

BANCA D'ITALIA

ISVAP

**IL TRASFERIMENTO DEL RISCHIO DI CREDITO
TRA IL SETTORE BANCARIO E IL SETTORE
ASSICURATIVO.
L'ESPERIENZA ITALIANA**

(GIUGNO 2004)

La ricerca è stata curata da un gruppo di lavoro congiunto tra Banca d'Italia e I.S.V.A.P. coordinato da GIOVANNI CUCINOTTA e STEFANO DE POLIS e composto da M. AQUILANI, G. BENTIVEGNA, M. BIGNAMI, P. MAGGIORI, L. MANCINELLI, P. MARIANI, G. MARRONE, L. PINZANI e G. SABBATUCCI.

INDICE

1. Introduzione e principali conclusioni	4
2. Il trasferimento del rischio di credito: strumenti tradizionali e innovativi	7
3. Analisi del CRT nelle sedi internazionali	8
4. L'analisi del mercato italiano del CRT	10
4.1. Principali risultati	10
4.1.1 Problematiche nella raccolta dati	11
4.2. Trasferimento del rischio di credito	11
4.2.1 Operazioni di cartolarizzazione	11
4.2.2 Derivati creditizi	12
4.2.3 Cessioni di credito e garanzie dei rami credito e cauzione	12
4.3 Le altre forme di sottoscrizione di attività e passività fra banche e assicurazioni	13
4.3.1 Titoli azionari e partecipazioni	13
4.3.2 Subordinati	14
4.3.3 Obbligazioni e titoli non subordinati	15
4.3.4 Raccolta e Impieghi	15
4.3.5 Conclusioni sulle attività e passività reciproche fra banche e assicurazioni	16
Allegato 1: Rischi bancari e assicurativi: trattamento prudenziale e profili di <i>risk management</i>	17
Allegato 2: Descrizione dei principali strumenti di CRT	25
Allegato 3: Tavole riepilogative della rilevazione	28
BIBLIOGRAFIA	34

1. Introduzione e principali conclusioni

Lo sviluppo delle tecniche di *securitization* e dei mercati dei contratti derivati, unitamente alle crescenti interconnessioni tra mercati e tra intermediari finanziari, ha fornito nuove e più efficienti opportunità di allocazione, diversificazione e mitigazione dei rischi tra le diverse componenti dei sistemi finanziari.

In tale contesto, una peculiare rilevanza ha assunto il trasferimento dei rischi creditizi dai portafogli delle banche a quelli di investitori istituzionali (quali i fondi pensione e di investimento, le assicurazioni, gli *hedge funds*) attratti dai rendimenti di tali investimenti in una fase congiunturale caratterizzata da una forte contrazione dei tassi di interesse e interessati alla possibilità di diversificare i portafogli assumendo rischi non correlati con quelli dei rispettivi *core business*.

Le autorità di vigilanza di Paesi appartenenti al G10 e i comitati internazionali che si occupano di supervisione e stabilità finanziaria riservano un crescente interesse al fenomeno del *credit risk transfer* (CRT), specie tra i settori bancario e assicurativo. L'esigenza primaria è quella di verificare l'adeguatezza delle tecniche di *risk management* e i livelli di *disclosure* contabile adottati dagli operatori, nonché i profili di rischio sistemici. L'attenzione degli organismi di controllo si è incentrata sulla complessità delle strutture contrattuali, sulla riallocazione settoriale e geografica dei rischi, sulla possibilità di arbitraggi regolamentari in grado di determinare il trasferimento di rischi verso ambiti o aree dove la disciplina e i controlli sono meno rigorosi.

Al fine di approfondire la situazione del mercato domestico, nel corso del 2003 l'Isvap e la Banca d'Italia hanno costituito un gruppo di lavoro congiunto incaricato di esaminare il fenomeno del trasferimento del rischio di credito e la sottoscrizione reciproca di strumenti di patrimonializzazione tra banche e assicurazioni. Il presente documento espone i risultati del lavoro svolto.

Per studiare il fenomeno è stata in primo luogo delimitata l'area d'indagine attraverso l'individuazione delle operazioni in grado di attuare il trasferimento del rischio; in linea con analoghe ricerche internazionali sono stati presi in considerazione sia strumenti tradizionali di CRT, quali le cessioni di credito e le garanzie del ramo credito rilasciate da assicurazioni a banche, sia quelli più innovativi, ovvero i derivati di credito e le cartolarizzazioni.

La rilevazione ha utilizzato dati relativi all'anno 2002 e al primo semestre 2003, disponibili negli archivi statistici e informativi della Banca d'Italia e dell'Isvap; essa non comprende eventuali operazioni di CRT poste in essere da controllate estere delle imprese di assicurazione e delle banche italiane attesa la non omogeneità dei dati a disposizione. L'indagine, che include anche una disamina dei rischi tipici dei due settori e delle rispettive regole di vigilanza (cfr. Allegato 1), ha permesso - per la prima volta nel nostro Paese - di indagare in profondità il fenomeno e di stimarne l'ordine di grandezza.

L'attività svolta dal gruppo di lavoro ha posto le premesse per ulteriori sviluppi della collaborazione tra Banca d'Italia e Isvap sia nello specifico campo del CRT, per il quale l'esperienza maturata nell'utilizzo delle basi dati disponibili ha fornito utili indicazioni per impostare il lavoro di aggiornamento e approfondimento periodico del fenomeno, sia nelle ulteriori tematiche che, seppur con le differenti implicazioni, si presentano di comune interesse per i due comparti.

I dati raccolti e le analisi condotte confermano che i rischi di credito trasferiti dalle banche alle assicurazioni italiane mediante strumenti innovativi sono di ammontare contenuto;

le controparti delle banche nazionali attive nel mercato del CRT sono, infatti, per lo più intermediari esteri ovvero altre istituzioni creditizie nazionali.

Le assicurazioni italiane detengono in portafoglio titoli ABS derivanti da cartolarizzazioni di crediti bancari per circa 780 milioni di euro; l'atteggiamento prudente delle compagnie è confermato dalla circostanza che una quota rilevante di tali titoli è costituita dalle *tranche senior*, cioè quelle meno rischiose. Di ammontare contenuto appaiono anche i rischi insiti nelle garanzie assicurative dei rami credito e cauzione rilasciate dalle compagnie italiane a fronte di rapporti con imprese bancarie.

Del tutto trascurabile è l'utilizzo dei derivati creditizi da parte delle imprese di assicurazione atteso anche che, in base alle attuali disposizioni di settore, essi possono essere impiegati solo per finalità di riduzione del rischio di investimento o di gestione efficace del portafoglio.

L'indagine si proponeva infine di monitorare l'entità degli apporti finanziari tra i settori bancario e assicurativo italiani, in termini di investimenti azionari diretti, di prestiti subordinati e di altri titoli sottoscritti.

Alla fine del 2003 le banche detenevano partecipazioni in 68 società di assicurazione italiane; tra le interessenze di controllo figurano alcuni tra gli intermediari più importanti per raccolta premi del ramo vita, attivi in misura rilevante nella vendita di prodotti non tradizionali del tipo *index* e *unit linked*. Alla stessa data, gruppi assicurativi italiani ed esteri avevano interessenze in 34 banche, tra le quali i primi sei gruppi bancari nazionali; le interessenze di controllo italiane sono 9, tutte riferite a intermediari creditizi di ridotta dimensione.

Le interessenze reciproche fra settore bancario e assicurativo italiano individuano, invece, 8 conglomerati finanziari in 3 casi dei quali il grado di intersettorialità è superiore alla soglia del 10%, così come definita dalla direttiva 2002/87 CE¹.

Dall'analisi è emerso inoltre che le assicurazioni emettono titoli subordinati in misura nettamente inferiore rispetto alle banche: dei circa 0,8 miliardi di euro emessi alla data del 30 giugno 2003, oltre un terzo era detenuta da banche italiane. Alla stessa data le assicurazioni avevano sottoscritto invece circa il 3% dei "subordinati" emessi dalle banche italiane; questi ultimi erano pari a 46 miliardi di euro.

Le obbligazioni bancarie detenute in portafoglio dalle compagnie di assicurazione al 30 giugno 2003 ammontavano a 22 miliardi di euro, rappresentando quasi un terzo del totale dei titoli *corporate* presenti nei portafogli assicurativi e il 6,6% del totale emesso dalle banche stesse. Per quanto riguarda, infine, i flussi di fondi dalle banche alle compagnie, va rilevata la crescita, nel corso del 2003, della sottoscrizione di polizze di capitalizzazione che passano da 4 a 5 miliardi di euro, dovuta prevalentemente alle interessanti caratteristiche del rapporto rischio rendimento.

La tabella riepilogativa che segue mostra gli stock e i flussi di scambio tra i due settori rilevati dall'indagine.

¹ I dati si riferiscono al 2002; la mappatura dei conglomerati aggiornata al 2003 è in corso di realizzazione.

Riepilogo delle attività e passività reciproche fra banche e assicurazioni (dati espressi in milioni di euro)

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

(1) prevalentemente rappresentate da polizze di capitalizzazione per le banche e da depositi bancari per le imprese di assicurazioni.

(2) per partecipazioni si intendono azioni o quote nel capitale di un'altra impresa assunti al fine di realizzare legami durevoli

2. Il trasferimento del rischio di credito: strumenti tradizionali e innovativi

La volontà degli intermediari di diversificare i rischi e di ottimizzare il rapporto rischio-rendimento del capitale economico, l'obiettivo di ampliare le fonti di finanziamento sono alla base dello sviluppo delle tecniche per il trasferimento del rischio di credito. L'intensificarsi delle transazioni tra imprese operanti nei diversi settori dell'intermediazione finanziaria - con particolare riguardo a quelli bancario e assicurativo - ha richiamato l'interesse delle autorità di vigilanza sui riflessi in termini di stabilità del sistema finanziario e sulle opportunità di arbitraggio regolamentare derivanti dalle differenze nelle discipline prudenziali.

Gli obiettivi del CRT possono essere conseguiti con strumenti sia tradizionali, quali titoli obbligazionari, garanzie, prodotti assicurativi, sia innovativi, come cartolarizzazioni e derivati creditizi.

Data l'ampia letteratura ormai disponibile sul funzionamento di tali prodotti, nel presente paragrafo vengono indicati gli elementi che differenziano gli strumenti innovativi da quelli tradizionali².

La comune finalità degli strumenti tradizionali e di quelli innovativi sta nel trasferire il rischio di insolvenza, il rischio di variazioni del merito creditizio (riflesso, ad esempio, dalle variazioni del *rating*) e il "rischio paese"; essi differiscono per la modalità con la quale realizzano tale trasferimento.

A differenza dei titoli obbligazionari, i derivati creditizi consentono di separare il rischio di credito dalla titolarità giuridica dell'attività: essi permettono di assumere il rischio di credito di un determinato debitore (*reference entity*) senza contemporaneamente assumere anche il rischio di provvista e il rischio tasso di interesse, ossia quei rischi che sono invece connessi indissolubilmente agli strumenti obbligazionari emessi dalla medesima entità.

La differenza fra i derivati creditizi e le tradizionali forme di garanzia personale con clausole di preventiva escussione del debitore principale (fideiussioni) è, invece, dovuta al fatto che, al verificarsi del *credit event*, il venditore del rischio (ossia il *protection buyer*) ha diritto di pretendere immediatamente e in via diretta dall'acquirente del rischio (ossia dal *protection seller*) l'indennizzo per la perdita subita, senza dover prima escutere il debitore inadempiente. Inoltre, il *protection buyer* non ha l'obbligo di dimostrare la perdita subita per ottenere dal *protection seller* l'effettuazione del pagamento.

A ciò occorre aggiungere che, mentre le garanzie e le polizze assicurative a copertura del rischio di credito sono tipicamente strumenti non negoziabili né tantomeno utilizzabili per finalità speculative, i derivati creditizi nascono proprio per soddisfare esigenze di negoziabilità e per sfruttare opportunità di arbitraggio esistenti sui mercati.

L'utilizzo dei derivati creditizi consente di soddisfare, tra l'altro, esigenze di diversificazione, di copertura, di risparmio di liquidità³, di conseguimento di prefissati obiettivi di rischio-rendimento. Per quanto concerne, in particolare, le banche, va anche menzionato il vantaggio di mantenere la relazione con la clientela, dal momento che tali strumenti non richiedono la cessione dei crediti sottostanti; rispetto ai prodotti tradizionali che realizzano gli stessi obiettivi, essi sono caratterizzati da una maggiore flessibilità e da una standardizzazione che li rende facilmente negoziabili.

² Per una sintetica descrizione dei principali strumenti innovativi di CRT, si rinvia all'allegato 2.

³ Nel caso di prodotti *unfunded*, ossia di prodotti che non richiedono un iniziale esborso di denaro.

Le cartolarizzazioni rappresentano lo strumento innovativo di trasferimento del rischio di credito più diffuso in Italia, anche grazie alla Legge 130 del 1999 che ne ha definito il trattamento giuridico nel nostro ordinamento⁴.

Le cartolarizzazioni possono essere distinte in “tradizionali” (operazioni che contemplano una vera e propria cessione degli attivi) e “sintetiche” (operazioni che utilizzano derivati creditizi per trasferire il rischio di credito su attivi che permangono nel bilancio del soggetto che cede il rischio).

