



Università
Ca'Foscari
Venezia

Corso di Laurea Magistrale
in Economia e Finanza
ordinamento ex D.M. 270/2004

Tesi di Laurea

***Assurbanking: la risposta delle
imprese di assicurazione alla
bancassicurazione.***

Relatore

Ch. Prof. Antonio Proto

Correlatore

Ch. Prof. Giorgio Stefano Bertinetti

Laureando

Alessandro Fusco
Matricola 848859

Anno Accademico

2017 / 2018

*L'apprendimento e l'innovazione
vanno mano nella mano.*

*L'arroganza del successo è di
pensare che ciò che hai fatto ieri
sarà sufficiente per domani.*

William Pollard

Indice

Introduzione	1
---------------------------	---

Capitolo I: L'integrazione tra banche e imprese di assicurazione

1.1 Le ragioni dell'integrazione, le modalità, gli strumenti	5
1.2 Le forme di collaborazione tra banche e assicurazioni.....	21
1.3 Il mercato europeo	28

Capitolo II: Il modello di business dell'*assurbanking*

2.1 Definizione e cenni storici.....	33
2.2 L'integrazione della banca nell'impresa di assicurazione: vantaggi e limiti del modello di business	37
2.3 Le esperienze europee	44

Capitolo III: La valutazione delle performance nell'*assurbanking*

3.1 Un approfondimento della letteratura.....	55
3.2 La valutazione delle performance nel modello di <i>assurbanking</i>	68

Capitolo IV: Allianz Bank Financial Advisors

4.1	Introduzione.....	77
4.2	Le motivazioni, i vantaggi e i limiti dell’inserimento nel settore bancario da parte del Gruppo Allianz.....	81
4.3	Le performance di Allianz Bank Financial Advisors nel contesto bancario italiano	84
	Conclusioni.....	91
	Bibliografia.....	95
	Sitografia	101

Introduzione

Il settore dell'intermediazione finanziaria è stato attraversato, nel corso degli ultimi decenni in Italia e in Europa, da un'intensa fase di mutamenti che ha portato ad un incremento della competizione tra gli attori e a numerose innovazioni. Uno dei principali fenomeni che caratterizza tale contesto evolutivo è rappresentato dal processo di integrazione fra gli intermediari assicurativi e quelli bancari e che si configura, per ciò che attiene ai profili operativi, organizzativi e strategici, nelle forme definite con i termini "bancassicurazione" e "assurbanking". L'integrazione, che nasce e si sviluppa sul rapporto di *partnership* tra attori dell'intermediazione finanziaria profondamente diversi tra loro, ma fortemente complementari, è riscontrabile in tutti i paesi industrializzati anche se con profonde differenze nell'estensione, nelle modalità di costituzione, nelle forme organizzative e nel grado di successo. Nello specifico, il modello dell'*assurbanking*, tema principale sul quale intende indagare il presente elaborato, viene definito come la distribuzione di prodotti bancari e finanziari da parte delle imprese di assicurazione. Esso si caratterizza per l'ingresso nel mercato dei servizi bancari e finanziari di nuovi protagonisti di matrice assicurativa, che aprono una nuova fase nel processo di convergenza tra i due settori e contribuiscono allo sviluppo di modelli innovativi di organizzazione distributiva e di marketing.

Tale modello si inserisce in un processo più ampio, che ha visto la mitigazione di quei confini che per lungo tempo hanno separato i tradizionali ambiti dell'attività finanziaria: quello bancario, quello mobiliare e quello assicurativo. Molteplici fattori hanno contribuito al radicale cambiamento delle strategie degli attori coinvolti nel processo di convergenza: nel corso degli ultimi decenni, integrazione europea, evoluzione

tecnologica e demografica, mutamento sociale e culturale e condizioni dei mercati finanziari hanno favorito il graduale abbattimento delle barriere esistenti tra intermediari, coadiuvato da un processo di deregolamentazione, che ha parzialmente rimosso le barriere normative alla base di una netta separazione fra intermediari sia sul piano partecipativo che su quello operativo.

Tutto questo ha consentito a banche e imprese di assicurazione di proporre un'offerta integrata di soluzioni, in una logica unitaria rispetto al *target* di mercato.

Nel primo capitolo, dopo aver approfondito il processo di integrazione tra gli attori del settore dell'intermediazione finanziaria attraverso l'analisi dei fattori che hanno caratterizzato il cambiamento, delle modalità con le quali è avvenuto e gli strumenti a disposizione di banche e imprese di assicurazione per realizzare tale processo, sono illustrate le diverse forme di collaborazione in cui è sfociata la convergenza tra gli intermediari. In particolar modo, ne vengono osservati i punti di forza e di debolezza rispettivamente per banche e imprese di assicurazione. Un'analisi del mercato a livello europeo completa la panoramica relativa allo sviluppo dell'integrazione tra gli intermediari considerati.

Il secondo capitolo si focalizza sul modello specifico dell'*assurbanking*, fornendone un'esauritiva definizione e individuando le motivazioni che hanno portato alla sua nascita ed affermazione, nonché i principali e specifici vantaggi e svantaggi che ne derivano per l'impresa di assicurazione. Ne vengono successivamente illustrate l'operatività e le caratteristiche dei modelli distributivi realizzati. Infine, vengono analizzate le più importanti esperienze concrete nel mercato europeo, in una logica di innovazione e competizione.

Una volta delineato il modello di business, nel terzo capitolo viene affrontato il tema relativo alle performance degli operatori che utilizzano detta tipologia di strategia. Dopo aver approfondito la letteratura sul tema delle performance derivanti dalla diversificazione dei business per le imprese del settore finanziario, viene eseguita una valutazione qualitativa e quantitativa delle performance che il modello dell'*assurbanking* realizza a livello europeo, attraverso l'analisi dei singoli settori

bancario e assicurativo dei principali conglomerati che hanno adottato la strategia, confrontati con i principali gruppi a matrice prevalentemente bancaria o assicurativa.

Nel quarto e conclusivo capitolo viene descritto il caso di un modello strategico di *assurbanking*, seppur all'interno del contesto italiano, adottato da uno dei principali gruppi assicurativi globali, il Gruppo Allianz, che negli ultimi anni ha implementato il proprio *core business*, quello assicurativo, collocandosi in prima linea all'interno settore bancario e dell'*asset management*. Allianz Bank Financial Advisors è la banca appartenente al Gruppo Allianz in Italia, di cui viene presentato il modello organizzativo, gestionale e distributivo. Successivamente, vengono definite le motivazioni alla base dell'inserimento del Gruppo Allianz nel settore bancario, nonché i principali vantaggi e svantaggi specifici per l'impresa di assicurazione. Infine, viene compiuta un'analisi delle performance ottenute dalla banca confrontandole con quelle relative al settore bancario italiano.

L'obiettivo principale del lavoro è quello di offrire l'occasione per sviluppare ulteriori riflessioni in merito al tema dell'*assurbanking*. Il lavoro ha, infatti, privilegiato l'osservazione dinamica, piuttosto che la proposizione di una prospettiva statica, nella convinzione che essa possa fornire elementi innovativi di studio e analisi del fenomeno trattato.

Capitolo I

L'integrazione tra banche e imprese di assicurazione

1.1 Le ragioni dell'integrazione, le modalità, gli strumenti

Da circa un ventennio, gli attori appartenenti al settore dell'intermediazione finanziaria sono riusciti sempre più ad integrarsi tra loro, in virtù di una continua crescita ed evoluzione del sistema finanziario mondiale. L'integrazione tra gli intermediari si è realizzata tramite i modelli di bancassicurazione ed *assurbanking*, in quanto “circoscrivono l'aggregazione di servizi di economia finanziaria necessari a soddisfare in modo completo esigenze di tipo finanziario ed assicurativo”¹. La voce “servizi di economia finanziaria” contiene diversi elementi quali risparmio, finanziamento e assicurazione che, per sfruttare tutti i possibili canali di vendita, vengono offerti congiuntamente da vari intermediari finanziari. Lo svolgimento congiunto di attività bancaria e assicurativa è stato da sempre considerato fonte di concentrazione di rischio per risparmiatore e assicurato e pertanto le due attività dovevano essere esercitate separatamente, perciò il fenomeno integrativo si è sviluppato solo di recente.

A partire dagli anni '80, grazie anche alla progressiva eliminazione delle barriere all'entrata, gli attori del settore bancario e assicurativo hanno iniziato a cooperare e collaborare, con una notevole creazione di prodotti innovativi².

¹ Cfr. RAVARA C. (1999).

² GUIDA R. (2004), pp. 17-18.

L'integrazione tra banche e assicurazioni ha conosciuto un notevole sviluppo negli anni '90 anche grazie ad un insieme complesso di fattori, tra cui la rimozione di vincoli normativi tra i diversi comparti dell'intermediazione finanziaria, il progresso tecnologico, che ha consentito una maggiore efficienza per le aziende e il contenimento dei costi di distribuzione di prodotti e servizi, dando la possibilità alle stesse di riprogettarsi in chiave organizzativa³. I singoli paesi si sono orientati verso una visione d'insieme della competizione in ambito finanziario; ciò è dovuto ad uno sviluppo intersettoriale dei mercati nazionali, a nuove regole di vigilanza e all'adeguamento degli attori al mutato contesto ambientale. I fattori che hanno determinato la metamorfosi di settori e mercati, possono essere ricondotti:

- ai cambiamenti del quadro istituzionale, economico e demografico in atto in vari paesi;
- alla maggiore competizione, per l'affermazione di nuovi concorrenti e la saturazione della domanda;
- all'innovazione di servizio e di tecnologia, le quali hanno portato alla nascita di nuovi mercati.

I fattori descritti, hanno portato le banche e le imprese di assicurazione a perseguire un'azione competitiva efficace ed efficiente, ottimizzando i costi e diversificando. A tal proposito l'integrazione intersettoriale si è rivelata la strategia maggiormente utilizzata dagli intermediari finanziari. In questo modo gli attori coinvolti, attraverso l'offerta di una gamma completa di prodotti e servizi, soddisfano le esigenze finanziarie della clientela. Quest'ultima è in grado di accedervi a condizioni più vantaggiose in quanto l'integrazione, attraverso il recupero dei margini (tramite riduzione dei costi e incremento dei volumi favorito dall'attività di *cross selling*), crea valore aggiunto per la clientela di riferimento⁴. L'evoluzione dell'ambito competitivo dell'intermediazione finanziaria "non coincide quindi con una riconfigurazione ex novo delle attività bancarie e assicurative, ma implica un approfondimento e un ampliamento dell'assortimento limitato a settori parziali, nonché lo sfruttamento del potenziale di riduzione dei costi attraverso un riassetto del piano organizzativo"⁵.

³ LOCATELLI R., MORPURGO C., ZANETTE A. (2003), p. 99.

⁴ GUIDA R. (2004), p. 19.

⁵ Cfr. RAVARA C. (1999).

Mentre i sistemi finanziari iniziano un processo di trasformazione attraverso una despecializzazione delle attività e una sempre più accentuata globalizzazione, emerge una tendenza all'integrazione tra banca e assicurazione. I fattori economici, normativi, demografico-sociali e tecnologici hanno eliminato le barriere tra le componenti istituzionali e "strategiche" del sistema finanziario. Anche il settore assicurativo è stato interessato da questo processo, pur avendo delle specificità tecnico-operative non presenti in altri settori.

L'integrazione riguarda le tipologie di servizi rivolti a famiglie ed imprese, con maggiori possibilità di sviluppo per il primo segmento.

Questo perché negli ultimi anni il risparmio familiare ha subito delle modifiche nella sua composizione e nelle modalità di accumulazione. Nello specifico, il valore della ricchezza accumulata continua a crescere a fronte di una diminuzione della propensione al risparmio. Accanto a questo fenomeno si assiste ad una riduzione del mercato potenziale dovuto a diversi fattori demografici: minor numero di nascite, allungamento della vita media, crescita del segmento anziani.

Questi mutamenti sviluppano delle diverse tendenze di composizione del risparmio: maggiori quote vengono destinate agli investimenti, i quali presentano un orizzonte temporale più lungo e sono inseriti in una logica di diversificazione di portafoglio. Al fine di garantirsi un reddito permanente la clientela preferisce, alla previdenza pubblica, l'investimento individuale. La prospettiva è quella di un "servizio finanziario integrato", che comprende tutte le dimensioni del "patrimonio" di un individuo: fisico, materiale, finanziario.

Le imprese di assicurazione soddisfano la domanda di servizi da parte delle famiglie grazie alle caratteristiche peculiari delle polizze vita (lunga durata e motivazione precauzionale). Nella fase di trasformazione che ha caratterizzato il periodo in questione si assiste ad un rafforzamento delle componenti finanziarie, i contratti si modificano in base alle nuove motivazioni della domanda, con l'introduzione di elementi di flessibilità dei prodotti (durata più breve, capitale e annualità variabili, ecc.).

Le banche sono invece l'operatore principale per la "gestione del risparmio" delle famiglie. Nel quadro evolutivo che si è delineato le banche, per compensare la perdita della quota di mercato delle loro passività finanziarie, offrono servizi diversi, orientati ad unire la logica di portafoglio con un maggior interesse nel mantenere un rapporto fiduciario con il cliente a lungo termine.

Il risultato che ne deriva è il seguente:

- dal lato della domanda, aumenta la quota del risparmio gestito (in termini di composizione e orizzonte temporale);
- dal lato dell'offerta, diverse categorie di intermediari, fra cui banche e assicurazioni, si riposizionano verso tale area dei fabbisogni della clientela.

In tale contesto nascono nuove soluzioni organizzative basate sull'integrazione tra gli operatori dei due settori⁶.

Le motivazioni del processo di cooperazione e di integrazione sono riconducibili a:

- 1) l'esigenza di diversificare il portafoglio da parte delle famiglie e l'aumento del risparmio previdenziale, così come l'esigenza di ampliamento dei mercati;
- 2) le crescenti innovazioni finanziarie, lo sviluppo di nuove tipologie contrattuali nel mercato finanziario che condividono profili tecnico-operativi sia finanziari che assicurativi;
- 3) la ricerca di economie di scala e di scopo sia da parte delle banche che delle assicurazioni.

In merito alla prima delle tre ragioni menzionate sono necessarie ulteriori considerazioni.

I vantaggi strategici ottenuti dalla banca attraverso il collegamento con l'impresa di assicurazione sono dovuti ad una importante complementarità dei prodotti vita. Attraverso la fornitura globale di servizi (definita con il termine anglosassone *one-stop-shopping*, nel senso specifico del termine "la tendenza della clientela a ricercare presso un unico spazio commerciale una risposta globale ai propri bisogni finanziari e assicurativi"⁷) la banca intende rafforzare i legami con la propria clientela.

Gli oneri di acquisizione, produzione ed organizzazione, invece, incidono negativamente sullo sviluppo delle imprese di assicurazione, limitandone lo sviluppo.

I due motivi che hanno portato le banche ad entrare attivamente nel processo di diversificazione delle attività finanziarie delle famiglie sono stati:

- la dinamica attesa dei prodotti nel ramo vita e una crescente domanda di previdenza integrativa;

⁶ FORESTIERI G., MORO O. (1993), pp. 6-8.

⁷ Così LOCATELLI R., MORPURGO C., ZANETTE A. (2003), p. 101.

- il pericolo di perdere il ruolo di intermediario principale nell'area della gestione del risparmio delle famiglie.

Le banche non si sono interessate ad analizzare i costi-benefici di un entrata nel settore assicurativo, più attente invece a perseguire obiettivi di crescita nella raccolta del risparmio, in una logica di ampliamento dei mercati. Questo è dovuto sostanzialmente al fatto che sono state sottovalutate le differenze di professionalità tra i due settori e non si è avvertita la necessità di realizzare specializzazioni operative nell'attività di servizi finanziari al dettaglio, piuttosto che il prezzo da pagare per eventuali acquisizioni di imprese di assicurazione⁸.

La seconda motivazione fa riferimento a quei prodotti assicurativi di recente diffusione, caratterizzati da un forte contenuto finanziario, distribuiti dalle imprese di assicurazione prevalentemente attraverso il canale bancario. Tali prodotti sono riconducibili, in primo luogo, alle polizze *linked*⁹, ovvero dei contratti di assicurazione vita nei quali la prestazione dipende da un "valore di riferimento non determinato nel *quantuum* al momento della conclusione del contratto; tale valore è suscettibile di variazione tra il momento della stipula del contratto e quello del pagamento dell'indennizzo"¹⁰.

A seconda del valore di riferimento cui risultano collegate, le polizze *linked* si dividono in diversi sottotipi. Quelle più largamente diffuse sono:

- le polizze collegate a fondi di investimento (*unit linked*), nelle quali le prestazioni dell'assicuratore (somme assicurate, valore di riscatto) sono determinate in base al valore delle quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio (OICR) o al valore degli attivi di un fondo interno all'impresa di assicurazione.

⁸ FILIPPI E. (1992), pp. 61-62.

⁹ Le suddette polizze trovano il loro referente normativo nel D. Lgs. 7 settembre 2005, n. 209 (Codice delle Assicurazioni Private), all'art. 2. Per una trattazione più approfondita delle polizze *linked* si veda MOLA D. (2006).

¹⁰ Le polizze *linked* vanno tenute distinte dalle tradizionali polizze a prestazione rivalutabile. Questi contratti, a prescindere dalle diverse forme tecniche che possono assumere, sono caratterizzati dal fatto che l'accrescimento delle prestazioni, in un'ottica esclusivamente finanziaria, è determinato periodicamente sulla base di tassi di rendimento, dipendenti dai risultati di gestione di appositi fondi separati dal portafoglio dell'impresa. Si tratta di accrescimenti variabili di periodo in periodo e operati sulla base di risultati già conseguiti e definitivamente assegnati secondo il meccanismo di "consolidamento" della prestazione. A tale modalità di accrescimento è di regola accompagnata anche la garanzia di un tasso minimo di rendimento. Si veda GAGLIARDI L. (1999), pp. 462-491.

- Le polizze collegate a indici o altri valori di riferimento (*index linked*), nelle quali le prestazioni sono collegate appunto ad un indice azionario o altro indice di riferimento (ad esempio un indice borsistico).

Un'ulteriore gamma di prodotti/servizi che condividono profili tecnico-operativi sia finanziari che assicurativi è quella legata alla previdenza complementare¹¹. L'offerta di servizi "è complessa, ma articolabile nei seguenti servizi elementari:

- consulenza per la scelta delle alternative previdenziali, in particolare per le possibili aggregazioni sfociabili in fondi chiusi contrattuali o associativi o in adesione a fondi aperti, nonché nella scelta e monitoraggio dei vari offerenti di servizi;
- gestione finanziaria delle risorse per i fondi a contribuzione definita, con o senza garanzia di restituzione del capitale;
- gestione di fondi a prestazioni predeterminate;
- servizio di banca depositaria;
- offerta di fondi aperti con adesione individuale e collettiva;
- gestione amministrativa e contabile del fondo pensione;
- trasformazione di capitali in rendite vitalizie di vario tipo;
- offerta di coperture assicurative eventuali in caso di morte o infortunio"¹².

La legge riserva alle imprese di assicurazione l'erogazione esclusiva di alcuni dei suddetti servizi (ad esempio i fondi a prestazioni predeterminate e le coperture in caso di morte e di infortunio). Altri sono tipicamente assicurativi, come la conversione di capitali in rendita vitalizia, basilari per la collaborazione tra impresa di assicurazione e banca. Infine, taluni servizi possono essere prestati anche da altri intermediari finanziari (ad esempio il servizio di gestione dei contributi è attribuito dalla legge anche alle società di gestione dei fondi comuni, alle SIM, alle banche). In questo specifico caso l'integrazione tra banca e impresa di assicurazioni può definirsi nell'ambito del gruppo (bancario-assicurativo)¹³.

¹¹ Per una trattazione approfondita dell'argomento si vedano RICCI O. (2011) e STARITA M. G. (2011).

¹² CIOCCARELLI G. (1999), pp. 67-68.

¹³ CIOCCARELLI G. (1999), p. 68.

Le caratteristiche di queste tipologie di prodotti hanno reso possibile il soddisfacimento dei bisogni del clienti della banca, hanno permesso ai prodotti di essere comprensibili per il personale preposto alla vendita, con un contenimento dei costi di utilizzo della rete, in modo tale da essere competitivi in termini di prezzo rispetto ad altre alternative.

Dal punto di vista delle imprese di assicurazione invece, il servizio che principalmente ha portato verso l'integrazione nel settore bancario è stato quello dell'attività di *digital banking*, la cui diffusione è stata resa possibile grazie ai progressi intervenuti nel campo dell'informatica e delle telecomunicazioni.

Le imprese di assicurazione, per una ragione sostanzialmente "difensiva", visto il crescente affermarsi del fenomeno della bancassicurazione e nell'ottica di una riclassificazione del business assicurativo, hanno deciso di allargare la propria gamma di prodotti anche ai servizi bancari e finanziari, tra cui appunto il *digital banking* (creando proprie banche con caratteristiche tipicamente moderne). Esempi concreti nel mercato italiano possono essere Banca Generali e Unipol Banca, mentre per il mercato europeo Allianz Bank e Axa Banque.

L'attività di *digital banking* consiste, in via generale, nell'erogazione di servizi bancari via internet, direttamente al domicilio del cliente, attraverso un pc o un dispositivo mobile¹⁴.

Attraverso supporti elettronici l'utente ha la possibilità di collegarsi con il sistema informativo della banca, ovvero accedere a due tipologie di servizi: di tipo informativo (informazioni su conti correnti, portafoglio investimenti, mutui) o di tipo dispositivo (ordini di bonifici, pagamenti di varia natura come ad esempio utenze domestiche, prenotazione di valuta estera).

È possibile quindi erogare un'ampia varietà di servizi, dai più semplici, destinati alla clientela di massa, ai più complessi, con un elevato grado di personalizzazione, aventi come destinatario la clientela *corporate*¹⁵.

La terza ragione, come accennato, si rifà a quelle che sono le possibili economie di scala e di scopo (o di produzione congiunta) ricercabili da banche e imprese di assicurazione.

¹⁴ È possibile fare riferimento al termine *home banking* per i privati, mentre è più opportuno parlare di *corporate banking* facendo riferimento alla clientela imprenditoriale.

¹⁵ CAPPIELLO A. (1993), pp. 149-151.

Il concetto di economie di scala assume un'importanza rilevante: in primo luogo consente una valutazione della convenienza tra le scelte strategiche di crescita dimensionale o diversificazione in un determinato settore; in secondo luogo rappresenta una condizione necessaria per la disponibilità di risorse eccedenti¹⁶. Per ciò che riguarda le imprese che offrono una sola tipologia di prodotti, si può parlare di economie di scala quando ad un aumento della quantità prodotta corrisponde un aumento meno che proporzionale dei costi totali, ovvero quando i costi medi sono decrescenti¹⁷. Per ciò che attiene, invece, ad imprese che offrono diversi prodotti, quali sono banche e imprese di assicurazione, si fa ricorso al concetto di *Ray average cost (Rac)*. Supponendo che le quantità prodotte crescano tutte proporzionalmente ed il mix produttivo sia costante, si parla di economie di scala quando, all'aumentare delle quantità prodotte, diminuisce il costo unitario di lungo periodo¹⁸.

Di solito, è proprio la prospettiva di ottenimento di economie di scala che fa sì che le imprese aumentino i volumi di produzione di uno stesso prodotto finale. La crescita dimensionale di singole linee di prodotto permette di ridurre l'incidenza complessiva dei costi fissi¹⁹ da un lato, mentre dall'altro si rende condizione necessaria per accedere a determinati segmenti di mercato la cui barriera all'entrata è costituita principalmente da volumi minimi d'ingresso²⁰.

Quando invece si ha un vantaggio differenziale derivante dalla produzione congiunta di diversi beni all'interno della stessa impresa rispetto alla loro produzione separata, si ottengono quelle che sono definite economie di scopo²¹.

Lo sviluppo dell'IT (*information technology*) è riuscito a creare le condizioni per un miglioramento dell'efficienza aziendale contenendo i costi di distribuzione dei servizi (questo vale sia per le banche che per le imprese di assicurazione). Le imprese hanno riprogettato i loro modelli organizzativi scomponendo il processo di creazione del

¹⁶ Si veda SCHWIZER P. (1996), p. 32.

¹⁷ Quando il rapporto costi medi/costi marginali è inferiore a 1 si ottengono economie di scala. Sull'argomento si vedano ZANOTTI G. (1998) e GODDART J.A., MOLYNEUX P., WILSON J.O.S. (2001).

¹⁸ Il concetto di *Ray average cost* è spiegato da BAUMOL W., PANZER J., WILLIG R. D. (1982).

