

Il mercato del credito privato nella prospettiva delle compagnie di assicurazione

Intervento di

Stefano De Polis - Segretario Generale IVASS

Convegno Tenax Capital: Private debt investors e banche: fare sistema per l'economia reale del paese

Milano, 3 ottobre 2024

Ringrazio Tenax Capital per l'invito rivolto all'IVASS a intervenire a questo convegno.

Le assicurazioni sono tra i principali investitori istituzionali. Gli attivi delle compagnie italiane sono pari a circa 1.000 mld. di euro, di cui 727 relativi a investimenti con rischio a loro carico: anche se rimane solido l'interesse per il settore del reddito fisso governativo, si amplia progressivamente l'attenzione per i mercati delle obbligazioni corporate, azionari e degli investimenti alternativi, alla ricerca di migliori combinazioni in termini di sostenibilità del business e di rischio/rendimento. Nell'ambito di questa tendenza è in progressivo aumento anche la quota dell'attivo investita in strumenti finanziari complessi e illiquidi¹ e l'esposizione verso *asset class* non tradizionali, quali il *private debt*².

La normativa permette alle compagnie italiane – sia pure con criteri e limiti - l'investimento in prestiti e strumenti finanziari rappresentativi di crediti; mi soffermerò brevemente sul tema. L'approccio degli assicuratori nazionali italiani è tradizionalmente molto prudente in materia. Gli investimenti in obbligazioni strutturate, titoli garantiti e obbligazioni societarie non quotate e in "finanziamenti e mutui" con rischio a carico della compagnia rappresentano meno dell'4% degli attivi. Nelle polizze *unit link* l'esposizione diretta è pressoché nulla³.

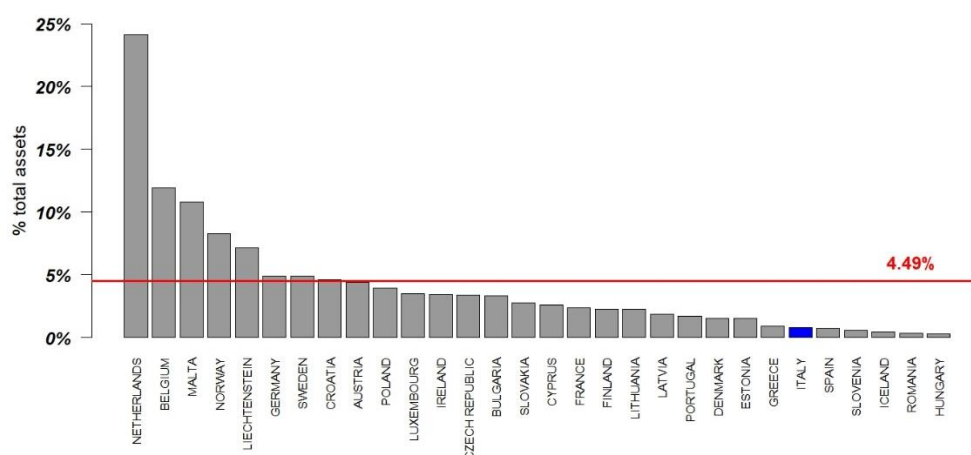
¹ Ad es. titoli o derivati strutturati o comunque con componenti opzionali, titoli aventi come sottostante altri strumenti di debito, *Credit Linked Notes*, *Collateralized Debt Obligations*, *Commercial Mortgage Based Securities*, titoli privi di mercato attivo o con parametri di *pricing* difficilmente osservabili, etc.

² Nel 2023, il mercato italiano del *private debt* registrava investimenti per 2.854 milioni di Euro, suddivisi in 164 operazioni che hanno interessato 109 società. Fonte AIFI – Il mercato italiano del *private debt*.

³ Le segnalazioni di vigilanza europee non prevedono informazioni e dati sulle esposizioni indirette.

In altri Paesi la situazione è diversa. Nell'ambito della tendenza che vede le *Non Banking Financial Institution* sostituire in parte le banche nell'erogazione dei tradizionali finanziamenti all'economia, le compagnie US, in risposta ai mutamenti dei mercati, hanno fortemente incrementato negli ultimi dieci anni gli investimenti in *private credit* che oggi rappresentano oltre il 40% degli investimenti in titoli. Questo *trend* è stato sostenuto anche dal crescente interesse dei *private equity* e degli *asset manager* per il mercato assicurativo dove hanno rilevato compagnie e/o intessuto legami partecipativi finalizzati ad acquisire in gestione parte del portafoglio. Specie per le compagnie di medie dimensioni dare in *outsourcing* la gestione di importanti componenti del portafoglio è considerato economicamente conveniente e in grado di favorire l'investimento in attività per le quali mancano di conoscenze e capacità adeguate⁴. Evidenze di questa tendenza sono presenti anche in Europa e nel nostro Paese⁵.

