crescente interoperabilità con veicoli europei di lungo termine (ELTIF 2.0) avvengono in parallelo a ciò, che la Commissione e le autorità di vigilanza indicano come leve per ampliare il bacino di capitale paziente nel solco della Savings and Investments Union. Tre impedimenti strutturali si manifestano nella scalabilità degli investimenti nell’economia reale, malgrado la volontà espressa e la quantità notevole. Solvency II, persino nella versione emendata, attribuisce assorbimenti notevoli a equity/illiquidi, richiedendo budgeting di solvibilità stringente e coerenza ALM rigorosa; altresì, le autorità di vigilanza sottolineano la necessità di presidi di liquidità e piani in scenari avversi, specialmente per i portafogli vita. In secondo luogo, permangono discontinui la reperibilità di dati granulari e comparabili, unitamente alla

⁶⁰ Reuters. (2024, 1 marzo). *Sosteneo buys 49% of Enel’s battery business for €1.1bn*. London: Reuters.

⁶¹ Generali Real Estate. (2024–2025). *News & Sustainability updates* (Piacenza Logistics Hub; New Station circular economy; CRREM targets). Milano–Parigi: Generali Real Estate.

profondità dei mercati secondari, per PMI e asset privati a causa di frizioni informative e di mercato; la ripresa della cartolarizzazione europea nel 2024, 2025 (volumi e placed in risalita) non ha ancora colmato il divario con mercati più maturi, mantenendo elevati i costi di transazione e i premi per rischio/illiquidità⁶². In terzo luogo, sussistono limitazioni allocative e comportamentali; l'opportunità di convogliare strumenti finanziari con sottostanti illiquidi nel network bancassicurativo è difatti vincolata da normative IDD/POG. Tali regole concernono il valore per il cliente, la trasparenza dei costi nonché la corretta rappresentazione della liquidabilità, circoscrivendo l'utilizzo indiscriminato di veicoli complessi nel retail. Per Generali, un gruppo assai prudente, questi limiti comportano graduali impegni e la predilezione per strutture con governance rafforzata e profili di cassa prevedibili. Al fine di espandere, mediante disciplina, la porzione di economia reale nell'ambito del Gruppo si rivelano cruciali tre direttive. La prima, di natura istituzionale/regolamentare, concerne il programma 2025 della Commissione (SIU), il quale include azioni su cartolarizzazione, infrastrutture di mercato post-trade e strumenti di lungo termine: tali azioni, qualora attuate in modo commisurato al rischio, possono diminuire incertezza regolamentare, oneri di trasferimento e scarti informativi, incrementando l'idoneità di asset "pazienti" negli investimenti assicurativi. La seconda è industriale/organizzativa: il progetto di fusione tra la fabbrica di asset management del Gruppo con Natixis Investment Managers/BPCE, che mira a creare un operatore di scala europea nei pubblici e negli alternativi, potrebbe ampliare la capacità di origination e gestione su private markets e infrastrutture, con benefici in termini di deal flow e standardizzazione, consolidando in tal modo la piattaforma di gestione mediante operazioni straordinarie. La terza dimensione è di tipo tematico: propongono progettualità pluriennali mediante accordi di lungo periodo la trasformazione energetica e la riqualificazione urbana/efficientamento energetico del patrimonio edilizio esistente, dove l'unione tra risorse assicurative e piattaforme specializzate può produrre configurazioni rischio-rendimento coerenti con l'ordinamento regolamentare⁶³. In quest'ottica, la "politica di investimento oculata" di Generali permette di convertire estemporanee iniziative in

⁶² AFME – Association for Financial Markets in Europe. (2025). *Securitisation Data Snapshot – Q2 2025*. London: AFME.

⁶³ EIOPA – European Insurance and Occupational Pensions Authority. (2025, 19 giugno). *Financial Stability Report – June 2025; Recommendations – Insurance Stress Test 2024*. Frankfurt am Main: EIOPA.

considerevole rilevanza, quantificandone gli effetti. Pertanto, questa linea politica non rappresenta un impedimento, poiché salvaguarda la stabilità del capitale sociale e la protezione degli assicurati.

3.4 Confronto con altri grandi gruppi europei e valutazione critica

Nel paragonare il Gruppo Generali ad Allianz, AXA e Zurich Insurance Group, i maggiori gruppi assicurativi europei, si evidenziano diversità strutturali nonché strategiche che rendono possibile una disamina critica della posizione concorrenziale di Generali nel mercato continentale. Per quanto concerne le dimensioni, Allianz si riconferma leader per volume di premi e performance, con un introito totale di circa 180 miliardi di euro nel 2024. Ciò è corroborato da una ripartizione ponderata tra danni, vita e un settore di gestione patrimoniale di rilevanza sistemica (PIMCO e Allianz Global Investors) che amministra circa 1,9 trilioni di euro di attivi di terzi, generando un utile operativo record di 16 miliardi. Sebbene si collochino su piani equiparabili per grandezze, con un assetto patrimoniale solido (Solvency II >210%) e una redditività di fondo in crescita con introiti 2024 nell'ambito dei 110 miliardi di euro, AXA ha avviato nel 2025 una decisione di riposizionamento strategico nel risparmio gestito, portando a termine la vendita di AXA Investment Managers a BNP Paribas Cardif, con contemporanea collaborazione di lungo termine per l'amministrazione di una quota importante delle attività del gruppo⁶⁴. Grazie a un portafoglio P&C disciplinato (combined ratio in ulteriore miglioramento) unitamente a una contenuta esposizione alle zone di maggiore criticità catastrofale rispetto ai competitor (Zurich Insurance Group, 2025a; 2025b), Zurich Insurance Group detiene

⁶⁴ AXA. (2025). *Half-Year 2025 earnings: Andamento P&C e L&S; profilo di solvibilità*. Parigi: AXA SA.

la leadership europea in termini di redditività normalizzata, con un SST (Swiss Solvency Test) stimato al 252% e un business operating profit 2024 equivalente a circa 7,8 miliardi di dollari. In tale contesto, Generali ha realizzato una progressione sia dimensionale che qualitativa negli scorsi esercizi, consolidando il Danni e la creazione operativa. L'acquisizione di Liberty Seguros (conclusa a inizio 2024) ha esteso la platea nei mercati iberici, favorendo il percorso di riequilibrio del mix verso i danni; nel 2024 ha continuato il de-risking del portafoglio vita (riduzione delle garanzie medie e crescita delle riserve "capital-light") e nel primo semestre 2025 ha riportato un combined ratio in area 91%, con utile operativo in crescita e afflussi netti vita positivi. Pur adoperando una strategia di consolidamento mediante un piano di integrazione industriale con BPCE/Natixis IM, il cui completamento è previsto nel 2026, Generali permane più "leggero" nella gestione patrimoniale di terzi confrontata al gigante Allianz, la quale usufruisce della dimensione di PIMCO, con possibili risvolti positivi in tema di volume, capacità nei mercati privati e diffusione transfrontaliera. Riassumendo, Allianz primeggia per dimensioni e integrazione verticale (assicurazioni, gestione patrimoniale), Zurich per pregio e solidità del ritorno operativo in danni con capitale in surplus, AXA quale capofila nelle linee commerciali globali con riassetto recente dell'area amministrata e Generali immediatamente a contatto, con profilo storicamente più "prudente-life oriented", ora in accelerazione su danni e contrazione della rischiosità del portafoglio vita, tuttavia con margini di convergenza nella mole critica dell'asset management e nella profondità internazionale di talune linee corporate⁶⁵. Queste risultanze vanno lette nell'ambito di un contesto settoriale europeo. Tale contesto palesa profili di solidità macroprudenziale nonché vulnerabilità selettive a seguito della normalizzazione dei tassi. Un comparto adeguatamente provvisto di capitali, con cospicue riserve di solvibilità e accresciuta enfasi sui profili di liquidità e stima degli attivi illiquidi, si palesa dagli esercizi EIOPA; parallelamente, l'evoluzione del contesto regolamentare (Solvency II rivista, strumenti macroprudenziali, IRRD) tende a favorire modelli di business rigorosi nell'ALM e nella gestione del rischio catastrofale. In questo contesto, un profilo di rischio-rendimento in linea con una strategia d'investimento accorta è