¹⁹ Cfr. MASERA R. (1991).

²⁰ Nel caso specifico si fa riferimento a quelle che la letteratura chiama "economie di superscala". Si vedano SHAFFER S., DAVID E. (1986).

²¹ GUIDA R. (2004), p. 65.

valore in *business unit* separate, scorporando le diverse attività e riposizionandosi su quelle maggiormente strategiche per il proprio sviluppo. Il nuovo assetto organizzativo pensato dai grandi gruppi finanziari si realizza concentrando “funzioni” tra loro omogenee, quali ad esempio i sistemi informativi, la gestione degli investimenti e l’amministrazione²².

L’analisi separata degli aspetti produttivi, gestionali e di vendita in contemporanea con la distinzione tra le aree di operatività delle imprese di assicurazione, quali vita, capitalizzazione e previdenza e danni, tra le quali tipicamente le assicurazioni del patrimonio e di responsabilità (*property and liability insurance*), risultano necessari per comprendere gli ambiti potenziali in cui si manifestano le economie di scopo (produzione congiunta) tra una banca e un’impresa di assicurazione. Le forme più forti di integrazione (quali ad esempio i gruppi) presentano vantaggi differenti a seconda della considerazione di nuovi profili distributivi o l’offerta di prodotti bancari, assicurativi, previdenziali e di gestione del risparmio attraverso le reti già esistenti. La possibilità di sfruttare competenze e supporti tecnologici tali da ottimizzare le strutture distributive e creare una nuova segmentazione canale-prodotto-cliente è garantita dall’integrazione delle reti originarie delle società appartenenti ai gruppi bancario-assicurativi.

Sino ad oggi, si è evidenziata una maggiore convergenza tra rami vita e capitalizzazione e prodotti di risparmio gestito. Non a caso questi non si differenziano sostanzialmente dai prodotti di investimento e accumulazione del risparmio offerti dalle banche per quanto riguarda le esigenze di risparmio della clientela privata (è possibile infatti individuare aspetti di complementarità e, in alcuni casi, di concorrenzialità tra queste due famiglie di prodotti). La gestione del risparmio dei privati, quindi, è già ampiamente caratterizzata dall’utilizzo di un’unica rete di vendita di prodotti bancari e assicurativi progettati a tale scopo.

La gamma di prodotti suindicata appare estendibile anche a prodotti danni riferiti alla persona (infortuni, malattie, polizze assistenziali) collocabili nell’ottica di una politica di offerta più ampia, che tenga conto delle esigenze della clientela risparmiatrice a livello globale. Le decisioni dei risparmiatori in merito al risparmio gestito appaiono strettamente correlate a quelle relative al trattamento della protezione dal rischio di infortuni, malattie e sopravvivenza, tali da configurare politiche di vendita volte a

²² LOCATELLI R., MORPURGO C., ZANETTE A. (2003), p. 101.

soddisfare le esigenze dei risparmiatori su ampio raggio e a forte contenuto consulenziale.

I prodotti assicurativi, rispetto a quelli di investimento, sono di tipo *push*, ovvero devono essere finalizzati a rendere consapevoli i clienti dei propri bisogni di risparmio, attraverso massicce azioni di marketing. Per ottenere risultati soddisfacenti è necessario investire sulla formazione del personale preposto alla vendita di prodotti finanziari e assicurativi non vita. Tale operazione può risultare complicata poiché tradizionalmente per le imprese di assicurazione il prodotto assicurativo viene distribuito da reti non di proprietà dell'impresa stessa, verificandosi così una separazione tra soggetto produttore e soggetto distributore.

Anche con riferimento ai rami danni è possibile elaborare strategie di segmentazione della clientela e politiche di distribuzione congiunta, sviluppando una rete di tipo consulenziale. All'interno di una banca, il personale opportunamente formato può fornire consulenze sia sulle problematiche di finanza aziendale, sulle forme tecniche di finanziamento e sulla scelta di coperture assicurative che meglio si adattano ai bisogni delle imprese in un'ottica di *risk management*. Una politica di offerta di servizi finanziari *allfinance*²³ prevede delle polizze facilmente comprensibili e negoziabili da una rete efficacemente organizzata.

Per i prodotti assicurativi di puro rischio si rende necessario l'affidamento a strutture esterne *ad hoc*, in possesso di specifiche conoscenze tecniche, per gestire tutte le attività di assistenza post vendita e l'attività di liquidazione dei sinistri.

Anche nell'area di svolgimento dei servizi di pagamento è auspicabile l'integrazione tra banche e imprese di assicurazione. Utilizzare i suddetti servizi garantisce la semplificazione delle procedure ed il contenimento dei costi, a maggior ragione in attività come quelle di incasso premi e liquidazione sinistri.

A livello operativo-gestionale, si presentano le più interessanti opportunità integrative, nella pratica ancora poco sviluppate. Tra le aree di gestione più importanti sulle quali realizzare questo processo è possibile ricomprendere: gestione degli attivi; gestione della liquidità e della tesoreria; gestione dei rischi.

²³ Un servizio di tipo *allfinance* è costituito "assemblando" servizi da una pluralità di imprese finanziarie, in modo tale da creare un'offerta integrata, destinata a soddisfare i bisogni espressi da determinati segmenti di clientela.

La ricerca di sinergie potenzialmente realizzabili deve peraltro tenere conto della distinzione tra due diversi concetti di separazione aziendale: il primo fa riferimento alla separazione legale delle diverse attività, che si realizza quando le varie attività vengono affidate a entità giuridiche separate, ognuna con un proprio modello di gestione, consiglio di amministrazione, capitale; il secondo è un concetto di separazione organizzativa, secondo cui la distinzione tra le diverse attività è dettata da scelte interne e ciascuna specifica attività è affidata ad apposite divisioni, unità organizzative di un unico soggetto giuridico²⁴. La legislazione, nella maggior parte dei paesi, pone dei vincoli che ostacolano il processo di integrazione tra i due intermediari.

L'attività di *asset management* rientra tra quelle che possono essere svolte in un'unica entità organizzativa all'interno della struttura di un gruppo. Le imprese di assicurazione spesso esternalizzano la gestione degli attivi a fronte delle riserve tecniche, spesso ricorrendo a gestioni separate affidate a gestori esterni per l'offerta di prodotti vita rivalutabili.

Per realizzare economie di esperienza e di scala nella gestione dei servizi di investimento, si tende ad operare una separazione tra il soggetto che stipula rapporti contrattuali con i risparmiatori (aderenti ai fondi pensione, sottoscrittori di quote di fondi comuni, assicurati, ecc.) e il soggetto che si occupa della gestione degli attivi, operante sulla base di un rapporto convenzionale. Il suddetto schema organizzativo è principalmente diffuso nei sistemi finanziari evoluti ed è linea con i vincoli di legge a cui devono sottostare i singoli intermediari²⁵.

Un ulteriore aspetto dell'integrazione riguarda l'area della tesoreria e della gestione della liquidità. L'attività bancaria è caratterizzata, di norma, da flussi di liquidità, sia in entrata che in uscita, condizionati dall'andamento del mercato e da un elevato grado di trasformazione delle scadenze. L'attività assicurativa, invece, si caratterizza per l'"inversione del ciclo monetario", ovvero da elevati flussi di liquidità in entrata (che dipendono anche dallo sviluppo del *business*) e successivi flussi di liquidità in uscita (con un orizzonte temporale più lungo per le imprese operanti nei rami vita rispetto a quelle dei rami danni). La differenza tra i flussi di liquidità dell'attività bancaria e i

²⁴ HERRING R.J., SANTOMERO A.M. (1990), pp. 471-497.

²⁵ Ad esempio i limiti quantitativi e qualitativi per l'investimento degli attivi a fronte delle riserve tecniche e matematiche per le imprese di assicurazione.

flussi dell'attività assicurativa risiede nel fatto che i secondi sono maggiormente imprevedibili: la convergenza tra i due intermediari può portare ad una stabilizzazione ed ottimizzazione dei flussi di tesoreria e della gestione delle riserve di liquidità.

Infine, un'ultima area nella quale si intravedono degli spazi per l'integrazione tra intermediari bancari e assicurativi è quella della gestione dei rischi. Una prima distinzione viene compiuta tra quelli che sono i rischi legati all'intermediazione e quelli legati a profili operativi e finanziari. È necessario perciò precisare che i rischi tipici per banche e imprese di assicurazione, quali rispettivamente il rischio di credito e i rischi tecnici o attuariali, presentano modalità di manifestazione e tecniche di gestione che dipendono prettamente dalla tipologia di intermediario considerato.

Nonostante le specificità dei rischi tipici vi sono degli aspetti simili, evidenziati dallo sviluppo di tecniche di misurazione del rischio, di *unbundling* e di modelli di gestione aggregata degli stessi (che rendono possibile il controllo della quantità complessiva di rischi assunti e la valutazione del capitale necessario al mantenimento di idonee condizioni di solvibilità), che in astratto configurano un possibile ambito di integrazione tra banche e imprese di assicurazione.

Ma quest'ultimo è limitato ai rischi non "tipici" e alle loro tecniche di gestione a causa della presenza di vincoli normativi relativi alla specializzazione dei due settori. Quindi, per i rischi di mercato e di credito è realizzabile una gestione unitaria o dei sistemi di misurazione comuni. Lo stesso vale per i rischi operativi, i quali dipendono dall'organizzazione delle società componenti il gruppo piuttosto che dalle specificità del singolo intermediario. È possibile quindi elaborare sistemi di misurazione a livello accentrato, sfruttando tra l'altro l'abilità delle imprese di assicurazione nella misurazione e nel trattamento dei rischi puri.

Altre attività e servizi che possono costituire ambiti di integrazione sono, ad esempio, la gestione dei sistemi informativi e delle strutture contabili, la gestione del personale, l'ufficio legale (raggruppabili nell'area definita *corporate center*)²⁶.

Nel contesto competitivo che si viene quindi a delineare, un'analisi più approfondita è doverosa quando si parla delle forze competitive in gioco, soprattutto per quanto riguarda il settore assicurativo. A tal proposito, il modello delle cinque forze competitive (anche detto analisi della concorrenza allargata o analisi delle cinque forze

²⁶ LOCATELLI R., MORPURGO C., ZANETTE A. (2003), pp. 123-128.

di Porter²⁷) è uno strumento utilizzabile dalle imprese per valutare la propria posizione competitiva.

Il modello si propone di individuare le forze (e di studiarne intensità ed importanza) che operano nell'ambiente economico e che, con la loro azione, possono intaccare la redditività a lungo termine delle imprese. Tali forze agiscono infatti con continuità, e, se non opportunamente monitorate e fronteggiate, portano alla perdita di competitività.

Gli attori di tali forze sono:

- i fornitori;
- i clienti;
- i produttori di beni sostitutivi;
- i potenziali nuovi entranti;
- le altre imprese del settore.

Dal punto della prima forza competitiva, lo sviluppo dei mercati finanziari ha stimolato l'aumento delle capacità di gestione finanziaria in concomitanza con le attività di gestione del patrimonio immobiliare. Tale sviluppo, anziché portare ad un'integrazione a valle degli operatori finanziari, ostacolata peraltro da fattori istituzionali e operativi, ha contribuito, con l'immissione di prodotti sostitutivi della polizza (soprattutto per il ramo vita), a creare una seria minaccia per il settore assicurativo.

I clienti hanno maturato una maggiore competenza e conoscenza in merito al prodotto assicurativo, modificando il loro atteggiamento verso di esso. Il rapporto con il cliente è divenuto più trasparente grazie ad un'elevata standardizzazione delle polizze, che in precedenza erano difficilmente comprensibili per la clientela. Le imprese di assicurazione hanno cercato, quindi, di comunicare in maniera più chiara e comprensibile con il cliente, preoccupate per la presenza sempre più accentuata nel settore di operatori non tradizionali, maggiormente avvezzi ad un rapporto più aperto con la clientela. Il cliente, in tal modo, è riuscito a comprendere in misura maggiore l'offerta assicurativa, collocandola in un portafoglio più ampio e competitivo rispetto al tradizionale bisogno assicurativo (protezione dai rischi).

È in corso un processo di innovazione fortemente dinamico in cui il cliente avverte nuove esigenze di investimento e protezione, favorendo l'inserimento dei produttori di beni sostitutivi. In questo mutato quadro le imprese di assicurazione necessitano di

²⁷ PORTER M. E. (1998).

un'offerta più ampia, interagendo in maniera diversa con il cliente rispetto ai metodi tradizionali.

I potenziali nuovi entranti sono stati prevalentemente i modelli di bancassicurazione e le compagnie estere. La bancassicurazione si è presentata da un lato come una concorrente, dall'altro come uno strumento utile ad una riqualificazione dell'offerta alla clientela. Le imprese di assicurazione tradizionali, quindi, hanno dovuto necessariamente adeguarsi al cambiamento (l'*assurbanking* ne è un esempio lampante), in seguito al successo delle iniziative bancarie²⁸.

Un concorrente forte, che ha conosciuto un enorme successo nel mercato assicurativo relativamente in tempi recenti sono state le Poste, attraverso la società Poste Vita, fondata nel 1999. Attraverso l'offerta di prodotti a capitale garantito accessibili e facilmente comprensibili per la clientela, Poste Vita ha ottenuto un rapido successo, grazie anche a personale altamente qualificato. Tale successo è dovuto principalmente alle "seguenti ragioni:

- all'immagine rassicurante, credibile e affidabile;
- all'offerta integrata di prodotti assicurativi e finanziari accessibili e semplici;
- alla capillarità della rete distributiva;
- al personale qualificato"²⁹.

Poste Italiane è presente anche nel comparto danni con la società Poste Assicura (con prodotti per la protezione della persona e dei beni), la quale assieme a Poste Vita appartiene al Gruppo Assicurativo Poste Vita (controllato interamente da Poste italiane). Le imprese di assicurazione hanno sviluppato nuovi canali distributivi, creando sinergie con reti bancarie e promotori finanziari. D'altra parte, l'integrazione tra banca e assicurazione, nelle sue diverse modalità, sembra garantire vantaggi strategici sia in ambito assicurativo sia in quello più ampio della gestione finanziaria (investimento ed intermediazione) dei clienti. Il servizio integrato, attraverso un unico interlocutore, permette al cliente di soddisfare le sue esigenze, con una risposta differenziata. Vantaggi in termini di costo sono inoltre realizzati attraverso economie di scala nei settori della rete distributiva e del marketing³⁰.

²⁸ CIOCCARELLI G. (1999), pp. 18-19.

²⁹ MOLA D. (2006), p. 67.

³⁰ CIOCCARELLI G. (1999), pp. 19-20.

Gli effetti prodotti dall'integrazione fra impresa di assicurazione e banca sono da una parte la razionalizzazione di strutture e risorse "comuni" (sistemi informativi, strumenti di pagamento), dall'altra la creazione di valore derivante dal mix mercato-prodotto-tecnologia.

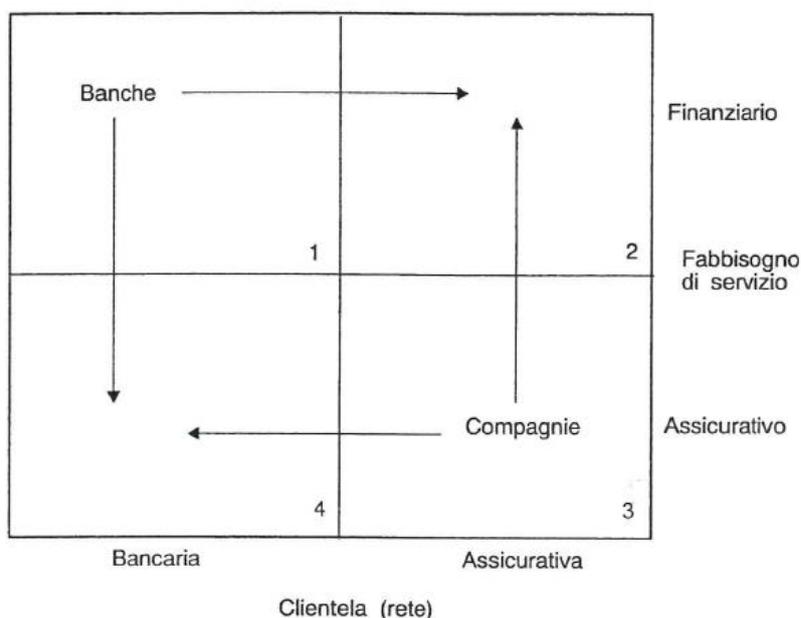
In base a tali combinazioni è possibile ottenere differenti risultati strategici, riconducibili alla seguente classificazione, da cui derivano diversi riposizionamenti concorrenziali tra gli operatori (Figura 1.1).

- Ampliamento del portafoglio prodotti delle banche (e imprese di assicurazione) mediante nuovi prodotti assicurativi, o in grado di soddisfare il bisogno "assicurativo", caratterizzati da un forte contenuto finanziario. Grazie all'estensione del portafoglio prodotti, l'intermediario consolida la propria posizione sul mercato, soprattutto quando la domanda diviene maggiormente selettiva in merito alle scelte d'acquisto (logica difensiva). Meno rilevante è la strategia di operare in nuovi mercati. La creazione di valore può essere realizzata altresì attraverso una riduzione dei costi fissi della rete distributiva.

L'ampliamento del portafoglio prodotti può avvenire attraverso il controllo, da parte delle banche (imprese di assicurazione), dell'intero ciclo produttivo/distributivo, oppure attraverso una ripartizione del controllo del ciclo e quindi su combinazioni e innovazione di prodotto, vendita di prodotti altrui mantenendo il controllo diretto della propria clientela (per una banca, ad esempio, la vendita di prodotti creati dall'impresa di assicurazione).

- Allargamento della base clientela acquisendo le banche dati (patrimonio informativo di mercato) dell'impresa del settore complementare; per le imprese di assicurazione potrebbe essere interessante la possibilità di sfruttare la titolarità della banca del rapporto fiduciario dominante.

Figura 1.1: Banche/assicurazioni: riposizionamenti concorrenziali.



Fonte: FORESTIERI G., MORO O. (1993), p. 10.

Nei quadranti 1 e 3 sono individuabili i posizionamenti tradizionali. Per le combinazioni di mercato rappresentate nei quadranti 2 e 4 si prospettano due differenti alternative:

- la prima consiste nell'entrata nel settore assicurativo (bancario) attraverso l'allargamento della propria clientela con l'acquisizione del controllo di quella assicurativa da parte delle banche (da 1 verso 2), o bancaria da parte delle imprese di assicurazione (da 3 verso 4);
- la seconda alternativa è basata sull'ampliamento della capacità di offerta delle banche (imprese di assicurazione), mantenendo "separate" le rispettive basi clientelari (riposizionamenti verticali da 3 verso 2 e da 1 verso 4).

Vi sono comunque limiti di fattibilità ed efficacia nella realizzazione delle suddette strategie. Un limite che fa riferimento ai riposizionamenti orizzontali è dato dalla difficoltà che può presentarsi al momento della cessione al partner delle informazioni sulla propria clientela. Nei riposizionamenti verticali, invece, vi è la difficoltà della produzione dei servizi propri del settore complementare (carenza di esperienza e di *know how*); inoltre i prodotti sostitutivi presentano limiti di efficacia.

Un'ulteriore problematica relativa all'integrazione è la presenza di aree non chiaramente classificabili nella logica di riposizionamento (aree di confine). La strategia di

ampliamento del portafoglio prodotti della banca (con conseguente separazione della base clienti), ad esempio, può presentare delle complicazioni: quando una rete bancaria vende polizze assicurative prodotte dall'impresa di assicurazione, appare inevitabile che quest'ultima utilizzi per le proprie politiche di sviluppo i dati sulla clientela bancaria. Anche nel caso dei “fabbisogni di servizio”, le aree di confine rappresentano delle motivazioni non nettamente separabili: esse possono costituire un terreno fertile per lo sviluppo di prodotti sostitutivi³¹.

Come ricordato, l'integrazione tra banca e impresa di assicurazione sfocia sostanzialmente in due modelli di business differenti. Il primo è la bancassicurazione, per definizione “il fenomeno della distribuzione di polizze assicurative tramite sportelli bancari”³², mentre il secondo è quello meno diffuso dell'*assurbanking*. Tale modello è stato adottato solo di recente dai grandi operatori assicurativi³³ e configura un approccio all'integrazione tra i settori bancario e assicurativo “inverso” rispetto a quanto sino ad oggi rilevato: “è l'intermediario assicurativo che attua una diversificazione di prodotto, creando, con la costituzione di una banca senza rete distributiva fisica, lo strumento per poter vendere, attraverso una rete di promotori spesso già esistente, servizi bancari alla propria clientela”³⁴. La trattazione approfondita dell'argomento è rimandata al secondo capitolo dell'elaborato. Nel paragrafo che segue verranno invece analizzate le forme collaborative con le quali è possibile realizzare in concreto l'integrazione tra banca e assicurazione.

1.2 Le forme di collaborazione tra banche e imprese di assicurazione

Le diverse forme di collaborazione fra banche e imprese di assicurazione sono inquadrabili all'interno del tema più generale relativo ai rapporti tra strategia, risorse e struttura.

³¹ Fonte: FORESTIERI G., MORO O. (1993), pp. 8-12.

³² Così MOLA D. (2006), p. 13.

³³ Molti dei maggiori *competitors* assicurativi, infatti, hanno iniziato a vedere nel mercato dei prodotti bancari un'opportunità di business da penetrare autonomamente, ed hanno quindi costituito proprie banche, anche se nella maggior parte dei casi virtuali (Allianz Bank, Banca Generali, Banca Sai, Banca Reale, Unipol Banca, ecc.).

³⁴ Così GUIDA R. (2004), p. 201.

Nel momento in cui la banca valuta la convenienza a collaborare, sotto un profilo strategico, con l'impresa di assicurazione e verifica la disponibilità e l'interesse di quest'ultima a procedere, deve affrontare i problemi delle risorse e della struttura organizzativa (questo vale anche, all'opposto, per l'impresa di assicurazione). Una volta formulata la strategia di collaborazione, la banca/impresa di assicurazione deve verificare che le risorse a disposizione siano adeguate, quantitativamente e qualitativamente, alla sostenibilità della strategia stessa a lungo termine. In tale rapporto di integrazione è rilevante il ruolo delle risorse umane, tecnologiche, finanziarie (se, ad esempio, una banca intende acquisire il controllo di un'impresa di assicurazione o viceversa) ed informative. Nel caso specifico delle banche, nonostante queste ultime possiedano una capillare rete di sportelli ed una clientela numerosa, la distribuzione di prodotti assicurativi in aggiunta a quelli bancari richiede particolari competenze e capacità del personale addetto alla vendita che solo l'impresa di assicurazione è in grado di fornire (competenze relative al *know-how* di prodotto). Il *know-how* di cui dispone l'impresa di assicurazione si rende necessario in tutte le fasi della realizzazione e gestione dei prodotti assicurativi (di prevendita, vendita, e post-vendita).

In base all'intensità del rapporto di collaborazione e integrazione si rende necessaria l'acquisizione di una serie di capacità a livello di risorse umane e tecnologiche.

Dopo aver delineato il problema delle risorse viene affrontato quello relativo alla forma organizzativa da adottare per realizzare l'integrazione. Ai fini della scelta del tipo di soluzione organizzativa va considerato il seguente insieme di variabili:

- la definizione degli obiettivi che i due partner intendono raggiungere: ampliamento della gamma di prodotti da commercializzare, ampliamento del mercato sul quale si intende operare, cooperazione nella progettazione dei prodotti, acquisizione di *know-how*, accesso al portafoglio clienti del partner;
- il tipo di strategia che i due partner intendono perseguire, i modi e i tempi di realizzazione (aumento delle vendite, diversificazione del portafoglio prodotti, ampliamento dei segmenti di mercato, sviluppo del posizionamento competitivo sul mercato);
- le tipologie di prodotti assicurativi che la banca intende commercializzare tramite la rete di sportelli bancari: prodotti vita di tipo semplice, prodotti vita di tipo complesso, prodotti dei rami danni, prodotti monorischi, prodotti multirischio, ecc.;

- i segmenti di mercato sui quali i due partner vogliono operare;
- la tipologia e il livello di integrazione che i due partner intendono realizzare;
- il livello di controllo che ciascuno dei due partner vuole esercitare sull'altro (sulle vendite, sulla progettazione dei prodotti, sulla gestione);
- la dimensione dell'investimento che ciascuno dei due partner può o è disposto ad effettuare;
- i costi di uscita disposti a sostenere;
- le dimensioni dei due partner³⁵.