Le tabelle che seguono, tratte da un recente *working paper* dell'IVASS⁶ danno conto della diversa attenzione riservata – anche a motivo delle differenze normative nazionali - agli investimenti in *finanziamenti e mutui* nei singoli mercati assicurativi europei⁷. Al 31/12/2022 la media italiana era 0,8% (circa 6 miliardi di euro) del totale degli investimenti, contro una media degli assicuratori europei pari al 4,5%; in Olanda la quota era di circa il 24% (la situazione sostanzialmente non muta con i dati aggiornati a fine 2023: Italia 0,96%, Olanda 23,88%, media Europa 4,44%).



⁴ Sulla tendenza del mercato US cfr. Am Best, Trend review, *Asset Manager Relationship Lead Insurer' Shift to Private Credit*, 29 luglio 2024.

⁵ Sul modello di business sotteso alla relazione tra compagnie di assicurazioni e operatori del *private equity/debt* si veda anche: Garavito, Lewrick, Stastny, Todorov, *Shifting landscapes: life insurance and financial Stability*, BIS Quarterly Review, September 2024; IAIS - Global Insurance Market Report (GIMAR), MID-YEAR UPDATE. July 2024, p 7.

⁶ Agostino Tripodi, IVASS Working Paper, *Optimal portfolio allocation: a first view on the role of loans and mortgages among Italian insurers*, February 2024. Partendo da un portafoglio base costituito da sole obbligazioni, governative e societarie, lo studio – sulla base delle regole della *standard formula* di Solvency II - dimostra attraverso simulazioni che investendo in *loans and mortgages* è possibile ottenere - portafogli che presentano contemporaneamente un rendimento maggiore e un rischio inferiore rispetto al portafoglio iniziale composto da sole obbligazioni. Tuttavia si ottiene anche che il vantaggio dipende dalle contingenti condizioni di mercato e in particolare dal differenziale di rendimento tra finanziamenti e obbligazioni (sia private sia governative).

⁷ Il dato è censito dall'EIPA.

	NETHERLANDS	BELGIUM	GERMANY	FRANCE	ITALY	EU
Government Bonds	17.99	33.79	14.01	23.41	42.64	21.89
Corporate Bonds	13.24	17.93	16.58	23.94	17.00	19.52
Other Investments	32.91	21.19	53.71	39.39	29.58	41.06
Reinsurance recoverables	0.58	7.69	3.76	4.29	1.30	4.94
Cash Equivalent	1.96	2.24	0.54	0.81	1.43	1.39
Any Other Asset	9.20	5.25	6.51	5.82	7.26	6.71
Loans and mortgages	24.12	11.91	4.88	2.35	0.79	4.49

Veniamo al quadro normativo.

Dal 2016, con il recepimento della Direttiva Solvency II, le compagnie possono investire le riserve attenendosi esclusivamente al principio della persona prudente⁸. Nessuna preclusione per nuove forme di investimento; sono però necessari prudenza, un assetto in grado di identificare, misurare, monitorare, gestire, controllare e segnalare adeguatamente i rischi e coerenza con gli impegni assunti verso la clientela⁹.

In Italia è stata mantenuta, in una logica di continuità con il regime previgente, anche una specifica possibilità per le società assicurative di erogare finanziamenti diretti alle imprese (art. 38, comma 2, del CAP). Pur in presenza di un limite di investimento del 5% del totale degli attivi¹⁰, di fatto, ad oggi, ampi sono i potenziali spazi di crescita degli investimenti anche in questa classe di attivi. La stessa normativa secondaria prevede la collaborazione delle compagnie con operatori specializzati, in primo luogo le banche e forme di condivisione dei rischi.