⁶⁵ Allianz SE. (2025). *Earnings release FY 2024: Total business volume and operating profit; Solvency II ratio*. Monaco di Baviera: Allianz SE.

favorito dai vantaggi di Generali ovvero rigore tecnico nel P&C, riduzione del rischio nel vita, capitale forte e incremento naturale nei mercati principali ed Est Europa; tuttavia, il divario rispetto ai leader si valuta nella rapidità di attuazione su piattaforme di private markets uniformi, nella conversione in valore della distribuzione paneuropea sulle linee commerciali globali e nella facoltà di beneficiare dalla dimensione nell'asset management. La stabilità di Allianz nel paradigma integrato con PIMCO consolida un beneficio di sistema difficilmente emulabile in tempi brevi, mentre la cessione di AXA IM e l'incorporazione in BNP Paribas Cardif rimodellano lo scenario concorrenziale dell'asset management assicurativo europeo (con possibili effetti sull'offerta "di fabbrica" per i grandi assicuratori). In futuro, l'attitudine di Generali a ridurre parte del dislivello sarà vincolata dall'attuazione del programma con BPCE/Natixis, dalla crescente espansione del R&D redditizio (specialmente corporate/specialty) e dall'impiego mirato degli strumenti permessi dal contesto regolamentare per gli investimenti a lungo termine, in linea con le priorità dell'Unione dei Mercati dei Capitali e con le tutele di liquidità suggerite in ambito europeo⁶⁶.

⁶⁶ EIOPA – European Insurance and Occupational Pensions Authority. (2025). *Financial Stability Report – June 2025*. Francoforte sul Meno: EIOPA.

CAPITOLO IV

La bancassicurazione e le prospettive di riforma

4.1 Cos'è la bancassicurazione e come si è sviluppata in Italia

Con il termine “bancassicurazione” si definisce l’insieme delle soluzioni di tipo organizzativo e contrattuale che permettono, attraverso i canali bancari, l’offerta alla clientela retail e corporate di prodotti assicurativi, allo scopo dell’integrazione a livello industriale e specialmente distributivo tra banche e compagnie di assicurazione. Il concetto trascende la semplice “vendita allo sportello”: include patti di distribuzione esclusiva o concorrenziale, joint venture e fusioni aziendali, condivisione di database e piattaforme di customer relationship management, controllo congiunto dei processi di product governance e, più estesamente, i modelli di servizio e di pricing convergono per un’offerta integrata di risparmio, investimento e protezione. Secondo la prospettiva della regolamentazione europea, l’Insurance Distribution Directive (IDD) nonché la disciplina delegata concernente la product oversight and governance (POG) hanno “codificato” tale convergenza poiché impongono ai fabbricanti e ai distributori, incluse le banche che collocano polizze, obblighi di definizione del mercato di riferimento, test ex ante dei prodotti, coerenza dell’offerta con i bisogni del cliente, attività di monitoring e attività di remediation lungo l’intero ciclo di vita del prodotto. La bancassicurazione odierna è un’architettura distributiva disciplinata e guidata dai dati. Essa connette la performance commerciale al rispetto dei canoni di adeguatezza e pregio per il cliente, anziché a logiche di pura “spinta” commerciale. Lo sviluppo della bancassicurazione in Italia è stato reso possibile in virtù del consolidamento graduale di un “universal banking” temperato e dell’evoluzione del quadro normativo sulla separazione tra attività bancarie e assicurative. Il Testo Unico Bancario del 1993, nella sua versione coordinata e per ora vigente, stabilì la metamorfosi degli anni Novanta (privatizzazioni bancarie e riforme dei mercati), prestando la struttura giuridica per

l'espansione dei servizi offerti dagli intermediari e per l'organizzazione di alleanze e partecipazioni reciproche con società assicurative; poi, il Codice delle Assicurazioni Private del 2005 riordinò sistematicamente la disciplina del settore, aggiornato da ultimo nel 2025, comprendendo aspetti essenziali di controllo, comportamento e chiarezza che toccano direttamente la filiera distributiva⁶⁷. Mediante la trasformazione della bancassicurazione in un fulcro della compliance distributiva, la trasposizione nazionale dell'IDD (2018) e la regolamentazione di secondo livello su POG, adeguatezza e tutela del contraente hanno poi corroborato gli obblighi di progettazione responsabile del prodotto, target market e suitability. In Italia, sul versante industriale, il settore vita ha propulso l'espansione della bancassicurazione: la rete degli uffici bancari e postali ha permesso di intercettare la richiesta di risparmio-previdenza e di investimento assicurativo con sinergie di finalità nella gestione della relazione e nella consulenza finanziaria. Durante il 2024, gli uffici bancari e postali hanno ribadito di essere il canale principale per il comparto Vita, con una frazione globale quasi pari al 56, 57% dei premi⁶⁸, in modesta diminuzione rispetto al 2023 ma coerente con la media del lustro, secondo quanto attestano le informazioni più aggiornate. Nel comparto Danni, la conformazione è differente, con la mediazione agenziale tradizionale che permane predominante mentre nel comparto Vita il canale bancario/postale detiene una strutturale centralità: nel 2024 intorno ai tre quarti della raccolta sono stati mediati dalle agenzie, palesando una gradualità superiore nell'ibridazione banca, assicurazione nel non-life. Contemporaneamente, la struttura della produzione vita nel 2024 ha evidenziato un ripristino delle polizze rivalutabili ed un incremento notevole delle unit-linked, che costituiscono circa il 28, 29% della raccolta⁶⁹: una variazione che ha preteso, nei canali bancari, un rafforzamento delle valutazioni di adeguatezza e trasparenza dei costi, in linea con IDD e POG. ANIA nonché IVASS hanno diffuso dati nel 2025 laddove EIOPA li ha diffusi nel 2024. In base ad un'analisi delle traiettorie storiche, la bancassicurazione italiana ha manifestato tre fasi distinte. Nel corso della seconda metà degli anni Novanta e nei primi Duemila, una fase iniziale di

⁶⁷ Banca d'Italia. (1993/2025). *Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (D.lgs. 385/1993), testo coordinato aggiornato*. Roma: Banca d'Italia.

⁶⁸ IVASS- Relazione annuale sull'attività 2024, Roma, giugno 2025, sezioni dedicate alla raccolta premi Vita per canale distributivo.