Sulla base delle differenti combinazioni delle variabili, vengono definiti i seguenti “modelli organizzativi di collaborazione e/o di integrazione” (che presentano differenti obiettivi, particolari vantaggi e specifici limiti):

- l'accordo senza partecipazione;
- l'accordo con partecipazione³⁶;
- l'accordo nell'ambito di un network³⁷;
- la *joint-venture*³⁸ a maggioranza assicurativa,
- la *joint-venture* a maggioranza bancaria;

³⁵ SELLERI L. (2009), pp. 112-113.

³⁶ Secondo SELLERI L. (2009): “L'accordo con partecipazione presenta in larga misura le stesse caratteristiche dell'accordo senza partecipazione, dal quale si differenzia però per la maggiore stabilità che la partecipazione dovrebbe garantire, anche se il livello della stessa dipende dall'entità di quest'ultima. C'è da rilevare che i legami azionari di modesta entità, se da un lato contribuiscono a garantire il rispetto dei patti e la stabilità dell'accordo, dall'altro realizzano una limitata integrazione tra le due strutture organizzative e tra le due culture aziendali.”

³⁷ Secondo SELLERI L. (2009): “L'accordo nell'ambito di un network riguarda le banche di piccole-medie dimensioni, che spesso incontrano difficoltà a stipulare direttamente accordi con le imprese di assicurazione. Il network bancario risulta dall'aggregazione di differenti reti bancarie locali, che valutano l'accordo con un'impresa di assicurazione di grande dimensione e di alta reputazione in una logica di strategia di gruppo. Questi network possono riguardare banche della medesima categoria istituzionale (casse di risparmio, banche popolari, banche di credito cooperativo), operanti nella medesima area territoriale o in aree diverse. Di norma, tra il network bancario e l'impresa di assicurazione si stipulano accordi distributivi di prodotti assicurativi o accordi distributivi supportati da partecipazioni. Le banche del network di norma attuano un intervento partecipativo indiretto, atteso che è l'ente bancario di secondo livello – l'istituto centrale di categoria – che acquista la partecipazione nell'impresa di assicurazione finalizzata all'accordo. In questo caso le banche del network non hanno alcun legame partecipativo con l'impresa di assicurazione e risultano solo coinvolte direttamente a livello distributivo.”

³⁸ Secondo MOLA D. (2006): “La banca e la compagnia di assicurazione procedono alla costituzione congiunta di una società ex novo, il cui beneficio si realizza con minori problemi di integrazione culturale e organizzativa e minori condizionamenti per la definizione di strategie comuni; alla società verrà affidata la gestione delle attività comuni.”

- la *joint-venture* paritetica;
- l'acquisizione della partecipazione di maggioranza o totalitaria di un'impresa di assicurazione da parte di una banca;
- l'acquisizione della partecipazione di maggioranza o totalitaria di una banca da parte di un'impresa di assicurazione;
- la costituzione di una banca (e il relativo controllo) da parte di un'impresa di assicurazione;
- la costituzione di un'impresa di assicurazione (e il relativo controllo) da parte di una banca³⁹.

I punti di forza e di debolezza, così come gli obiettivi che tali forme di collaborazione intendono perseguire, vengono riassunti nella Tabella 1.1.

Tabella 1.1: Obiettivi, vantaggi e limiti delle forme di collaborazione tra banche e imprese di assicurazione.

Forma di collaborazione	Obiettivi da perseguire	Vantaggi	Limiti
Accordo senza/con partecipazione	Banca: ampliamento gamma prodotti; aumento ricavi da commissioni. Assicurazione: ampliamento quota di mercato; aumento livelli di profitto.	- limitati investimenti; - ridotti livelli di conflitto, barriere e bassi costi di uscita.	- limitata stabilità del rapporto; - ridotto coinvolgimento della banca nello sviluppo di prodotti assicurativi e nella gestione del portafoglio; - limitato coinvolgimento dell'impresa di assicurazione nella funzione commerciale; - asimmetria dei

³⁹ Le forme di collaborazione relative all'acquisizione di partecipazioni di maggioranza o totalitarie di un'impresa di assicurazione/banca da parte di una banca/impresa di assicurazione e la costituzione (e il relativo controllo) di banche/impresе di assicurazione determinano la formazione di gruppi bancario-assicurativi. Il modello del gruppo, infatti, consente a banche ed imprese di assicurazione l'esercizio congiunto delle due attività a prescindere dalle riserve di legge. I gruppi, qualora presentino determinate caratteristiche (vedasi direttiva europea n. 2002/87/CE, recepita in Italia attraverso il D.lgs. 30 maggio 2005, n. 142) costituiscono dei conglomerati finanziari.

			controlli.
Accordo nell'ambito di un network	-	Per le banche medio-piccole: - commercializzazione dei prodotti assicurativi tramite le reti di sportelli al pari delle banche di maggiori dimensioni; - riduzione costi gestionali attraverso la presenza di un organismo coordinatore di secondo livello.	- elevati costi della struttura organizzativa del network all'aumentare del numero di banche aderenti; - conflitti tra banche aderenti; - difficoltà di realizzare nel tempo un conveniente adeguamento dei prodotti assicurativi alle mutate esigenze della clientela.
<i>Joint-venture a maggioranza assicurativa</i>	Assicurazione: ampliamento quota di mercato; acquisizione redditi da dividendi; accesso alle banche dati della clientela bancaria; controllo su progettazione e gestione dei prodotti assicurativi. Banca: ampliamento gamma prodotti; aumento ricavi da commissioni.	Assicurazione: coinvolgimento nella funzione commerciale della banca; sviluppo di portafoglio e funzione finanziaria; controllo totale sulla gestione; elevato controllo sulla progettazione dei prodotti; ridotti conflitti con la banca. Banca: elevato coinvolgimento nella funzione commerciale e nella gestione del sistema informativo; controllo sulle vendite; limitato investimento richiesto.	Assicurazione: elevato investimento iniziale; limitato controllo sulle vendite di prodotti assicurativi. Banca: possibilità di forti conflitti nel lungo periodo; elevate barriere e costi di uscita; ridotti controlli su progettazione e gestione di prodotti assicurativi.
<i>Joint-venture a maggioranza bancaria</i>	Banca: ampliamento gamma prodotti; aumento ricavi da commissioni e dividendi; acquisizione	Banca: coinvolgimento nella funzione commerciale, finanziaria, nella gestione del sistema informativo; ridotti	Banca: elevato investimento iniziale; elevate barriere e costi di uscita. Assicurazione:

	<p><i>know-how</i> assicurativo; controllo su progettazione e vendita dei prodotti assicurativi. Assicurazione: ampliamento quota di mercato; conseguimento ricavi da dividendi; coinvolgimento nello sviluppo dei prodotti e del portafoglio.</p>	<p>conflitti con l'impresa di assicurazione; controllo delle vendite; contenimento problemi originati dalla cessione all'esterno delle informazioni relative ai clienti; sviluppo dell'immagine; estensione della collaborazione in altre aree di attività. Assicurazione: elevato coinvolgimento nello sviluppo di prodotti e portafoglio; investimento contenuto; bassi costi di uscita; mantenimento del proprio portafoglio clienti.</p>	<p>mancanza di controllo sulle vendite; basso controllo sulla gestione; forti conflitti potenziali.</p>
<i>Joint-venture</i> paritetica	<p>Banca: ampliamento gamma prodotti; aumento ricavi da commissioni e dividendi; possibilità di intervento nella fase di progettazione dei prodotti assicurativi. Assicurazione: ampliamento quota di mercato; conseguimento redditi da dividendi; accesso alle banche dati della clientela bancaria.</p>	<p>Banca: controllo delle vendite; ampio coinvolgimento nella funzione commerciale, finanziaria, nella gestione del sistema informativo; investimento iniziale contenuto. Assicurazione: ampio coinvolgimento nello sviluppo dei prodotti, nella gestione del portafoglio, nella funzione finanziaria; investimento iniziale contenuto.</p>	<p>- elevate barriere e costi di uscita; - controllo parziale sulla progettazione dei prodotti e sulla gestione; - possibili conflitti nel medio periodo.</p>
Acquisizione di partecipazioni di maggioranza o	<p>Banca: ampliamento gamma prodotti; conseguimento ricavi</p>	<p>- controllo totale su vendite e progettazione di prodotti assicurativi;</p>	<p>- elevati investimenti iniziali</p>

<p>totalitarie di una banca (impresa di assicurazione) da parte di un'impresa di assicurazione (banca)</p>	<p>da dividendi; sviluppo dell'integrazione finanziaria; controllo sull'intera catena del valore. Assicurazione: ampliamento quota di mercato; conseguimento ricavi da dividendi; sviluppo dell'integrazione finanziaria; controllo sull'intera catena del valore; ottenimento di servizi bancari a minor costo; pieno coinvolgimento nelle differenti aree di gestione della banca.</p>	<p>- assenza di conflitti; - coinvolgimento totale in tutte le aree gestionali dell'impresa di assicurazione (banca);</p>	
<p>Costituzione di una banca/impresa di assicurazione</p>	<p>Tale forma di collaborazione presenta le stesse finalità che determinano la decisione da parte di una banca/impresa di assicurazione ad acquistare una partecipazione di controllo nel <i>partner</i>. Le differenze tra i due tipi di decisioni riguardano i tempi nei quali si raggiungono gli obiettivi (più estesi se si costituisce <i>ex novo</i> una banca/impresa di assicurazione), i modi nei quali questi ultimi possono essere raggiunti (nel caso dell'acquisizione della partecipazione di controllo gli attori risentono, almeno all'inizio, dei vincoli posti dalle scelte strategiche fatte dal management e dalla struttura organizzativa esistente dell'impresa/banca partecipata; nel caso di costituzione <i>ex novo</i> gli attori sono liberi di decidere in piena autonomia gli obiettivi da raggiungere e le strategie da perseguire a tale scopo) ed i volumi di risorse da investire (investimenti rilevanti in entrambe le forme di collaborazione).</p>		

Fonte: SELLERI L. (2009).

1.3 Il mercato europeo

L'analisi che segue intende focalizzarsi sul fenomeno assicurazione-banca, ovvero il fenomeno dell'impresa di assicurazione/gruppo assicurativo che si inserisce nel settore bancario.

Per selezionare i casi esaminati si è utilizzato l'elenco dei conglomerati finanziari (pubblicato dal comitato congiunto delle tre autorità di vigilanza a livello europeo, ovvero l'EIOPA, Autorità Europea delle Assicurazioni e delle Pensioni aziendali e professionali, l'EBA, Autorità Bancaria Europea e l'ESMA, Autorità Europea degli Strumenti finanziari e dei Mercati). Tale elenco non comprende tutte le imprese di assicurazione che detengono una partecipazione di controllo in una banca, in quanto non tutte rispettano il requisito di significatività previsto dalla direttiva europea n. 2002/87/CE⁴⁰.

L'analisi si basa su dati reperibili dal bilancio consolidato e dalla struttura organizzativa e societaria (utilizzando le relazioni annuali delle società e la piattaforma Bloomberg) dei principali conglomerati finanziari presenti in Spagna, Italia, Olanda, Francia, Germania e Regno Unito.

In primo luogo si sono scelte delle variabili descrittive di riferimento, comuni a tutti i gruppi, che potessero mettere in luce diversi profili del fenomeno dell'integrazione dell'impresa di assicurazione verso il settore bancario. Successivamente, le variabili scelte sono state declinate nel concreto per ciascun conglomerato. Infine, si è proceduto ad un'analisi complessiva, con l'elaborazione di alcune statistiche rilevanti.

La prima variabile presa in considerazione riguarda il peso delle attività bancarie e finanziarie rispetto all'attività assicurativa all'interno del conglomerato finanziario; tale variabile si basa su dati quantitativi di bilancio: si utilizza la nota integrativa del bilancio consolidato, con particolare riferimento all'informativa di settore (IFRS 8), in cui sono specificati gli attivi derivanti da attività assicurativa, bancaria e di investimento.

Le successive variabili prese in considerazione fanno invece riferimento alla struttura organizzativa e societaria del conglomerato finanziario; in particolare è interessante definire la natura della capogruppo a seconda che sia un'impresa che svolge un'attività operativa (banca, impresa di assicurazione) o una *holding*. Un'ulteriore variabile è

⁴⁰ Per un approfondimento sui conglomerati finanziari si veda PROTO A. (2002).

quella che fa riferimento ai sottogruppi che si creano all'interno dei conglomerati, siano essi bancari e/o assicurativi; infine, la variabile che attiene al peso delle attività in paesi diversi da quello in cui il conglomerato ha la sede principale può fornire un'indicazione circa le dimensioni e l'importanza di quest'ultimo a livello globale.

Nella Tabella 1.2 vengono riassunte le caratteristiche dei conglomerati selezionati secondo le variabili descritte in precedenza.

Tabella 1.2: Analisi del fenomeno dell'integrazione tra assicurazione e banca a livello europeo.

Conglomerato	Area di attività prevalente	Natura capogruppo	Natura sottogruppi	Localizzazione geografica prevalente delle attività
ABN AMRO Group N.V.	Bancaria/Investimenti	<i> Holding </i>	Bancari, <i> Asset Management </i>	Europa (Olanda)
BBVA	Bancaria/investimenti	Banca	Bancari, <i> Asset Management </i>	Europa (Spagna)
Banco Santander	Bancaria/Investimenti	Banca	Bancari, <i> Asset Management, Immobiliare, Energetico </i>	Europa Continentale
BNP Paribas Group	Bancaria/Investimenti	Banca	Bancari, Assicurativi	Europa (Francia)
Groupe Crédit Agricole	Bancaria/Investimenti	<i> Holding </i>	Bancari, <i> Asset Management </i>	Europa (Francia)
HSBC	Bancaria/Investimenti	<i> Holding </i>	Bancari, <i> Asset Management, Assicurativi </i>	Asia
Intesa San Paolo S.p.A.	Bancaria/Investimenti	Banca	Bancari, Assicurativi	Europa (Italia)
MPS Banking Group	Bancaria/Investimenti	Banca	Bancari	Europa (Italia)
Société Générale Group	Bancaria/Investimenti	Banca	Bancari, <i> Asset Management </i>	Europa (Francia)
Unicredit S.p.A.	Bancaria/Investimenti	Banca	Bancari, <i> Asset & Wealth </i>	Europa (Italia e Germania)

			<i>Management</i>	
AXA	Assicurativa	<i> Holding</i>	Bancari, Assicurativi, <i>Asset</i> <i>Management</i> , Investimenti	Europa (Francia)
Allianz	Assicurativa	<i> Holding</i>	Assicurativi, <i>Asset</i> <i>Management</i>	Europa Continentale (Germania)
Generali	Assicurativa	Assicurazione	Bancari, Assicurativi	Europa (Italia, Francia e Germania)
Unipol	Assicurativa	<i> Holding</i>	Bancari, Assicurativi	Italia
Mediolanum	Bilanciato	Banca	Bancari e Assicurativi	Italia, Spagna, Germania
Aegon	Assicurativa	Assicurazione	Assicurativi	Europa e Americhe
NN Group	Assicurativa	<i> Holding</i>	Assicurativi, <i>Asset</i> <i>Management</i>	Europa (Olanda)
Lloyds Banking Group	Bancaria/Investimenti	<i> Holding</i>	Bancari, <i>Asset</i> <i>Management</i> , Investimenti	Regno Unito e Europa occidentale
UBS	Bancaria/Investimenti	<i> Holding</i>	Bancari, Investimenti	Americhe e Svizzera
Standard Life Aberdeen	Bilanciato	Società di investimento	<i>Asset</i> <i>Management</i> , Assicurativi, Investimenti	Europa (Regno Unito)

Fonte: Bilanci societari consolidati e dati Bloomberg.

Dall'analisi dei dati si traggono le seguenti conclusioni:

- dei 20 principali conglomerati analizzati 12 operano prevalentemente nel settore bancario e dei servizi finanziari di investimento, 5, invece, prevalentemente in quello assicurativo e solo due sono sostanzialmente bilanciati (Mediolanum e Standard Life Aberdeen);

- la natura della capogruppo prevalente è quella di *holding* (9), seguita dalla struttura bancaria (8) e infine dall'impresa di assicurazione (2) e dalla società di investimento (1); per i gruppi di più grande dimensione la struttura utilizzata è generalmente una *holding*;
- i conglomerati che si dedicano principalmente all'attività bancaria e di servizi di investimento possiedono dei sottogruppi a matrice bancaria o riguardanti l'attività di *asset management*, mentre i gruppi che si dedicano in via principale all'attività assicurativa tendono a costituire dei sottogruppi indirizzati verso quella tipologia di attività; c'è comunque da sottolineare come diversi conglomerati analizzati possiedano dei sottogruppi specifici per svolgere anche l'attività non prevalente (ad esempio il conglomerato Intesa San Paolo ha costituito un sottogruppo assicurativo pur svolgendo prevalentemente attività bancaria, così come, viceversa, il gruppo Unipol ha costituito un sottogruppo per svolgere attività bancaria nonostante quella assicurativa sia l'attività caratteristica);
- infine, per quanto attiene alla localizzazione geografica prevalente delle attività, si può affermare che le attività dei conglomerati analizzati si concentrano nei paesi in cui è presente la sede principale, anche se per alcuni conglomerati l'attività si localizza in paesi al di fuori dell'Unione Europea (si veda ad esempio il gruppo Aegon).

Si conferma, quindi, che il fenomeno di integrazione tra banche e imprese di assicurazione è, ad oggi, ancora maggiormente orientato verso il profilo della banca che si inserisce nel settore assicurativo.

Capitolo II

Il modello di business dell'*assurbanking*

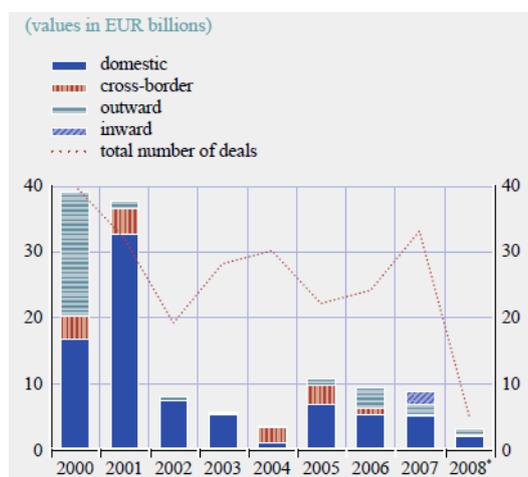
2.1 Definizione e cenni storici

Al giorno d'oggi sembra ormai definitivamente tramontata l'era della netta separazione tra i business del settore finanziario, ancor più evidente se si considera la competitività all'interno del mercato globale. I settori bancario, assicurativo e finanziario non possono essere più intesi come indipendenti l'uno dall'altro, con proprie attività specifiche e differenti le une dalle altre.

Per questo motivo ogni operatore di settore promuove in maniera diretta, o avvalendosi di intermediari specializzati, l'intera gamma di prodotti assicurativi, finanziari, previdenziali e bancari per la clientela *private* e *corporate*.

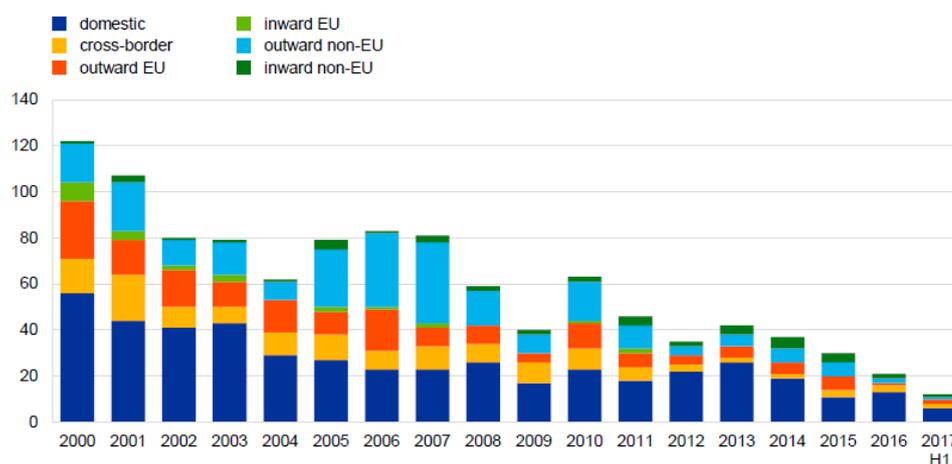
La spinta alla crescente integrazione dei business, analizzata precedentemente, è confermata altresì dalle numerose, più o meno recenti fusioni e/o acquisizioni, avvenute sia a livello nazionale che internazionale (Grafici 2.1, 2.2 e 2.3).

Grafico 2.1: Attività di M&A tra banche e imprese di assicurazione in Europa.



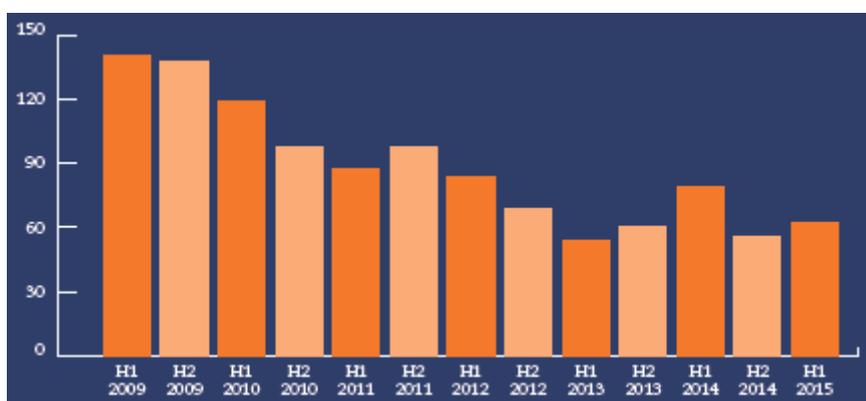
Fonte: ECB (Ottobre 2008), *EU Banking Structures*, p. 10.

Grafico 2.2: M&A delle banche in Europa – Numero di transazioni.



Fonte: ECB (Ottobre 2017), *Report on financial structures*, p. 29.

Grafico 2.3: M&A delle imprese di assicurazione in Europa – Numero di transazioni



Fonte: CLYDE & CO. (2015), *Insurance M&A activity: A global overview*, p. 25.

Nel panorama delineato, le principali imprese di assicurazione hanno avviato un processo di innovazione volto a far nascere spazi denominati “negozi finanziari”⁴¹, accanto alle agenzie assicurative tradizionali. Essi diventano un unico interlocutore per il cliente risparmiatore e consumatore, il quale è in grado di trovare risposta a tutte le proprie esigenze in modo integrato.

Il ricorso da parte del cliente ad operatori diversi è in parte superato, in virtù del fatto che il rapido cambiamento dello scenario macroeconomico mondiale ha reso maggiormente complessi gli strumenti assicurativi e finanziari, in modo tale da indirizzare il cliente verso un interlocutore unico. Quest’ultimo, infatti, è in grado di consigliare al cliente in merito alla gestione del proprio portafoglio, adattandolo ai mutamenti del contesto economico generale e dei mercati finanziari, ai cambiamenti che possono incidere sulla sfera professionale e familiare del cliente stesso.

Inoltre, vi sono enormi opportunità per le imprese di assicurazione tradizionali di inserirsi nel settore finanziario globale, derivanti dall’ingente crescita dei servizi legati alla gestione del risparmio e all’*asset management*.

Le maggiori imprese di assicurazione, forti della loro consolidata esperienza e in possesso di risorse per finanziare la diversificazione del business, hanno cercato di acquisire Sim, reti di promotori finanziari, fino a costituire delle proprie banche con proprie reti di sportelli bancari.

Nascono nuovi intermediari che non si identificano più nettamente come banche o imprese di assicurazione, ma sono degli intermediari che, attraverso il modello del gruppo, offrono una gamma articolata di servizi bancari e finanziari accanto al *core business* tradizionale, ovvero quello assicurativo. Essi replicano, in buona sostanza, quelli che sono i vantaggi e i benefici che le banche hanno ottenuto nel momento in cui si sono inserite nel settore assicurativo attraverso il modello bancassicurativo.

È proprio in questo contesto che si inserisce il fenomeno dell’*assurbanking*, ovvero la distribuzione di prodotti bancari da parte delle compagnie assicurative⁴².

⁴¹ Locali in cui il cliente può soddisfare tutte le sue esigenze finanziarie grazie all’offerta di un’ampia gamma di prodotti assicurativi, bancari e finanziari (*asset management, wealth management*).

⁴² Secondo la definizione che ne dà PISANI R. (2011), p. 280.

Esso si caratterizza per l'ingresso nel mercato dei servizi bancari e finanziari di nuovi protagonisti di matrice assicurativa, che aprono una nuova fase nel processo di convergenza fra servizi bancari e assicurativi e contribuiscono allo sviluppo di modelli innovativi di organizzazione distributiva e di marketing.