Le operazioni tradizionali vengono privilegiate dagli *originator* quando prevalgono esigenze di provvista mentre le cartolarizzazioni sintetiche vengono generalmente utilizzate quando si conseguono obiettivi di diversificazione e di gestione ottimale del capitale economico.

Rispetto alle ordinarie operazioni di cessione di credito, le cartolarizzazioni sia tradizionali sia sintetiche rappresentano delle tecniche più efficienti per realizzare la negoziabilità di attivi tipicamente non negoziabili quali i crediti. Grazie a tale caratteristica, le cartolarizzazioni consentono una gestione attiva del rischio di credito secondo un approccio di portafoglio. Peraltro, tali strumenti innovativi espongono - sia chi cede sia chi acquista rischio di credito - a altre tipologie di rischio⁵ la cui gestione richiede adeguate strutture organizzative e informatiche e appropriate competenze specialistiche.

Nell'allegato 1 vengono descritti gli aspetti principali del trattamento prudenziale e bilancistico delle cartolarizzazioni e dei derivati creditizi previsto per le banche e le assicurazioni.

3. Analisi del CRT nelle sedi internazionali

Negli ultimi due anni gli studi sui rischi e sui benefici degli strumenti finanziari utilizzati per il trasferimento del rischio di credito sono stati numerosi. Le analisi sono state prodotte sia dalle singole autorità di vigilanza di alcuni paesi del Gruppo dei Dieci, sia da comitati internazionali che si occupano di vigilanza e stabilità finanziaria.

Uno dei primi rapporti (*Cross-sector risk transfers*) è quello pubblicato nel maggio del 2002 dall'autorità di vigilanza finanziaria britannica. Basato su interviste con alcuni dei maggiori operatori sul mercato, il rapporto analizzava il trasferimento del rischio di credito dalle banche e società di investimento alle compagnie di assicurazione. Destava preoccupazione il fatto che il mercato degli strumenti di trasferimento del rischio fosse poco trasparente ed eccessivamente concentrato.

Nel gennaio del 2003, un gruppo di lavoro del Comitato sulla Stabilità Finanziaria Globale, (CGFS)⁶ ha pubblicato uno studio più approfondito sul fenomeno del trasferimento del rischio di credito nei paesi del Gruppo dei Dieci (*Credit Risk Transfer*, Basilea). Nel rapporto si indicavano le motivazioni principali dell'enorme crescita di tale mercato⁷ e, nel sottolineare la

⁴ La Legge 130 del 1999 disciplina le cartolarizzazioni tradizionali.

⁵ Il rischio di controparte nelle operazioni *unfunded*; il rischio legale dovuto al fatto che i contratti con cui tali operazioni vengono strutturate non sono sempre standardizzati; il rischio dovuto alla arbitrarietà delle ipotesi sottostanti i modelli utilizzati per la definizione del prezzo delle operazioni (*model risk*); il rischio di reputazione; i rischi operativi connessi alla complessità di tali operazioni strutturate.

⁶ Composto dai rappresentanti delle banche centrali dei paesi del Gruppo dei Dieci.

⁷ Tra queste motivazioni rientrano: a) la maggiore attenzione delle banche e degli intermediari finanziari alla gestione del rischio; b) l'approccio più rigoroso alla valutazione del rapporto rischio/rendimento da parte degli investitori e dei creditori; c) la maggiore tendenza delle banche a gestire il proprio rischio di credito come un portafoglio complessivo; d) la ricerca da parte degli intermediari finanziari di redditi da commissione; e) una

manca di dati aggregati attendibili a livello globale, si poneva l'accento, fra l'altro, sull'insufficienza dei sistemi di gestione del rischio creditizio fra gli acquirenti finali del rischio di credito⁸.

L'Associazione Internazionale delle Autorità di Vigilanza sulle Assicurazioni (IAIS)⁹, nel marzo del 2003 ha pubblicato un rapporto incentrato principalmente sull'esperienza nel mercato degli strumenti di CRT degli operatori del settore assicurativo (*Paper on credit risk transfer between insurance, banking and other financial sectors*, Basilea). Il rapporto ha, in particolare, sottolineato la necessità di approfondimenti sull'adeguatezza e l'efficacia dei sistemi di gestione dei rischi da parte delle compagnie attive sul mercato dei CRT e ha auspicato la formulazione di linee guida per la corretta gestione degli investimenti in tali strumenti da parte delle compagnie di assicurazione e riassicurazione¹⁰.

Nell'Unione Europea lo studio del mercato del CRT è stato avviato a fine 2003 da un gruppo di lavoro della Banca Centrale Europea. Il rapporto ha concluso che: a) in termini aggregati a livello di Unione europea l'incidenza degli strumenti di trasferimento del rischio di credito risulta ancora limitata sul totale attivo¹¹; b) le banche europee operano sul mercato globale del CRT essenzialmente per gestire attivamente e diversificare le proprie posizioni di rischio (*portfolio management banks*), piuttosto che in qualità di intermediari (*trading banks*)¹².

Un ulteriore rapporto volto ad analizzare il mercato del CRT a livello globale è quello in via di elaborazione da parte di un gruppo di lavoro del *Joint Forum*¹³. In particolare, il rapporto definisce il CRT come un mercato in cui il tasso di innovazione finanziaria è molto elevato e i prodotti sono sempre più sofisticati e complessi. A fine 2002 su un totale di 2300 miliardi di dollari (nozionale) di strumenti scambiati sul mercato mondiale, il 22% era composto da prodotti strutturati quali: "portfolio CDS", cartolarizzazioni sintetiche a tranches unica e *swaps* su perdite successive alla prima. Peraltro, il 73% del mercato era ancora costituito da *Credit Default Swaps* (CDS) cosiddetti *single name* (ossia che trasferiscono il rischio riferito ad un unico nominativo sottostante).

L'evoluzione degli strumenti rende difficile accertare l'entità dell'effettivo trasferimento del rischio, mentre l'accentuata espansione del mercato attira investitori non

situazione economica globale generalmente caratterizzata da bassi tassi di interesse; f) l'esistenza di alcune differenze regolamentari fra settori che fornivano opportunità di arbitraggio.

⁸ In seguito a questo primo studio il CGFS si è impegnato a migliorare la raccolta dei dati sui CRT e ha avviato i lavori per includere nelle vigenti statistiche sui prodotti derivati (pubblicate dalla Banca dei Regolamenti Internazionali ogni semestre) l'operatività in alcuni segmenti del mercato dei CRT degli operatori attivi sul mercato all'ingrosso. Il lavoro considererà, in particolare, i *Credit Default Swaps* (CDS).

⁹ Associazione che riunisce le autorità di vigilanza assicurative di più di 100 paesi.

¹⁰ In seguito a tale rapporto, il *Financial Stability Forum* ha richiesto alle autorità del settore assicurativo di attivarsi per migliorare la disponibilità di dati soprattutto in relazione alle compagnie di riassicurazione. Un gruppo d'azione creato appositamente (*IAIS Task Force on Enhancing Transparency and Disclosure in the Reinsurance Sector*) prevede di fornire a fine 2004 importanti informazioni sul settore delle riassicurazioni e, in particolare, sulla partecipazione di tali compagnie al mercato dei CRT.

¹¹ In termini di ammontare nozionale, la vendita di rischio di credito attraverso prodotti strutturati (incluse le cartolarizzazioni) fra le banche del campione considerato ha raggiunto ammontari compresi fra il 10 e il 30 per cento del totale attivo; mentre, l'acquisto di rischio di credito (attraverso derivati creditizi) è rimasto generalmente al di sotto dell'1% del totale attivo, e solo in limitati casi ha raggiunto livelli superiori, fino ad un massimo del 13%.

¹² Fra le 101 banche componenti il campione solo 10 possono essere incluse nell'insieme degli intermediari in CRT attivi sul mercato globale.

¹³ Gruppo che riunisce sotto l'egida del Comitato di Basilea, dello IOSCO e dello IAIS, i rappresentanti delle autorità di vigilanza dei tre segmenti dell'intermediazione finanziaria (bancario, mobiliare e assicurativo).

specializzati che a volte mancano delle capacità necessarie a gestire la complessità di tali prodotti. La diffusione di tali strumenti ha avviato un processo di modifica del mercato del credito: la valutazione del merito di credito di un debitore può, oggi, essere effettuata anche in base alla liquidità dello strumento finanziario che incorpora il rischio di credito di tale debitore; il rafforzamento dei collegamenti fra l'andamento del mercato del CRT e quello degli altri mercati finanziari, inclusi quello azionario e obbligazionario, ha influenza sui costi del finanziamento per le imprese.

4. L'analisi del mercato italiano del CRT

4.1. Principali risultati

Per dimensionare il fenomeno del CRT tra settore bancario ed assicurativo in Italia si è in primo luogo delimitata l'area d'indagine attraverso un'analisi di tutte le operazioni tra i due settori che potessero realizzare un trasferimento di rischio di credito.

Ne è derivata una definizione di CRT, peraltro in linea con quella utilizzata nei vari studi internazionali, che ricomprende tra gli strumenti di CRT i derivati di credito, le cartolarizzazioni, le cessioni di credito e le garanzie del ramo crediti rilasciate da assicurazioni a banche.

Data questa definizione del fenomeno, i dati raccolti evidenziano che il trasferimento del rischio di credito tra banche italiane e assicurazioni italiane è molto limitato.

Più in particolare, la rilevazione mette in luce che le banche italiane (la cui attività principale è quella dell'assunzione di rischi di credito) sono molto più attive delle assicurazioni italiane sia nel mercato delle cartolarizzazioni (in qualità di *originators* e di investitori in *Asset Backed Securities* - ABS) sia in quello dei derivati di credito (in qualità di acquirenti e venditori di protezione). Le controparti delle banche italiane in queste operazioni sono soprattutto estere ovvero, in Italia, altre banche o intermediari finanziari non assicurativi.

Anche i rischi relativi alle garanzie assicurative del ramo credito e cauzione rilasciate dalle compagnie italiane a fronte di rapporti con imprese bancarie appaiono – in base all'apposita indagine campionaria che è stata utilizzata per censire il fenomeno - di scarsa entità. L'indagine non ha rilevato cessioni dirette di credito tra i due settori: né cessioni di crediti bancari ad assicurazioni né cessioni di crediti assicurativi alle banche.

L'analisi dettagliata delle diverse forme di operatività intersettoriale (che ha consentito di dare una definizione precisa delle operazioni attraverso le quali si realizza nell'ordinamento italiano il CRT tra compagnie e banche) ha costituito anche un'utile occasione per meglio indagare alcune aree di operatività particolarmente interessanti, sia ai fini di analisi di stabilità finanziaria complessiva sia per i possibili risvolti regolamentari.

Più in particolare, si è individuata una serie di operazioni tra banche e compagnie che determinano una sottoscrizione reciproca di attività, passività o impegni sotto la linea. I dati raccolti confermano che anche in Italia i rapporti tra banche e assicurazioni si articolano – oltre che in legami commerciali di natura distributiva – attraverso la sottoscrizione reciproca di titoli azionari, di titoli di debito (tra i quali spiccano i prestiti subordinati e le obbligazioni da banche a assicurazioni), di finanziamenti e impegni *off-balance*.

L'indagine che qui si presenta attinge dagli archivi delle autorità di vigilanza dei due settori e fornisce – per la prima volta in Italia - l'ordine di grandezza dei fenomeni in parola (cfr. tabella riepilogativa allegata sub 3).

4.1.1 Problematiche nella raccolta dati

La rilevazione ha utilizzato i dati relativi a dicembre 2002 e a giugno 2003 in possesso di Isvap e Banca d'Italia. Ove possibile, si è perseguito l'obiettivo di confrontare i dati a disposizione delle due autorità per meglio analizzare i diversi fenomeni e cogliere incongruenze, errori o lacune nelle informazioni fornite dagli intermediari ovvero negli impianti segnaletici utilizzati da entrambe le autorità di settore.

Data la normativa italiana vigente in materia di vigilanza informativa sui gruppi assicurativi, la rilevazione ha potuto censire solo le operazioni tra banche e assicurazioni italiane: sono pertanto esclusi i dati delle compagnie di assicurazione e riassicurazione controllate all'estero, nonché quelli delle controllate estere di banche italiane. Nel dato relativo alle banche italiane sono, peraltro, comprese le operazioni facenti capo alle filiali all'estero.

Per quanto riguarda Banca d'Italia, gli archivi principali da cui sono stati estratti i dati sono quelli della matrice dei conti, degli assetti partecipativi delle banche, delle segnalazioni ex art.129 per l'emissione di valori mobiliari, della Centrale dei rischi. Si tratta prevalentemente di dati forniti dalle banche a fini di vigilanza su base individuale; hanno pertanto, nella quasi totalità dei casi, carattere "censuario"¹⁴. Va infine precisato che l'identificazione del settore economico delle controparti effettuata attraverso la matrice dei conti¹⁵ risulta poco dettagliata per la quasi totalità delle operazioni condotte con controparti estere non comunitarie: le assicurazioni estere non sono censite separatamente, ma sono comprese nell'ampia categoria delle società finanziarie estere.