⁶⁹ IVASS, *Relazione annuale sull'attività 2024*, Roma, giugno 2025, cap. "Andamento del mercato assicurativo – ramo Vita".

sperimentazione, supportata da un contesto di domanda rivolta a strumenti assicurativi di risparmio, in cui intese distributive e joint venture hanno permesso l'inizio dell'offerta vita allo sportello. Una successiva fase, durante gli anni susseguenti alla vasta crisi finanziaria e alla crisi dei debiti sovrani, nella quale il modello si è stabilizzato e ha avuto ricomposizioni proprietarie, con l'affermazione delle polizze multi-ramo in quanto veicolo ibrido tra protezione ed investimento e con l'emergere di poli bancari provvisti di proprie "fabbriche prodotto" assicurative oppure di alleanze pluriennali con grandi gruppi. Tale periodo attuale è contraddistinto dalla consuetudine dei saggi, dal mutamento della richiesta successiva alla pandemia e dall'incremento dei criteri di comportamento (IDD) ed è connotato dalla rinnovata unione, negli sportelli bancari/postali, di assicurazioni a rendimenti garantiti con prodotti unit-linked e piani pensionistici. La sorveglianza europea e nazionale pone l'accento, per converso, su economicità, tutele di liquidità e precisa informativa sui prodotti di protezione connessi al credito (credit protection insurance)⁷⁰. In tale contesto, la bancassicurazione italiana si è evoluta da mera piattaforma di collocamento a infrastruttura di intermediazione sottoposta a regolamentazione. In tale ambito, la governance del prodotto e lo studio dei bisogni, e non solamente la diffusione distributiva, rappresentano il centro nevralgico della durabilità competitiva. L'esperienza comparata nonché i più recenti rapporti di settore suggeriscono che il futuro della bancassicurazione in Italia dipenderà da integrazione dei processi di product governance e adozione di metriche di valore. Sarà altresì essenziale velocizzare la digitalizzazione del percorso assicurativo salvaguardando il controllo di vicinanza dello sportello. In tal senso, l'impostazione regolamentare europea, che richiede alle banche-distributrici un'adesione sostanziale e alle compagnie partner una progettazione di prodotto coerente con i target di clientela serviti dallo sportello⁷¹, non riduce la centralità della bancassicurazione, bensì ne eleva gli standard affiancando alla vigilanza prudenziale un crescente monitoraggio di conduct risk e pratiche di vendita.

⁷⁰ IVASS. (2025). *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2024* (Relazione e Considerazioni del Presidente). Roma: Istituto per la Vigilanza sulle Assicurazioni.

⁷¹ EIOPA. (2024). *Consumer Trends Report 2024*. Frankfurt am Main: European Insurance and Occupational Pensions Authority.

4.2 Bancassicurazione e finanziamento delle imprese

Nel dibattito concernente la possibilità del sistema finanziario italiano di supportare l'espansione, un'infrastruttura di mediazione atta a convertire il risparmio delle famiglie in capitale per l'economia effettiva è la bancassicurazione, completando la vicinanza commerciale degli istituti bancari con la funzione d'investimento a lungo termine caratteristica delle aziende assicurative. Sul piano operativo, il canale bancassicurativo orchestra la confluenza tra erogazione bancaria, compagnie assicuratrici e asset manager. Pertanto, tale canale non si limita a distribuire polizze all'interno di contesti regolamentari, IDD e regole POG, che impongono una progettazione dei prodotti coerente con bisogni, orizzonti temporali nonché tolleranza al rischio della clientela. In Italia, questa piattaforma distributiva ha assunto un rilievo strutturale nel comparto Vita, in cui gli sportelli bancari e postali convogliano più della metà della raccolta: il ruolo preminente nell'intercettare i flussi di risparmio di lungo periodo è confermato dal 56,6% dei premi Vita transitato tramite tali canali nel 2024. La bancassicurazione è uno strumento potenzialmente efficace per veicolare capitale verso mezzi connessi al finanziamento di aziende ed infrastrutture. A tale risultato concorrono la grandezza della base di distribuzione e l'aumentata diffusione delle polizze unit-linked e multiramo, che nel 2024 hanno conseguito intorno al 28, 29% della raccolta individuale. L'ammontare di risparmio allocato in polizze con un'esposizione a titoli di mercato aziendali è il modo iniziale in cui la bancassicurazione influisce sul finanziamento delle imprese. Quote crescenti dei premi possono essere convogliate, per mezzo di polizze unit-linked e soluzioni multiramo articolate in fondi interni o OICR sottostanti, verso obbligazioni societarie, private credit, mercati privati e veicoli di investimento a lungo termine. Il rinnovato regime ELTIF 2.0 ha conseguito un ruolo preminente nel settore, agevolando la creazione di fondi mirati a PMI, infrastrutture e mercati privati anche in sinergia con polizze unit-

linked collocate tramite sportello⁷², dato che ha esteso l'ammissibilità degli attivi e attenuato alcuni limiti per la diffusione al pubblico. Nel 2024 sono stati lanciati svariati ELTIF, i quali sono acquistabili quale elemento di polizze unit-linked, così come lo attestano riscontri di mercato, denotando una integrazione operativa tra assicurazioni e canale bancario, la quale amplia potenzialmente la platea di investitori per il capitale d'impresa e per i progetti infrastrutturali. Tale percorso si propone, tra le altre cose, di incrementare la possibilità di disporre di veicoli standardizzati di risparmio a lungo termine, estendendo l'offerta di strumenti adatti ad assorbire il risparmio al dettaglio indirizzato tramite banche e assicurazioni e diminuendo i costi di transazione transfrontaliera, in accordo con l'agenda della Commissione europea, Savings and Investments Union. Un ulteriore canale è di indole mediata ma macro-pertinente. La bancassicurazione, invero, può agevolare la "circolazione" del rischio di credito dai bilanci bancari ai mercati, supportando nuova erogazione verso il tessuto produttivo. Il canale distributivo bancario connette il risparmio alle soluzioni assicurativo-finanziarie. Per converso, la funzione d'investitore istituzionale delle assicurazioni si connette alla riattivazione della cartolarizzazione europea e degli schemi STS e SRT, specialmente negli strumenti di debito. Nel 2024, 2025, i dati recenti palesano un incremento dei volumi e una ripresa dell'emissione placed: nel quarto trimestre 2024 l'emissione complessiva in Europa è stata di 63 miliardi di euro (il 49,4% collocato), nel primo trimestre 2025 è stata di 61,5 miliardi (collocato al 61,8%) e nel secondo trimestre 2025 è salita a 73,6 miliardi⁷³. Una catena di cartolarizzazione più estesa e chiara permette agli istituti bancari di svincolare risorse finanziarie. In tal modo, la compagine degli investitori, inclusi gli assicuratori, per via del profilo regolamentare e dell'orizzonte temporale, può assorbire esposizioni diversificate verso imprese e famiglie. Appunto per corroborare la continuità tra origination bancaria e investitori di lungo termine, la Securitisation Review è inclusa dalla strategia europea per la SIU tra gli interventi prioritari del 2025. Inoltre, l'Eurosistema ha abbozzato una tabella di marcia di armonizzazione post-negoziante. Tale pianificazione strategica pone un'attenzione peculiare su ritenute fiscali, gestione degli attivi e dei collaterali,

⁷² AFG – Association Française de la Gestion Financière. (2025). *Practical Guide to ELTIF 2.0*. Paris: AFG.

⁷³ AFME – Association for Financial Markets in Europe. (2025a). *Securitisation Data Report – Q1 2025*. London: AFME.