Come detto, la nascita e lo sviluppo di tale fenomeno dipendono, in particolar modo, da alcuni cambiamenti nel sistema finanziario e ad esigenze di accrescimento dei volumi di produzione degli intermediari assicurativi.

All'interno dell'industria assicurativa, il comparto vita ha risentito maggiormente delle trasformazioni in atto. La risposta delle imprese di assicurazione si è articolata nell'inserimento in prodotti assicurativi innovativi a forte contenuto finanziario (polizze a premi unici ricorrenti, polizze di capitalizzazione, polizze *index* e *unit-linked*, polizze *universal life*), nei quali gli elementi tipicamente assicurativi (rischio di mortalità, morbilità, stime tecnico-attuariali) vengono attenuati o addirittura eliminati. L'inserimento è proseguito nei fondi pensione, piani pensionistici individuali fino alla collocazione diretta nella gestione del risparmio (attraverso l'acquisizione di banche già operanti nel settore o alla loro nuova creazione). Così facendo il comparto vita ha conosciuto un considerevole sviluppo, favorendo al tempo stesso la concorrenza tra gli intermediari.

L'intero sistema finanziario è stato coinvolto nel processo di cambiamento, con reazioni simili da parte dei diversi intermediari finanziari, evidenziando conseguenti necessità di ristrutturazione e riprogettazione dei prodotti e delle linee di business ed in particolar modo suscitando esigenze di diversificazione produttiva per aggiustamenti nei volumi produttivi, nel livello dei costi e dei ricavi⁴³.

Il fenomeno in questione nasce verso la fine degli anni Ottanta negli Stati Uniti, mentre in Europa bisogna attendere i primi anni Novanta e gli inizi del nuovo secolo per lo sviluppo dei primi casi relativi a questo modello di business. Le prime imprese assicurative ad attuare strategie di questo tipo sono state Axa, dapprima in Belgio e poi in Francia e Ras Assicurazioni in Italia. Hanno fatto seguito imprese quali Unipol Assicurazioni e Generali in Italia e Allianz in Germania, attraverso l'acquisizione di Dresdner Bank.

⁴³ COLOMBINI F., SALVINI M. (2005), pp. 287-288.

2.2 L'integrazione della banca nell'impresa di assicurazione: vantaggi e limiti del modello di business

Dal punto di vista assicurativo, la convergenza verso il settore bancario procede su due principali linee d'azione:

- le grandi compagnie assicurative sono fra i principali *asset manager* al mondo. I due gruppi maggiori, Axa e Allianz gestiscono attualmente 1.400 e 2.000 miliardi di €⁴⁴.

Sul finire del secolo scorso si assiste ad una ridefinizione delle strategie di mercato da parte delle imprese di assicurazione, attraverso la creazione di società specializzate all'interno del gruppo in cui vengono centralizzate le operazioni di *asset management*, attraverso l'acquisizione di banche di investimento e gestori di fondi, al fine di divenire protagonisti nel mercato globale dei capitali;

- storicamente le imprese di assicurazione sono presenti nel settore dei servizi di investimento come importanti distributori. Ad esempio, dagli anni '70 la società Dival (prima società distributrice di fondi in Italia) è entrata a far parte dell'allora gruppo Ras (oggi appartenente ad Allianz), o analogamente la società Prime è stata acquisita, nel 1996, dal gruppo Generali. Le imprese di assicurazione hanno altresì dato vita a banche telefoniche e online, tra cui il primo esempio è stata Rasbank, seguita da Banca Generali e altre ancora. Tali iniziative, però, non erano parte del *core business* assicurativo; solo nel primo decennio degli anni 2000 vengono realizzati importanti progetti di integrazione tra i sistemi distributivi assicurativi e bancari⁴⁵.

Diverse sono le motivazioni strategiche che hanno portato alcuni fra i principali gruppi assicurativi ad inserirsi nel mercato bancario.

Una di queste è la nascita dell'*assurbanking* come risposta da parte delle imprese di assicurazione alla crescente presenza delle banche nel mercato assicurativo.

⁴⁴ AXA GROUP (2017); ALLIANZ GROUP (2017).

⁴⁵ PORTA M. (2002), pp. 8-9.

Le numerose *joint-venture* realizzate da imprese di assicurazione vita con le banche, a seguito dell'ingente sviluppo della distribuzione bancaria, hanno portato alle prime un beneficio limitato. L'esposizione sempre più accentuata del cliente all'offerta di prodotti assicurativi da parte delle banche, ha accresciuto la consapevolezza nelle imprese di assicurazione di difendere le proprie reti di agenti e il proprio portafoglio clienti. L'espansione della domanda ha comunque garantito lo sviluppo di ciascun modello di business, non presentando i presupposti tali da configurare una concreta minaccia per le imprese di assicurazione. Nel periodo iniziale, infatti, la bancassicurazione ha tratto vantaggio dalla maggiore raccolta assicurativa generata dalle banche. Negli ultimi anni, però, in un mercato relativamente più maturo e con l'affermarsi della concorrenza, il *core business* assicurativo tradizionale viene minacciato dalla penetrazione delle banche anche nei rami danni, con il rischio per gli storici assicuratori della reale perdita di clienti e volumi di premi. Per contrastare la concorrenza, le imprese di assicurazione tendono ad ampliare la propria gamma di servizi bancari e finanziari, garantendo un'offerta completa al cliente.

Una motivazione più specifica, invece, risiede nel fatto che le imprese di assicurazione vita (soprattutto quelle con portafogli meno recenti) sono costrette ad affrontare, ogni anno, ingenti uscite di capitale per le scadenze contrattuali e i riscatti. Al fine di mantenere questi capitali, si sono intraprese azioni di marketing mirate e si è ampliata la gamma di offerta attraverso prodotti di investimento innovativi quali le *index* e le *unit-linked*.

Le ragioni difensive fin qui delineate sono però marginali rispetto ad altri fattori di rilevanza strategica, quali:

- la necessità di riposizionarsi determinata dal nuovo contesto di mercato;
- la necessità di creare valore facendo leva sul patrimonio clienti;
- la necessità di rafforzare le capacità di offerta integrando le reti.

In merito al primo aspetto, anche le imprese di assicurazione, così come le banche, giocano un ruolo importante nell'evoluzione del mercato del risparmio gestito. Mentre gli anni '90 sono stati caratterizzati dalla crescita generalizzata della domanda di assicurazioni vita, favorita dalla trasformazione delle modalità di risparmio delle famiglie, negli anni recenti il fattore di successo per lo sviluppo delle imprese di

assicurazione deve necessariamente passare per la gestione a tutto tondo del risparmio dei clienti. Le imprese che vogliono mantenere una forte posizione di mercato devono pertanto offrire soluzioni di investimento non assicurativo e servizi di gestione del denaro: non solo un allargamento della gamma dei prodotti offerti ma un cambiamento dell'approccio di marketing, passando da un posizionamento di prodotto ad un posizionamento basato sulla gestione del risparmio familiare nelle sue diverse finalità.

Per quanto attiene alla creazione di valore facendo leva sul portafoglio clienti è necessario evidenziare come le imprese di assicurazione siano in assoluto fra i più grandi *retailer* (basti pensare che il Gruppo Generali ha nel proprio portafoglio 57 milioni di clienti⁴⁶). I clienti, in molti casi vincolati con contratti di lunga durata, sono il patrimonio strategico su cui fare leva per generare valore. Pertanto, le imprese di assicurazione hanno messo in atto strategie di ridefinizione del proprio business simili a quelle di altre industrie quali banche, poste ed alcuni gestori di pubblici servizi: separare la produzione e la cultura di prodotto dal *retail*, focalizzando quest'ultimo sulla gestione del cliente; aumentare l'offerta di servizi sia sviluppando nuovi business diretti del gruppo sia intermediando prodotti di terzi.

Infine, l'*assurbanking* può essere considerato soprattutto come un progetto di trasformazione e miglioramento delle reti distributive, con lo scopo di penetrare maggiormente nel mercato e di garantire un'elevata qualità del servizio ai clienti. Per attuare tale progetto i gruppi assicurativi hanno intrapreso politiche di riorganizzazione delle agenzie, le quali divengono un sistema di marketing complesso in cui diversi canali e nuove figure professionali (promotori finanziari) interagiscono tra loro.

L'agente è demandato, quindi, alla gestione di una struttura multispecialistica e multicanale, affrontando un rilevante cambiamento di ruolo organizzativo e di cultura professionale⁴⁷.

L'inserimento delle imprese di assicurazione nel settore bancario presenta diverse criticità, poiché il business bancario è un business maturo, ad elevata competitività e

⁴⁶ GENERALI GROUP (2017).

⁴⁷ PORTA M. (2002), pp. 9-11.

livelli di redditività del *retailer* relativamente bassi. Le modalità con cui si affrontano queste criticità differenziano un modello strategico di *assurbanking* rispetto ad un altro. La prima criticità attiene al modo in cui le nuove banche siano in grado di remunerare, in termini di tempo e di volumi di raccolta, patrimonio gestito e numero di conti, il capitale investito. I gruppi assicurativi di maggior rilievo ritengono che per le compagnie di più modeste dimensioni sia molto più difficile realizzare con successo modelli simili di *assurbanking*. Il fattore chiave di successo per le grandi compagnie risiede nel fatto di poter sfruttare il vantaggio derivante da reti di consulenti finanziari (ex promotori) già consolidate le quali, integrandosi con la banca virtuale o fisica, garantiscono sviluppi e risultati più rapidi rispetto alle sole reti assicurative o a nuove reti di consulenti.

Di diverso orientamento sono altre imprese di assicurazione, le quali ritengono che per raggiungere i medesimi risultati si debba puntare alla realizzazione di una rete di sportelli bancari diffusi sul territorio, integrabili con la già esistente rete di agenzie, modificandone la struttura attraverso un'operazione a forte investimento di capitale.

Il secondo nodo critico è relativo alla remunerazione della rete di agenti, tale da garantire un sostegno all'offerta di servizi bancari e di cooperazione con i consulenti finanziari. La risposta risiede nella capacità dell'impresa di assicurazione di sostenere e rendere produttivo l'inserimento dei consulenti all'interno della rete agenziale (o, in altri casi, di sostenere l'integrazione fra sportelli bancari e agenzie), allo scopo di sviluppare un business finanziario e assicurativo che produca flussi di reddito aggiuntivi per le agenzie.

Ulteriore aspetto di tale criticità riguarda il posizionamento dei marchi assicurativi. Il cliente ha tradizionalmente considerato la banca come "gestore del risparmio familiare". Dal momento in cui le banche hanno deciso di ridefinire la propria concezione di prodotto, hanno investito maggiormente nelle risorse umane e cultura professionale piuttosto che nei confronti della clientela.

Le imprese di assicurazione sono percepite dai clienti come soggetti che offrono principalmente coperture obbligatorie, quali quelle per la casa o per l'auto (buona parte delle famiglie italiane non possiede che assicurazioni di base); il cliente che stipula una polizza vita, invece, ha un'immagine dell'assicurazione più credibile e ricca di valore ma ancora legata al prodotto, e non ancora concepita come un gestore del risparmio.

Per la nuova banca non è sufficiente offrire una semplice gamma di prodotti finanziari o di utilità per cliente, ma l'offerta deve essere coerente con la percezione del ruolo e delle capacità dell'impresa di assicurazione di cui gli assicurati sono clienti.

Tale strategia deve essere perseguita dai gruppi assicurativi attraverso tre principali linee d'azione:

1. Investimenti in comunicazione istituzionale, attraverso campagne di marketing per la promozione e valorizzazione del proprio *brand* prolungate nel tempo. Sul piano internazionale diversi gruppi hanno da tempo avviato operazioni finalizzate a sostenere il riposizionamento dell'immagine sui servizi finanziari.
2. Riqualficazione della rete distributiva, introducendo nuove competenze (i consulenti finanziari) e modificando il ruolo degli agenti, a loro volta acquisendo anche la qualifica di consulenti per migliorare la gestione dell'offerta. Le azioni di marketing diretto (centrale) e di marketing locale (gestito dagli agenti), hanno la funzione di comunicare al cliente le nuove competenze professionali.
3. Segmentazione canale-mercato. All'interno delle strategie di integrazione della banca nella distribuzione assicurativa, le quali coinvolgono tutte le agenzie e l'intero mercato, gli investimenti si concentrano nei segmenti di clientela con un elevato potenziale, segmenti su cui si concentra l'azione dei consulenti finanziari. A tale scopo le imprese di assicurazione si sono dotate di sistemi di CRM (*Customer Relationship Management*) che consentono di migliorare l'identificazione del profilo finanziario-assicurativo dei clienti e con essa le capacità di segmentazione; pertanto, per ottenere risultati adeguati, le agenzie devono modificare con relativa rapidità il proprio profilo di servizio e la propria organizzazione, superando la concezione assicurativa tradizionale della gestione dei prodotti di base⁴⁸.

L'*assurbanking* può inoltre rappresentare una soluzione inquadrabile nel contesto della diversificazione produttiva indiretta dell'impresa di assicurazione, ampliando la gamma produttiva e le modalità dell'offerta alla clientela.

La diversificazione produttiva può fornire vari benefici, come una riduzione dei costi di transazione, la creazione di mercati interni dei capitali, la crescita delle competenze

⁴⁸ PORTA M. (2002), pp. 11-14.

manageriali all'interno dell'intermediario, l'aumento dell'efficienza operativa attraverso economie di scopo e di scala, la concentrazione del potere di mercato, l'aumento della capacità di indebitamento e la diminuzione delle imposte attese.

Come detto, lo svolgimento integrato dell'attività assicurativa e quella bancaria determina diversi vantaggi:

- ampliamento della gamma produttiva, nascita e sviluppo dell'attività di *cross-selling* e creazione dei presupposti per il conseguimento sia di economie di scala, sia di economie di scopo;
- rafforzamento della rete di vendita, nascita e sviluppo di nuovi canali per la vendita dei prodotti e per la razionale combinazione canale/prodotto/cliente.

Ovviamente, i suddetti vantaggi si possono ottenere in modo più o meno accentuato a seconda del livello di integrazione che impresa di assicurazione e banca riescono a raggiungere. Accordi meno stringenti sono più semplici da realizzare, non comportano un elevato investimento, ma per contro sia banche che imprese di assicurazione hanno meno controllo sui processi produttivi e sulle vendite, e nel lungo periodo possono verificarsi dei conflitti di interesse. Viceversa, forme di collaborazione basate sul controllo o sulla creazione ex novo di banche (imprese di assicurazione) assicurano maggiore stabilità ma elevati investimenti.

Tali vantaggi/svantaggi si riferiscono indistintamente sia a banche che si inseriscono nel settore assicurativo, sia a imprese di assicurazione che vogliono entrare nel settore bancario.

Accanto a questi, però, ne esistono di specifici che riguardano in particolare imprese di assicurazione/gruppi assicurativi che si affacciano al business bancario acquisendo il controllo di banche già operanti nel settore o creando ex novo banche di proprietà.

Il rischio reputazionale, ad esempio, è uno dei più grandi rischi per la banca: mancanza di controllo sulla gestione delle richieste ed eventuali ritardi o problemi nei pagamenti possono danneggiare la reputazione di una banca e le sue relazioni con i suoi clienti.

Per l'impresa di assicurazione, invece, tale rischio è relativamente contenuto: molti clienti, infatti, identificano l'assicurazione tramite il proprio prodotto (l'immagine è ancora fortemente legata a quest'ultimo), a differenza di un gestore del risparmio.

Nel momento in cui l'impresa di assicurazione intende inserirsi nel settore bancario (ad esempio acquisendo una banca già operante), il rischio reputazionale complessivo

aumenta e l'effetto causato da un potenziale danno di reputazione è ancora maggiore (di riflesso è danneggiata anche l'impresa di assicurazione, in quanto banca e assicurazione vengono ricondotte al medesimo *brand*, quello assicurativo).

I vantaggi dell'inserimento nel settore bancario da parte di un'impresa di assicurazione attraverso l'acquisizione diretta di una banca già operante sul mercato sono diversi. Oltre alla già citata reputazione della banca esistente, essi risiedono nell'ampliamento della gamma di prodotti e della clientela, nell'esperienza e nelle competenze relative al proprio settore di attività.

Come è noto la clientela bancaria è molto ampia e quindi tale vantaggio può essere sfruttato dall'impresa di assicurazione. Quest'ultima deve però tenere conto di un potenziale rischio che si trova costretta a fronteggiare: utilizzando il database clienti a disposizione della banca, l'impresa è maggiormente soggetta al rischio *cyber*, ovvero il rischio di attacchi che possono portare alla perdita o compromissione di dati ed informazioni presenti nei sistemi informatici, dal momento che oggi sia il settore bancario che quello assicurativo fanno ampio uso dell'ICT. Tale rischio è ancor più evidente nel momento in cui le imprese di assicurazione entrano nel settore bancario servendosi di una banca online.

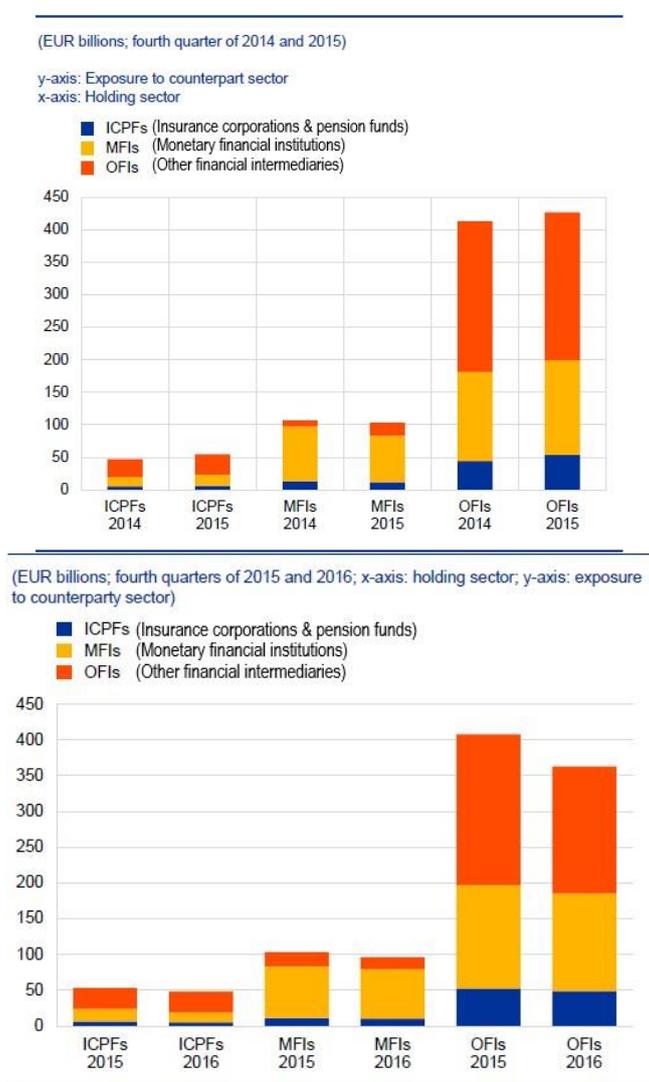
Ulteriore vantaggio per l'impresa di assicurazione nello svolgere direttamente attività bancaria attraverso una propria banca è quello di delegare ad essa specifiche funzioni per le quali è più adatta, ma rimanendo all'interno del gruppo stesso e avendo così un risparmio in termini di costi ed un recupero di efficienza operativa. Ad esempio il gruppo Axa delega la progettazione di prodotti che coinvolgono programmi di copertura basati su strumenti derivati alle società AXA Bank Belgium e AXA Investment Managers; tale assetto garantisce che tutte le entità del gruppo beneficino di competenze tecniche, protezione legale e buona esecuzione di questo tipo di transazioni nell'ambito del quadro di *governance* per i derivati⁴⁹.

⁴⁹ AXA GROUP (2017), p. 168.

2.3 Le esperienze europee

Negli ultimi anni in Europa i rapporti tra assicurazioni e banche si sono affievoliti rispetto ai primi anni 2000 (Grafico 2.4), ma nel contempo si sono generate nuove soluzioni per l'integrazione di aspetti produttivi, organizzativi e distributivi che permettono agli intermediari coinvolti di affermarsi in nuove aree di business che presentano margini di sviluppo e che presuppongono l'ampliamento della gamma dei prodotti offerti e la creazione di prodotti abbinati e misti.

Grafico 2.4: Esposizioni incrociate (azioni quotate) tra i settori del sistema finanziario dell'area euro per il periodo 2014-2016.

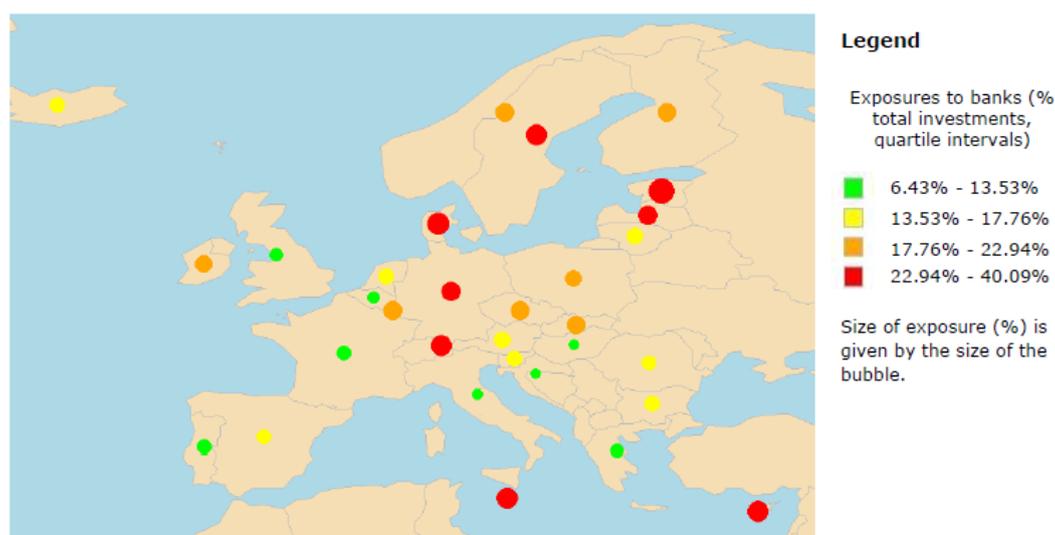


Fonte: ECB (vari anni), Report on financial structures.

L'evoluzione di questi rapporti muta da paese a paese (Figura 2.1) in relazione alla morfologia dei mercati, al grado di cultura imprenditoriale dei manager delle due categorie di intermediari e al livello di flessibilità delle legislazioni nazionali, in quanto in passato la normativa dei due settori era di solito impostata sulla separazione fra banche e imprese di assicurazione.

Inizialmente, la regolamentazione ha conferito più ampi strumenti operativi alle banche che si sono adeguate ai cambiamenti diversificando i prodotti mediante l'inserimento nel mercato assicurativo e altresì mediante la creazione di una propria impresa di assicurazione. Successivamente la legislazione ha fornito più ampi strumenti operativi alle imprese di assicurazione che si sono adeguate ai cambiamenti diversificando le attività e la gamma di prodotti con l'inserimento nel settore bancario.

Figura 2.1: Esposizioni delle imprese di assicurazione europee nei confronti delle banche in percentuale sul totale investimenti (2017).



Fonte: EIOPA (Giugno 2018), Financial Stability Report, p. 72.

Molteplici sono le ragioni che hanno portato ad un diverso sviluppo nei paesi dell'Unione Europea⁵⁰:

- la prima ragione è relativa alla differenza tra gli standard legislativi e regolamentari tra un paese e l'altro;
- la seconda riguarda la significativa differenza tra i sistemi di tassazione e la struttura dei sistemi pensionistici: in alcuni paesi, come ad esempio la Francia, i

⁵⁰ BENOIST G. (2002), pp. 295-303.

prodotti assicurativi vita sono molto simili ai prodotti bancari ed inoltre possono risultare vantaggiosi dal punto di vista fiscale. Questo comporta il fatto che possano essere venduti dalla rete bancaria creata appositamente (o acquisita) dall'impresa di assicurazione;

- la terza attiene alla differenza del ruolo delle banche e delle imprese di assicurazione nel sistema finanziario;

I casi più significativi riscontrati in Europa non sono molti: gli esempi principali sono costituiti da Allianz Bank in Germania, Axa Banque in Belgio e Francia, RasBank (attualmente incorporata nel gruppo Allianz), Banca Generali e Unipol Banca in Italia.