Con riferimento all'Isvap, sono stati impiegati i moduli di vigilanza che le compagnie debbono trasmettere unitamente al bilancio d'esercizio, le comunicazioni trimestrali sugli attivi a copertura delle riserve tecniche, le segnalazioni trimestrali sull'attività in derivati. I dati, laddove necessario, sono stati incrociati con l'anagrafica titoli dell'Ufficio Italiano dei Cambi (UIC).

Le descritte limitazioni segnaletiche hanno, da un lato, indotto a concentrare l'analisi sul mercato italiano in senso stretto (ossia le operazioni concluse tra banche italiane e assicurazioni italiane, escludendo le controllate estere) e, dall'altro, reso la rilevazione particolarmente complessa e onerosa. Il lavoro compiuto in termini di analisi e riscontro dei dati, della loro comparabilità e della loro congruenza suggerisce, in futuro, l'opportunità di ricorrere non solo alle informazioni segnaletiche ma anche ad ulteriori strumenti, quali, ad esempio, questionari rivolti agli intermediari e incontri tra autorità di vigilanza e i principali operatori.

I dati presentati risultano, comunque, qualitativamente robusti e consentono di valutare correttamente l'entità dei fenomeni in esame.

4.2. Trasferimento del rischio di credito

4.2.1 Operazioni di cartolarizzazione (voci a1 e a2 della tabella riepilogativa)

Nel mercato italiano delle cartolarizzazioni il settore bancario ha un'operatività che è seconda per importi soltanto al settore pubblico: i crediti cartolarizzati dalle banche tra il 1999 e il 2003 ammontano a circa 72 miliardi di euro.

Nell'esperienza italiana si può sostenere che le banche *originators* hanno trasferito in misura ridotta i rischi creditizi impliciti nelle attività cartolarizzate. Ciò trova conferma nella

¹⁴ Solo nel caso dei dati relativi agli impieghi bancari a favore di compagnie assicurative e ai subordinati assicurativi sottoscritti da banche si è reso necessario un approfondimento di tipo campionario per meglio analizzare il fenomeno della sottoscrizione di polizze di capitalizzazione da parte delle banche.

¹⁵ La settorizzazione della matrice segue i criteri stabiliti a livello europeo.

consistente misura delle *junior e mezzanine notes* sottoscritte a fronte delle proprie operazioni di *securitization*.

Per quanto concerne le assicurazioni italiane è stata effettuata, ai sensi della L. 130/99, un'unica operazione da parte di una compagnia che ha cartolarizzato crediti derivanti da finanziamenti erogati a contraenti di polizze vita per complessivi 278 milioni di euro. I titoli ABS emessi a fronte di tale operazione non erano presenti, alle date della rilevazione, nel portafoglio delle banche italiane che detengono nel complesso un ammontare totale di ABS pari a oltre 10 miliardi di euro¹⁶.

D'altra parte, le assicurazioni italiane detengono in portafoglio un ammontare di titoli ABS pari a quasi 4 miliardi di euro, di cui circa il 20% derivante da operazioni aventi banche come *originators*. Esse consistono essenzialmente in tranche *senior*¹⁷, e pertanto meno rischiose, e sono per lo più detenute dalle assicurazioni nelle riserve di classe C.

4.2.2 Derivati creditizi (voci a3 e a4 della tabella riepilogativa)

Le banche italiane sono attive nel mercato dei *credit default swap*, ossia la tipologia di derivati creditizi più diffusa. L'attività in tale mercato è per lo più condotta per il tramite delle filiali estere, che presentano volumi di attività doppi rispetto a quelli domestici.

Alle banche fanno capo volumi estremamente contenuti di operazioni con assicurazioni italiane: su un totale di oltre 40 miliardi di euro di valore nozionale¹⁸ di derivati creditizi venduti dalle banche soltanto 85 milioni di euro hanno come controparti compagnie italiane. Inoltre non risulta che controparti assicurative italiane abbiano venduto protezione a banche italiane.

Al fine di interpretare correttamente i dati forniti, occorre inoltre sottolineare che nel mercato domestico la maggior parte dell'operatività bancaria in derivati creditizi è ascrivibile ad un'unica banca che svolge una funzione di "intermediario" (ossia le posizioni riguardano soprattutto il *trading book*).

4.2.3 Cessioni di credito e garanzie dei rami credito e cauzione (voci a5, a6, b13 della tabella riepilogativa)

Il rilascio di garanzie del ramo credito è stato analizzato attraverso un'indagine campionaria che ha interessato circa un quarto delle esposizioni facenti capo alle assicurazioni del ramo crediti; in particolare, sono state esaminate solo le tipologie di rischio riconducibili a rapporti con le imprese bancarie (quali le vendite rateali, i crediti ipotecari e agevolati assistiti da garanzie reali, le assicurazioni del titolo di proprietà, i crediti derivanti da contratti di leasing). La rilevazione ha fotografato l'operatività delle compagnie italiane a favore delle banche italiane: circa il 90% delle garanzie rilasciate prese in considerazione dall'indagine (8 miliardi di euro) fa riferimento a rapporti con aziende bancarie (6,7 miliardi di euro) ed è costituito soprattutto da garanzie del titolo di proprietà. Si tratta di un'attività assicurativa che si può configurare come l'acquisizione da parte delle compagnie di un rischio operativo connesso all'assunzione da parte della banca di un rischio di credito¹⁹.

¹⁶ Circa 11 miliardi di euro al 31 dicembre 2002 e circa 14 miliardi di euro al 30 giugno 2003.

¹⁷ Su un totale di ABS derivanti da *originators* bancari di circa 0,77 e 0,74 miliardi di euro, rispettivamente al 31 dicembre 2002 e al 30 giugno 2003, le ABS *senior* sono pari nell'ordine al 76% e al 78%.

¹⁸ Si precisa che i dati prendono in considerazione il rapporto tra i due soggetti (controparti) che stipulano il contratto derivato creditizio e non l'oggetto del contratto stesso (debitore sottostante).

¹⁹ Gli istituti di credito prima di concedere finanziamenti ipotecari, svolgono un'istruttoria legale al fine di accertare la proprietà e la libertà degli immobili offerti a garanzia del finanziamento stesso. Le indagini sono affidate a notai

Anche per il ramo cauzione è stata realizzata una indagine campionaria limitatamente alle polizze sottoscritte con contraenti privati aventi ad oggetto obbligazioni di dare (con esclusione di quelle derivanti da obblighi di legge) con esposizione massima per singolo contraente pari o superiore a 5 milioni di euro o per singolo gruppo di appartenenza pari o superiore a 10 milioni di euro. In prevalenza si tratta di garanzie emesse a fronte di finanziamenti bancari che, in alcuni casi, sono state collegate alla sottoscrizione di pegni e vincoli su polizze vita a premio unico. In particolare, anche tenuto conto dell'importo soglia utilizzato per il campionamento, è emerso che tali polizze fideiussorie sono state emesse da un numero limitato di compagnie di assicurazione.

Praticamente assente risulta il fenomeno delle cessioni di credito; ciò sembra attribuibile al fatto che il mercato, per concludere operazioni della specie, conosce e preferisce lo strumento della cartolarizzazione (più standardizzato, regolamentato e liquido) alle operazioni dirette di cessione.

4.3 Le altre forme di sottoscrizione di attività e passività fra banche e assicurazioni

4.3.1 Titoli azionari e partecipazioni (voci b1, b2, b3, b4 della tabella riepilogativa)

In Italia l'avvicinamento delle banche al mercato assicurativo è stato favorito, oltre che dall'interesse dei risparmiatori per forme alternative di investimento (che ha condotto ad accordi commerciali e *joint ventures* produttive e distributive tra i due settori), anche dall'ordinamento in materia di partecipazioni detenibili. La normativa prudenziale consente infatti alle banche di acquisire il controllo delle imprese di assicurazione e viceversa²⁰.

Sulla base dei valori iscritti a bilancio a dicembre del 2002, il capitale azionario detenuto da assicurazioni italiane in banche era pari, in valore assoluto, a circa 5 miliardi di euro, mentre il capitale assicurativo in mano a banche o gruppi bancari italiani ammontava a circa 4 miliardi di euro.

Alla fine del 2003 le banche italiane detenevano partecipazioni in 68 società di assicurazione italiane, di cui 33 attive nel ramo vita; in 18 di questi casi la partecipazione era di controllo. Risultavano inoltre partecipate da banche italiane 19 tra compagnie di assicurazione e *brokers* esteri. Alla stessa data, gruppi assicurativi nazionali ed esteri detenevano partecipazioni in 34 banche italiane; cinque di questi – di cui due comunitari – partecipavano al capitale sociale dei primi sei gruppi bancari nazionali. Le interessenze erano di controllo per 9 banche di piccola dimensione.

Le interessenze partecipative reciproche fra settore bancario e assicurativo individuano, solo in pochi casi, gruppi finanziari che esercitano in misura rilevante attività sia bancaria sia assicurativa.

Sulla base della recente direttiva comunitaria tali gruppi (c.d. conglomerati finanziari) dovranno essere sottoposti a un particolare regime di vigilanza (c.d. vigilanza supplementare)

che, nell'espletamento di tali attività, possono incorrere in errori ed omissioni tali da pregiudicare la validità delle ipoteche iscritte sugli immobili offerti a garanzia. La polizza è prestata a copertura dei danni conseguenti all'eventuale invalidità e inefficacia delle ipoteche. La copertura assicurativa è riferita alla globalità delle attività compiute dall'assicurato bancario, non è quindi possibile la copertura di singole operazioni di finanziamento; l'indennizzo è a perdita definitiva.

²⁰Va ricordato che le assicurazioni, anche se controllate o controllanti non rientrano nel perimetro del gruppo bancario né nell'area del consolidamento a fini segnalatici e prudenziali.

volto a garantire la corretta gestione dei rischi complessivi e l'adeguatezza patrimoniale a livello di gruppo²¹.

CONGLOMERATI FINANZIARI

La definizione di "conglomerato finanziario" introdotta dalla direttiva 2002/87CE poggia su due concetti relativi all'attività del gruppo: finanziarietà ed intersettorialità. Tali caratteristiche devono essere verificate sulla base delle soglie fissate dalla direttiva che hanno quali principali parametri di riferimento il totale dello stato patrimoniale dei bilanci delle singole entità del gruppo ed i relativi requisiti minimi di patrimonializzazione.

In particolare:

- ❑ la soglia prevista per verificare che l'attività del gruppo sia a prevalente contenuto finanziario è il 40%: si tratta di rapportare la sommatoria dei totali di Stato Patrimoniale delle imprese operanti nel settore finanziario con la sommatoria dei totali di Stato Patrimoniale di tutte le imprese del gruppo. Se tale rapporto è maggiore del 40%, il gruppo si ritiene a prevalente attività finanziaria;
- ❑ quella prevista per misurarne il grado di intersettorialità è il 10%: si tratta di rapportare la sommatoria dei totali di Stato Patrimoniale delle imprese operanti in uno dei due settori finanziari (assicurativo/bancario) con la sommatoria dei totali di Stato Patrimoniale di tutte le imprese finanziarie del gruppo, nonché la sommatoria dei requisiti di solvibilità delle imprese operanti nello stesso settore finanziario con la sommatoria dei requisiti di solvibilità di tutte le imprese finanziarie del gruppo. Se la media di questi due rapporti supera il 10%, il gruppo è qualificato conglomerato finanziario.

In aggiunta a tali criteri, è prevista l'inclusione nel campo di applicazione della direttiva anche dei gruppi finanziari di rilevanza sistemica, vale a dire gruppi la cui attività pur essendo focalizzata in un solo settore finanziario (ad es. bancario) raggiunge livelli quantitativi elevati anche nell'altro. In sostanza, sono considerati conglomerati finanziari, ai fini della direttiva, anche i gruppi la cui attività nel settore meno rilevante per il gruppo stesso raggiunge i 6 miliardi di euro in termini di somma dei totali di Stato Patrimoniale dei relativi bilanci d'esercizio.

Su 20 gruppi bancari italiani che alla fine del 2002 possedevano partecipazioni (da un minimo del 20% al controllo) in compagnie di assicurazione e su 6 gruppi assicurativi che alla stessa data possedevano partecipazioni in banche e/o società di intermediazione mobiliare, 3 superavano la soglia di rilevanza del 10% e 5 la soglia di rilevanza intersettoriale di 6 miliardi di euro.

Nell'ottica della normativa comunitaria sarà, pertanto, necessario considerare in modo integrato i rischi delle componenti bancarie e assicurative dei gruppi sottoposti alla "vigilanza supplementare". Ad esempio, in considerazione dell'oggetto del presente lavoro, l'utilizzo e lo scambio di strumenti di CRT fra componenti assicurative e bancarie facenti parte del medesimo gruppo non risponderebbe alle esigenze di protezione dal rischio, in quanto - pur verificandosi un trasferimento tra settori - il rischio di credito permanerebbe nell'ambito del medesimo conglomerato.

La norma comunitaria, inoltre, richiede che anche per le singole imprese di ciascuno dei due settori, laddove sussistano legami patrimoniali reciproci, si tenga conto della necessità di evitare il doppio computo del capitale.