attenuando gli ostacoli operativi, favorendo l'afflusso di investitori istituzionali nei mercati creditizi e potenziando la trasferibilità e la fungibilità delle posizioni. In un simile contesto, la bancassicurazione agisce da tramite, alimentando portafogli assicurativi che sottoscrivono debito corporate, fondi di private debt ed esposizioni cartolarizzate. Grazie alle aumentate opportunità di cessione del rischio, gli istituti bancari possono parallelamente ampliare il credito alle aziende. Un terzo meccanismo, maggiormente inerente alla filiera del credito, riguarda i prodotti di protezione connessi all'offerta e alla gestione del rischio creditizio. Le tutele del comparto creditizio (dalle garanzie fideiussorie all'assicurazione dei crediti commerciali) e le polizze a salvaguardia del credito (CPI) erogate nel contesto della bancassicurazione diminuiscono la perdita prevista su finanziamenti e operazioni commerciali, supportando il capitale operativo delle aziende e consolidando la finanziabilità di piccole controparti⁷⁴. In tema di salvaguardia, la disquisizione normativa del 2024, 2025 ha interessato la precisa delimitazione delle attribuzioni dell'Arbitro Assicurativo nei contrasti inerenti alle Polizze CPI vincolate a finanziamenti, a riprova dell'interesse del controllore per trasparenza dei presidi di difesa e giustizia allocativa in un segmento nevralgico per credito al dettaglio e PMI. Contemporaneamente, il comparto creditizio ha avvalorato la funzione anticiclica di queste tutele, palesando un'evoluzione selettiva dei saldi tecnici e dei volumi nel 2024, supportando la rotazione del capitale circolante e la resilienza delle filiere in un contesto di riaggiustamento dei portafogli post-pandemici e di normalizzazione dei tassi. La funzione di SACE, sebbene non ascrivibile alla bancassicurazione in senso stretto, deve essere menzionata nell'ambito più esteso delle garanzie al credito d'impresa quale agevolatore sistemico dell'accesso a finanziamenti nonché della gestione del rischio di esportazione e di investimento, in sinergia con il sistema bancario. Nondimeno, la capacità del canale bancassicurativo di concorrere stabilmente al finanziamento delle imprese dipende dalla qualità delle infrastrutture informative nonché dall'adeguatezza della regolazione di condotta e prudenziale. Sul versante degli investimenti, i portafogli assicurativi europei continuano a essere concentrati in strumenti obbligazionari governativi nonché corporate, i quali possono già esercitare un ruolo di primo piano nel finanziamento delle società non finanziarie; però l'incremento di

⁷⁴ ANIA. (2025). *L'Assicurazione italiana 2024–2025. Relazione annuale*. Roma: ANIA.

esposizioni verso mercati privati unitamente a cartolarizzazioni “buone” esige dati granulari, standard comparabili e pipeline di progetti bancabili⁷⁵. Al fine di convertire la canalizzazione di risparmio verso capitale d’impresa in massa critica, ovvero non in episodi, l’estensione di prodotti con sottostanti private e la superiore complessità informativa di ELTIF e fondi alternativi necessitano, dal lato della distribuzione, stime di adeguatezza coerenti con il profilo dell’investitore bancassicurativo e tutele POG efficaci. Il framework di policy europeo del 2025, con la SIU, la revisione della cartolarizzazione e l’impulso all’armonizzazione post-trade, si muove proprio in tale direzione. Lo scopo è quello di ridurre le frizioni che rendono dispendiosa e frammentata la trasformazione del risparmio in finanziamento stabile per imprese e infrastrutture. In sintesi, la bancassicurazione può esercitare un ruolo nel finanziamento delle imprese non ancillare qualora si consolidino tre condizioni: i) una produzione vita indirizzata verso veicoli di investimento con effettivo look-through verso attivi corporate and private markets; ii) una filiera di trasferimento del rischio, cartolarizzazioni STS/SRT e mercato secondario, sufficientemente profonda da offrire yield rischio-coerenti agli assicuratori per mezzo di liberare capitale bancario; iii) una governance distributiva la quale renda scalabili prodotti complessi come gli ELTIF and preservi valore per il cliente. Le evidenze più attuali su assetti allocativi, struttura della produzione e recupero del mercato della cartolarizzazione suggeriscono che tali condizioni sono in divenire, e la loro completa attuazione sancirebbe la transizione della bancassicurazione da mero veicolo di trasmissione del risparmio a effettivo propulsore di finanziamento dell’economia reale⁷⁶.

⁷⁵ OECD. (2024). *Global Insurance Market Trends 2024*. Paris: OECD Publishing.

⁷⁶ European Central Bank (ECB). (2025). *Advancing the Capital Markets Union in Europe: a roadmap for harmonising securities post-trading* (Economic Bulletin, Issue 4, Article 2). Frankfurt am Main: ECB.

4.3 Proposte per incentivare il ruolo delle assicurazioni

Affinché il capitale “paziente” delle imprese di assicurazione contribuisca in maniera sistematica al finanziamento dell’economia reale, unitamente a particolare riguardo a PMI, infrastrutture e transizione digitale-ecologica, occorre un insieme coerente di interventi che agisca simultaneamente su regolazione prudenziale, infrastrutture di mercato, progettazione dei prodotti, fiscalità e qualità dei dati. Lo scopo è quello di riparametrare gli incentivi in modo tale che l’amministrazione di lungo periodo propria del comparto assicurativo si tramuti più facilmente in investimenti proficui, conservando in equilibrio la tenuta micro- e macro-prudenziale, senza attenuare la protezione degli assicurati o la solidità finanziaria. Sotto tale ottica, le più recenti riforme europee attribuiscono un fondamento valido ma non esaustivo: la strategia della Savings and Investments Union (SIU) determina le strozzature, la frammentazione post-trade, la carente standardizzazione informativa, la fiscalità non neutrale, il blocco della cartolarizzazione, e fissa un’agenda di misure per il 2025⁷⁷. Si consolida un perimetro prudenziale più moderno mediante l’integrazione di strumenti macro-prudenziali e l’affinamento, sul versante micro, del trattamento di lungo periodo, grazie alla revisione di Solvency II e all’introduzione dell’IRRD. In ambito regolamentare, l’urgenza è adoperare appieno le opportunità dischiuse dalla modifica di Solvency II. È necessario completarli per mezzo di atti delegati specifici. L’upgrade del long-term equity e il riequilibrio delle misure long-term guarantee vanno eseguiti in modo solerte e omogeneo. Ciò mitigherà la volatilità normativa nonché gli atteggiamenti pro-ciclici che intralciano l’assunzione disciplinata di rischi di durata, specialmente con il volatility adjustment, reso più vincolato e concorde con la sensibilità fattiva ad attivi e passivi. Parallelamente, in linea con la SIU, si suggerisce di riesaminare la cartolarizzazione ricalibrando selettivamente i requisiti per le

⁷⁷ European Commission. (2025). *Communication: A Savings and Investments Union for the EU* (COM (2025) 124 final, 19 March 2025). Brussels: European Commission.

cartolarizzazioni STS di qualità elevata, segnatamente quelle plain-vanilla su portafogli di crediti a PMI, assicurando trasparenza e due diligence elevate ma diminuendo oneri eccessivamente penalizzanti rispetto a obbligazioni corporate comparabili. L'abilità di sopportare shock di flussi è il fondamento per estendere in sicurezza la porzione di investimenti illiquidi nei portafogli vita⁷⁸: le raccomandazioni successive allo stress test 2024 di EIOPA, piani di liquidità credibili, irrobustimento del liquidity risk management nonché standard di valutazione per attivi illiquidi, devono essere considerate alla stregua di una condizione abilitante. In aggiunta, quello delle infrastrutture del mercato e dei dati rappresenta un secondo cantiere. L'esperienza recente palesa l'impatto notevole degli ostacoli inerenti a “operativi”, settlement, collateral, asset servicing, withholding tax relief, sui costi di transazione. Tali impedimenti per gli investitori istituzionali circoscrivono anche la scalabilità di strumenti designati al capitale di rischio e alle infrastrutture. L'Eurosistema ha delineato un piano tangibile mediante la tabella di marcia per l'armonizzazione del post-trading. Un simile programma include un unico rulebook europeo per il regolamento dei titoli e la gestione delle garanzie, procedure standardizzate di asset servicing e un percorso di interoperabilità tra CSD. La funzionalità successiva all'European Single Access Point (ESAP) è cruciale per abbattere i costi fissi di valutazione. L'ESAP renderà disponibili dati finanziari e di sostenibilità in formato accessibile da macchina, riducendo asimmetrie informative su PMI ed emittenti privati e permettendo screening ESG comparabili lungo la filiera assicurativa (Regolamento UE 2023/2859). Invero, la qualità e la tempestività dei dati, tanto finanziari quanto di sostenibilità, costituiscono un impedimento tecnico al pari delle calibrazioni prudenziali. In terzo luogo, si deve agevolare strumenti di creazione appropriati alla peculiarità del capitale. È necessario altresì promuovere le procedure di creazione assicurative. ELTIF 2.0 entra in vigore mediante i nuovi RTS, agevolando la strutturazione di fondi di lungo termine. Tali fondi sono altresì allocabili alla clientela retail per mezzo di polizze unit-linked e soluzioni multiramo, con toolkit di gestione della liquidità e finestre di rimborso coerenti con l'orizzonte degli attivi sottostanti. In ottica SIU, conviene promuovere funds-of-funds nonché piattaforme di co-