L'analisi che segue, basata sull'esame dei bilanci consolidati di questi gruppi, evidenzia, in sintesi, le caratteristiche principali dei suddetti modelli di business, facendo riferimento a tre aspetti chiave: le motivazioni sottostanti alla nascita di questi specifici progetti di *assurbanking*, le modalità con i quali sono stati creati e il modo in cui vengono distribuiti i servizi.

Tra le motivazioni principali che hanno spinto le diverse imprese di assicurazione ad inserirsi nel business bancario è possibile riscontrare:

- lo sfruttamento di opportunità di *cross-selling* e razionalizzazione al fine di raggiungere una più ampia base di clienti e modificare il business mix passando a prodotti più "*capital-light*" (un esempio in tal senso è dato da Banca Generali attraverso il lancio di soluzioni di investimento *liability-driven*, che mirano a offrire servizi di consulenza in materia di investimenti assicurativi, sviluppati internamente, a clienti istituzionali esterni);
- lo sviluppo del modello "*multi-boutique*", che consiste nella creazione di società di gestione patrimoniale e del risparmio in *partnership*, con competenze su *asset class* di nicchia e garantisce l'allineamento degli interessi tra il management delle "*boutique*" e il gruppo assicurativo, oltre che limitato rischio per gli azionisti;
- l'incremento dei ricavi e la creazione di valore attraverso il patrimonio clienti; tale motivazione fa riferimento, ad esempio, all'aumento delle masse di risparmio gestito proponendo ai clienti dell'impresa di assicurazione tutta la gamma di prodotti bancari e finanziari;

- la diversificazione del portafoglio inserendo al suo interno il business bancario e dei servizi finanziari di investimento.

Infine, è interessante notare come nessuno dei casi analizzati faccia menzione ad una strategia di tipo difensivo, in risposta alla massiccia entrata delle banche nel settore assicurativo attraverso il fenomeno della bancassicurazione. Come è logico pensare, tale informazione non è ricavabile dall'informativa che i gruppi assicurativi presentano al pubblico degli investitori, ma si può desumere dalle modalità con cui il fenomeno si è sviluppato (simili a quelle relative alla bancassicurazione).

Passando alle modalità di costituzione dei casi più significativi di *assurbanking* a livello europeo è possibile affermare che non esiste un'idea prevalente con cui si sono affermati i modelli di business, ma, osservando i casi analizzati, si possono individuare due grandi categorie: l'acquisizione di una banca già operante sul mercato o la creazione di una banca ex novo.

La prima scelta è quella effettuata dal gruppo Allianz, il quale ha acquisito la Dresdner Bank, divenendo così un gruppo multicanale, utilizzando per lo svolgimento di tutte le sue attività le agenzie assicurative, gli sportelli bancari tradizionali ed elettronici, il telefono, Internet e i promotori finanziari. Stesso approccio vale per il gruppo Axa, il quale in Belgio ha fondato la compagnia Axa Belgium attraverso l'acquisizione delle banche Ippa e Anhyp.

Anche il gruppo Generali inizia il proprio percorso all'interno del settore bancario attraverso l'acquisizione del 90% del capitale sociale della Cassa di Risparmio di Trieste Specialcredito S.p.A., per poi successivamente dare vita ad una banca multi-canale attraverso la fusione con Prime e le successive acquisizioni di Altinia SIM e INA SIM.

Il gruppo Ras e il gruppo Unipol, invece, sviluppano le proprie strategie di *assurbanking* attraverso la creazione di una propria banca; RasBank nasce infatti come prima banca telefonica italiana, salvo poi fondersi con la storica società di promotori finanziari Dival, in modo tale da ampliare la propria rete distributiva; il gruppo Unipol opta invece per la creazione di una banca, acquisendo diverse filiali di Banca Intesa e creandone di nuove.

Per comprendere appieno l'importanza di questo fenomeno è però necessario fare delle considerazioni sulle modalità di distribuzione dei prodotti bancari e finanziari che le imprese di assicurazione analizzate adottano nei propri modelli di *assurbanking*.

L'analisi delle strategie adottate dai principali gruppi assicurativi ha portato a definire due macro-tipologie di modello:

1. diffusione di una rete di sportelli di nuova concezione;
2. unificazione di Sim appartenenti al gruppo assicurativo per dare vita a nuove strutture di banca-rete.

A questi modelli si affianca la strategia, adottata da ciascun gruppo assicurativo, dell'offerta di prodotti bancari attraverso una divisione bancaria "digitale".

In merito a quest'ultimo aspetto, appaiono particolarmente efficaci le sinergie che si vengono a creare tra impresa di assicurazione e banca digitale. Tale strategia ha una duplice funzione: evita sovrapposizioni fra diverse reti di distribuzione operanti sul medesimo territorio; valorizza la rete di vendita e consulenza dell'impresa di assicurazione, garantendone capillarità, vicinanza al cliente e completezza della gamma dei prodotti offerti.

Ulteriore vantaggio è costituito dal garantire una maggiore efficienza attraverso l'operatività online della banca digitale, consentendo al cliente di poter accedere da casa (attraverso un PC collegato ad una linea internet) o anche in mobilità, ovvero tramite una semplice applicazione, a tutte le informazioni sulla propria situazione finanziario-assicurativa.

In merito alla prima tipologia di modello, due sono le caratteristiche distintive: sviluppo del business attraverso una larga diffusione di sportelli e modello innovativo di filiale integrata.

Questa strategia ha comportato un rilevante investimento di capitali per il gruppo assicurativo che l'ha adottata (Unipol), ma comunque la sostenibilità economica è stata garantita grazie ad una elevata crescita dei volumi, in seguito ad acquisizioni di sportelli, sviluppo di iniziative commerciali e sinergie di gruppo.

La scelta di presidiare il territorio attraverso una rete di sportelli fisici che garantiscono un'operatività bancaria di base oltre all'attività di investimento, permette di rivolgere

l'offerta a tutti i segmenti di clientela, a differenza della banca fondata su reti di consulenti finanziari, che si rivolge in via privilegiata ai risparmiatori di fascia medio-alta e quasi esclusivamente concentrata sui prodotti di risparmio gestito. Tale scelta va incontro alle esigenze delle piccole imprese e della cooperative, delle associazioni del lavoro dipendente e autonomo, che costituiscono gli *stakeholders* e il segmento di mercato tradizionalmente vicini al gruppo, denotando una ben delineata strategia di posizionamento sociale.

La filiale integrata si caratterizza per la presenza di due strutture attigue e comunicanti, ma con ingressi separati: la filiale bancaria, con personale dipendente della banca, e l'agenzia assicurativa, sotto la responsabilità dell'agente.

Altro modello previsto è quello "a stella": una filiale bancaria tradizionale che opera nello stesso bacino di mercato di più agenzie assicurative, le quali si avvalgono della filiale per la propria operatività bancaria e per l'attività bancaria dei loro clienti.

Oltre all'operatività fisica sul territorio il modello prevede l'accesso ai servizi attraverso i sistemi digitali, configurandosi come banca multicanale a tutti gli effetti.

La banca, assieme alla rete distributiva assicurativa realizzano efficienti ed efficaci sinergie che creano valore per l'intero gruppo.

L'obiettivo di modificare il carattere della distribuzione assicurativa secondo un modello bancario è realizzato attraverso una massiccia azione di marketing tra impresa di assicurazione e agenti assicurativi, che prevede una ristrutturazione logistica dell'agenzia tradizionale (filiale integrata).

Il modello di filiale integrata viene adottato direttamente quando si crea una nuova filiale a partire dalla rete assicurativa, mentre, nel momento in cui si acquisiscono filiali bancarie di altre reti, vengono trasferite le agenzie presenti in zona e creati nuovi punti vendita o sub-agenzie assicurative.

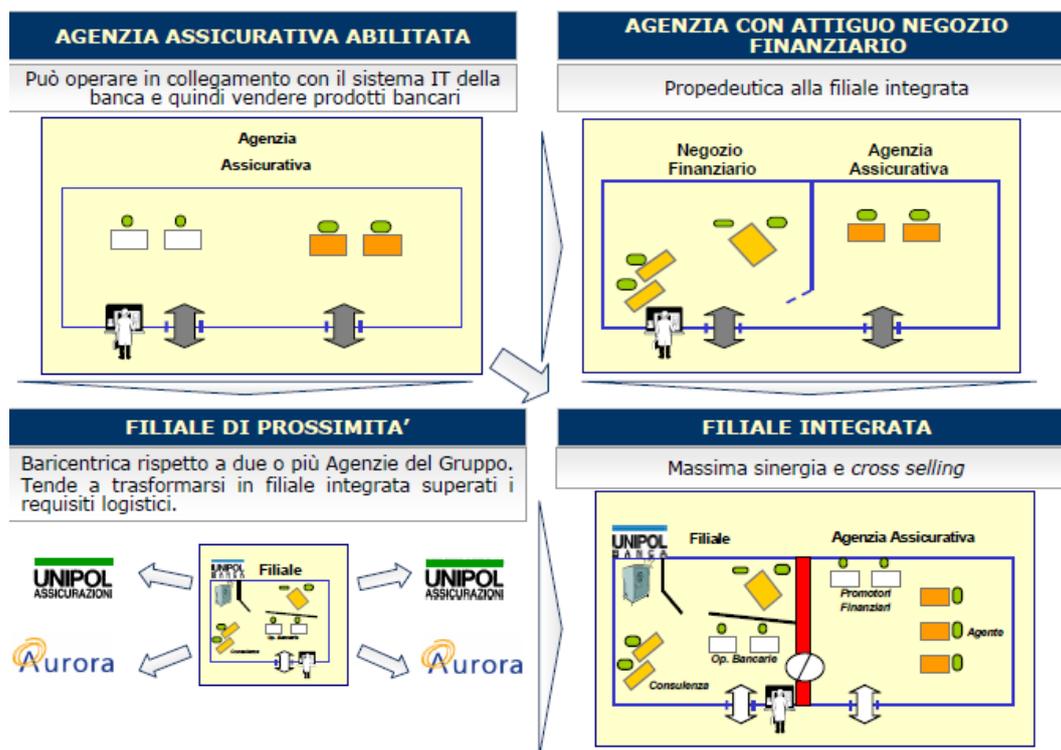
In questi ultimi casi, a livello culturale e operativo, l'integrazione risulta maggiormente complicata, ma attraverso l'azione su portafogli bancari già costituiti, oltre che su quelli assicurativi, si creano opportunità di *cross-selling* che generano cospicui vantaggi.

Il modello distributivo sin qui analizzato prevede, inoltre, la diffusione di negozi finanziari, ovvero locali situati all'interno delle agenzie assicurative in cui operano i

consulenti finanziari. Tali negozi possono divenire filiali bancarie qualora i volumi di affari e di clientela, nonché la situazione logistica lo giustifichino⁵¹.

Tale modello distributivo ha costituito la base della strategia di *assubanking* del gruppo Unipol fino alla metà del decennio scorso (Figura 2.2).

Figura 2.2: Modello distributivo Unipol Banca – primo decennio anni 2000.



Fonte: UNIPOL GRUPPO (Marzo 2006), *Presentazione Istituzionale Unipol Gruppo*.

Attualmente il gruppo è indirizzato verso un modello multicanale integrato: oltre alle filiali integrate, che rimangono comunque la base del modello distributivo, assume un ruolo fondamentale la banca digitale, che garantisce l'accesso a tanti servizi bancari con la massima velocità, comodità e flessibilità, in assoluta sicurezza e riservatezza. Senza recarsi allo sportello è possibile effettuare le principali operazioni bancarie, 24 ore su 24 e 7 giorni su 7, con una semplice telefonata o un collegamento ad Internet. Attraverso l'app "My Unipol", inoltre, l'utente può usufruire dei servizi bancari ovunque si trovi, utilizzando il proprio dispositivo mobile⁵².

⁵¹ PORTA M. (2002), pp. 14-20.

⁵² www.unipolbanca.it

Il secondo modello distributivo prevede una riorganizzazione del gruppo assicurativo che si traduce nella creazione di nuove banche multicanale, che si fondano su grandi reti di consulenti finanziari (nuove o già esistenti). Tali banche sono a tutti gli effetti nuove, ma già dotate di una notevole forza commerciale, bacino di utenza e di un consistente patrimonio gestito e amministrato (Banca Generali, ad esempio, nasce dall'incorporazione di tre Sim del Gruppo Generali; RasBank, invece, nasce dalla fusione con Dival, Sim avente una rete storica di consulenti finanziari).

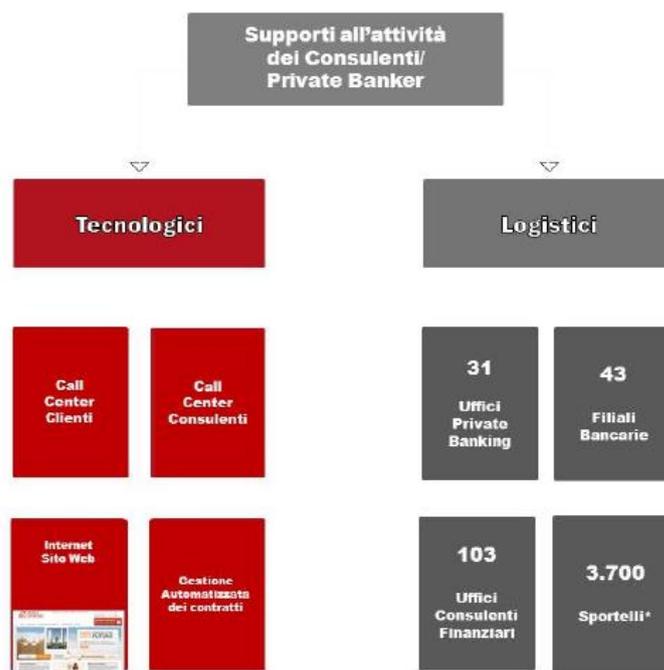
Esse offrono una gamma completa di prodotti bancari, finanziari (di risparmio e investimento) e assicurativi. Vengono gestiti anche servizi di *corporate finance*.

Il sistema distributivo si basa sulla gestione dei clienti da parte dei consulenti, mentre le operazioni e altri servizi sono accessibili digitalmente o via telefono. In tutti i casi, comunque, la struttura conta su poche filiali nelle grandi città e uffici di consulenti.

Banca Generali, ad esempio, ha 46 filiali bancarie che garantiscono, nei principali centri, l'accesso diretto della clientela ad alcuni servizi bancari. Presso le succursali bancarie sono presenti i *private banker* dipendenti (o *relationship manager*) che, insieme agli altri *private banker*, seguono la clientela *private*. Agli sportelli bancari si aggiungono i 160 uffici dei *financial planner / private banker*, in cui si svolge l'attività amministrativa, formativa e informativa della rete e che costituiscono un altro possibile punto di riferimento per la clientela. I *financial planner* svolgono in genere la tipica attività "fuori sede" direttamente presso i clienti. A completamento dell'approccio multicanale, vi è infine la disponibilità di numerosi servizi online e di call center⁵³ (Figura 2.3).

⁵³ BANCA GENERALI (2017), p. 44.

Figura 2.3: Modello distributivo Banca Generali.



Fonte: BANCA GENERALI (2014), Bilancio di sostenibilità.

L'*assurbanking* consente di operare efficacemente sui portafogli clienti delle imprese di assicurazione; la strategia è basata principalmente sull'integrazione delle reti di agenzie e organizzazione del *cross-selling* di prodotto sul portafoglio cliente.

Grazie alle operazioni di *assurbanking* gli operatori del mercato assicurativo sono riusciti ad introdurre criteri di segmentazione del canale e creare unità specializzate per la gestione dei clienti grandi investitori (basti pensare che, ad esempio, Banca Generali possiede 452 *private banker* e 64 *relationship manager* inseriti nella divisione *private*, specializzati nella relazione con la clientela *private*)⁵⁴.

Tale modello non si è ancora completamente realizzato, essendovi ulteriori margini di evoluzione per il management e la distribuzione delle imprese di assicurazione. È possibile individuare tre principali aree di influenza⁵⁵:

1. I manager centrali e periferici sono demandati allo sviluppo dell'integrazione di processi e culture professionali diverse fra loro, con il compito di coinvolgere gli agenti assicurativi in modo tale da ottenere una partecipazione attiva ed efficace

⁵⁴ BANCA GENERALI (2017), p. 42.

⁵⁵ PORTA M. (2002), p. 20.

alla riconfigurazione del business originario dell'impresa di assicurazione, derivante dall'adozione di strategia di *assurbanking*. Un problema da risolvere consiste nell'implementazione della cultura di marketing dei manager assicurativi, solitamente non abituati a gestire le relazioni con la clientela e a condurre le operazioni delle reti.

2. Il ruolo e la capacità gestionali degli agenti, i quali devono gestire strutture complesse e integrate, guidando gruppi di consulenti finanziari in un mutato contesto di organizzazione del lavoro e di standard operativi d'agenzia.
3. La cultura commerciale delle reti distributive. Si rende quindi necessario modificare le modalità di relazione con la clientela, attraverso un considerevole investimento, da parte dei gruppi assicurativi, volto alla diffusione di capacità consulenziali improntate sulla pianificazione finanziaria delle famiglie, sull'efficacia dei metodi di organizzazione del lavoro e su evolute abilità relazionali.

Capitolo III

La valutazione delle performance nell'*assurbanking*

3.1 Un approfondimento della letteratura

L'obiettivo principale di un modello di business (e più in generale delle strategie adottate dall'impresa) è quello di creare valore⁵⁶ per i propri azionisti. Tale obiettivo è conseguibile definendo una strategia e delle azioni da intraprendere per raggiungerlo, che vadano nella direzione definita a priori dalla strategia. Nei gruppi che operano in diverse aree di business (come nel caso delle società che adottano il modello dell'*assurbanking*) il fondamento della strategia consiste nella definizione delle azioni attraverso le quali il gruppo riesce a creare valore. Nel caso specifico dell'integrazione tra settore assicurativo e bancario si intende verificare se tale integrazione porti ad una creazione di valore per il gruppo che adotta questa strategia e la possibilità di misurare le performance e i risultati ottenuti.

Il modello del pentagono di McKinsey (Figura 3.1) può rappresentare la dinamica del valore di un'impresa rispetto a diverse variabili di natura strategica.

⁵⁶ Secondo KOLLER T., GOEDHART M., WESSELS D. (2015), p. 17: "Le aziende creano valore per i loro proprietari investendo denaro ora per generare flussi di cassa in entrata in futuro. La quantità di valore che creano è la differenza tra i flussi di cassa in entrata e il costo degli investimenti effettuati, aggiustati per riflettere il fatto che i flussi finanziari futuri valgono meno di oggi a causa del valore temporale del denaro e della rischiosità dei flussi di cassa futuri."

Figura 3.1: Modello del pentagono di McKinsey, la valutazione delle opportunità nella creazione del valore.



Fonte: COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J. (1991), p. 50.

I valori che tale modello posiziona ai vertici del pentagono sono:

- Valore attuale di mercato: si tratta del valore che il mercato attribuisce all'impresa, in altri termini la performance della stessa dal punto di vista degli azionisti; tale valore può essere determinato attraverso uno schema che si articola in molteplici passaggi, tra cui l'esame della performance del mercato (determinare il rendimento per gli azionisti rispetto ad altri investimenti), l'analisi della performance della concorrenza (sviluppo di un *framework* iniziale della performance della società concorrente rappresentativo del mercato, la comprensione del *cash flow* della società (identificare dove la società ha generato e investito risorse, e il rendimento degli investimenti), la sintesi dei giudizi di mercato (identificare le ipotesi alla base della quotazione corrente della società).
- Valore dell'impresa *as is*: comprende il valore stabilito per ogni componente del portafoglio della società sulla base dei cash flow previsti; una prima valutazione tiene conto dei risultati operativi di ogni unità di business partendo dalle

performance storiche, mentre una seconda esamina il valore della società stimando le performance previste nei *business plan*.

- Valore potenziale con miglioramenti interni: è il valore presumibile dell'impresa in presenza di strategie più aggressive; tale valore viene calcolato andando a modificare i principali generatori di valore di ciascuna attività dell'impresa.
- Valore potenziale con miglioramenti esterni: si tratta del valore che l'impresa può raggiungere attraverso una crescita esterna; vengono in questo caso analizzati diversi scenari, tra cui la vendita a un "compratore strategico" (ovvero un'altra impresa che possa realizzare sinergie operative e strategiche), nascita di una nuova impresa o scorporo, *leveraged buy out* da parte del management o di una terza parte, liquidazione.
- Valore ottimale dopo la ristrutturazione: è il valore potenziale al quale l'impresa può arrivare a seguito delle diverse combinazioni aziendali analizzate nei precedenti capitoli.

Tra i vertici del pentagono invece si trovano i differenziali di valore. Confrontando il valore attuale dell'impresa con il valore post-ristrutturazione è possibile determinare il massimo valore ottenibile per un'azionista a seguito dell'operazione di crescita. L'obiettivo per l'impresa è quello di colmare i gap di valore, in modo tale da rendere efficace l'attuazione di riassetti operativi, di portafoglio e finanziari⁵⁷.

Una volta definito ciò che si intende per "creazione di valore" si pone il problema di come valutare tale processo. Le abilità manageriali e imprenditoriali degli organi preposti alla gestione dell'impresa assumono quindi un ruolo fondamentale nell'effettiva creazione di valore. La performance economica, quindi, "costituisce il metro di misura e di valutazione delle suddette abilità, in altri termini dell'operato aziendale, delle coordinazioni economiche, dei congiunti profili strategici, organizzativi e gestionali"⁵⁸.

Le indagini relative alla performance d'azienda o economica mirano ad una valutazione dell'entità e della qualità dei risultati ottenuti da una qualsiasi tipologia di impresa e intendono verificare quali siano gli effetti (positivi e/o negativi) che derivano dall'aggregazione di un insieme di imprese.

⁵⁷ COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J. (1991), pp. 48-69.

⁵⁸ SILVI R. (1995), pp. 13-14.

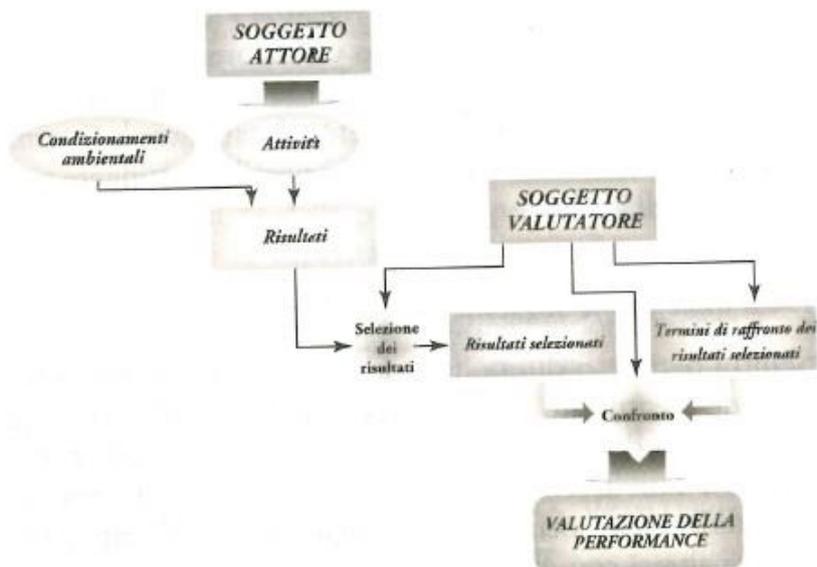
L'analisi della performance si focalizza, quindi, sui risultati reddituali conseguiti dall'impresa, cercando di capire se questi ultimi siano o meno soddisfacenti in relazione alle proprie aspettative o a quelle degli *stakeholder* o, ancora, rispetto ai risultati passati o realizzati dai concorrenti operanti nel medesimo mercato.

Diversi sono gli elementi costitutivi della valutazione della performance, tra i quali rientrano:

- il soggetto attore;
- lo svolgimento di una data attività;
- la produzione degli effetti derivanti dall'attività;
- il soggetto interessato alla valutazione della performance (soggetto valutatore);
- i termini di raffronto della performance.

Uno schema di valutazione della performance è proposto nella Figura 3.2.

Figura 3.2: Schema generale di valutazione della performance.



Fonte: BORRÈ L. (2003), p. 69.

È interessante notare come il soggetto attore sia comunque focalizzato sulle proprie performance (divenendo nel contempo soggetto valutatore). Al contrario, i risultati prodotti dall'attore possono interessare soggetti (interlocutori sociali o attori del sistema competitivo), terzi rispetto a quest'ultimo, che vengono in qualche misura influenzati da tali risultati. Essi sono generati sia dall'attività posta in essere dall'attore che da forze

presenti nell'ambiente circostante che condizionano gli esiti dell'azione intrapresa. Infine, gli interessi e le indicazioni del soggetto valutatore, scelti in funzione dei risultati che si vogliono ottenere e delle informazioni disponibili, influiscono sui termini di raffronto⁵⁹.