4.3.2 Subordinati (voci b5 e b6 della tabella riepilogativa)

Le banche sono molto più attive nell'emissione di prestiti subordinati rispetto alle assicurazioni. Ciò sembra ascrivibile a due fattori: da un lato la computabilità (a certe condizioni

²¹ Direttiva 2002/87/CE del Parlamento europeo e del Consiglio relativa alla vigilanza supplementare sugli enti creditizi, sulle imprese di assicurazione e sulle imprese di investimento appartenenti a un conglomerato finanziario e che modifica le direttive 73/239/CEE, 79/267/CEE, 92/49/CEE, 92/96/CEE, 93/6/CEE, 93/22/CEE del Consiglio e le direttive 98/78/CEE e 2000/12/CE del Parlamento europeo e del Consiglio.

predefinite) di tali strumenti nell'ambito del patrimonio di vigilanza è prevista nella normativa del settore bancario da più lungo tempo e, dall'altro, l'inversione del ciclo produttivo da parte delle compagnie rende meno pressante per questi intermediari l'esigenza di mezzi patrimoniali.

Va anche ricordato che i prestiti subordinati possono essere emessi con diverse forme tecniche: la più diffusa, per le banche, è la forma "titoli", mentre per le compagnie di assicurazione, fatta eccezione per due emissioni di rilevante importo, avviene per lo più sotto forma di prestito.

L'analisi dei dati ha messo in luce che le assicurazioni italiane investono nei subordinati emessi dalle banche italiane somme circa doppie rispetto a quelle che queste ultime investono nei subordinati assicurativi. Tuttavia, tenuto conto che le assicurazioni emettono subordinati in misura nettamente inferiore rispetto a quanto fanno le banche, le banche italiane sono tra i principali sottoscrittori dei subordinati assicurativi (per circa un terzo delle emissioni).

La sottoscrizione reciproca di strumenti subordinati è uno degli aspetti cui la vigilanza sta dedicando particolare attenzione. Laddove siano presenti allo stesso tempo legami partecipativi tra una banca ed un'assicurazione e/o sottoscrizioni reciproche di strumenti subordinati computabili nei mezzi patrimoniali sussiste, infatti, il rischio di un doppio computo di elementi patrimoniali (c.d. *double gearing*).

4.3.3 *Obbligazioni e titoli non subordinati (voci b7 e b8 della tabella riepilogativa)*

Le assicurazioni italiane investono circa un terzo del loro portafoglio di obbligazioni *corporate*, pari a circa 22 miliardi di euro, in titoli non subordinati emessi dalle banche, soprattutto ai fini di investimento delle risorse provenienti dalle polizze *unit e index linked*, prodotti tipicamente distribuiti dagli sportelli bancari.

Trascurabile è invece la quota di emissioni assicurative nel portafoglio delle banche, come del resto prevedibile date le ridotte emissioni obbligazionarie da parte delle assicurazioni, che non hanno i fabbisogni di *funding* del settore bancario.

4.3.4 *Raccolta e Impieghi (voci b9, b10, b11, b12 della tabella riepilogativa)*

La provvista bancaria di matrice assicurativa effettuata attraverso conti correnti, depositi, e certificati di deposito si aggira intorno all'1% del complesso della raccolta effettuata dalle banche con le medesime forme tecniche. Tale quota sale all'1,2% se si considera anche la raccolta bancaria di matrice assicurativa effettuata attraverso lo strumento dei pronti contro termine.

Di particolare interesse sono i dati relativi agli impieghi bancari nei confronti delle assicurazioni, in quanto in questo aggregato confluisce la quasi totalità delle polizze di capitalizzazione emesse dalle assicurazioni e sottoscritte dalle banche. In particolare, l'indagine ha evidenziato, da un lato, che l'ammontare dei crediti bancari erogati alle compagnie assicurative è molto esiguo (circa 4 miliardi di euro, corrispondenti allo 0,4% del totale dei finanziamenti bancari) e, dall'altro, che il 90% circa delle operazioni di impiego bancario nei confronti delle assicurazioni è costituito da polizze di capitalizzazione. Queste polizze non si configurano in realtà come una classica forma di finanziamento bensì rappresentano modalità alternative di investimento delle disponibilità bancarie in strumenti finanziari di natura assicurativa che, soprattutto nell'attuale fase congiunturale, consentono rendimenti profittevoli con assunzione di contenuti rischi creditizi.

4.3.5 Conclusioni sulle attività e passività reciproche fra banche e assicurazioni

In sintesi, sul fronte degli assetti partecipativi, le banche sono presenti assai più attivamente nel capitale delle assicurazioni: infatti esse detengono il controllo di alcuni tra gli intermediari più importanti del paese per raccolta premi, soprattutto del ramo vita, mentre le assicurazioni controllano intermediari bancari di piccole dimensioni. Sul fronte delle emissioni di strumenti subordinati le banche sono tra i principali sottoscrittori dei subordinati di matrice assicurativa.

Gli altri rapporti censiti dall'indagine indicano che i flussi di finanziamento vanno dalle compagnie alle banche. Queste ultime ricevono risorse finanziarie dal settore assicurativo soprattutto attraverso la raccolta obbligazionaria e in misura residuale attraverso gli strumenti tradizionali di raccolta (depositi, certificati di deposito, pronti contro termine).

Per quanto riguarda invece i flussi di fondi dalle banche alle compagnie, va rilevato il fenomeno della sottoscrizione di polizze di capitalizzazione da parte del settore bancario. L'intensificarsi di tali operazioni negli ultimi tempi sembrerebbe dovuto alla ricerca da parte delle banche di investimenti in grado di assicurare un appetibile rapporto rischio rendimento.

Allegato 1: Rischi bancari e assicurativi: trattamento prudenziale e profili di *risk management*

1. I rischi tipici del settore bancario e assicurativo

Le crescenti interconnessioni tra intermediari bancari e assicurativi hanno reso meno netti i confini tra i due settori di attività. Nonostante ciò, l'accresciuta integrazione tra i due comparti non ha modificato la prevalente assunzione di rischi di natura differente da parte di banche (rischio di credito) e assicurazioni (rischi tecnici)²². Inoltre, banche e assicurazioni tendono a porsi di fronte al medesimo tipo di rischio con terminologie e filosofie diverse.

1.1 I rischi bancari

Le banche sono imprese multiprodotto, la cui principale attività è rappresentata dall'intermediazione creditizia, consistente nell'esercizio congiunto della raccolta del risparmio tra il pubblico e dell'erogazione del credito. Accanto all'intermediazione creditizia, le banche presentano anche un'operatività in strumenti finanziari e offrono servizi, finanziari e non, alla clientela.

Le banche sono dunque esposte, in via principale, al rischio di credito, che comprende il rischio che un debitore non rimborsi un prestito o un'obbligazione, il rischio che un garante ovvero la controparte di un contratto derivato non adempia ai propri obblighi, così come il rischio di variazioni del merito creditizio della controparte. E' classificabile come rischio di credito anche il "rischio paese", che dipende da condizioni economico-politiche dello Stato di residenza dell'emittente che possono rendere incerto il rimborso del prestito.

Rilevante per le banche è anche il rischio di liquidità dovuto alla presenza nei bilanci di significativi ammontari di passività a breve termine (depositi a vista) e di attivi non facilmente negoziabili (crediti verso la clientela).

La negoziazione di strumenti finanziari espone, inoltre, le banche al rischio di mercato, legato alle possibili variazioni sfavorevoli del valore del portafoglio di negoziazione, in conseguenza di mutamenti inattesi delle variabili di mercato. Tra le fonti dell'esposizione ai rischi di mercato vi sono i tassi di interesse, i tassi di cambio, le quotazioni azionarie, le quotazioni delle merci. Nel caso di assunzione di posizioni in opzioni rileva il rischio di volatilità del prezzo dello strumento sottostante.

L'esercizio dell'attività bancaria comporta anche l'assunzione di rischi operativi ovvero di rischi di perdite derivanti da errori o inadeguatezze interni alla banca stessa (errori umani o dei sistemi informatici) oppure derivanti da eventi esterni²³. Tali rischi assumono sempre più importanza in relazione alla creazione di nuovi e più sofisticati prodotti finanziari, all'*outsourcing* di attività aziendali, all'intensificazione delle negoziazioni sui mercati finanziari. E' presente infine il rischio di reputazione, legato a episodi di frode e infedeltà del personale o delle reti distributive ma anche a comportamenti scorretti o non pienamente trasparenti nei confronti della clientela.

1.2 I rischi assicurativi

²² A tale conclusione è giunto il *Joint Forum*. Si vedano in particolare i seguenti lavori: "Risk Management Practices and Regulatory Capital – Cross-sectoral comparison", *Joint Forum*, Novembre 2001 e "Trends in Risk Integration and Aggregation", *Joint Forum*, giugno 2003.

²³ La definizione di rischio operativo è quella contenuta nell'Accordo di Basilea - recentemente rivisto - e include anche il rischio giuridico ma non quello strategico e quello reputazionale.

L'attività svolta dalle compagnie di assicurazione consiste nell'assunzione, dietro il pagamento di un premio, dell'obbligo di una prestazione finanziaria futura a favore dei clienti in seguito al verificarsi di un determinato evento attinente la vita umana (ramo vita) oppure al risarcimento del danno (a beni materiali, al patrimonio dell'assicurato o all'integrità fisica della persona) prodotto all'assicurato da un sinistro (ramo danni). Le compagnie assumono i rischi dietro l'incasso anticipato dei premi, da cui traggono i mezzi necessari per il pagamento aleatorio della prestazione assicurata, per la copertura delle spese di assunzione e di gestione del contratto nonché per una congrua remunerazione del capitale. Il premio ha dunque la funzione di garantire l'equilibrio economico tra incassi e pagamenti; tale equilibrio tecnico, esistente alla data di stipulazione del contratto, viene garantito nei periodi successivi dall'accantonamento di una parte dei premi in speciali fondi di riserva chiamati appunto riserve tecniche. Queste rappresentano pertanto gli impegni nei confronti degli assicurati che la compagnia deve prevedere di dovere onorare in futuro, in base a valutazioni prudenti ed obiettive.

Lo svolgimento dell'attività assicurativa comporta dunque, in primo luogo, l'assunzione di rischi tecnici, in quanto il modello attuariale considerato ai fini della determinazione del premio e dell'ammontare delle riserve tecniche può rivelarsi non idoneo a fronteggiare gli effettivi impegni della compagnia. Tale rischio viene definito *underwriting risk* e riguarda:

- ✓ il rischio di errata tariffazione (*premium risk*), a sua volta dovuto per esempio alla mancanza, in sede di determinazione del premio, di attendibili funzioni di distribuzione delle probabilità di accadimento dei “sinistri” ovvero, all'incapacità dell'impresa di riprodurre nel proprio “portafoglio contratti” le distribuzioni di probabilità impiegate in sede di tariffazione (rischi di scarti accidentali); o ancora dal rischio di sovrasinistralità, dovuto alla possibilità che i pagamenti attesi si discostino da quelli effettivamente sostenuti a causa di variazioni non previste e non prevedibili delle distribuzioni di probabilità impiegate in sede di tariffazione (rischi di scarti sistematici); tali circostanze riguardano ad esempio i cambiamenti legislativi, i processi inflazionistici, gli andamenti avversi delle variabili di mercato, ecc.
- ✓ il rischio di insufficienza delle riserve tecniche (*reserving risk*), riconducibile alla sottostima delle riserve necessarie per far fronte agli impegni futuri della compagnia sia in conseguenza di stime errate, sia per cambiamenti del contesto di riferimento²⁴. Tale rischio assume carattere differente a seconda della durata delle garanzie prestate, in genere più lunga nel ramo vita, e delle modalità con cui vengono eseguiti i pagamenti delle prestazioni.

Le caratteristiche distintive delle compagnie assicurative fanno sorgere l'esigenza di investire la massa dei premi raccolti in attività, prevalentemente di carattere finanziario, che siano adeguate agli impegni assunti verso gli assicurati. Pertanto, le assicurazioni risultano esposte anche ai rischi tipici dell'intermediazione finanziaria (rischi di investimento), quali i rischi di mercato, il rischio di credito e di liquidità. In molti prodotti del ramo vita, tali tipologie di rischio rappresentano esse stesse rischi di natura tecnica²⁵.

²⁴ Nel ramo danni un esempio di *reserving risk* è stato quello conseguente al mutamento degli orientamenti giurisprudenziali in materia di danni alla persona, che ha avuto pesanti riflessi sui risarcimenti del ramo RC auto. Con riferimento al ramo vita, rilevano, ad esempio, le comparse di nuove malattie o i progressi medici nella lotta contro malattie mortali.

²⁵ Basti pensare alle polizze rivalutabili dove il calcolo del premio si fonda su ipotesi sia demografiche (vita/morte dell'assicurato) che finanziarie (cd. tasso tecnico).