⁷⁸ EIOPA. (2025). *Recommendations – Insurance Stress Test 2024* (28 February 2025). Frankfurt am Main: European Insurance and Occupational Pensions Authority.

investimento che consentano alle compagnie, soprattutto di medie dimensioni, di accedere a pipeline diversificate di private credit, infrastructure equity e private debt mediante economie di scala con presidi di governance rafforzati. Riguardo al fronte bank-to-market, la ripresa dell'emissione e, in misura minore, del collocato nelle cartolarizzazioni europee nel corso del biennio 2024-2025 segnala la possibilità di un ecosistema più sviluppato, e per tramutarlo in domanda stabile da parte degli assicuratori si richiedono data templates granulari, reporting omogeneo e certezza regolamentare circa il trattamento prudenziale⁷⁹. In quarto luogo, la catena di distribuzione deve associarsi all'investimento a lungo termine, senza tuttavia rinunciare all'importanza del cliente. Risulta particolarmente importante che i prodotti assicurativi a valenza finanziaria siano concepiti per il mercato di riferimento reale in conformità alle normative IDD/POG, con chiarezza di rischi, oneri e liquidabilità qualora i sottostanti comprendano ELTIF, private assets o cartolarizzazioni. Risulta essenziale perciò sostenere, mediante direttive nazionali, schemi di suitability e product governance che consentano di rendere scalabile nelle reti bancarie e postali l'offerta di portafogli assicurativi con una trasparenza effettiva verso asset corporate, prevenendo disallineamenti temporali e promesse implicite di liquidità. In concomitanza, tramite l'inclusione esplicita dei prodotti assicurativi di lungo termine tra le opzioni idonee e concepiti in neutralità concorrenziale, si rivolgerebbero gli interventi SIU sugli “Savings and Investment Accounts” e sull'alfabetizzazione finanziaria: l'industria assicurativa ha evidenziato come un perimetro eccessivamente ristretto rischi di ridurre la platea e gli effetti di scala. Inoltre, la politica fiscale può accelerare l'accumulo previdenziale e para-previdenziale. Ciò si verifica nei prodotti assicurativi caratterizzati da un vincolo temporale. Un progetto europeo per conti o strumenti di risparmio-investimento con sistemi fiscali congruenti con la detenzione di lungo periodo è contemplato dalla SIU entro il terzo trimestre 2025: l'opzione neutrale fra strumenti, inclusi quelli assicurativi, può generare condizioni di competizione reale e incentivare l'offerta di polizze vita indirizzate a investimenti in mercati dei capitali⁸⁰. Un assetto fiscale stabile e prevedibile nel tempo diminuisce

⁷⁹ AFME – Association for Financial Markets in Europe. (2025). *Securitisation Data Snapshot – Q2 2025*. London: AFME.

⁸⁰ European Commission. (2025). *Communication: A Savings and Investments Union for the EU* (COM (2025) 124 final, 19 March 2025). Brussels: European Commission.

l'incertezza per imprese e famiglie e, principalmente, rende agli assicuratori sostenibile la costruzione di portafogli con maggiore componente illiquida e drawdown più lenti. In sintesi, occorre implementare meccanismi di condivisione del rischio pubblico-privati che sgravino i bilanci bancari e accelerino l'erogazione di progetti finanziabili. Le iniziative più recenti del Gruppo BEI, unitamente all'incremento della capacità di intervento e ai nuovi programmi per la tecnologia europea, delineano lo spazio per piattaforme di blended finance in grado di catalizzare investimenti privati su scala, nonché la combinazione delle garanzie dell'EIF/EIB con capitali assicurativi, in forme di first-loss limitata e trasparente, può agevolare la nascita di fondi tematici su infrastrutture energetiche, digitale e filiere strategiche, con metriche di impatto condivise e reporting standardizzato. Anche qui, la problematica concerne la qualità delle metriche e l'assenza di azzardo morale: garanzie e junior tranches devono essere dosate per attrarre, e non allo scopo di soppiantare capitale privato. La traiettoria di policy che si delinea è di natura duplice: conformemente a quanto proposto da SIU ed ECB, da un lato de-frictioning della catena dal risparmio agli attivi produttivi, post-trade, dati, veicoli, e dall'altro de-risking selettivo e temporaneo laddove i fallimenti di mercato risultano più evidenti, cartolarizzazioni e private markets a favore di PMI e infrastrutture, con presidi di liquidità e valuation che riflettano il profilo delle passività assicurative. La ripartizione, stando a quanto attestato da EIOPA e dai dati statistici OCSE, rimarrà sbilanciata verso attività negoziabili a breve termine in assenza di questi due cardini; al contrario, l'integrale esecuzione di queste proposte può conciliare gli interessi di lungo termine degli assicurati con le necessità di finanziamento di società e programmi europei convertendo un potenziale inespresso in massa critica⁸¹.

⁸¹ EIOPA. (2024). *Financial Stability Report – June 2024*. Frankfurt am Main: European Insurance and Occupational Pensions Authority.

4.4 La Capital Markets Union e il ruolo degli investitori istituzionali

Nella concezione più recente delle istituzioni europee, lo scopo della Savings and Investments Union (SIU) è convertire l'alta propensione al risparmio delle famiglie europee in investimenti proficui a lungo termine, diminuendo nel mentre la frammentazione dei mercati e i costi di transazione, mentre la Capital Markets Union (CMU) si evolve, anche sul piano lessicale. La Comunicazione della Commissione datata 19 marzo 2025 (COM (2025) 124) delinea un'agenda operativa articolata in quattro assi: cittadini e risparmio, investimenti e finanziamento, integrazione e scala, e vigilanza efficiente. Essa stabilisce tappe effettive nel biennio 2025, 2026, fra cui la disamina della cartolarizzazione (Q2 2025), il blueprint per conti/prodotti di risparmio-investimento europei con raccomandazioni fiscali (Q3 2025), la disamina congiunta IORP e PEPP (Q4 2025), il "Market Infrastructure Package" (Q4 2025) e proposte per una supervisione dei mercati più unificata (Q4 2025). In tale contesto, anche tramite un'elucidazione normativa in merito all'ammissibilità e alla gestione delle allocazioni azionarie nei portafogli regolamentati, gli investitori istituzionali, assicurazioni e fondi pensione, sono indicati come i principali veicoli per convogliare capitale "paziente" verso equity e debito di lungo periodo⁸². La motivazione macroeconomica a favore della SIU discende dalla vasta necessità di investimenti per competitività, transizione climatica e sicurezza economica, valutata intorno a 700, 800 miliardi annuali, nonché dalla constatazione che l'Unione è ancora bancocentrica e sottocapitalizzata in confronto a Stati Uniti e Regno Unito. Nel 2025, la Commissione recepisce l'orientamento del Rapporto Draghi (2024), che connette chiaramente il successo dell'Unione dei Mercati dei Capitali/Sistema Integrato dei Supervisor all'incremento del capitale di rischio nazionale e alla strutturazione del secondo pilastro pensionistico,