La misurazione delle performance aziendali “consiste dunque in un sistema di assegnazione di valori a oggetti ed eventi rilevanti secondo norme e scopi prestabiliti”⁶⁰. Essa, in particolare, “si configura come un sistema coordinato di strutture, metodologie, processi che definiscono e rilevano le performance (risultati delle prestazioni attese o conseguite) allo scopo di comunicare, interpretare, orientare e valutare i comportamenti aziendali”⁶¹. Molteplici sono le funzioni che vengono attribuite alla misurazione:

- deve essere messa in relazione con specificità ed esigenze di chi la utilizza;
- deve attirare l'attenzione sui problemi rilevanti per la gestione aziendale;
- deve individuare le linee d'azione migliori per conseguire i risultati, influenzare e valutare la coerenza delle scelte e dell'operato aziendali;
- deve essere di supporto al perseguimento degli obiettivi aziendali⁶².

Il tema relativo ai benefici e ai costi della diversificazione e della concentrazione aziendale è stato trattato considerando le imprese senza una focalizzazione sui settori bancario, assicurativo o finanziario.

Alcuni studi evidenziano dei benefici, indicando come fattori chiave del successo le economie di scala e l'accesso a linee di business redditizie (Chandler, 1977), le capacità di debito e gli scudi fiscali (Lewellen, 1971), la creazione di mercati dei capitali interni che porta ad una maggiore efficienza degli investimenti (Stein, 1997). A questi primi studi ne sono seguiti altri, i quali evidenziano gli aspetti negativi della diversificazione. Ad esempio, quello relativo al fatto che il management possa ampliare il portafoglio di attività aziendali per un beneficio personale (Jensen e Meckling, 1976) o che la

⁵⁹ BORRÈ L. (2003), pp. 67-70.

⁶⁰ FLAMHOLTZ E.G. (1988), p. 149, definisce la misurazione come il “processo attraverso il quale si quantificano le caratteristiche del comportamento e delle prestazioni rilevanti sotto il profilo aziendale”. Mentre MASON R.O. e SWANSON E.B. (1988), pp. 12-13, definiscono la misurazione come “l'assegnazione di valori ad oggetti od eventi in modo tale da aiutare il dirigente a conseguire lo scopo del sistema”.

⁶¹ SILVI R. (1995), pp. 8-9.

⁶² SILVI R. (1995), pp. 9-10.

diversificazione intensifichi i problemi di agenzia tra *insider*⁶³ e piccoli azionisti (Stulz, 1990). O ancora, che influenzi il volume delle attività (Scharfstein e Stein, 2000) e porti a problemi di contrattazione (Rajan, et al. 2000) o risulti in una maggiore rigidità burocratica (Shin and Stulz, 1998).

Esiste poi una letteratura che stima il cd. “sconto di diversificazione”⁶⁴ (dal termine anglosassone *diversification discount*). Uno dei primi studi è stato elaborato da Berger e Ofek (1995), i quali stimano che la diversificazione aziendale porti ad una perdita di valore per le imprese che va dal 13 al 15 %; i sovrainvestimenti e i sussidi incrociati tra le diverse linee di business contribuiscono alla perdita di valore, mentre una modesta riduzione di tale perdita è data dal beneficio fiscale della diversificazione. Lins e Servaes (1999), tuttavia, evidenziano prove contrastanti in merito allo “sconto” utilizzando un campione di imprese operanti in Germania, Giappone e Regno Unito. Nello specifico, gli autori evidenziano una perdita di valore del 10% in Giappone, del 15% nel Regno Unito, mentre nessuna perdita in Germania. La proprietà concentrata nelle mani degli *insiders* aumenta l'effetto sul valore della diversificazione in Germania, ma non nel Regno Unito o in Giappone; per quest'ultimo, solo le aziende con forti legami con un gruppo industriale presentano uno “sconto”. In generale, gran parte degli autori propende per una valutazione negativa.

La maggior parte della letteratura si concentra sugli effetti della diversificazione sui flussi di cassa e sul conseguente valore complessivo dell'impresa. Più di recente, tuttavia, sono state suggerite alcune spiegazioni alternative alla perdita di valore azionario per le imprese operanti sotto forma di conglomerato. Lamont e Polk (2001) esaminano la possibilità che le imprese diversificate si trovino di fronte a rendimenti futuri degli *asset* superiori a quelli delle imprese specializzate. Mentre la gamma di possibili spiegazioni relative al differenziale di rendimenti attesi include anche il rischio, le tasse e la liquidità; in un contesto relativo al conglomerato finanziario tale differenziale è spesso attribuito al *mispricing* da parte di investitori irrazionali. I conglomerati finanziari sono complessi, i prodotti finanziari sono poco trasparenti e

⁶³ Chiunque possa avere accesso in anticipo a informazioni riservate sull'attività economica di un'azienda.

⁶⁴ Esprime il minor valore rispetto al NAV attribuibile alle attività del gruppo nella prospettiva di un azionista di minoranza (cioè di un soggetto che non possa disporre degli *assets*, né possa modificare i processi allocativi delle risorse all'interno del gruppo).

perciò investitori e analisti hanno maggiori difficoltà di valutazione per questa tipologia di imprese (si veda per esempio la discussione in Hadlock et al., 1999).

Mansi e Reeb (2002) indicano il classico conflitto di interessi tra azionisti e obbligazionisti come motivo per la determinazione del profilo di rischio dell'impresa. La diversificazione porta alla riduzione del rischio e ad una probabilità di default inferiore, con conseguente aumento di valore per gli obbligazionisti. In termini di contratti derivati, tuttavia, il valore per gli azionisti è l'opzione *call* sul valore della società esercitata in stati in cui il valore delle attività è superiore ai debiti nei confronti degli obbligazionisti (ad esempio il valore residuale).

Una visione radicalmente diversa è che non sia la diversificazione a causare la perdita di valore, ma il fatto che le aziende che presentano già uno “sconto” tendano a spostarsi da industrie in difficoltà verso industrie promettenti (causalità inversa). Utilizzando varie tecniche econometriche, Campa e Kedia (2002), Villalonga (2004), Whited (2001), Fluck e Lynch (1999) e Lamont e Polk (2001) dimostrano che la perdita può essere almeno in parte spiegata da errori di selezione, problemi di endogeneità, ed errori di misurazione. Un argomento simile è stato proposto da Maksimovic e Phillips (2002): le imprese meno produttive tendono a diversificarsi, ma non è quest'ultima la causa della perdita di valore.

Come detto, la maggior parte degli studi sin qui analizzati utilizza dati relativi ad imprese non finanziarie. Quella relativa al tema della diversificazione all'interno dei settori bancario e assicurativo (e ai relativi modelli di business della *bancassurance* o dell'*assurbanking*) è ancora limitata, solo pochi studi si sono concentrati nell'analisi di questo fenomeno da un punto di vista della valutazione dell'efficacia di detta tipologia di modello di business.

Le eccezioni sono rappresentate dagli studi di Laeven e Levine (2007) e di Schmid e Walter (2006). I primi evidenziano una grande perdita di valore per i conglomerati utilizzando un campione di 836 banche di 43 diversi paesi e attribuiscono la distruzione di valore a problemi di agenzia relativi alla struttura conglomerale. Essi affermano, in conclusione, che la dimensione della perdita è tale da eliminare qualsiasi economia di scopo. I secondi limitano il loro campione agli Stati Uniti, ma includono tutti i tipi di intermediari (banche commerciali e banche che fungono da *holding*, imprese di assicurazione, *asset manager* e *broker-dealer*). Essi evidenziano una perdita sostanziale

e persistente, causata dalla diversificazione in sé e non dalle imprese in difficoltà che scelgono di diversificare in aree più promettenti. Tale perdita è stabile anche rispetto a diverse combinazioni tra le attività finanziarie. Due eccezioni sono le combinazioni di banche commerciali e imprese di assicurazione e di banche commerciali e di investimento, le quali presentano una significativa creazione di valore derivante dalla diversificazione.

Un'ulteriore ricerca (Van Lelyveld e Knot, 2008) ha l'obiettivo di analizzare la valutazione del modello di conglomerato finanziario. Nello specifico, si tratta di verificare se le imprese che combinano servizi bancari e assicurativi all'interno di una singola entità abbiano un valore maggiore o minore di quello della somma dei valori delle due attività prese singolarmente. Gli autori definiscono la nozione di conglomerato, prendendo come riferimento la definizione della direttiva europea sui conglomerati⁶⁵, per la scelta del campione da analizzare.

Vengono dapprima selezionati i 45 maggiori conglomerati finanziari dalla lista pubblicata dall'UE nel 2006. Successivamente, gli autori si concentrano sull'impatto della diversificazione sul valore di mercato, filtrando il campione di conglomerati in base ai criteri della direttiva europea: a) più del 50 % delle attività di gruppo sono finanziarie e b) le quote del settore bancario e assicurativo nel totale delle attività finanziarie sono comprese tra 10 e 90%. L'elenco dei conglomerati considerati ai fini dell'analisi è presentato nella Tabella 3.1.

⁶⁵ Direttiva n. 2002/87/CE.

Tabella 3.1: Lista dei conglomerati finanziari utilizzati per l'analisi.

Country	Name	Ave. W _{TA}	Ave. W _{SA}	Country	Name	Ave. W _{TA}	Ave. W _{SA}
BE	Fortis	0.14	0.31	IE	Irish Life & Permanent Plc	0.37	0.41
CH	Credit Suisse Group	0.29	0.31	IT	Banca Carige SpA	0.09	0.08
DE	Allianz Aktiengesellschaft	0.68	0.95	IT	Banca Intesa SpA	0.05	0.04
DE	AMB Generali Holding AG	0.52	0.80	IT	Gruppo Monte dei Paschi di Siena	0.06	0.08
DE	Wüstenrot & Württembergische	0.48	0.55	IT	Mediolanum	0.66	0.78
DK	Alm. Brand A/S	0.63	0.50	IT	San Paolo-IMI	0.04	0.02
DK	Danske Bank A/S	0.20	0.24	NL	ING Groep NV	0.33	0.62
DK	Sampo Plc	0.53	0.45	NL	SNS Reaal Groep NV	0.16	0.25
ES	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria SA	0.03	0.04	NO	DnB Nor ASA	0.16	0.09
ES	Banco Santander Central Hispano - Group	0.04	0.04	NO	Storebrand Group - Storebrand ASA	0.77	0.51
FR	Crédit Agricole - Crédit Agricole Group	0.12	0.11	SE	Nordea Bank AB	0.08	0.11
GB	Lloyds TSB Group Plc	0.21	0.07	SE	Skandinaviska Enskilda Banken AB	0.07	0.12
GB	Old Mutual Plc	0.60	0.68	SE	Svenska Handelsbanken	0.10	0.35
GB	HBOS Plc	0.11	0.07				

Fonte: VAN LELYVELD I., KNOT K. (2008), p. 16.

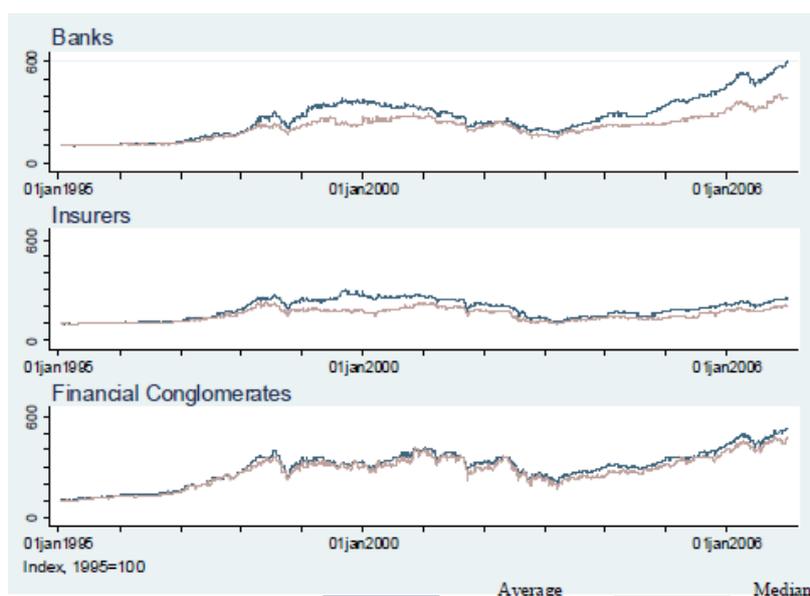
Per verificare l'effettiva creazione o distruzione di valore derivante dall'attività congiunta vengono poi selezionate le 45 maggiori banche quotate (in base alle dimensioni dei bilanci del 2005) e ai 45 maggiori assicuratori (sulla base dei premi lordi registrati nell'anno 2005), in modo tale da verificare anche le performance delle attività prese singolarmente. Un problema che è stato preso in considerazione dagli autori è il trattamento dei dati inseriti a bilancio secondo gli IFRS. Per i dati più recenti, infatti, sono presenti molte istituzioni che fanno riferimento ai nuovi principi contabili internazionali (IFRS) anziché, come avveniva in passato, ai GAAP (*Generally Accepted Accounting Principles*) locali; di conseguenza si è scelto di utilizzare i dati basati sugli IFRS ove disponibili.

Si è proceduto, quindi, alla determinazione della percentuale di attività assicurativa (rispetto al settore bancario) in base ai dati di bilancio annuali. In alcuni casi questa informazione è stata integrata o confermata con informazioni da siti web istituzionali. Le quote del settore sono state determinate in base alla relativa dimensione del bilancio e alle vendite relative, prendendo entrate totali e premi lordi contabilizzati come misure per le vendite rispettivamente nel settore bancario e in quello assicurativo.

I conglomerati finanziari risultano più grandi rispetto ai singoli gruppi bancari e assicurativi perché la diversificazione nei rispettivi settori (bancario e assicurativo) determina altresì un aumento delle loro dimensioni.

Vengono poi analizzate le performance dei conglomerati finanziari rispetto a quelle delle singole attività nel periodo che va dal 1995 al 2006 attraverso l'andamento dei prezzi azionari (Grafico 3.1).

Grafico 3.1: Movimenti dei prezzi per azionari per banche, imprese di assicurazione e conglomerati, 1995-2006.

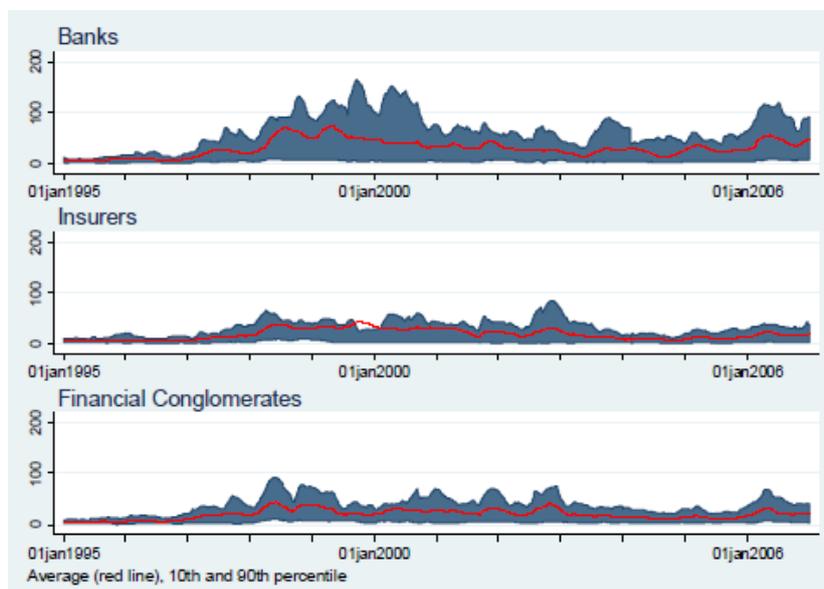


Fonte: VAN LELYVELD I., KNOT K. (2008), p. 6.

Il grafico evidenzia l'esistenza di un trend omogeneo tra i movimenti del prezzo delle azioni di banche, assicurazioni e conglomerati. Per tutte e tre le istituzioni vi è un costante aumento fino alla seconda metà degli anni Novanta, seguito da diversi anni di stabilizzazione. Il crollo del mercato azionario mondiale poco dopo il millennio è evidente, anche se si nota un recupero fino alla fine del periodo di campionamento.

Oltre al valore azionario, un'ulteriore variabile presa in considerazione è la volatilità delle azioni. Il Grafico 3.2 presenta la volatilità media all'interno di finestre di 265 giorni di negoziazione (che corrispondono ad un anno).

Grafico 3.2: Volatilità del prezzo azionario per banche, imprese di assicurazione e conglomerati finanziari, 1995-2006.



Fonte: VAN LELYVELD I., KNOT K. (2008), p. 6.

Il grafico evidenzia un aumento dell'incertezza degli investitori poco prima del nuovo millennio, periodo in cui si sono verificate diverse situazioni di crisi. Per le imprese di assicurazione, invece, si osserva un livello più basso di volatilità, collegato ai prodotti assicurativi dei rami vita, i quali solitamente prevedono una durata estesa. L'andamento della volatilità dei prezzi azionari dei conglomerati finanziari combina gli sviluppi dei gruppi bancari e assicurativi.

Dall'analisi condotta attraverso un modello statistico sui 45 conglomerati finanziari selezionati, non risulta alcuna evidenza strutturale di uno "sconto di diversificazione". Un esame più approfondito dei dati sottostanti rivela che il 52% dei conglomerati presenta un premio, mentre nel 48% dei casi si realizza uno sconto.

In conclusione, gli autori presentano le seguenti considerazioni in merito all'analisi condotta:

1. i conglomerati più grandi hanno maggiore probabilità di registrare uno sconto maggiore;

2. i conglomerati bilanciati sarebbero più preposti ad evidenziare degli sconti, ma ciò non è confermato dall'analisi in modo univoco;
3. il valore si sposta dagli azionisti agli obbligazionisti quando il rischio complessivo si riduce a seguito della diversificazione.

Un ulteriore studio è stato condotto a livello italiano per analizzare l'efficacia e l'efficienza del modello di business bancassicurativo rispetto allo svolgimento dei singoli business. La maggior parte degli studi che si occupano di bancassicurazione hanno avuto natura descrittiva (fornendo una visione ampia dei razionali economici e dei vantaggi e svantaggi per tutte le istituzioni coinvolte), mentre solo pochi studi forniscono una valutazione empirica del business della bancassicurazione. La maggior parte di questi studi empirici si concentra sulla valutazione dei benefici della diversificazione del rischio (ad esempio Boyd, Graham e Hewitt, 1993; Genetay e Molyneux, 1998; Estrella, 2001; Fields, Fraser e Kolari, 2007), mentre la valutazione dell'efficienza sembra essere un problema scarsamente investigato.

Lo studio condotto da Fiordelisi e Ricci (2011) sul mercato bancassicurativo italiano, invece, ha l'obiettivo di rispondere a tre quesiti fondamentali al momento della valutazione delle performance di tale modello di business:

1. Le banche che operano nel settore assicurativo sono più efficienti (in termini di costi e ricavi) rispetto ai concorrenti che si specializzano nell'attività bancaria tradizionale e di investimento?
2. Le compagnie di bancassicurazione sono più efficienti (in termini di costi e ricavi) rispetto a società indipendenti che operano nel business vita?
3. Quale modello di bancassicurazione fornisce le migliori prestazioni?

Per rispondere a tali quesiti, gli autori si focalizzano sui settori bancario e assicurativo italiani nel periodo 2005-2006, utilizzando un campione di oltre 250 banche, imprese di assicurazione e società derivanti da forme di integrazione tra le due (quali ad esempio *joint-ventures*, società *captive*, ecc)

I risultati ottenuti dallo studio per il settore bancario non consentono di sostenere l'ipotesi che la bancassicurazione fornisca alle banche coinvolte in questo business vantaggi in termini di riduzione dei costi o incremento dei profitti. Compagnie che adottano modelli bancassicurativi e compagnie che non li adottano presentano differenti

livelli di efficienza media, ma tali differenze sono spiegate da altri fattori rispetto alla bancassicurazione (come dimensioni aziendali, struttura della proprietà e adeguatezza patrimoniale). Dal lato assicurativo, si hanno prove di sostanziali guadagni dovuti all'adozione di una strategia di bancassicurazione. Nello specifico, l'utilizzo delle filiali bancarie riduce i costi di distribuzione per le polizze vita. Inoltre, i prodotti ad elevato contenuto finanziario (che svolgono un ruolo cruciale nelle società di bancassicurazione) risultano meno costosi da gestire rispetto ai tradizionali prodotti assicurativi di protezione, ma anche meno redditizi. Nel complesso, si evidenziano vantaggi bancassicurativi solo dal lato dei costi, mentre dal più importante punto di vista del profitto non vi sono sostanziali guadagni. Le differenze tra banche e imprese di assicurazione non sono, comunque, così significative. Per quanto riguarda i modelli di bancassicurazione più performanti, le *joint-ventures* ottengono risultati migliori in termini di efficienza rispetto ad altre tipologie, ma anche una redditività più bassa.

Gli autori dimostrano che il principale vantaggio della bancassicurazione è legato all'utilizzo di un canale di distribuzione a basso costo (il canale bancario), mentre il successo di prodotti assicurativi ad alto contenuto finanziario appare più volatile e strettamente collegato alle tendenze dei mercati finanziari. Di conseguenza, il mix di prodotti offerti deve essere continuamente rivisto in base alle esigenze del cliente e all'evoluzione del mercato finanziario. In conclusione, i legami azionari tra banche e imprese di assicurazione non rappresentano necessariamente la migliore strategia di bancassicurazione, mentre forme più flessibili di cooperazione (come accordi di *cross-selling*, alleanze strategiche non azionarie e partecipazioni di minoranza) sembrano in grado di migliorare le prestazioni.

Dall'analisi della letteratura sin qui condotta emergono le seguenti considerazioni:

1. Per alcuni autori, lo svolgimento congiunto di attività bancaria e assicurativa porta ad una perdita di valore derivante dalla diversificazione rispetto ad una strategia di focalizzazione sul singolo business. L'unica eccezione è rappresentata dalla combinazione tra attività assicurativa e quella di banca commerciale solo per il mercato statunitense, per la quale si evidenzia una creazione di valore derivante dalla diversificazione.

2. Altri autori non rilevano alcuna perdita di valore derivante dalla diversificazione (cd. “sconto” di diversificazione), ma neppure un sostanziale guadagno. Evidenziano però le dimensioni del conglomerato e il maggiore bilanciamento tra attività assicurativa e bancaria al suo interno quali elementi in grado di provocare un probabile sconto.
3. Per quanto attiene ai modelli bancassicurativi, dal lato del settore bancario non vengono evidenziati vantaggi o svantaggi significativi dallo svolgimento congiunto delle due attività (gli scostamenti di efficienza tra i diversi gruppi si spiegano con riferimento ad altri fattori quali le dimensioni, la struttura proprietaria, l’adeguatezza patrimoniale); dal lato del settore assicurativo, invece, sostanziali vantaggi derivano dalla riduzione dei costi (soprattutto di distribuzione), piuttosto che da un incremento del livello dei profitti.

3.2 La valutazione delle performance nel modello di *assurbanking*

Allo scopo di analizzare le performance, gli analisti finanziari e gli operatori economici si avvalgono di diverse tipologie di indici di bilancio.

Questo set di indicatori, però, non coglie tutti gli aspetti necessari ad una completa e corretta valutazione delle performance derivanti dalla gestione aziendale, ad esempio quello relativo al rischio. Per questo motivo l’analisi che segue terrà conto di indicatori di natura contabile, affiancandoli ad ulteriori indicatori che indagano sull’aspetto relativo ai rischi tipici dell’attività assicurativa e di quella bancaria.

Focalizzandosi quindi sulle performance del modello di business dell’*assurbanking* si è proceduto a selezionare un set gruppi assicurativi, gruppi bancari e conglomerati finanziari⁶⁶:

- tre conglomerati a matrice assicurativa che hanno adottato nel tempo un valido modello di *assurbanking* (Generali, Axa e Allianz), nei quali la componente bancaria si presta ad un confronto con diversi gruppi bancari a livello sovranazionale;

⁶⁶ Soddisfacenti i requisiti previsti dalla direttiva europea n. 2002/87/CE.

- tre gruppi assicurativi operanti nei rami vita e/o danni (Zurich, Aviva, CNP), e un conglomerato finanziario in cui l'attività assicurativa è prevalente, mentre quella bancaria è marginale (NN Group);
- tre conglomerati in cui l'attività bancaria è preponderante o quasi totalitaria, mentre quella assicurativa è marginale (BBVA, Crédit Agricole e ABN Amro).