LE POLIZZE ASSICURATIVE

Le polizze sulla durata della vita umana possono essere classificate, a seconda del tipo di garanzia offerta, in: *polizze caso morte*, in cui l'assicuratore si impegna a corrispondere un capitale in caso di morte dell'assicurato; *polizze caso vita*, la cui finalità è eminentemente previdenziale; *polizze miste*, in cui le garanzie delle polizze caso vita e caso morte sono variamente combinate. Se la funzione storica delle polizze sulla durata della vita umana è di tipo previdenziale, nel tempo sono emerse anche esigenze di preservare le polizze dagli effetti inflattivi e di mantenere questi prodotti competitivi rispetto ad altre forme di accumulazione del risparmio. Sono pertanto nate le polizze *adeguabili*, poi quelle *indicizzate*. Nei primi anni '80 si sono diffuse sul mercato italiano le polizze *rivalutabili*, connotate dalla presenza di rendimenti minimi garantiti. Negli anni recenti le compagnie hanno cominciato ad offrire anche polizze con connotati più squisitamente finanziari. Le prestazioni di tali contratti sono collegate all'andamento di un indice azionario o altro valore di riferimento (*polizze index linked*) ovvero al valore delle quote di un fondo interno assicurativo o di fondi comuni di investimento esterni (*polizze unit linked*); caratteristica di questi contratti è che il rischio di investimento è normalmente sopportato dagli assicurati.

I contratti di assicurazione del ramo danni costituiscono un insieme eterogeneo in relazione alla varietà di rischi che essi possono coprire. Si distinguono, in particolare: le *assicurazioni di persone*, che offrono una tutela contro i rischi derivanti da infortunio o da malattia; le *assicurazioni del patrimonio*, comprendenti le assicurazioni che proteggono beni di proprietà contro diversi rischi (ad es. furto e incendio) e le assicurazioni finanziarie, ovvero le polizze del ramo credito (nelle quali vengono garantite le operazioni di credito dell'assicurato) e quelle fideiussorie o del ramo cauzioni (nelle quali viene garantito l'adempimento degli obblighi del debitore); le *assicurazioni di responsabilità*, che tutelano l'assicurato dal rischio di dover risarcire un danno provocato a terzi.

In particolare, per i fini che qui interessano:

- ❑ Il rischio garantito dai contratti rientranti nel Ramo Credito è quello della perdita totale o parziale del credito, dovuta ad insolvenza del debitore, accertata o presunta, nei modi e nei termini previsti nelle varie polizze, a seconda delle operazioni poste in essere. Il rischio garantito è soltanto quello della perdita cosiddetta definitiva (totale o parziale) del valore del credito, dovuta ad insolvenza del debitore, accertata o manifesta o presunta nei modi e nei termini stabiliti dalla polizza, tenuto conto della natura delle operazioni poste in essere. Non sono ammissibili tra le assicurazioni in oggetto (e come tali esulano dall'attività consentita alle imprese di assicurazione) le garanzie aventi ad oggetto rischi relativi ad operazioni creditizie di carattere finanziario (effettuate cioè in funzione meramente fiduciaria) e comunque ove le stesse non siano assistite da garanzia reale.
- ❑ Costituiscono il contenuto del Ramo Cauzione i contratti assicurativi che assolvono la stessa funzione giuridico-economica di una cauzione in denaro o in altri beni reali, ovvero di una garanzia fidejussoria che un determinato soggetto obbligato (contraente) è tenuto a costituire a favore di un altro (beneficiario). Le assicurazioni cauzionali devono essere prestate quale garanzia accessoria rispetto all'obbligazione principale. Nel ramo cauzione rientrano, quindi, le garanzie per obbligazioni che potranno sorgere a carico di un determinato soggetto (il contraente dell'assicurazione) qualora questi violi obbligazioni primarie di fare, di non fare, o anche di dare, che tuttavia trovino il loro fondamento in una disposizione normativa o in un contratto. Non rientrano, invece, tra le assicurazioni in oggetto, e come tali esulano dall'attività consentita alle imprese di assicurazione, le garanzie aventi natura puramente fiduciaria, intendendosi per tali quelle prestate a fronte di operazioni finanziarie non previste dalla legge e non riconducibili ad accordi economici di natura contrattuale, giuridicamente validi ed efficaci e tipicamente disciplinati.

Con riferimento al rischio di credito, le assicurazioni sono esposte al rischio di controparte presente nel portafoglio obbligazioni (solitamente più rilevante per le compagnie del ramo vita), al rischio legato all'insolvenza dei riassicuratori²⁶ (più sentito nei rami danni), nonché ai rischi per i crediti vantati nei confronti degli assicurati, degli intermediari (agenti e broker) e altre compagnie di assicurazione. Le compagnie possono assumere rischio di credito anche nell'ambito della loro attività "tipica" ed in particolare, con le polizze dei rami credito e cauzione.

Anche per le assicurazioni, soprattutto se di lunga durata, rileva il rischio di liquidità, nel caso in cui gli attivi dell'impresa non siano coerenti in termini di scadenze e ammontare dei flussi con gli impegni assunti ed espressi dalle riserve tecniche.

²⁶ La *riassicurazione* consiste nel trasferimento da parte di un assicuratore (riassicurato) di una parte del proprio rischio ad un'altro soggetto riassicuratore.

Le compagnie sono, infine, esposte a rischi operativi, legati soprattutto alla rilevante mole di dati da gestire (*process risk*²⁷) e sia rischi di “frode”, imputabili a possibili comportamenti scorretti o non trasparenti delle reti distributive o degli assicurati.

2. Il trattamento prudenziale dei rischi nel settore bancario e assicurativo

Le peculiarità che connotano banche e assicurazioni, anche in termini di rischi "prevalenti" assunti nell'esercizio delle rispettive attività, si riflettono negli impianti prudenziali della vigilanza settoriale, caratterizzati da differenze che spaziano dalle regole contabili alla definizione del capitale. Di particolare rilievo sono la connotazione e il diverso ruolo assunti dalle riserve e dal capitale²⁸ nell'ambito delle rispettive gestioni caratteristiche e, conseguentemente, nell'impianto dei controlli prudenziali.

2.1 Settore bancario

Negli schemi di vigilanza bancaria sono essenziali sia le riserve sia il capitale; la quota del capitale nel bilancio bancario "tipico" risulta molto più ampia di quella delle riserve. Infatti, l'esperienza statistica suggerisce che le perdite attese, fronteggiate attraverso *provisions*²⁹, sono significativamente inferiori alle perdite effettivamente sostenute dalle banche a fronte della propria esposizione al rischio di credito; ne deriva l'esigenza di disporre di un livello di capitale (maggiore delle riserve) adeguato ad assorbire le perdite inattese.

Il capitale regolamentare che le banche devono detenere è determinato secondo l'approccio basato sull'Accordo di Basilea. Esso prevede che le banche (e i gruppi bancari) rispettino costantemente il requisito patrimoniale minimo (*total capital ratio*), dato dalla somma del patrimonio da detenere a fronte delle attività esposte al rischio di credito (coefficiente di solvibilità) e del requisito patrimoniale a fronte dei rischi di mercato, da applicare agli strumenti finanziari che costituiscono il portafoglio non immobilizzato³⁰.

Le disposizioni sul coefficiente di solvibilità stabiliscono che le banche detengano un ammontare di capitale pari almeno all'8% delle attività esposte al rischio di credito, ponderate in relazione al

²⁷ Tale rischio è avvertito sia nella fase di assunzione dei rischi (*underwriting*) sia in quella di liquidazione dei sinistri.

²⁸ Le riserve rappresentano risorse destinate a fronteggiare il valore medio delle perdite prevedibili, sulla base delle distribuzioni di probabilità osservate nel passato (le cosiddette “perdite attese”). Il capitale costituisce il presidio della stabilità aziendale di fronte alle “perdite inattese”, ovvero quelle perdite che, sebbene con probabilità molto bassa, possono comunque realizzarsi e che sono date dalla differenza fra le perdite subite e le perdite attese.

²⁹ Le *provisions* si distinguono in *specific* e *general provisions*. Le prime sono costituite da ammontari dedotti dai redditi delle banche al fine di fronteggiare perdite relative a crediti specificatamente individuati. Esse rappresentano dunque un modo per ridurre il valore di bilancio di un determinato credito a fronte delle perdite attese ad esso relative. Sotto il profilo contabile, tale risultato può essere ottenuto sia tramite la riduzione diretta del valore dell'*asset* (come avviene secondo le regole contabili vigenti in Italia) sia attraverso l'accantonamento ad una riserva iscritta al passivo (tale soluzione non è percorribile nel nostro Paese). Le *general provisions* sono riserve accantonate a fronte di perdite potenziali non riferibili a specifici *assets* e pertanto iscritte in apposite voci del passivo.

³⁰ I rischi di mercato presi in considerazione dalla normativa di Vigilanza sono: il *rischio di posizione*, derivante dall'oscillazione del prezzo degli strumenti finanziari e dovuto a fattori attinenti all'andamento dei mercati (rischio generico) e/o alla situazione della società emittente (rischio specifico); il *rischio di regolamento* che si determina qualora la controparte, dopo la scadenza del contratto, non abbia adempiuto alla propria obbligazione di consegna dei titoli, delle merci o del denaro dovuto; il *rischio di controparte* ovvero il rischio di inadempimento delle controparti; il *rischio di cambio* ovvero il rischio di subire perdite sulle operazioni in valuta per effetto di avverse variazioni dei corsi delle divise estere. Esso viene calcolato con riferimento all'intero bilancio e non solo al *trading book*. Inoltre, esistono regole prudenziali che prevedono il *monitoring* dell'esposizione al rischio di *tasso di interesse* gravante sull'intero bilancio.

grado di rischio proprio di ciascuna di esse³¹. I requisiti patrimoniali a fronte del rischio creditizio si applicano anche alle operazioni *off-balance* (garanzie rilasciate, impegni e derivati).

IL TRATTAMENTO PRUDENZIALE E DI BILANCIO DEI DERIVATI CREDITIZI E DELLE CARTOLARIZZAZIONI

La normativa bancaria

a. Per quanto riguarda il *trattamento prudenziale*, viene adottato un approccio “sostanzialista” (ossia mirante ad accertare il reale trasferimento del rischio).

Per le operazioni di cartolarizzazione, la Banca d'Italia ha emanato una specifica normativa che stabilisce il trattamento prudenziale da riservare alle attività detenute dalle banche nei confronti delle cartolarizzazioni. Il principio generale stabilisce che ai titoli *junior* emessi dalla società veicolo e detenuti dalla banca occorre applicare un requisito patrimoniale che non ecceda quello che la banca avrebbe “pagato” se le attività cartolarizzate fossero state nel proprio bilancio.

La regolamentazione prudenziale dei contratti derivati su crediti varia a seconda che gli stessi vengano classificati nel *trading book* oppure nel *banking book*.

I *credit derivatives* classificati nel *banking book* producono nella sostanza effetti simili a quelli di una garanzia ricevuta (*protection buyer*) o rilasciata (*protection seller*). Pertanto, la banca *protection buyer* può traslare il rischio sulla controparte del derivato su crediti, ove quest'ultima abbia un fattore di ponderazione per il rischio più favorevole rispetto al debitore originario.

I derivati su crediti classificati nel *trading book* sono assoggettati alla disciplina prudenziale a fronte dei rischi di mercato, alla stregua dei contratti derivati finanziari (cioè su tassi d'interesse, di cambio ecc.).

Infine, occorre ricordare che nel caso di transazioni complesse e strutturate - con particolare riferimento a quelle transazioni costituite da più fasi, attori e operazioni - non esistono regole contabili specifiche; tuttavia, l'applicazione del principio generale della prevalenza della sostanza sulla forma consente di considerare, ai fini di bilancio e ai fini prudenziali, in maniera unitaria un insieme di operazioni apparentemente separate ma economicamente collegate. Tale valutazione viene realizzata per il tramite di un approccio “caso per caso”.

b. Notevole enfasi è stata posta sulla *trasparenza informativa*. In particolare, per quanto riguarda le cartolarizzazioni (effettuate sia in Italia sia all'estero, di tipo tradizionale o sintetico), poiché le attività cartolarizzate devono uscire dal bilancio della banca *originator*, i titoli *junior* devono essere valutati al valore di presumibile realizzo stimato tenendo conto del grado di recuperabilità del portafoglio di attività oggetto di cartolarizzazione.

Inoltre, nella nota integrativa del bilancio deve essere fornita un'adeguata e completa informativa sulle strategie sottostanti all'operatività in cartolarizzazione nonché sui rischi, sulle relative procedure di monitoraggio e sui risultati economici connessi con le posizioni (in bilancio e fuori bilancio) in essere verso le cartolarizzazioni (ad esempio: la distinzione fra posizioni derivanti da operazioni di *securitization* in proprio e di terzi; la tipologia e l'ammontare delle esposizioni detenute nei confronti della cartolarizzazione; le informazioni sulle attività cartolarizzate sottostanti ai titoli *junior* suddivise per tipologia (crediti, titoli ecc.) e qualità (sofferenze, incagli ecc.); le strategie sottostanti all'operatività; i rischi e le relative procedure di monitoraggio; i risultati economici su posizioni verso la cartolarizzazione).