⁸² European Commission. (2025, 19 marzo). *Communication: A Savings and Investments Union for the EU* (COM (2025) 124 final). Brussels: European Commission.

e suggerisce mezzi per aumentare la richiesta di attivi di rischio da parte di assicurazioni e fondi pensione e per attivare il risparmio privato (conti/ prodotti a lungo termine, educazione finanziaria, determinazione del rapporto qualità/prezzo nel RIS) in una prospettiva di stabilizzazione a lungo termine. Nel corso del 2024, Draghi ha provveduto a pubblicare un documento. La Commissione Europea ha operato nello stesso modo nel 2025⁸³. Gli strumenti di policy agiscono su tre livelli consentendo agli investitori istituzionali. In primis, quello di natura prudenziale: la Direttiva (UE) 2025/1 (IRRD) stabilisce un contesto europeo per la risoluzione e il risanamento assicurativo, diminuendo il rischio di azzardo morale e accrescendo la prevedibilità del going/gone concern, mentre la Direttiva (UE) 2025/2 interviene su Solvency II introducendo degli aggiustamenti su proporzionalità, strumenti di tipo macro-prudenziale, misure di garanzia a lungo termine e rischi connessi alla sostenibilità. Tali innovazioni, unitamente all'intenzione della Commissione di "replicare" condizioni vantaggiose per certe tipologie di investimento a lungo termine nel delegato Solvency II, mirano ad attenuare l'instabilità normativa e ad ottimizzare l'assunzione di rischio illiquido in linea con le passività di lungo termine. In secondo luogo, il piano dei veicoli e dei mercati: l'attuazione per mezzo di ELTIF 2.0 con il Regolamento Delegato (UE) 2024/2759 e i relativi RTS dell'ESMA rende più scalabile l'offerta di fondi di investimento di lungo termine, e introduce strumenti di gestione della liquidità, regole sul look-through dei costi, criteri per rimborsi e trasferimento delle quote. La Commissione annuncia una revisione dell'EuVECA verso il Q3 2026. In aggiunta, è programmato un "Market Infrastructure Package" allo scopo di potenziare il passporting dei fondi e minimizzare gli impedimenti operativi. Contemporaneamente, il recupero della cartolarizzazione europea nel biennio 2024-2025, che registra 73,6 miliardi di euro di emissioni nel secondo trimestre 2025, denota la fattibilità di una catena bank-to-market più solida, in cui gli assicuratori possano recepire rischio diversificato su PMI e ipoteche, sbloccando capitale bancario per nuova concessione.⁸⁴ In terzo luogo, l'Eurosistema si propone di diminuire i costi delle transazioni transfrontaliere e la tendenza nazionale operativa, una condizione imprescindibile per la portata degli investitori istituzionali europei, mediante la

⁸³ Draghi, M. (2024, 9 settembre). *The Future of European Competitiveness* (Report to the European Commission). Brussels: European Commission.

⁸⁴ AFME, *European Securitisation Data Snapshot Q2 2025*.

roadmap per un codice unico in materia di regolamento, gestione delle garanzie e servizi di gestione patrimoniale, oltre che con l'entrata in funzione dell'ECMS nel giugno 2025 e con il passaggio graduale allo standard ISO 20022 entro il 2030. Contestualmente, l'ESAP (Reg. (UE) 2023/2859) istituisce un nodo di accesso centralizzato a dati finanziari e di sostenibilità fruibili meccanicamente, accrescendo la comparabilità nonché la “due diligence”. Il Listing Act (pacchetto 2024) mitiga gli oneri di ammissione e di permanenza in quotazione producendo effetti auspicati sulla profondità dei mercati azionari e sull'offerta equity per le imprese scale-up⁸⁵. Il segmento al dettaglio e di distribuzione è nodale per la SIU e connette l'incremento del risparmio investito. Si fa carico anche della protezione effettiva del consumatore attraverso l'intera filiera del valore. Entro il Q3 2025 la Commissione designa una blueprint per conti/prodotti di risparmio-investimento (con raccomandazioni fiscali) nonché il completamento del negoziato sulla Retail Investment Strategy; EIOPA, nei contributi più recenti, sostiene un impianto value for money capace di mobilitare risparmio verso prodotti di investimento, preservando trasparenza, adeguatezza e coerenza di orizzonte, e sottolinea come la SIU rappresenti per assicurazioni e fondi pensione un'opportunità per mostrare il proprio ruolo sistemico nel finanziare progetti strategici per l'Europa. La SIU propone quindi un nuovo accordo agli investitori istituzionali: accresciuto accesso a strumenti e mercati più profondi, armonizzati nonché trasparenti. In contropartita, esige strumenti di liquidità, stima e gestione più rigorosi. Le statistiche OCSE, nonché un cammino attendibile verso la normazione europea in ambito post-trade, attestano l'aumento dei patrimoni previdenziali e un consolidamento dei presidi micro- e macro-prudenziali (Solvency II rivista; IRRD) e la consuetudine, nei sistemi a capitalizzazione evoluti, di incrementare l'esposizione a strumenti illiquidi affini a prospettive di lungo termine⁸⁶ nel 2024, 2025. In questo ambito, le assicurazioni e i fondi pensione si configurano come la struttura portante finanziaria della CMU/SIU: mediante strumenti standardizzati come ELTIF/EuVECA, una “buona” cartolarizzazione e mercati azionari più accessibili, essi colmano il gap europeo nell'offerta di capitale di rischio e di debito a lungo termine, assorbendo un rischio di illiquidità che è coerente con le loro passività e stabilizzando i cicli di

⁸⁵ Council of the European Union. (2024, 8 ottobre). *Listing Act: legislative package adopted to make EU public capital markets more attractive*. Brussels: Council Press Release.

⁸⁶ OECD. (2024, 2 dicembre). *OECD Pensions Outlook 2024*. Paris: OECD Publishing.

investimento. Come indicato da Commissione ed Eurosystema, la condizione abilitante rimane la completa attuazione delle riforme 2025 e 2026 nonché la cooperazione regolatoria tra livello UE e Stati membri⁸⁷.

⁸⁷ Draghi, M. (2024, 9 settembre). *The Future of European Competitiveness* (Report to the European Commission). Brussels: European Commission.

CONCLUSIONI

La dissertazione ha esaminato la funzione delle società assicurative in quanto investitori istituzionali nel sistema finanziario italiano ed europeo, esaminando le strozzature informative e di mercato che tuttora limitano l'utilizzo di capitale "paziente" in attivi di lungo periodo, le possibilità che si presentano con la nuova programmazione dell'Unione dei Mercati dei Capitali, le motivazioni storiche e strutturali del perdurante modello bancocentrico, e le restrizioni, ma anche le recenti concessioni, del contesto prudenziale europeo, in controluce. Un esame specifico su identità, struttura di governance che sulle politiche allocative di un grande gruppo è stato fornito dal case study su Generali, mettendo in risalto come una strategia liability-driven, disciplinata dall'ALM e corrispondente con i principi della persona prudente, possa tramutarsi in iniziative selettive però scalabili nell'economia reale, senza contravvenire alla stabilità di capitale che alla tutela degli assicurati. La bancassicurazione, grazie alla sua estesa rete di distribuzione, rappresenta un'infrastruttura essenziale al fine di convertire il risparmio delle famiglie in investimenti con un orizzonte temporale più ampio, a condizione che sia supportata da una governance del prodotto rigorosa e da strumenti effettivamente "trasparenti" nell'analisi degli attivi sottostanti, come attestato dall'analisi comparativa con altri gruppi europei in base alla quale dimensione, ampiezza dell'asset management e abilità di origination nei mercati privati rimangono fattori critici di competitività. Tre risultati principali emergono. Costituzionalmente complesso per tipologia di obbligazioni, arco temporale e ampiezza degli attivi è, in primis, il contributo possibile delle assicurazioni al finanziamento dell'economia tangibile, nonostante ciò rimanga subordinato a un equilibrio fragile tra condizioni di solvibilità, amministrazione della liquidità, instabilità contabile e pregio dei dati sugli investimenti illiquidi. L'introduzione degli