La base dati utilizzata per l'analisi è costruita prendendo in considerazione i bilanci consolidati redatti secondo i principi contabili internazionali (IFRS). Per i primi tre gruppi (conglomerati "misti") si sono scorporate le attività assicurativa e bancaria attraverso il dato ricavato dall'informativa di settore (IFRS 8). La base è integrata con l'utilizzo della banca dati Bloomberg. Il periodo di riferimento per l'analisi prende in considerazione gli anni dal 2015 al 2017.

Per la valutazione si è deciso di prendere in considerazione uno specifico set di indicatori: dapprima un indicatore sintetico, utilizzato in generale per qualsiasi tipologia di impresa (non necessariamente finanziaria) e che misura la redditività, l'economicità della gestione aziendale, ovvero il ROE (*Return on Equity*). Quest'ultimo però, presenta dei limiti non indifferenti che possono portare alla formulazione di giudizi non del tutto corretti. Una delle principali critiche mosse contro il ROE è quella di costituire un rapporto insensibile al rischio, che non tenga conto cioè di alcuni elementi come la qualità degli attivi, la leva finanziaria, e che non consideri gli effetti di lungo periodo generati dalle scelte strategiche e gestionali effettuate dal management⁶⁷.

Accanto al ROE, quindi, si sono considerati diversi indicatori che tengano conto del fattore rischio per il settore bancario (RAROC) e per il settore assicurativo (*Present Value of New Business Premiums*, margine per *Annual Premium Equivalent*, *Embedded Value*).

Infine, vengono aggiunti ulteriori indicatori di natura contabile, specifici per la misurazione delle performance dell'attività bancaria (*Total Capital Ratio*, Margine di Interesse Unitario, *Cost/Income Ratio*) e di quella assicurativa (*Combined Ratio*).

Gli indicatori vengono riassunti nella Tabella 3.1.

⁶⁷ FACCINCANI L. (2012), pp. 277-278.

Tabella 3.1: Indicatori per la valutazione delle performance dell'assurbanking.

Indicatore	Formula Esplicita	Significato
Return on Equity (ROE, %)	$\frac{\text{Reddito netto}}{\text{Patrimonio netto}}$	Redditività del patrimonio netto (o capitale proprio) aziendale.
Risk-adjusted Return on Capital (RAROC, %)	$\frac{\text{Nopat}}{\text{Capitale regolamentare}}$	Redditività del capitale corretta per il rischio.
Present Value of New Business Premiums (PVNBP, %)	$\frac{\text{Valore del New Business}}{\text{Valore attuale di tali contratti}}$	Valore attuale valore del portafoglio in essere attribuibile ai contratti stipulati nell'ultimo anno.
Margine per APE (APEM, %)	$\frac{\text{Valore del New Business}}{\text{Annual Premium Equivalent}}$	Valore del portafoglio attribuibile ai contratti dell'ultimo anno rapportato ad un importo forfettario (premi periodici sommati a un decimo dei premi unici).
Embedded Value (EV, mln €)	<i>Value in Force</i> + Patrimonio netto	Valore intrinseco dell'impresa di assicurazione.
Common Equity Tier 1 Ratio (CET1R, %)	$\frac{\text{Common Equity Tier 1}}{\text{Attività di rischio ponderate}}$	Esprime la qualità delle risorse con le quali una banca è in grado di garantire i prestiti concessi ai clienti ed i rischi rappresentati dai crediti deteriorati.
Margine di Interesse Unitario (MIU, %)	$\frac{\text{Margine di interesse}}{\text{Totale attività medie}}$	Esprime il contributo che riceve la redditività generata dall'operatività primaria della banca (intermediazione creditizia).
Cost/Income Ratio (CI, %)	$\frac{\text{Costi operativi}}{\text{Margine di intermediazione}}$	Esprime l'incidenza degli oneri di gestione sui margini generati dalla banca.
Combined Ratio (CR, %)	Loss ratio + Expense ratio	Sintetizza il complesso delle relazioni tra sinistri, spese e premi, ovvero elementi di costo e ricavo tecnici per un'impresa di assicurazione ramo danni.

Fonte: FACCINCANI L. (2012) e BIRINDELLI G. (2012); PACI S. (2017).

I risultati dell'analisi sono riassunti nella Tabella 3.2 per il settore bancario e nella Tabella 3.3 per il settore assicurativo.

Tabella 3.2: Analisi delle performance del settore bancario nei modelli di assurbanking per gli anni 2015-2017.

	Generali (Bancario)			Axa (Bancario)			Allianz (Bancario)			Crédit Agricole			ABN Amro			BBVA		
	2017	2016	2015	2017	2016	2015	2017	2016	2015	2017	2016	2015	2017	2016	2015	2017	2016	2015
ROE	32,41	28,58	37,41	5,42	8,09	8,27	3,72	3,29	3,64	6,01	5,94	6,58	13,52	9,89	11,83	7,51	7,34	5,48
RAROC	56,59	45,69	66,53	7,05	10,26	10,89	4,95	10,60	21,40	11,92	9,86	11,60	12,47	9,41	12,60	20,78	17,64	17,85
CET1R	18,50	16,70	14,30	19,70	21,20	18,20	14,9	13,9	13,8	14,90	14,50	13,70	17,70	17,00	15,50	11,10	10,90	10,30
MIU	0,68	0,70	1,08	1,11	1,04	1,04	0,93	0,87	1,08	0,84	0,14	0,77	1,66	1,56	1,53	2,54	2,37	2,38
CI	38,25	45,24	37,69	71,54	74,77	64,21	61,9	63,4	64,5	54,70	67,46	62,47	65,26	73,61	69,73	76,68	78,27	80,42

Fonte: Bilanci societari consolidati e dati Bloomberg.

Analizzando dapprima il ROE, è possibile osservare come i risultati del business bancario dei conglomerati “misti”, ad eccezione del Gruppo Generali, siano inferiori rispetto alla media dei gruppi bancari presi come campione di riferimento per il settore nel 2017, mentre evidenziano un andamento altalenante nel biennio precedente.

L’analisi dell’indicatore che tiene conto della variabile rischio per il settore bancario (RAROC) conferma in parte i risultati osservati in precedenza per il ROE: nel triennio preso in esame i gruppi bancari ottengono performance migliori (sempre ad eccezione del Gruppo Generali) rispetto al business bancario dei conglomerati “misti”.

Infine, considerando gli indici di natura contabile utilizzati per analizzare le performance specifiche del settore bancario, emergono i seguenti risultati. A livello di solidità patrimoniale (*CET1 Ratio*), il business bancario dei conglomerati “misti”, si conferma in linea con i competitors bancari, se non leggermente superiore. A livello di margine di interesse unitario (indice che sintetizza la caratterizzazione di una banca verso il business tradizionale), invece, le performance dei gruppi bancari sono superiori (ad eccezione del Gruppo Crédit Agricole) rispetto a quelle del business bancario presente all’interno dei conglomerati che hanno adottato il modello di *assurbanking*, durante tutto il periodo preso in considerazione. Una motivazione plausibile consiste nell’orientamento di tali modelli verso la gestione del risparmio, verso l’*asset management*, piuttosto che verso il business bancario tradizionale. Per quanto riguarda l’indice *Cost/Income ratio*, invece, i risultati evidenziano risultati simili tra i gruppi prevalentemente a matrice bancaria e i conglomerati “misti”.

In sintesi, l’analisi del settore bancario ha evidenziato le migliori performance dei gruppi bancari cosiddetti “puri”, ovvero in cui l’attività assicurativa non è presente o lo è in una percentuale marginale. Il business bancario all’interno dei gruppi che adottano strategie di *assurbanking* sembra non produrre risultati soddisfacenti rispetto alla concorrenza (ad eccezione del Gruppo Generali).

Tabella 3.3: Analisi delle performance del settore assicurativo nei modelli di assurbanking per gli anni 2015-2017.

	Zurich			Aviva			NN Group			CNP			Generali (Assicurativo)			Axa (Assicurativo)			Allianz (Assicurativo)		
	2017	2016	2015	2017	2016	2015	2017	2016	2015	2017	2016	2015	2017	2016	2015	2017	2016	2015	2017	2016	2015
ROE	9,43	10,39	5,59	8,38	3,79	6,68	8,51	5,12	7,31	7,66	7,44	7,41	8,50	8,65	8,68	9,34	8,71	8,80	10,26	10,69	10,68
PVNB	2,45	1,70	1,74	3,57	3,87	4,00	3,10	2,50	2,49	2,77	1,59	1,67	4,01	2,72	2,27	4,32	3,90	3,76	3,39	2,70	2,12
APEM	22,57	18,12	19,12	28,31	30,05	31,55	19,26	15,51	15,60	23,58	13,93	14,49	39,19	25,91	21,60	43,07	39,74	38,23	23,24	18,87	17,97
EV	22.135	17.050	17.637	n.a.	n.a.	19.560	n.a.	n.a.	n.a.	23.241	19.951	19.243	n.a.	29.159	30.133	55.200	52.500	59.200	36.242	31.777	28.737
ΔEV	+29,82	-3,33	-8,57	n.a.	n.a.	+28,06	n.a.	n.a.	n.a.	+16,49	+3,68	+9,77	n.a.	-3,23	+20,14	+5,14	-11,32	+19,51	+14,05	+10,58	+7,24
CR	100,90	98,40	103,50	96,60	101,10	94,60	101,90	103,50	101,50	n.a.	n.a.	n.a.	92,80	92,50	93,20	96,30	96,50	96,20	95,20	94,30	94,60

Fonte: Bilanci societari consolidati e dati Bloomberg.

L'indice ROE evidenzia migliori performance dei conglomerati “misti” rispetto ai gruppi assicurativi durante tutto il triennio esaminato.

Prendendo in esame, successivamente, gli indicatori propri del settore assicurativo è necessario effettuare una distinzione tra comparto vita e comparto danni.

Partendo dal ramo danni, l'analisi si concentra sull'indicatore specifico di natura contabile *combined ratio* (composto rispettivamente dal *loss ratio* e dall'*expense ratio*). In questo caso il business assicurativo dei gruppi che adottano il modello di *assurbanking* ottiene migliori risultati rispetto ai gruppi assicurativi “puri”. Un sostanziale contributo è fornito dall'*expense ratio*, sempre inferiore per i primi rispetto ai secondi.

Passando successivamente al comparto vita, sia gli indicatori PVNBP che il margine per APE evidenziano migliori performance del business assicurativo dei gruppi “misti”, rispetto ai gruppi prevalentemente assicurativi. L'indicatore *Embedded Value*, o meglio la variazione dell'EV rispetto all'anno precedente, invece, non presenta sostanziali differenze tra i conglomerati “misti” e i gruppi prevalentemente, se non esclusivamente, a matrice assicurativa.

In sintesi, il business assicurativo dei conglomerati “misti” realizza performance migliori rispetto a quelli dei gruppi assicurativi “puri”. Si potrebbe ipotizzare, quindi, che il modello di business dell'*assurbanking* permetta, ai gruppi che lo adottano, di migliorare le performance del business assicurativo grazie alle sinergie producenti valore per l'intero gruppo, e grazie al contributo che il business bancario fornisce alla rete distributiva di gruppo attraverso lo sviluppo di strategie di *cross-selling*.

Capitolo IV

Allianz Bank Financial Advisors

4.1 Introduzione

Allianz Bank Financial Advisors è la banca multicanale del gruppo Allianz operante in Italia; una realtà solida e in costante crescita, orientata prevalentemente alla consulenza finanziaria. Negli anni si è focalizzata su un unico mercato, ossia quello della clientela privata interessata ai servizi di investimento.

Il Gruppo Allianz è un fornitore globale di servizi finanziari, in grado di offrire un'ampia gamma di prodotti assicurativi e di *asset management* ai suoi 88 milioni di clienti in oltre 70 paesi. Nell'anno fiscale 2017, con oltre 140.000 dipendenti in tutto il mondo, il gruppo ha realizzato ricavi totali per 126,1 miliardi di euro e un utile operativo di 11,1 miliardi di euro.

Per quanto riguarda l'attività assicurativa, i clienti *retail* e *corporate* godono di un'ampia selezione di prodotti in tutte le linee di business assicurative. Allianz è uno dei principali assicuratori, sia nel comparto danni/infortuni e malattia sia nel comparto vita. La maggior parte dei mercati è servita da compagnie locali Allianz, ma si sono sviluppate anche aree di business globali, quali ad esempio l'assicurazione *corporate* di aziende multinazionali, l'assicurazione del credito, i servizi di assistenza e la riassicurazione.

Al 31 dicembre 2017, con circa 1.960 miliardi di euro di patrimonio gestito, Allianz rappresenta uno dei maggiori *asset manager* al mondo che utilizza strategie di investimento attive. Svolge la propria attività di *asset management* attraverso due

distinte società di gestione degli investimenti, Allianz Global Investors (AllianzGI) e PIMCO: entrambe le unità operano sotto Allianz Asset Management (AAM). Mercati particolari includono Stati Uniti, Germania, Francia, Italia, Regno Unito e la regione Asia-Pacifico. Al 31 dicembre 2017, Allianz gestiva 1.448 miliardi di euro di *asset* di terzi⁶⁸.

In Italia Allianz è presente attraverso il gruppo Allianz S.p.A., il quale conta circa 5500 dipendenti e fa leva su una forza vendita composta da 2.900 agenti, circa 22.000 collaboratori e oltre 1900 promotori finanziari. Il gruppo è leader in diversi settori: nel settore bancario e nell'*asset management* con Allianz Bank Financial Advisors, Investitori Sgr, nella bancassicurazione con Creditras Assicurazioni e Creditras Vita e nel canale assicurativo diretto (telefono e Internet) con Genialloyd⁶⁹.

Allianz Bank in quanto tale nasce nel 1989, ma è collegata a Ras, il Gruppo che ha creato il primo Fondo comune di investimento in Italia (Gestiras, nel 1984) e che oggi offre sia servizi assicurativi che servizi bancari e finanziari a circa 5 milioni di italiani con più di 81 società specializzate. Allianz Bank ha una presenza capillare su tutto il territorio nazionale, dalle grandi città ai piccoli centri urbani, con un *network* di 26 filiali, oltre 235 Centri di Consulenza finanziaria e oltre 2.000 *Financial Advisors*, professionisti qualificati al servizio della clientela.

Questa realtà offre alla propria clientela una consulenza finanziaria a 360 gradi e una vasta gamma di soluzioni di eccellenza in grado di soddisfare non solo le esigenze finanziarie, ma anche quelle previdenziali e assicurative della clientela più esigente. Il concetto di *customer centricity* è realizzato concretamente sia grazie al *know how* di Gruppo, ma anche grazie alla *partnership* con alcune tra le più prestigiose case di gestione patrimoniale al mondo e alla professionalità ed esperienza dei suoi *Financial Advisors*: è infatti in grado di offrire soluzioni per la gestione del risparmio grazie anche alle competenze e alle capacità di gestione di Allianz Global Investors, la società di *asset management* del Gruppo⁷⁰.

⁶⁸ www.allianz.com

⁶⁹ www.allianz.it

⁷⁰ www.allianzbank.it

Il *core business* della banca, coerente con la strategia di Gruppo, è costituito dalle attività di consulenza e di collocamento svolte nei confronti di clienti *retail* attraverso la rete di consulenti finanziari diffusa su tutto il territorio nazionale. Nello specifico, offre alla propria clientela prodotti finanziari nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento tra i quali collocamento, ricezione e trasmissione ordini e consulenza in materia di investimenti. Un ulteriore servizio che la banca presta, anche se in via residuale, è il servizio di gestione di portafogli. Per l'implementazione del proprio business, la banca offre inoltre alcuni servizi accessori quali la custodia e l'amministrazione di strumenti finanziari, servizi connessi all'emissione o al collocamento di strumenti finanziari e intermediazioni in cambi.

In tale contesto, l'esercizio della tradizionale attività creditizia (per la quale Allianz Bank si è comunque dotata di apposite procedure interne e presidi), viene prestata nell'ottica di completare l'offerta di servizi tipicamente bancari⁷¹.

Il modello distributivo di Allianz Bank nasce come rete di promotori finanziari, a seguito dell'acquisizione della rete già operante di RasBank.

Il cliente può entrare in contatto con Allianz Bank principalmente attraverso la rete di consulenti (promotori) finanziari. Grazie all'evoluzione tecnologica la banca si è inoltre dotata di un canale online, divenendo banca digitale a tutti gli effetti: oltre alle operazioni ordinarie, ormai gestite tramite canali informatici (bonifici, bollettini, F24, ecc.), di rilievo è l'attività di *trading online*, considerevole fonte di business per la banca stessa. È inoltre presente sul territorio italiano con circa 30 sportelli: lo sportello ha funzione di supporto al consulente finanziario per lo svolgimento della propria attività (la normativa vieta al consulente il compimento di operazioni ordinarie di banca, come ad esempio la gestione del contante) e di valorizzazione del *brand* dell'impresa nei principali centri abitati. Vi sono infine dei locali di nuova concezione, i centri di promozione finanziaria, luoghi in cui operano congiuntamente agenti assicurativi e consulenti finanziari. Nelle località in cui non sono presenti gli sportelli, Allianz Bank stipula delle convenzioni con altri istituti (oggi con Unicredit, un tempo con BNL) che agevolano la risoluzione dei problemi di gestione del contante della clientela. La *mission* della banca, infatti, è proprio quella della gestione integrata della clientela

⁷¹ GRUPPO ALLIANZ BANK FINANCIAL ADVISORS (Dicembre 2017), p. 4.

private, da realizzarsi attraverso il canale dei consulenti finanziari (che coincide con la strategia *core*).

La motivazione di questa scelta risiede nel fatto che il tradizionale business bancario tende a riscontrare difficoltà non indifferenti: il cliente non ricerca più l'addetto di sportello per le operazioni semplici, ma piuttosto un'adeguata consulenza, una persona di fiducia che possa gestire in maniera corretta e in linea con le proprie necessità il risparmio del cliente stesso. Grazie all'innovazione dei sistemi informativi, Allianz Bank promuove un interessante progetto all'interno dei centri di promozione finanziaria (circa 200 sul territorio italiano), ovvero l'istituzione di un operatore virtuale: il cliente ha a disposizione uno spazio dedicato in cui può interagire, attraverso un sistema di *web conference*, con un operatore situato presso la sede centrale anziché fisicamente in filiale. Grazie ad esso il cliente è in grado di effettuare tutte le operazioni di cui ha bisogno, dando luogo ad una vera e propria "virtualizzazione" del servizio di sportello bancario. Tale strategia permette alla banca di ampliare la rete di distribuzione, in quanto non si rende più necessaria la presenza fisica di un addetto di filiale nei centri di promozione finanziaria minori, ma viene comunque garantito un elevato standard per il cliente, centralizzando il servizio ed ottenendo così un risparmio non indifferente sui costi distributivi.

Le grandi tematiche che Allianz Bank si propone di affrontare sono quelle relative al *welfare*, alle pensioni e alla sanità. Attualmente in Italia il sistema pensionistico e quello sanitario pubblici stanno attraversando un periodo di grande difficoltà e la clientela, soprattutto il segmento più giovane, ha la necessità di tutelarsi attraverso forme di pensione integrativa o di sanità privata. Allianz Bank si posiziona in prima linea per fornire soluzioni efficaci ed efficienti atte a soddisfare dette tipologie di esigenze, attraverso prodotti del comparto vita (in sinergia con Allianz S.p.A.) e prodotti innovativi di gestione del risparmio.

L'obiettivo della banca, in termini di target di clientela, è quello di concentrarsi sul cliente *private*, ovvero chi detiene almeno 500 mila euro per investimenti (mobiliari), puntando a divenire riferimento in termini di gestione del patrimonio complessivo. Attraverso l'attività di *cross-selling* cerca di guidare il cliente anche nella sfera assicurativa, sfruttando le sinergie che creano all'interno del Gruppo (l'obiettivo è far sì che le reti distributive dei due settori dialoghino sempre più frequentemente). Dal lato

della clientela *corporate*, invece, Allianz ha come punto di forza il *mid-corporate*, ovvero l'assicurazione dedicata alle imprese e imprenditori di fascia media (il *core business* dell'Italia): tipicamente un imprenditore è un potenziale cliente *private* o *affluent*, che detiene un risparmio e una ricchezza tale da configurarsi come cliente *target* di Allianz Bank (detiene un patrimonio di almeno 500 mila euro per investimenti in valori mobiliari), da "catturare" per creare sinergie ed essere un valore aggiunto per l'intero Gruppo. Allianz Bank, infatti, commercializza per scelta strategica solo i prodotti assicurativi ad elevato contenuto finanziario ed i prodotti vita che meglio soddisfano le esigenze di gestione del risparmio; per il ramo danni invece si affida ai canali preferenziali di Allianz (suggerendo un prodotto della casa madre, piuttosto che quello di un'altra impresa di assicurazione partner o concorrente).

4.2 Le motivazioni, i vantaggi e i limiti dell'inserimento nel settore bancario da parte del Gruppo Allianz⁷²

Una prima fondamentale motivazione che spinge il Gruppo Allianz verso il settore bancario è quella relativa al *cross-selling* dei prodotti: oltre alla rete dei consulenti finanziari diretti (abilitati all'offerta fuori sede) è stata creata, a tal scopo, un'ulteriore rete chiamata P.F.A. (promotori finanziari di agenzia). La differenza con i primi consiste nel fatto che i P.F.A. operano all'interno delle agenzie assicurative Allianz (allora Ras); questo esperimento nasce dal fatto che si rende necessario fare in modo che, avendo Allianz una base di circa 7 milioni di clienti (in Italia) rispetto ai 300 mila di Allianz Bank, un cliente assicurato con Allianz tramite una polizza auto, o una polizza di protezione sulla casa, o una diversa polizza appartenente al comparto danni abbia poi come gestore del risparmio un consulente finanziario appartenente ad Allianz Bank, piuttosto che ad un altro *competitor*. Per tale motivo, la strategia di Allianz Bank si focalizza sull'offerta di un servizio integrato, per seguire il cliente in tutti i suoi bisogni, assicurativi e finanziari, facendo leva sulla qualità del servizio offerto. Lo sviluppo del business passa attraverso lo sviluppo della rete di promotori finanziari in grado, come detto, di effettuare il *cross-selling* e di seguire globalmente il cliente.

⁷² Il contenuto del paragrafo deriva da un'intervista avvenuta con il Dott. Maurizio Mantovani, Responsabile Sviluppo Professionale Risorse Umane - Gruppo Allianz Bank Financial Advisors.

Le motivazioni definite “difensive”, ovvero la risposta uguale e contraria alla massiccia presenza delle banche nel mercato assicurativo, non trovano invece riscontro. Al giorno d’oggi si rende sempre più necessario occuparsi del patrimonio complessivo del cliente e non solo della sfera finanziaria⁷³: se ad esempio un cliente assicurato con Allianz detiene una quota di patrimonio investita presso un *competitor* (come ad esempio Banca Generali), è verosimile che prima o poi quest’ultimo cercherà di offrire al cliente prodotti che riguardano la sfera assicurativa. Essere in grado di servire integralmente il cliente e fidelizzarlo può essere considerata una strategia difensiva ma allo stesso tempo offensiva; se il cliente è in grado di trovare all’interno dello stesso soggetto tutte le risposte alle proprie esigenze finanziarie ed assicurative è meno esposto agli “attacchi” della concorrenza, sia in ambito bancario (*competitor* di un altro settore) che in ambito assicurativo (*competitor* dello stesso settore). Avendo a disposizione tutti i flussi finanziari del cliente, l’impresa è così in grado di sviluppare il proprio business.

Una motivazione più specifica è da ricercarsi nel fatto che le assicurazioni vita, soprattutto quelle con portafogli meno recenti, affrontano ogni anno forti uscite di capitale per riscatti o comunque scadenze contrattuali, ed in questo caso Allianz si inserisce nel settore bancario anche con la finalità di mantenere i capitali al proprio interno piuttosto che lasciarli alla concorrenza.

Un ulteriore fattore rilevante è la necessità di riposizionamento del Gruppo Allianz determinata dal nuovo contesto finanziario, che viene sviluppata attraverso il tema della gestione del patrimonio del cliente: quest’ultimo deve essere inteso come un’interessante opportunità di sviluppo. L’importanza della diversificazione del business (e di conseguenza dell’operatore globale che si occupa dell’intera sfera finanziaria del cliente) nasce dal fatto che il patrimonio del cliente è unico e che la soluzione ai suoi bisogni è univoca e realizzabile da un unico operatore.