Le disposizioni emanate dalla Banca d'Italia prevedono che le banche forniscano nella nota integrativa del bilancio individuale e consolidato informazioni di natura qualitativa e quantitativa sull'operatività in derivati creditizi. In particolare, la banca *protection seller* è tenuta a rilevare tra gli impegni le esposizioni assunte con i derivati su crediti mentre quella *protection buyer* deve fornire nella nota integrativa indicazioni sull'ammontare dei crediti garantiti da derivati su crediti. Entrambe sono tenute ad indicare nella relazione sulla gestione le strategie aziendali sottostanti all'operatività in derivati creditizi.

³¹ L'Accordo di Basilea è stato recentemente rivisto, con l'obiettivo di migliorare la sensibilità al rischio dei requisiti patrimoniali a fronte del rischio creditizio. Ulteriori obiettivi della revisione dell'Accordo sono i seguenti:

È altresì previsto che, in presenza di particolari situazioni aziendali, la Banca d'Italia possa imporre l'applicazione di un requisito patrimoniale più elevato.

La vigente normativa di vigilanza stabilisce anche limiti alla concessione di finanziamenti di importo rilevante rispetto al patrimonio di vigilanza (disciplina sulla concentrazione dei rischi). In particolare sono previsti limiti con riferimento sia all'entità dei rischi nei confronti della singola controparte (limite individuale) sia all'ammontare complessivo delle esposizioni di maggiore importo (limite complessivo).

2.2. Settore assicurativo

Nel settore assicurativo hanno importanza prevalente le riserve “tecniche” che sono accantonate per fronteggiare gli impegni derivanti dall'assunzione dei contratti (pagamento delle prestazioni e dei risarcimenti).

La corretta previsione dell'ammontare degli esborsi dovuti al manifestarsi dell'evento coperto dalla polizza e un adeguato livello di riserve tecniche per fronteggiare tali esborsi sono alla base dell'attività assicurativa e della sana condizione finanziaria della società. Gli strumenti della vigilanza prudenziale assicurativa sono pertanto principalmente mirati al contenimento dei rischi tecnici cui sono esposte le compagnie, tramite la verifica dell'applicazione, da parte delle stesse, di corretti principi attuariali. Il capitale – che soccorre laddove il livello delle prestazioni erogate agli assicurati risultasse superiore a quello espresso dalle riserve tecniche – assume invece un ruolo di accessoria al processo produttivo

Per quanto riguarda i rischi di investimento, la regolamentazione settoriale include disposizioni in materia di attivi posti a copertura delle riserve tecniche³². Tali attività devono rispondere a criteri di sicurezza, redditività, liquidità, diversificazione e dispersione. Per alcune attività ammesse a copertura delle riserve tecniche (ad esempio, immobili, azioni, crediti) sono indicati limiti massimi; ulteriori limiti riguardano l'esposizione verso uno stesso soggetto.

La normativa del settore assicurativo detta regole sui requisiti patrimoniali minimi (cosiddetto *margin di solvibilità*) che le compagnie devono detenere. Tali requisiti sono essenzialmente legati al volume di affari complessivo³³ e calcolati in funzione dei premi o dell'onere medio dei sinistri (ramo danni) o delle riserve matematiche e dei capitali sotto rischio (rami vita³⁴). Non sono previsti requisiti patrimoniali minimi che tengano conto del grado di rischio insito nell'attivo. Tuttavia, la normativa comunitaria sul margine di solvibilità, recepita nel novembre 2003, prevede nel caso di deterioramento della posizione finanziaria dell'impresa che comporti rischi per gli assicurati, la possibilità per l'Isvap di imporre alla compagnia la costituzione di un margine di solvibilità supplementare, al fine di garantire la solvibilità nel breve periodo.

introduzione di un requisito patrimoniale specifico a fronte dei rischi operativi; enfasi sul processo di revisione dell'adeguatezza patrimoniale; rafforzamento del ruolo della disciplina di mercato.

³² Le attività ammesse alla copertura delle riserve tecniche sono tassativamente elencate, nelle linee generali, dall'art. 26 del D. Lgs. 174/95 e dall'art. 27 del D. Lgs. 175/95 e, più specificatamente, nei provvedimenti Isvap n. 147 (ramo vita) e 148 (ramo danni) e successive modifiche. Per le polizze *unit e index linked* ossia in quei prodotti in cui il rischio di investimento è a carico degli assicurati, la normativa detta regole meno stringenti, prevedendo limiti qualitativi che fanno prevalentemente riferimento al rating dell'emittente o del titolo.

³³ Nel 2000 è stato avviato un progetto di revisione delle regole prudenziali del settore assicurativo (progetto *Solvency II*). Il progetto è finalizzato a: definire requisiti patrimoniali fondati su una misurazione più accurata e completa dei rischi cui sono esposte le assicurazioni; accrescere l'armonizzazione delle regole prudenziali settoriali in Europa; rafforzare la *disclosure* da parte delle compagnie.

³⁴ I capitali sotto rischio sono dati dalla differenza tra il capitale assicurato caso morte e la relativa riserva matematica accantonata. Per una trattazione del margine di solvibilità si veda il quaderno ISVAP n. 6, 1999.

IL TRATTAMENTO PRUDENZIALE E DI BILANCIO DEI DERIVATI CREDITIZI E DELLE CARTOLARIZZAZIONI

La normativa assicurativa

a. All'attualità non esiste una norma specifica che regola l'impiego dei derivati creditizi e dei titoli derivanti da cartolarizzazioni da parte delle imprese di assicurazione. I riferimenti sono contenuti nelle norme di carattere generale sugli investimenti a copertura delle riserve tecniche e sull'utilizzazione dei prodotti finanziari derivati.

In particolare, con riferimento ai prodotti *index linked* sono vietate l'emissione di polizze collegate a indici o altri valori di riferimento costruiti o collegati, in modo diretto o indiretto, a titoli derivanti da operazioni di cartolarizzazione ovvero a derivati del credito. Per le polizze *unit linked* si distingue invece tra l'impiego di derivati creditizi, soggetti a specifica autorizzazione da parte dell'Isvap e l'utilizzo di titoli cartolarizzati ammessi a condizione che rispettino alcuni limiti di carattere qualitativo (*rating* non inferiore ad A-) e quantitativo (limiti per singola emissione e su strumenti non quotati).

Con riferimento ai prodotti tradizionali soccorre invece la norma di carattere generale sui derivati che prevede il loro impiego, in relazione agli attivi che coprono le riserve tecniche, solo con finalità di riduzione del rischio di investimento o di gestione efficace del portafoglio. Per i titoli derivanti da cartolarizzazioni si applicano le disposizioni generali sulla qualità degli investimenti in termini soprattutto di sicurezza e di liquidità degli strumenti stessi.

b. In riferimento all'informativa di bilancio, considerata la limitata operatività delle imprese in materia, non sono state emanate disposizioni dettagliate per queste tipologie di investimento. I derivati creditizi, pertanto, seguono i principi generali di contabilizzazione dei derivati finanziari e nell'allegato analitico al bilancio l'impegno assunto in acquisto o in vendita è contenuto nelle voci residuali "altri".

3. La gestione del rischio di credito nelle banche e nelle assicurazioni

La disponibilità di adeguati sistemi di *risk management* costituisce una priorità per le banche e per le assicurazioni: esse hanno sviluppato soprattutto metodologie finalizzate alla gestione di quei rischi che hanno carattere "prevalente" all'interno di ciascun comparto (rischio di credito nel caso delle banche e rischi tecnici nel caso delle compagnie). Negli ultimi tempi i lavori dei gruppi internazionali - con particolare riferimento al *Joint Forum*³⁵ - hanno dedicato grande attenzione all'individuazione delle *best practices* seguite dagli intermediari bancari, finanziari e assicurativi nella gestione dei rischi cui sono esposti. Considerata la focalizzazione del presente lavoro sul rischio di credito, si evidenziano di seguito le prassi seguite dalle banche e dalle assicurazioni nel *credit risk management*.

3.1. Banche

Con riferimento alle aziende bancarie, la concessione di nuovi crediti e il rinnovo di quelli esistenti avvengono in base a formali procedure di autorizzazione che coinvolgono i diversi livelli della struttura manageriale dell'impresa, inclusi appositi comitati per l'approvazione dei fidi. Sono presenti unità specializzate per la valutazione dei crediti verso specifici settori e aree geografiche.

Per garantire un'adeguata diversificazione dell'attività di concessione dei crediti sono stabiliti limiti complessivi di esposizione nei confronti di singoli soggetti, di singoli settori produttivi e aree geografiche e di gruppi di clienti collegati. Questi limiti sono fissati sulla base di

³⁵ Cfr. nota 13.

classificazioni delle controparti in base al merito di credito: limiti più ampi sono assegnati alle controparti con merito creditizio più elevato.

Per i crediti esigibili, sono stati creati sistemi di classificazione che permettono di controllare e misurare il rischio di credito in essere in ogni momento. Più recentemente alcune banche hanno definito modelli interni per la quantificazione del rischio di credito attraverso la misurazione per ogni credito della probabilità di inadempienza, della perdita in caso di inadempienza e dell'esposizione al momento dell'inadempienza. Attraverso queste misurazioni si definirà l'ammontare di capitale necessario a far fronte alle perdite inattese.

Per mitigare il rischio di credito le banche utilizzano un'ampia gamma di tecniche tra cui garanzie reali, personali e, sempre più frequentemente, cartolarizzazioni e derivati di credito. Lo sviluppo di approcci più sistematici alla misurazione del rischio di credito attraverso l'adozione di modelli interni ha incoraggiato l'utilizzo delle tecniche di trasferimento del rischio di credito e reso più liquido il mercato di tali strumenti.

3.2. Assicurazioni

Quanto alle compagnie di assicurazioni, il rischio di credito generato dagli investimenti viene gestito, nei limiti consentiti dalla legge, tramite la definizione di linee guida che indicano le tipologie di attività idonee, i limiti e le deleghe per l'investimento. Le linee guida impartite variano in relazione alle diverse aree di *business* gestite dalle compagnie.

Il rischio di credito derivante dalla sottoscrizione di contratti di riassicurazione è fronteggiato attraverso un accurato *risk assessment* delle imprese con le quali vengono sottoscritti gli accordi di riassicurazione, tramite la diversificazione delle controparti che offrono contratti della specie, ma soprattutto mediante la costituzione in garanzia di un deposito di danaro da parte della cessionaria³⁶. Inoltre, le assicurazioni richiedono talvolta ai partner riassicurativi protezioni aggiuntive, quali *collateral* o lettere di credito.

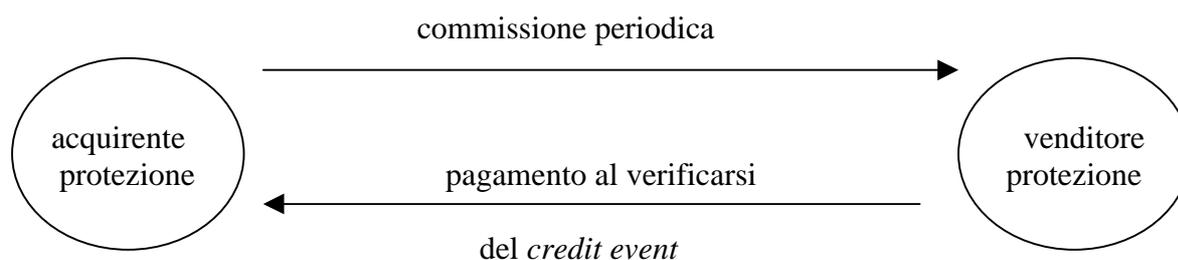
Infine, il rischio di credito assunto tramite l'emissione di polizze dei rami credito e cauzione viene fronteggiato con metodologie prettamente assicurative, fondate sul concetto di mutualità (*pooling*), nonché, sebbene in via secondaria, sulla valutazione del merito creditizio della clientela. L'esigenza di coprire l'eventuale saldo tecnico negativo alla fine di ciascun esercizio viene fronteggiata dalle assicurazioni italiane anche tramite la costituzione di una riserva obbligatoria denominata "riserva di compensazione" che ha la funzione di attenuare la volatilità dei sinistri, strettamente collegata all'andamento dei cicli economici.

³⁶ Nelle riassicurazioni proporzionali (che consistono nella cessione e nell'addebito, nella stessa misura percentuale, dei rischi, dei premi e dei sinistri) l'ammontare del deposito è commisurato alla riserva tecnica ceduta in riassicurazione, nelle riassicurazioni non proporzionali (nelle quali non c'è relazione tra i risultati tecnici dell'assicuratore e quelli del riassicuratore; quest'ultimo interviene per quei sinistri che singolarmente o cumulativamente superano un valore prefissato) invece è spesso assente.