strumenti macro-prudenziali, le recenti revisioni di Solvency II e l'IRRD attenuano volatilità e comportamenti pro-ciclici, abilitando, nell'ambito di perimetri definiti, più ampio ricorso a cartolarizzazioni di qualità e equity di lungo termine; tuttavia, la piena trasmissione per mezzo di tali leve richiede un'implementazione omogenea in UE e atti delegati coerenti, oltre a presidi interni di liquidity risk management che rendano gestibili i drawdown in scenari avversi. In secondo luogo, le asimmetrie informative, la carente standardizzazione degli strumenti, gli attriti post-negoiazione, la tassazione transfrontaliera ed i vincoli prudenziali incidono quanto i fattori "di mercato". La scalabilità effettiva sarà determinata da velocità di esecuzione, qualità dei dataset (finanziari ed ESG) nonché credibilità delle metriche di impatto, ma l'ESAP, il Listing Act, ELTIF 2.0 e la riattivazione della "buona" cartolarizzazione disegnano un percorso di de-frictioning che può ridurre costi fissi di due diligence, ampliare la base investitori e trasformare portafogli bancari in titoli investibili da parte delle assicurazioni. Terzo, soltanto tramite portabilità, auto-iscrizione, più ampie masse previdenziali ed una filiera di asset management strutturata per i mercati privati si può colmare il divario con Regno Unito e Stati Uniti nella domanda di capitale di rischio domestico, dato che la struttura demografica e patrimoniale europea rende indispensabile il potenziamento del secondo pilastro previdenziale. In tale contesto, le assicurazioni integrano le banche, senza sostituirle, stabilizzando i cicli di investimento e assorbendo una quota di rischio di illiquidità che è coerente con le proprie passività. Il caso Generali dimostra come disciplina allocativa e prudenza non siano in antitesi con l'impatto sull'economia reale. Un portafoglio allocato soprattutto in reddito fisso, tarato sulle scadenze e sui flussi delle passività, può coesistere con linee dedicate a infrastrutture energetiche e riqualificazione urbana. I mercati privati possono coesistere mediante piattaforme specialistiche e strumenti con governance rafforzata. Modelli di come una primaria compagnia assicurativa possa salvaguardare rendimenti costanti e quantificabili, preservando coerenza ALM e criteri di rischio, sono Fenice 190, le progettualità di Sosteneo sui sistemi di stoccaggio e i piani immobiliari "core" con elevati standard ESG. Nondimeno, l'analisi scrupolosa indica che, come palesano i dati di Allianz, AXA e Zurich, la dimensione rilevante e l'ampiezza della progettualità rimangono fattori da rafforzare per incrementare l'effetto. Potenziare le capacità di origination, coinvestire insieme a piattaforme

europee (BEI/FEI) in configurazioni di rischio chiare e standardizzare processi, dati e metriche per incrementare la bancabilità dei progetti rimanda a una traiettoria industriale di lungo periodo. La tesi supporta, sul piano delle policy, una strategia “a doppio binario”: diminuzione degli attriti lungo la filiera risparmio-investimento, per il tramite di armonizzazione post-trade, semplificazione fiscale, passaporto dei fondi, dati machine-readable e comparabili e certezza regolamentare su LT-equity e securitisation. In aggiunta, pianifica un derisking selettivo e temporalmente definito nei contesti in cui le inefficienze di mercato risultano più evidenti, come per le PMI e le infrastrutture di transizione, tramite garanzie pubbliche indirizzate, first-loss limitati e trasparenti e schemi STS/SRT che non alterino la determinazione dei prezzi del rischio. Parallelamente, la salvaguardia del cliente deve permanere essenziale: l'estensione dell'offerta di prodotti assicurativi con sottostanti illiquidi dipende da POG robusta, trasparenza su costi, liquidabilità e rischi, meccanismi di gestione della liquidità coerenti con l'orizzonte degli attivi e alfabetizzazione finanziaria tale da consentire scelte consapevoli. Il capitale “paziente” non diviene massa critica senza codesto equilibrio tra ambizione allocativa ed integrità di mercato ed il disegno della Savings & Investments Union permane incompiuto. Le considerazioni finali conducono a una tesi basilare, vale a dire che l'Europa possiede la più ampia riserva di capitale a lungo termine nel settore assicurativo e previdenziale. Questa risorsa risulta potenzialmente mobilitabile per la competitività, la transizione climatica e la sicurezza economica sin da ora. Non è stata assente una sufficiente volontà. Piuttosto, è venuta a mancare l'“ingegneria” sia istituzionale sia di mercato per rendere le allocazioni verso l'economia reale non episodiche ma sistematiche. La risposta non risiede in una deregolamentazione generalizzata, bensì in una fine taratura delle regole mediante infrastrutture di mercato efficienti. Dati affidabili nonché verificabili, congiuntamente a una filiera industriale europea dell'asset management capace di origination, monitoraggio e rendicontazione su scala, sono altri fattori importanti per la risposta. Il vero propulsore della domanda di attivi “lunghi” è il potenziamento del secondo pilastro pensionistico in linea con le raccomandazioni europee, laddove l'evoluzione della bancassicurazione può tramutarsi in un tramite stabile tra risparmio delle famiglie e capitale d'impresa, qualora orientata a valore per il cliente ed integrata con veicoli di lungo termine trasparenti nel contesto italiano. In sintesi, tale

dissertazione esorta a trascendere una fallace dicotomia: la stabilità prudenziale e il finanziamento dell'economia reale sono entità che si supportano reciprocamente, non fini antitetici, se norme, dati e strumenti sono ideati per una prospettiva di lungo termine. Assumendosi l'onere scaturente dalla loro importanza sistemica, gli assicuratori possono e devono essere tra i fautori di tale metamorfosi: concorrere all'edificazione di mercati più profondi, equi ed integrati, valutare e divulgare gli impatti, investire con costanza e perizia. La vicenda Generali palesa la realizzabilità di un percorso europeo. Questa strada è accorta, incrementabile e valutabile. Ora compete a istituzioni, imprese nonché investitori istituzionali medesimi completare con esecuzione disciplinata il disegno, al fine di tramutare in risultati duraturi un potenziale che l'Europa, per dimensioni e necessità storiche, non può più permettersi di lasciare inattivo.

BIBLIOGRAFIA

AFG – ASSOCIATION FRANÇAISE DE LA GESTION FINANCIÈRE, *Practical Guide to ELTIF 2.0*, Parigi, 2025.

AFME – ASSOCIATION FOR FINANCIAL MARKETS IN EUROPE, *Securitisation Data Report – Q1 2025*, Londra, 2025.

AFME – ASSOCIATION FOR FINANCIAL MARKETS IN EUROPE, *Securitisation Data Snapshot – Q2 2025*, Londra, 2025.

AFME, *European Securitisation Data Snapshot Q2 2025*, Londra, 2025.

AFME, *Securitisation Data Snapshot – Q1 2025*, Londra, 2025.

ALLIANZ SE, *Earnings release FY 2024: Total business volume and operating profit; Solvency II ratio*, Monaco di Baviera, 2025.

ANIA, *L'Assicurazione italiana 2024–2025. Relazione annuale*, Roma, 2025.

APICELLA F., GALLO R., GUAZZAROTTI G., *Insurers' investments before and after the Covid 19 outbreak*, Temi di discussione, Banca d'Italia, Roma, 2022.