Un passo ancor più deciso è stato fatto nella recente proposta di modifica della disciplina dei limiti di investimento delle polizze *unit linked*, la cui pubblica consultazione si è conclusa a maggio 2024. È prevista in via generale la possibilità di investire i fondi interni in FIA chiusi non quotati per un ammontare complessivo massimo del 10% del totale delle attività e in FIA aperti non riservati per un ammontare complessivo massimo del 30%. Margini di investimento ancora più ampi sono ipotizzati per gli operatori del mercato del *private insurance*, al ricorrere di determinate condizioni: (i) versamento di un premio iniziale non inferiore a 500.000 euro; (ii) orizzonte temporale minimo di investimento coerente con il grado/livello di illiquidità degli attivi; (iii) contraenti persone fisiche con competenze tecniche/professionali in ambito finanziario che consentano una piena comprensione del prodotto assicurativo e della connessa rischiosità e illiquidità. In questo caso il limite di investimento in potrebbe salire sino al 40% delle attività per i FIA chiusi non quotati e al 50% per i FIA aperti non riservati, tenuto conto delle condizioni previste dal Regolamento. La norma consultata apre nuove prospettive al mercato del *private debt*, a vantaggio

⁸ CAP, art. 37 ter

⁹ CAP, art 38, co. 1-bis: *L'impresa investe gli attivi a copertura delle riserve tecniche in modo adeguato alla natura dei rischi e delle obbligazioni assunte e alla durata delle passività e nel migliore interesse dei contraenti, degli assicurati, dei beneficiari e degli aventi diritto a prestazioni assicurative, tenendo conto degli obiettivi strategici resi noti dall'impresa.*

¹⁰ Per i dettagli della disciplina cfr. il Capo IV del Regolamento IVASS n. 24/2016.

dell'economia reale, delle imprese finanziate e degli investitori. La proposta di revisione normativa sottolinea altresì l'esigenza di rendere coerente la liquidabilità degli strumenti con i tempi previsti dal contratto per il pagamento delle prestazioni.

° ° °

È in crescita l'interesse delle compagnie per le opportunità di investimento – dirette o in via mediata, tramite quote di organismi di investimento collettivo o strumenti emessi da altri veicoli – che vengono dagli operatori del mercato del debito privato.

Sia pure con qualche eccezione legata a rapporti diretti di collegamento tra operatori dei due settori, la maggior parte delle compagnie ha sinora definito limitati portafogli di strumenti non quotati esposti al rischio creditizio, per lo più con finalità di diversificazione; direi che siamo in una fase di studio e sperimentazione di una *asset class* di particolare complessità per le compagnie che svolgono tipicamente un'attività differente.

Come Autorità di vigilanza siamo attenti ad alcuni fattori per rendere robusto il *trend*. È importante che i prodotti siano trasparenti e idonei ad essere valutati, anche a intervalli periodici, dalle funzioni di *risk management* delle compagnie, il cui lavoro deve tener conto anche dei profili di illiquidità dei prodotti di *private debt* e di eventuali disallineamenti tra i flussi attesi degli investimenti e gli impegni assunti verso i sottoscrittori.

Devono sicuramente essere evitate strutture esoteriche e a leva e tutto ciò che genera incertezza nelle valutazioni anche di *capital management* che con *Solvency II* sono entrate prepotentemente anche nel settore assicurativo. Decisiva è la disponibilità di adeguati *set* e flussi informativi.

Nel luglio 2021 – dopo una serie di verifiche ispettive condotte nei primi cinque anni di applicazione delle nuove regole prudenziali – l'IVASS ha indirizzato al mercato assicurativo una lettera¹¹ per sollecitare le imprese interessate ad investire in attività illiquide o complesse ad irrobustire i propri sistemi di governo e gestione dei rischi, attese le diffuse carenze emerse. A questo fine è importante che le case di investimento definiscano prodotti attenti alle specifiche esigenze e regole del settore assicurativo, diversificati e ottimizzati in termini di assorbimenti di capitale¹² ma anche – ripeto – con strutture lineari e prive di profili di opacità.

Queste caratteristiche rendono il business sostenibile nella prospettiva delle compagnie di assicurazione.

¹¹Cfr. https://www.ivass.it/normativa/nazionale/secondaria-ivass/lettere/2021/lm-14-07/Lettera_al_Mercato_del_14_07_2021.pdf

¹² In questo senso, cfr. anche Stefano De Polis a ANSPC - Associazione Nazionale per lo Studio dei Problemi del Credito Banche, Assicurazioni, PMI: un percorso per lo sviluppo. Il ruolo delle assicurazioni, Milano, 24 maggio 2018: *Gli investimenti delle compagnie sarebbero favoriti dall'assemblamento di prodotti tailor made per le specifiche esigenze e regole del settore.*