Allegato 2: Descrizione dei principali strumenti di CRT

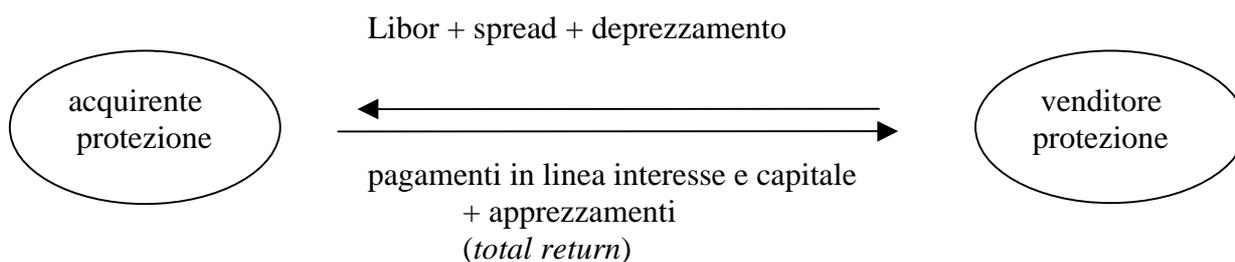
Esempio di un'operazione di cartolarizzazione tradizionale: Nella sua versione più semplice, l'operazione prevede la cessione delle attività da parte di un soggetto (*originator*) a un «veicolo» o SPV (*special purpose vehicle*) che si finanzia mediante l'emissione di titoli. Tali titoli sono suddivisi in *senior notes*, destinate tipicamente al mercato, e in *junior notes* subordinate alle *senior notes* nel diritto al rimborso, sottoscritte generalmente dall'*originator* stesso. Se il veicolo emette una tranche intermedia (in termini di priorità nel rimborso) allora si hanno anche le *mezzanine notes*. Inoltre in alcuni casi l'*originator* fornisce ulteriori forme di *credit enhancement* (garanzie, fidejussioni etc.), ossia coperture delle «prime perdite» che si verificano sul portafoglio oggetto di cartolarizzazione.

Esempio di *credit default swap*: il *protection buyer* compra protezione dal rischio di credito relativo ad un'attività sottostante (*reference asset*) dalla controparte (*protection seller*); quest'ultima, a fronte della commissione periodica ricevuta, si impegna a effettuare un pagamento al *protection buyer* nel caso in cui si verifichi un *credit event* (ad es.: mancato pagamento a scadenza di quanto dovuto in linea interesse e/o capitale da parte del soggetto emittente l'attività sottostante).



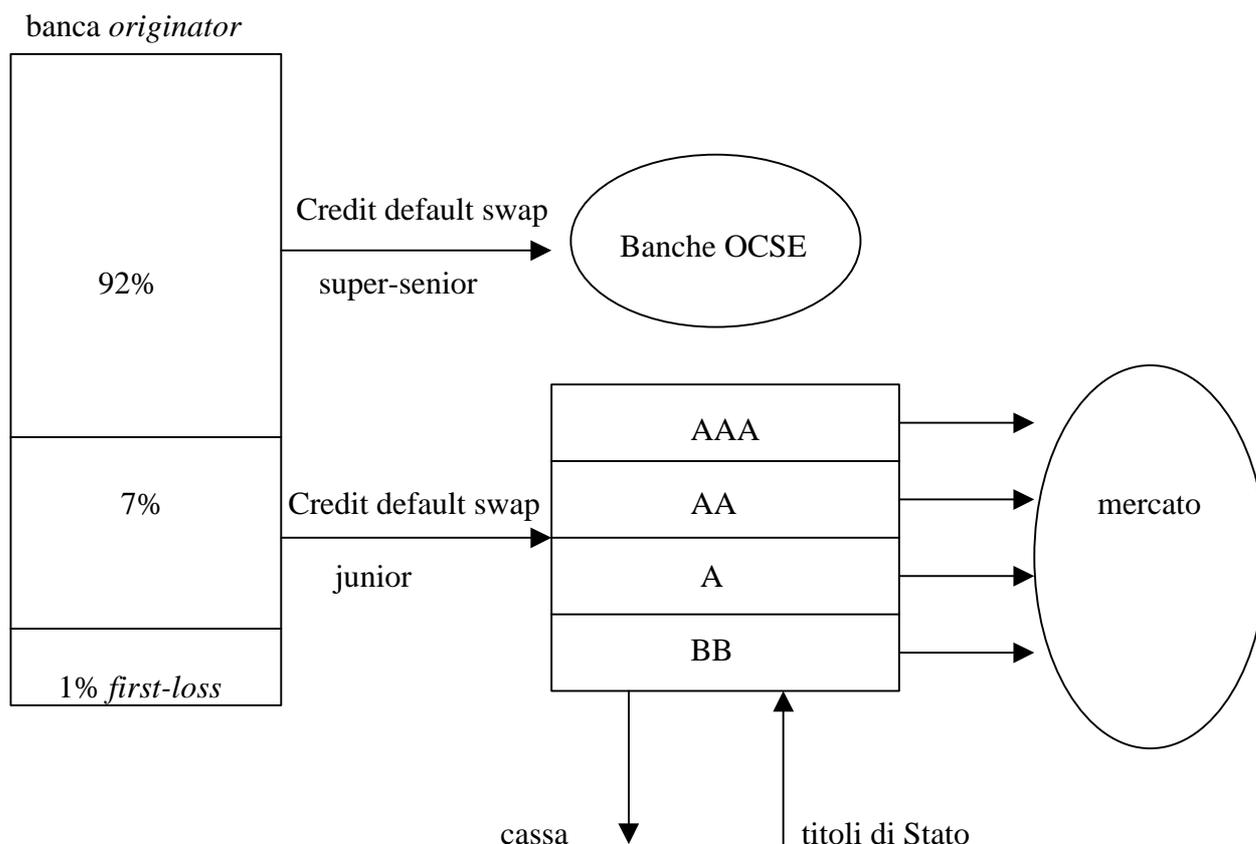
(se si verifica il *default* il *protection seller* paga al *protection buyer* l'ammontare della svalutazione del *reference asset*)

Esempio di *total rate of return swap*: il *protection seller* vende al *protection buyer* protezione sia dal rischio di credito sia dal rischio di mercato; l'acquirente di protezione, infatti, corrisponde al venditore il rendimento totale del *reference asset* (ossia tutti i pagamenti contrattualmente previsti sul *reference asset* e gli eventuali apprezzamenti nel valore di mercato del *reference asset*), il *protection seller*, a sua volta, paga all'acquirente il *Libor+spread* e qualsiasi deprezzamento subito dal *reference asset*.



Esempio di *credit linked notes*: il soggetto che sottoscrive le *notes* vende, al soggetto che le emette, protezione dal rischio di credito sugli attivi sottostanti (*reference assets*); in caso di *default*, l'emittente (*protection buyer*) si limita a ridurre il valore di rimborso del titolo, senza quindi essere soggetto ad alcun rischio di controparte.

Esempio di un'operazione di cartolarizzazione sintetica: la banca *originator*, pur mantenendo la titolarità degli attivi, cede il rischio di credito ad essi inerente per il tramite di due *credit default swaps*. Tipicamente, il rischio della *first-loss* rimane in capo all'*originator* (tale prima perdita è generalmente di importo limitato se la qualità degli attivi è molto elevata ed è una sorta di "franchigia"). A fronte del *credit default swap junior*, stipulato con una SPV ("società-veicolo"), vengono emesse *notes* nella misura necessaria ad assicurare la copertura della seconda perdita in modo tale che la porzione di portafoglio residua è da un punto di vista economico sostanzialmente priva di rischio³⁷ ed è quindi meno costoso per l'*originator* coprirla tramite un *credit default swap* piuttosto che con l'emissione di ABS. I fondi rivenienti dall'acquisto delle *notes* da parte dei sottoscrittori sono tipicamente investiti in attività poco rischiose e molto liquide (ad es.: titoli di Stato). Lo *swap super-senior* viene solitamente realizzato dalla banca *originator* con una controparte bancaria dell'area OCSE per poter usufruire di una favorevole ponderazione ai fini dei requisiti patrimoniali. Il rischio insito in tali operazione, per l'investitore, è soprattutto costituito dall'effetto leva tra l'importo dell'emissione e l'importo del portafoglio di riferimento; a seguito di tale leva il rischio di credito effettivo è in realtà un multiplo del rischio medio del portafoglio dell'*originator*.



³⁷ La tranche senior delle *notes* emesse a fronte della prima perdita ha tipicamente un *rating* tripla A: ciò costituisce il "segnale" per il mercato della sostanziale non rischiosità della porzione di portafoglio il cui rischio non è trasferito mediante ABS.

Tra gli strumenti più innovativi di CRT si segnalano, a titolo di esempio:

Credit default swaps su indici: si tratta di indici (TRAC-X e iBoxx) dati dalla media degli *spreads* di CDS associati a un dato insieme di *reference entities*. Essi forniscono una misura del prezzo medio dell'acquisto di protezione su tale insieme di entità di riferimento, fornendo un termine di paragone per la valutazione di altri prodotti derivati su altre esposizioni combinate fra loro secondo le scelte di un particolare investitore. Questi strumenti inoltre forniscono un meccanismo per rendere negoziabili e "copribili" altri rischi di credito.

Tranched credit risk o single-tranche CDO: in queste operazioni sintetiche viene emessa una sola tranche. Tale tranche può avere una diversa intensità di rischio (ossia può essere *junior*, *mezzanine* o *senior* a seconda che si "copra" il rischio delle prime perdite, delle seconde perdite o delle ultime perdite connesso ad un portafoglio di attivi). L'investitore definisce l'intensità del rischio alla quale vuole esporsi e, in base a tale richiesta, viene emessa l'opportuna tranche. Si realizza un risparmio di costi (in termini di costi di copertura) e una maggiore facilità di collocamento grazie al fatto che si tratta di prodotti "di sartoria" (ossia "confezionati" per soddisfare le specifiche richieste della clientela).

Allegato 3: Tavole riepilogative della rilevazione (i dati sono espressi in migliaia di euro)

Con il termine "unità in Italia" si intende: per le compagnie di assicurazione tutte le società di diritto italiano e loro sedi secondarie in stati dell'UE operanti in libertà di stabilimento; per le banche tutte le società bancarie italiane. Nelle unità all'estero sono ricomprese solo le filiali estere di banche italiane.

A - TRASFERIMENTO DEL RISCHIO DI CREDITO

Titoli ABS con originators banche italiane nel portafoglio delle assicurazioni

	Banche italiane		ABS totali in portafoglio assicurazioni	
	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003
<i>unità in Italia</i>	777.217	746.220	3.715.635	3.784.120

a1

In questa voce vengono rilevati i titoli ABS originati da banche italiane emessi in Italia, **successivamente alla legge 130/99**, da parte di SPV di diritto italiano e sottoscritti dalle assicurazioni italiane operanti nel ramo vita e danni. Il dato non include i titoli collocati tramite private placement, i titoli emessi da SPV italiane in stati diversi da quello italiano e i titoli emessi in Italia da SPV estere. I titoli sono valorizzati al minore tra costo e mercato ovvero (per gli immobilizzati) al costo quando collocati in classe C, al valore corrente quando collocati in classe D.

Fonte dati: Archivi ISVAP ex d.lgs 173/97 e provvedimenti 147/96 e 148/96; Archivi Banca d'Italia ex art. 129 TUB, segnalazioni SPV

Titoli ABS emessi da assicurazioni nel portafoglio delle banche

	Imprese di assicurazione italiane		Totale emissioni (tutti i settori economici)	
	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003
<i>totale</i>	-	-	11.635.755	14.132.613
<i>di cui unità all'estero</i>	n.d	n.d.	966.719	1.312.089

a2

Vi è stata un'unica operazione di cartolarizzazione segnalata ai sensi della L. 130/99 da parte di assicurazioni italiane nel dicembre 1999 (cartolarizzazione di crediti derivanti da finanziamenti erogati a contraenti di polizze vita) non presente nei bilanci delle banche italiane alle date di rilevazione.

Fonte dati: matrice dei conti Banca d'Italia e elaborazioni ISVAP

Derivati su crediti: acquisto di protezione delle banche dalle ass.zioni

a3

	Imprese di assicurazione italiane		Totale derivati creditizi venduti da Assicurazioni		Totale derivati creditizi acquistati da banche	
	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003
<i>totale</i>	-	-	-	-	47.849.092	43.651.646
<i>di cui unità all'estero e controllate estere</i>	-	-	-	-	29.312.336	24.539.092

Dalle verifiche svolte sui dati di bilancio 2002 e sulle comunicazioni trimestrali è emerso che le uniche due operazioni di CDS non hanno come controparte banche italiane, bensì controparti estere.

Fonte dati: matrice dei conti Banca d'Italia e elaborazioni ISVAP su bilanci e segnalazioni trimestrali

Derivati su crediti: vendita di protezione dalle banche alle assicurazioni

a4

	Imprese di assicurazione italiane		Totale Derivati creditizi acquistati da assicurazioni		Totale derivati creditizi venduti da banche	
	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003
<i>totale</i>	85.000	85.475	109.328	n.d.	43.559.400	43.559.400
<i>di cui unità all'estero e controllate estere</i>	-	-	-	-	30.149.397	25.147.230

Dalle verifiche svolte sui dati di bilancio 2002 e sulle comunicazioni trimestrali è emerso che delle due operazioni di CDS rilevate una ha controparte banche italiane, l'altra controparti estere.