ASSONIME, *Il finanziamento a lungo termine delle imprese italiane: vincoli e poste*, Quaderni di ricerca, n. 32, Roma, 2024.

ASSONIME, *Il finanziamento a medio e lungo termine delle imprese in Italia*, Roma, 2024.

ASSICURAZIONI GENERALI, *Annual Integrated Report and Consolidated Financial Statements 2024*, Trieste, 2025.

ASSICURAZIONI GENERALI, *Solvency and Financial Condition Report (SFCR) – Year End 2024*, Trieste, 2025.

ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A., *Annual Integrated Report and Consolidated Financial Statements 2024*, Trieste, 2025.

ASSICURAZIONI GENERALI S.P.A., *Our organization* (pagina istituzionale), Milano–Trieste, 2025.

AXA, *Half-Year 2025 earnings: Andamento P&C e L&S; profilo di solvibilità*, Parigi, 2025.

BANCA CENTRALE EUROPEA, *The Insurance Sector in the Euro Area: Developments and Risks*, ECB Working Paper n. 2892, Francoforte, 2023.

BANCA D'ITALIA, *Intermediazione creditizia non bancaria nella relazione della Banca d'Italia – Assifact*, Roma, s.d.

BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale sul 2023*, Roma, 2024.

BANCA D'ITALIA, *Relazione annuale 2024*, Roma, 2025.

BANCA D'ITALIA, *Testo Unico delle leggi in materia bancaria e creditizia (D.lgs. 385/1993), testo coordinato aggiornato*, Roma, 1993/2025.

COUNCIL OF THE EUROPEAN UNION, *Listing Act: legislative package adopted to make EU public capital markets more attractive*, Bruxelles, 8 ottobre 2024.

DRAGHI M., *The Future of European Competitiveness (Report to the European Commission)*, Bruxelles, 9 settembre 2024.

DRAGHI M., *The Future of European Competitiveness (Report to the European Commission, 9 September 2024)*, Bruxelles, 2024.

ECB – EUROPEAN CENTRAL BANK, *Survey on the Access to Finance of Enterprises (SAFE), Round 34–35 (Jan–Jul 2025)*, Francoforte, 2025.

EIOPA – EUROPEAN INSURANCE AND OCCUPATIONAL PENSIONS AUTHORITY, *Financial Stability Report – June 2024*, Francoforte, 27 giugno 2024.

EIOPA – EUROPEAN INSURANCE AND OCCUPATIONAL PENSIONS AUTHORITY, *Financial Stability Report – June 2025; Recommendations – Insurance Stress Test 2024*, Francoforte, 19 giugno 2025.

EIOPA, *2025 Europe-wide Liquidity Stress Test of Occupational Pension Funds – Launch and Technical Specifications*, Francoforte, aprile 2025.

EIOPA, *Consumer Trends Report 2024*, Francoforte, 2024.

EIOPA, *Financial Stability Report – June 2024*, Francoforte, 2024.

EIOPA, *Financial Stability Report, June 2024*, Francoforte, 2024.

EIOPA, *Recommendations – Insurance Stress Test 2024*, Francoforte, 28 febbraio 2025.

EIOPA, *Recommendations – Insurance Stress Test 2024*, Francoforte, 28 febbraio 2025.

EIOPA, *Technical advice on standard formula capital requirements for investments in crypto-assets (EIOPA-BoS-25/068)*, Francoforte, 27 marzo 2025.

EUROPEAN CENTRAL BANK, *Advancing the Capital Markets Union in Europe: a roadmap for harmonising securities post-trading (Economic Bulletin, Issue 4, Article 2)*, Francoforte, 2025.

EUROPEAN COMMISSION, *Communication: A Savings and Investments Union for the EU (COM (2025) 124 final)*, Bruxelles, 19 marzo 2025.

EUROPEAN COMMISSION, *Draft Commission Delegated Regulation amending Delegated Regulation (EU) 2015/35 under Solvency II – Public Feedback*, Bruxelles, 18 luglio 2025.

EUROPEAN COMMISSION, *Targeted consultation on the integration of EU capital markets & Blueprint on Savings and Investment Accounts*, Bruxelles, 2025.

EUROPEAN PARLIAMENT & COUNCIL, *Directive (EU) 2025/1 of 27 November 2024 establishing a framework for the recovery and resolution of insurance and reinsurance undertakings (IRR)*, Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea, 8 gennaio 2025.

EUROPEAN PARLIAMENT & COUNCIL, *Directive (EU) 2025/2 of 27 November 2024 amending Directive 2009/138/EC (Solvency II)*, Gazzetta ufficiale dell'Unione Europea, 8 gennaio 2025.

FINANCIAL TIMES, *How to fix Europe's securitisation market*, Londra, febbraio 2025.

FINANCIAL TIMES, *How to fix Europe's securitisation market*, Londra, 2025.

FIRSTONLINE EDITORIAL TEAM, *Insurance and pension funds: the hidden treasure that can revive the Italian economy*, Roma, marzo 2025.

GAGGERO A. A., MARENCO E., *Finanza e crescita delle imprese italiane: ostacoli strutturali e opportunità mancate*, in *Economia e Lavoro*, 57(2), pp. 103–125, 2023.

GENERALI GROUP, *EU Competitiveness: How Insurance Can Drive Europe's Economic Future*, Trieste, 2025.

GENERALI GROUP, *Solvency and Financial Condition Report 2024*, Trieste, 2025.

GENERALI GROUP, *Solvency and Financial Condition Report 2024*, Trieste, 2025.

GENERALI REAL ESTATE, *News & Sustainability updates (Piacenza Logistics Hub; New Station circular economy; CRREM targets)*, Milano–Parigi, 2024–2025.

GENERALI, *Consolidated Results as at 31 December 2024*, Trieste, 2025.

IAIS – INTERNATIONAL ASSOCIATION OF INSURANCE SUPERVISORS, *Global Insurance Market Report (GIMAR) 2024*, Basilea, 2024.

IVASS – ISTITUTO PER LA VIGILANZA SULLE ASSICURAZIONI, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2024. Considerazioni del Presidente*, Roma, 19 giugno 2025.

IVASS, *Banche, assicurazioni e PMI: un'alleanza per la crescita*, Roma, 3 ottobre 2019.

IVASS, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2024*, Roma, 19 giugno 2025.

IVASS, *Relazione sull'attività svolta nell'anno 2024 (Relazione e Considerazioni del Presidente)*, Roma, 2025.

IVASS, *Solvency II*, Roma, s.d.

KAUFMANN C., LEYVA J., STORZ M., *Insurance corporations' balance sheets, financial stability and monetary policy*, ECB Working Paper n. 2892, Francoforte, 2022.

KAUFMANN C., LEYVA J., STORZ M., *Insurance corporations' balance sheets, financial stability and monetary policy*, ECB Working Paper n. 2892, Francoforte, 2023.

MOODY'S RATINGS, *Moody's revises outlook on Assicurazioni Generali to positive; affirms A3 IFSR*, New York, 28 maggio 2025.

OECD, *Global Insurance Market Trends 2024*, Parigi, 2024.

OECD, *Global Insurance Market Trends: Preliminary 2024 data – Factsheet*, Parigi, giugno 2025.

OECD, *OECD Pensions Outlook 2024*, Parigi, 2 dicembre 2024.

PINEBRIDGE, *Solvency II Revisited: Unlocking CLOs for European Insurers*, New York, 2025.

REUTERS, *Sosteneo buys 49% of Enel's battery business for €1.1bn*, Londra, 1 marzo 2024.

SEBASTIAN F., *New IFRS financial reporting standards: three key investment implications for insurers*, Wellington Institutional Insights, 2023.

TASSONE F. V., *Credito alle imprese in Italia: se le banche non fanno più le banche*, Agenda Digitale, 2025.