Fonte dati: matrice dei conti Banca d'Italia e elaborazioni ISVAP su bilanci e segnalazioni trimestrali

Rilascio a banche di garanzie di assicurazione – ramo credito

a5

	Banche italiane		Totale settori economici	
	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003
<i>valore dell'esposizione</i>	6.907.131	6.715.327	8.740.452	7.696.482

Il dato si riferisce ad un'indagine effettuata su un campione rappresentativo di imprese, limitatamente ad alcune tipologie di rischio a cui possono essere riconducibili i rapporti con le imprese bancarie (vendite rateali, crediti ipotecari e crediti agevolati assistiti da garanzie reali, assicurazione del titolo di proprietà, crediti derivanti da contratti di leasing e altri crediti) che rappresentano complessivamente il 23% circa del totale dell'esposizione del ramo credito ed il 13% dei premi emessi. Il totale settori economici si riferisce solo al campione esaminato.

Fonte dati: rilevazioni ISVAP

Cessioni di credito.

a6

	Totale crediti ceduti da banche		Totale crediti ceduti da assicurazioni	
	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003
<i>unità in Italia</i>	0	0	0	0

Non sono state censite, nel periodo in esame, operazioni della specie.

B - ATTIVITA'/PASSIVITA' RECIPROCHE

Partecipazioni delle banche italiane in assicurazioni

b1

	Assicurazioni italiane		Totale partecipazioni nel bilancio delle banche italiane	
	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003
<i>valori contabili</i>	4.021.690	6.856.215	24.553.811	28.091.309

I dati derivano dall'archivio delle partecipazioni delle banche italiane.

Fonte dati: Banca d'Italia

Azioni delle assicurazioni nel portafoglio delle banche (portafoglio non immobilizzato)

b2

	Assicurazioni italiane		Totale azioni nel portafoglio non immobilizzato delle banche italiane	
	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003
<i>valori contabili</i>	458.755	825.011	7.579.000	15.630.000

In questa voce viene indicato il valore contabile della componente azionaria (rispettivamente assicurativa e totale) del portafoglio non immobilizzato delle banche.

Fonte dati: matrice dei conti Banca d'Italia

Partecipazioni delle assicurazioni italiane in banche

b3

	Banche italiane		Totale partecipazioni nel bilancio delle assicurazioni italiane	
	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003
<i>valori contabili</i>	4.991.282	n.d.	31.340.911	29.829.281

I dati si riferiscono alla classe CII dell'attivo patrimoniale investimenti azionari in imprese del gruppo ed altre partecipate. Non si dispone del dato contabile disaggregato per il 30 giugno 2003.

Fonte dati: ISVAP

Azioni bancarie nei portafogli delle assicurazioni (portafoglio non immobilizzato)

b4

	Banche italiane		Totale azioni	
	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003
<i>valori contabili</i>	2.037.894	n.d.	9.370.779	10.933.642

In questa voce viene indicato il valore contabile della componente azionaria (rispettivamente bancaria e totale) del portafoglio non immobilizzato delle assicurazioni. Il dato al 30 giugno 2003 non è disponibile (cfr nota al punto b3).

Fonte dati: ISVAP

Prestiti subordinati emessi da assicurazioni

	Nel portafoglio delle banche italiane		Totale emesso da assicurazioni		Totale subordinati nel portafoglio delle banche	
	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003
<i>unità in Italia</i>	738.179	742.724	1.989.501	2.047.146	14.038.599	16.133.610

b5

In questa voce vengono rilevati al valore nominale i prestiti subordinati emessi da assicurazioni italiane nelle diverse forme tecniche (titoli e prestiti) sottoscritti dalle banche italiane. Il dato non è disponibile per le filiali estere delle banche italiane.

Fonte dati: totale dei subordinati nel portafoglio delle banche: matrice dei conti Banca d'Italia; subordinati emessi da imprese di assicurazioni e sottoscritti da banche: informazioni ISVAP tratte dalle note integrative dei bilanci delle imprese e dal commento alla semestrale + rilevazione campionaria Banca d'Italia

Titoli subordinati emessi da banche e sottoscritti da assicurazioni

	Nel portafoglio delle assicurazioni italiane		Totale subordinati emessi da banche		Totale sottoscrizioni di subordinati da parte di assicurazioni	
	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003
<i>unità in Italia</i>	1.880.185	1.330.346	44.731.267	46.160.229	n.d.	n.d.

b6

In questa voce viene indicato l'ammontare dei titoli subordinati di matrice bancaria sottoscritti dalle compagnie di assicurazioni. Il dato è espresso al valore contabile (minore tra costo e mercato per la classe C e mercato per la classe D). Il totale settori economici contiene il valore nominale dei titoli subordinati outstanding emessi da banche, espressi al valore nominale. Non è disponibile il dato relativo ai subordinati emessi da banche sotto forme tecniche diverse dai titoli nei portafogli delle assicurazioni italiane.

Fonte dati: totale titoli subordinati emessi da banche: matrice dei conti Banca d'Italia; titoli subordinati emessi da banche nel portafoglio delle assicurazioni italiane: elaborazioni ISVAP su dati di bilancio.

Obbligazioni e altri titoli non subordinati emessi da assicurazioni nel portafoglio delle banche

	Nel portafoglio delle banche italiane		Totale emesso da assicurazioni italiane		Totale obbligazioni e altri titoli non subordinati nel portafoglio banche	
	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003
<i>unità in Italia</i>	56.434	100.827	2.500.000	2.500.000	182.698.000	193.508.000

b7

In questa voce vengono rilevati al valore contabile i titoli emessi da assicurazioni italiane nel portafoglio delle banche italiane, esclusi gli ABS (senior, mezzanine e junior) e i titoli subordinati. Il totale emissioni è espresso in valori nominali.

Fonte dati: matrice dei conti Banca d'Italia e Elaborazioni ISVAP su dati di bilancio

Obbligazioni e altri titoli non subordinati emessi da banche e sottoscritti da assicurazioni

	Emessi da banche italiane nel portafoglio delle assicurazioni		Totale emesso da banche Italiane		Totale obbligazioni e altri titoli non subordinati nel portafoglio delle assicurazioni	
	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003
<i>unità in Italia</i>	22.422.150	22.135.088	323.193.855	334.304.765	67.593.960	71.305.701

b8

In questa voce viene indicato l'ammontare delle obbligazioni (non subordinate) di matrice bancaria sottoscritte dalle compagnie di assicurazioni. Il dato è espresso al valore contabile (minore tra costo e mercato per la classe C e mercato per la classe D). Il totale settori economici contiene il valore nominale delle obbligazioni (non subordinate) outstanding emesse da banche, espresse al valore nominale.

Fonte dati: totale obbligazioni emesse da banche: matrice dei conti Banca d'Italia; obbligazioni bancarie sottoscritte da assicurazioni: elaborazioni ISVAP su dati di bilancio.

Impieghi bancari (esclusi prestiti subordinati) ad assicurazioni

	Imprese di assicurazione italiane		Totale polizze di capitalizzazione emesse		Totale settori economici	
	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003
<i>unità in Italia</i>	3.895.400	5.053.458	22.682.066	n.d.	1.047.155.040	1.069.722.393
<i>unità all'estero</i>	n.d.	n.d.	n.d.	n.d.	39.242.815	31.718.068

b9

Rientrano in questa voce le c.d. "polizze di capitalizzazione", che secondo un approfondimento condotto su un campione di banche pari al 60% del totale, rappresentano circa il 90% delle operazioni di impiego di banche italiane con assicurazioni italiane. In questa voce viene rilevato anche il totale dei crediti per cassa (nelle diverse forme tecniche) erogati dalle banche italiane a favore delle compagnie di assicurazione italiane.

Fonte dati: matrice dei conti Banca d'Italia

Impieghi di assicurazioni in banche

	Imprese di assicurazione italiane		Totale settori economici	
	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003
<i>unità in Italia</i>				
depositi, buoni fruttiferi, cd, c/c passivi	7.582.974	6.965.006	594.384.814	604.478.552
altre forme di provvista	26.300	207.000	6.455.500	7.583.374
<i>unità all'estero</i>				
depositi, buoni fruttiferi, cd, c/c passivi	181.386	300.602	49.963.419	50.335.725
altre forme di provvista	3.310	3.310	832.807	2.026.941

b10

Il dato (che esprime la provvista bancaria di matrice assicurativa) è indicato al valore di bilancio. Nella sottovoce "altre forme di provvista" non sono incluse le obbligazioni.

Fonte dati: matrice dei conti Banca d'Italia

Operazioni di acquisto a pronti di titoli da assicurazioni con cessione a termine

	Imprese di assicurazione italiane		Totale settori economici	
	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003
<i>unità in Italia</i>	0	0	15.380.850	16.774.473

b11

In questa voce vengono rilevati i pronti contro termine attivi (di impiego) per le banche, aventi come controparte compagnie assicurative. I dati sono espressi al valore di contrattazione (complessivo flusso finanziario a pronti dell'operazione).

Fonte dati: matrice dei conti Banca d'Italia

Operazioni di cessione a pronti di titoli ad assicurazioni con riacquisto a termine

	Imprese di assicurazione italiane		Totale settori economici	
	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003
<i>unità in Italia</i>	2.533.238	1.706.613	95.259.001	85.163.266

b12

In questa voce vengono rilevati i pronti contro termine passivi (di provvista) per le banche, aventi come controparte compagnie assicurative. I dati sono espressi al valore di contrattazione (complessivo flusso finanziario a pronti dell'operazione).

Fonte dati: matrice dei conti Banca d'Italia

Garanzie assicurative del ramo cauzioni rilasciate a banche

Banche italiane

	Dic. 2002	Giu. 2003
<i>valore dell'esposizione</i>	209.383	262.754

b13

Il dato si riferisce ad una indagine effettuata sulle polizze cauzioni sottoscritte con contraenti privati aventi ad oggetto obbligazioni di dare (con esclusione di quelle derivanti da obblighi di legge) con esposizione massima per singolo contraente pari o superiore a € 5 mln o per singolo gruppo di appartenenza pari o superiore a € 10 mln. In prevalenza si tratta di garanzie a fronte di finanziamenti bancari.

Fonte dati: indagine campionaria ISVAP

Garanzie rilasciate da banche a favore di assicurazioni

Imprese di assicurazione italiane Totale settori economici

	Dic. 2002	Giu. 2003	Dic. 2002	Giu. 2003
<i>unità in Italia</i>	470.246	1.793.890	119.576.062	116.470.603
<i>unità all'estero</i>	6.280	5.923	11.358.401	9.660.779

b14

In questa voce viene rilevato il totale delle garanzie rilasciate (crediti di firma) da banche a favore di compagnie di assicurazione italiane.

Fonte dati: matrice dei conti Banca d'Italia e Centrale dei rischi

BIBLIOGRAFIA

- AA:VV: (a cura di Vincenzini, M.) (2003), *Manuale di gestione assicurativa*, CEDAM, Padova.
- Anolli, M., Locatelli, R. (1997), *Le operazioni finanziarie*, Il Mulino, Bologna.
- Associazione Internazionale delle Autorità di Vigilanza sulle Assicurazioni - IAIS (2003), *Paper on Credit Risk Transfer between insurance, banking and other financial sectors*, Financial Stability Forum, Basilea, marzo, disponibile sul sito www.iaisweb.org.
- Banca d'Italia, *Istruzioni di vigilanza per le banche*, circolare n. 229 del 21 aprile 1999, disponibile sul sito www.bancaditalia.it.
- Banca d'Italia, *I bilanci delle banche - schemi e regole di compilazione*, circolare n. 166 del luglio 1992, disponibile sul sito www.bancaditalia.it.
- Bianchi, B. (2004), *La direttiva conglomerati finanziari e gli effetti sugli intermediari italiani*, S.A.Di.Ba, 20 marzo.
- Cardilli, D., Minnetti, F., Trequatrini, G.L., Vincenzini, M. (1998), *Profili di innovazione istituzionale nell'intermediazione finanziaria - il rapporto banca/assicurazione*, CEDAM, Padova.
- Comitato sulla Stabilità Finanziaria Globale - CGFS (2003), *Credit risk transfer*, Basilea, gennaio, disponibile sul sito della Banca dei Regolamenti Internazionali www.bis.org.
- FitchRatings (2003), *Global Credit Derivatives: Risk Management or Risk?*, Special Report, settembre, disponibile sul sito www.fitchratings.com.
- Fondo Monetario Internazionale (2002), *Global Financial Stability Report - Market Development and Issues*, Washington, marzo, disponibile sul sito www.imf.org.
- Isvap (1999), *Il margine di solvibilità delle imprese di assicurazione: confronto tra i sistemi europeo ed americano*, quaderno n.6, disponibile sul sito www.isvap.it
- Joint Forum sui Conglomerati Finanziari (2001), *Risk Management Practices and Regulatory Capital - Cross-sectoral comparison*, Basilea, novembre, disponibile sul sito www.bis.org.
- Joint Forum sui Conglomerati Finanziari (2003), *Trends in Risk Integration and Aggregation*, Basilea, agosto, disponibile sul sito www.bis.org.
- Locatelli, R. (1995), *Rischio e intermediazione nelle banche e negli assicuratori*, Il Mulino, Bologna.
- Rule, D. (2001), *Risk transfer between banks, insurance companies and capital markets: an overview*, in "Financial Stability Review", pp. 137-159, Londra, Bank of England, dicembre, disponibile sul sito www.bankofengland.co.uk.
- Tarantola, A.M., Parente, F. Rossi, P. (1996) *La vigilanza sulle banche e sui gruppi bancari*, Il Mulino, Bologna.
-