Il principale svantaggio riscontrato dal Gruppo Allianz derivante dalla creazione e dallo sviluppo di Allianz Bank è collegato al tema della vigilanza regolamentare. Si assiste infatti ad una duplicazione, se non addirittura ad una triplicazione degli organi di controllo e quindi degli adempimenti di vigilanza. Nello specifico, alla vigilanza sull’attività assicurativa, effettuata da Ivass, e a quella bancaria, effettuata da Banca d’Italia, si aggiunge quella della Consob, autorità di vigilanza sul settore dei servizi di

⁷³ Sfera finanziaria intesa, in questo specifico caso, come quella parte di patrimonio complessivo del cliente destinata ad investimenti di natura finanziaria.

investimento e sui mercati regolamentati; inoltre il consulente finanziario, figura cardine nel modello di business adottato da Allianz Bank, deve seguire un complesso iter (abilitazione e suo mantenimento) per poter svolgere la propria attività; stesso iter che deve essere seguito anche dall'agente assicurativo. Si configura, quindi, una serie di oneri organizzativi e procedurali (comprensivi quelli relativi alla *compliance*), derivanti dalle normative in vigore, a cui il Gruppo Allianz nel suo complesso è assoggettato (compresa Allianz Bank). I vantaggi specifici, invece, sono comunque legati alla capacità di seguire il cliente a tutto tondo. L'obiettivo della nascita di una rete di consulenti finanziari all'interno delle agenzie assicurative (a fianco alla rete primaria), i quali operano congiuntamente con gli agenti, è quello di ricercare un contatto diretto con il cliente agenziale e di sviluppare da un punto di vista "finanziario" i clienti dell'agenzia; all'interno della banca stessa, infatti, è presente una divisione dedicata totalmente all'obiettivo di fare *cross-selling* ai clienti degli agenti assicurativi Allianz, per poter sfruttare le sinergie che si vengono a creare con il settore assicurativo. Il *core business* della banca non si concentra sul classico prodotto bancario, come ad esempio il conto corrente, ma principalmente sulla gestione del risparmio, rivolgendosi ad un target di clienti *private* o comunque *affluent* o *iperaffluent*: questa tipologia di clientela è molto ristretta rispetto alla massa dei clienti (quelli che ad esempio possiedono un'assicurazione auto). La concentrazione della strategia su una tipologia di clientela ricercata permette alla banca di porre maggiore attenzione alla qualità del servizio offerto, ai dettagli del prodotto, in modo tale da poter rafforzare un'immagine, un marchio importante e già consolidato nel tempo come quello del Gruppo Allianz.

4.3 Le performance di Allianz Bank Financial Advisors nel contesto bancario italiano

Nel triennio che va dal 2015 al 2017 la ripresa dell'economia globale e le condizioni monetarie espansive hanno avuto un riflesso positivo sulla qualità del credito delle banche italiane, rafforzandone la situazione economica e patrimoniale.

La consistenza dei crediti deteriorati, ereditata dal lungo periodo di recessione, ed il loro tasso di deterioramento, si sono notevolmente ridotti, sia in seguito alle numerose operazioni di cessione di sofferenze, sia per la riduzione delle nuove insolvenze, che, valutate in rapporto ai prestiti, sono tornate sui livelli antecedenti la crisi finanziaria globale.

Le condizioni monetarie espansive hanno inoltre contribuito a ridurre il costo della provvista, mentre l'incremento dei depositi da clientela ha quasi compensato il calo della raccolta obbligazionaria al dettaglio. La particolare convenienza delle operazioni di rifinanziamento presso l'Eurosistema ha consentito di diminuire la provvista interbancaria. Il credito al settore privato non finanziario ha ripreso a crescere, seppure a ritmi contenuti. All'interno di tale aggregato, i finanziamenti alle famiglie e alle imprese di grandi dimensioni sono aumentati, mentre quelli alle imprese più piccole hanno continuato a diminuire.

Nel 2017 la riduzione delle rettifiche sui crediti deteriorati ha determinato un forte aumento degli utili, al quale ha contribuito anche il calo dei costi operativi, a seguito di un biennio difficile dal punto di vista della redditività e del margine operativo, a causa dell'elevata incidenza dei prestiti deteriorati e all'attuazione dei piani di ristrutturazione. Il recupero di redditività e i cospicui aumenti di capitale registrati nel 2017 hanno notevolmente limitato il divario di patrimonializzazione tra le principali banche italiane ed europee. Sempre in tale anno, il rafforzamento del capitale è stato il più rilevante dell'ultimo decennio.

Nel corso del triennio si sono risolte delle situazioni di difficoltà di alcuni gruppi bancari: Banca Monte dei Paschi di Siena ha avuto accesso alla ricapitalizzazione precauzionale; Veneto Banca e Banca Popolare di Vicenza sono state poste in liquidazione nel 2017, nonostante la concessione della possibilità di avvalersi della garanzia pubblica sull'emissione di obbligazioni e di presentare istanza per accedere alla ricapitalizzazione pubblica precauzionale; si è inoltre perfezionata la cessione delle

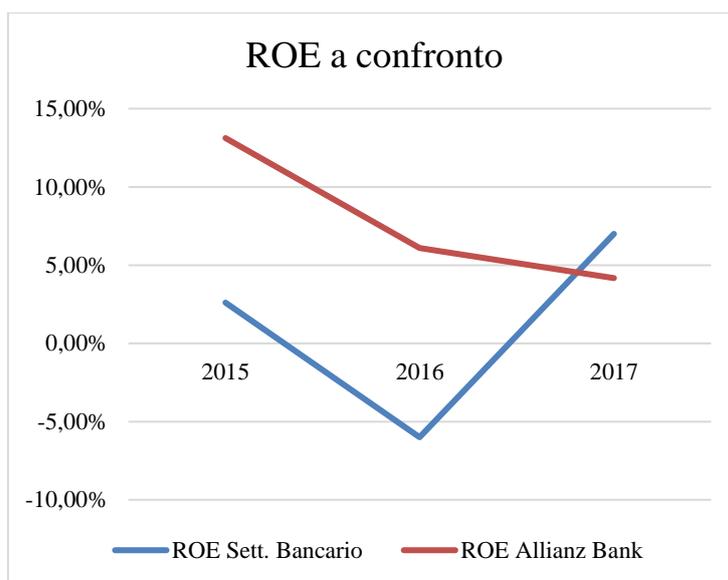
banche ponte costituite a seguito della risoluzione, alla fine del 2015, di quattro intermediari locali.

Le agevolazioni fiscali introdotte con la normativa sui piani individuali di risparmio hanno determinato un forte aumento dell'afflusso di risorse verso i fondi comuni. Sono cresciuti anche gli utili delle società di gestione⁷⁴.

In tale contesto si inserisce anche Allianz Bank Financial Advisors che attraverso il proprio modello di business cerca di dare soluzione a qualsiasi necessità finanziaria della clientela obiettivo per ottenere performance elevate.

Queste vengono riassunte tramite gli indicatori analizzati nel terzo capitolo e messe a confronto con il settore bancario a livello italiano (si vedano i Grafici 4.1, 4.2, 4.3 e 4.4).

Grafico 4.1: Analisi del ROE dal 2015 al 2017.



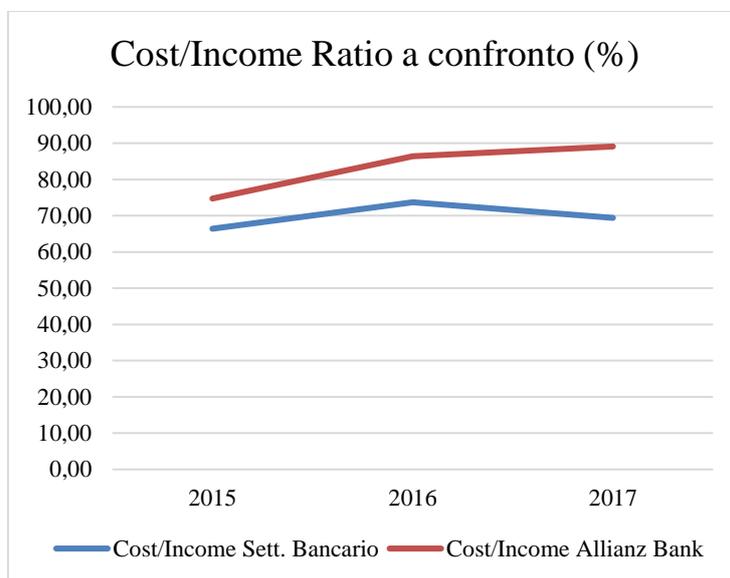
Fonte: Bilanci societari consolidati e dati Bloomberg.

Nel 2017 la redditività delle banche e dei gruppi italiani è tornata a essere positiva rispetto all'anno precedente e superiore rispetto al 2015: il rendimento del capitale e delle riserve (ROE) è aumentato anche per effetto di componenti straordinarie relative a operazioni di aggregazione. Ugualmente Allianz Bank ha registrato una redditività

⁷⁴ BANCA D'ITALIA (vari anni).

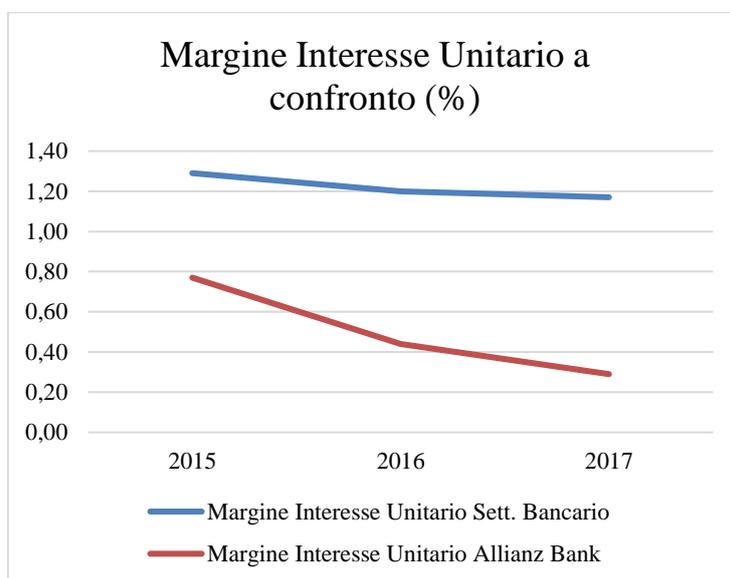
positiva nel 2017, anche se inferiore alla media di settore; nel biennio precedente, invece, i risultati di Allianz Bank si confermano largamente superiori alla media.

Grafico 4.2: Analisi dell'indicatore Cost/Income Ratio, triennio 2015-2017.



Fonte: Bilanci societari consolidati e dati Bloomberg.

Grafico 4.3: Analisi dell'indicatore Margine di Interesse Unitario, triennio 2015-2017.



Fonte: Bilanci societari consolidati e dati Bloomberg.

Prendendo in esame gli indicatori *Cost/Income Ratio* e *Margine di Interesse Unitario* si osservano delle performance di settore migliori rispetto ad Allianz Bank nel periodo

considerato. La banca è infatti maggiormente orientata verso il business dell'*asset management* piuttosto che verso il business bancario tradizionale, strategia apparentemente confermata dai due indici appena analizzati (solitamente più elevati per una banca tradizionale).

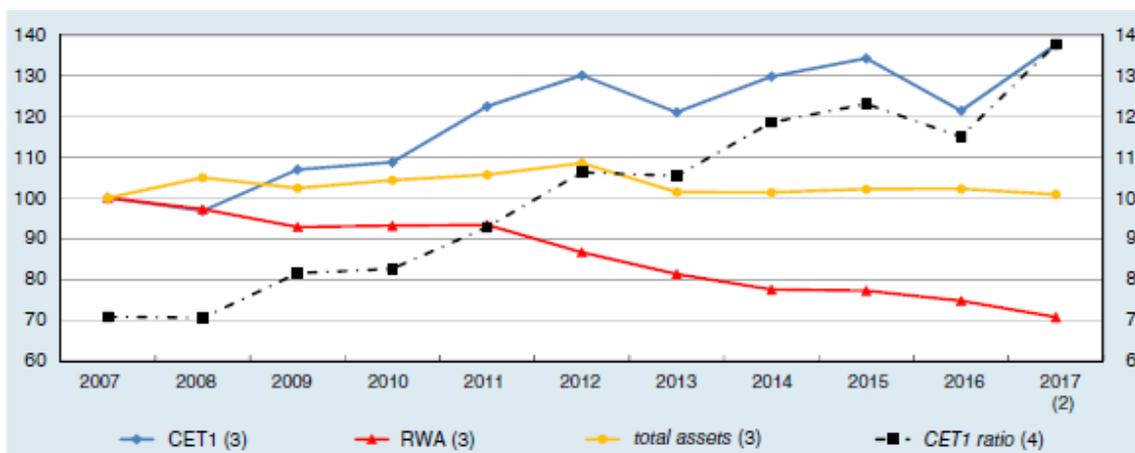
L'analisi si conclude attraverso un esame della solidità patrimoniale del settore bancario italiano confrontata con quella di Allianz Bank Financial Advisors.

Il rafforzamento patrimoniale conseguito dal sistema bancario nel 2017 è stato il più rilevante dell'ultimo decennio, sia in valore assoluto, sia in rapporto alle attività ponderate per i rischi (*risk weighted assets*, RWA). Alla fine di dicembre il capitale di migliore qualità (*common equity tier 1*, CET1) delle banche italiane era pari al 13,8 per cento del totale degli RWA, 230 punti base in più rispetto a fine 2016 e 150 punti base in più rispetto a fine 2015.

Il completamento di rilevanti aumenti di capitale da parte di quattro gruppi significativi ha contribuito per oltre due terzi all'incremento del *CET1 ratio* del sistema. Al miglioramento della posizione patrimoniale ha contribuito anche la riduzione del 5 per cento delle attività ponderate per i rischi. Il calo ha riflesso sia la contrazione dell'attivo di bilancio, sia la riallocazione verso attività a minore assorbimento patrimoniale.

Dalla fine del 2007 il grado di patrimonializzazione del sistema, misurato attraverso il capitale di migliore qualità, è pressoché raddoppiato (Figura 4.1). Per le banche significative, l'incremento del *CET1 ratio* è stato di oltre 7 punti percentuali, conseguito per oltre la metà attraverso il ricorso diretto al mercato.

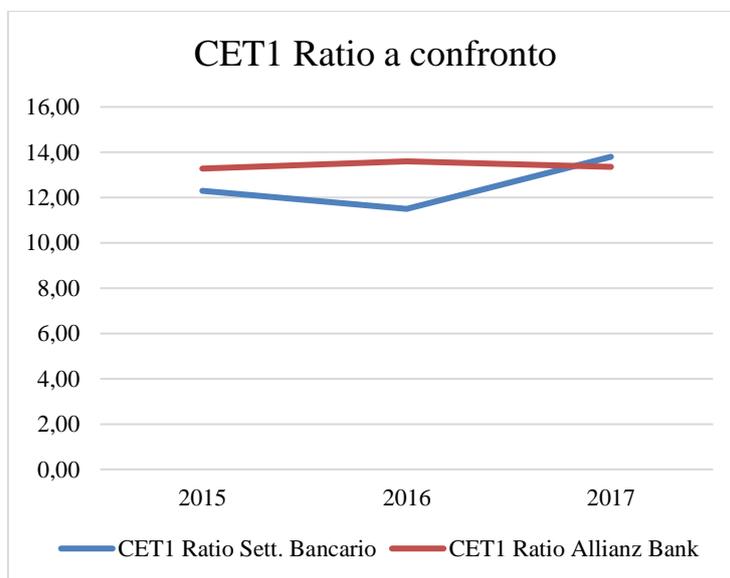
Figura 4.1: Evoluzione del capitale di migliore qualità e delle attività ponderate per il rischio delle banche e dei gruppi bancari italiani (valori espressi in %).



Fonte: BANCA D'ITALIA (2017), Relazione finanziaria annuale, p. 181.

In tale contesto e nel periodo preso in considerazione per l'analisi Allianz Bank Financial Advisors si conferma banca solida e in linea con la media del settore bancario italiano per l'anno 2017, ottenendo altresì risultati leggermente migliori nel biennio 2015-2016.

Grafico 4.4: Analisi dell'indicatore CET1 Ratio, triennio 2015-2017.



Fonte: Bilanci societari consolidati e dati Bloomberg.

L'analisi delle performance di Allianz Bank Financial Advisors all'interno del contesto bancario italiano evidenzia risultati non del tutto univoci. La banca del Gruppo Allianz ottiene delle performance migliori rispetto alla media di settore su alcune variabili, mentre per altre si colloca al di sotto della media. Il contributo che Allianz Bank apporta al gruppo assicurativo è quello di essere un importante distributore di prodotti vita (per la maggior parte realizzati da Darta, impresa di assicurazione di diritto irlandese appartenente al gruppo Allianz e specializzata nella costruzione di prodotti complessi quali *unit e index linked*). La banca è, infatti, uno dei principali canali di distribuzione del Gruppo Allianz in Italia per quanto riguarda i prodotti assicurativi complessi, che garantiscono un minor assorbimento di capitale e che sono in grado di supportare il cliente nella realizzazione dei propri obiettivi. Il 50% dei prodotti assicurativi a forte contenuto finanziario distribuiti dal Gruppo Allianz in Italia è distribuito da Allianz Bank, il 30% dal canale *bancassurance* e solo il 20% dal canale agenziale.

L'attività bancaria svolta da Allianz Bank è diversa da quella tradizionale, è concentrata sull'attività di *asset management*, un business che presenta grandi opportunità di sviluppo sia per le banche tradizionali che per le imprese di assicurazione.

In un contesto di mercato con tassi di interesse tendenti a zero, le banche non sono riuscite a realizzare margini di interesse positivi, ma il recupero di redditività è derivato dallo sviluppo dell'attività *asset management*, la quale ha generato ingenti ricavi da commissioni.

Il vero valore aggiunto, sul quale è incentrata l'azione di Allianz Bank, è la capacità di seguire in modo integrato il cliente, fidelizzarlo, essere in grado di soddisfare qualsiasi sua esigenza relativa alla sfera finanziaria, in modo tale da non "condividerlo" con altri operatori che potrebbero rappresentare la concorrenza.

Concretamente, i business assicurativo e bancario si sviluppano da due concezioni opposte: l'assicuratore è quella figura professionale che un individuo "paga" per coprirsi, per eliminare un rischio, mentre un consulente finanziario o bancario promette un determinato risultato a fronte del quale il cliente deve assumersi un rischio (quale ad esempio la volatilità dei mercati finanziari). Strutturalmente i due business sono concepiti in maniera differente, anche se possono essere complementari.

Le sinergie che si realizzano fra i canali distributivi degli agenti assicurativi e dei consulenti finanziari rappresentano il principale punto di forza per Allianz Bank: il

risultato che si viene a creare è il continuo e produttivo scambio di clientela tra le reti. L'idea di attuare tale tipo di strategia a livello centrale, e non periferico, è risultato fallimentare per qualsiasi operatore, in quanto sono agenti e consulenti stessi i principali interlocutori diretti con il cliente (rimanendo comunque liberi professionisti ed esenti dall'imposizione di determinati vincoli contrattuali).

Conclusioni

Nel corso degli ultimi decenni, il settore dell'intermediazione finanziaria ha conosciuto, sia in Italia che a livello europeo, una serie di mutamenti che hanno generato molteplici innovazioni e crescenti spinte competitive. In tale contesto evolutivo, uno dei fenomeni caratterizzanti è rappresentato dalla sempre maggiore integrazione tra intermediari bancari e assicurativi che, nei profili operativi ed istituzionali, ha assunto due particolari forme delineate attraverso i termini "bancassicurazione" e "*assurbanking*".

Tali modelli si inseriscono in un contesto più ampio, che ha visto il progressivo abbattimento di quei confini che per lungo tempo hanno separato i tradizionali ambiti dell'attività finanziaria. Diversi fattori hanno contribuito all'affermazione del processo di convergenza tra intermediari: mutamenti del quadro istituzionale, economico e demografico in atto nei vari paesi, deregolamentazione normativa, innovazione di servizio e di tecnologia, maggiore competizione derivante dall'affermazione di nuovi concorrenti e saturazione della domanda. Accanto a tali fattori è possibile rilevare ulteriori motivazioni riconducibili alla ridefinizione delle strategie da parte degli intermediari, tra cui l'esigenza di diversificazione del portafoglio a seguito di mutamenti nella domanda, l'esigenza di ampliamento dei mercati, le crescenti innovazioni finanziarie ed il conseguente sviluppo di nuove tipologie contrattuali dai profili tecnico-operativi sia finanziari che assicurativi e, infine, la ricerca di economie di scala e di scopo sia da parte delle banche che da parte delle imprese di assicurazione.

Diverse sono le forme di collaborazione tra gli intermediari atte a realizzare le strategie di integrazione: dagli accordi meno vincolanti, i quali presentano dei vantaggi legati ai

ridotti livelli di conflitto e limitati investimenti, ma anche svantaggi riguardanti la limitata stabilità del rapporto, fino ad arrivare a forme di collaborazione che prevedono ingenti investimenti di capitale, ma che assicurano un ampio controllo su tutta la filiera produttiva e sui risultati conseguiti (come le acquisizioni di partecipazioni di maggioranza o la costituzione in proprio di nuove banche/imprese di assicurazione).

L'analisi condotta a livello europeo, conferma che il fenomeno di integrazione tra banche e imprese di assicurazione è, ad oggi, ancora maggiormente orientato verso il profilo della banca che si inserisce nel settore assicurativo.

In tale contesto si colloca il modello dell'*assurbanking*, definito come la distribuzione di prodotti bancari e finanziari da parte delle imprese di assicurazione. Esso si caratterizza per l'ingresso nel mercato dei servizi bancari e finanziari di nuovi protagonisti di matrice assicurativa, che avviano una nuova fase nel processo di convergenza tra i due settori e contribuiscono allo sviluppo di modelli innovativi di organizzazione distributiva e di marketing. La necessità di riposizionamento determinata dal nuovo contesto di mercato, l'esigenza di creare valore facendo leva sul patrimonio clienti e la necessità di rafforzare le capacità di offerta integrando le reti hanno portato alla diffusione di differenti modelli di *assurbanking* adottati dai maggiori gruppi assicurativi europei. L'analisi delle strategie adottate dai principali gruppi assicurativi ha contribuito a definire due tipologie di modello: una rete di sportelli di nuova concezione e strutture di banca-rete che si sono sviluppate dall'unificazione di Sim appartenenti ai gruppi assicurativi.

Le valutazioni delle performance relative allo svolgimento congiunto dell'attività bancaria e assicurativa (derivante dalla diversificazione dei business) realizzate da diversi studi effettuati in materia non hanno determinato dei risultati univoci. Alcune indagini relative al mercato europeo non evidenziano sostanziali benefici legati alla diversificazione, bensì registrano una perdita di valore derivante proprio dallo svolgimento congiunto delle attività.

Dall'analisi condotta a livello europeo sulle performance dei principali modelli di *assurbanking* adottati dai maggiori gruppi assicurativi, si evidenziano risultati peggiori per il business bancario dei gruppi stessi e prestazioni confortanti se si prende in considerazione il solo business assicurativo.

Confrontando la teoria riguardante i modelli di *assurbanking* con il caso analizzato si osserva che le motivazioni che hanno spinto il Gruppo Allianz ad intraprendere una strategia di questo tipo dagli anni Novanta fino ad oggi sono sostanzialmente legate al *cross-selling* dei prodotti e alle sinergie che si creano all'interno del gruppo per effetto di una gestione globale del cliente che prende in considerazione tutti gli aspetti della gestione finanziaria del rapporto.

Le performance realizzate da Allianz Bank Financial Advisors nell'ultimo triennio, se confrontate con il settore bancario italiano, evidenziano infatti dei risultati contrastanti: a livello di redditività del capitale e solidità patrimoniale, le performance ottenute dalla banca sono migliori; tuttavia, la performance positiva non dipende dai margini di interesse e dall'incidenza dei costi operativi sul margine di intermediazione.

Il contributo che Allianz Bank apporta al gruppo assicurativo deriva dalla distribuzione di prodotti assicurativi ad elevato contenuto finanziario: la focalizzazione sull'attività di *asset management* presenta significative opportunità di sviluppo.

Bibliografia

ALLIANZ GROUP (vari anni), *Annual Report*.

AXA GROUP (vari anni), *Annual Financial Report*.

BANCA D'ITALIA (vari anni), *Relazione finanziaria annuale*.

BANCA GENERALI (2017), *Rapporto di Sostenibilità*.

BAUMOL W., PANZER J., WILLIG R. D. (1982), *Contestable markets and the theory of industry structure*, Harcourt Brace, New York.

BENOIST G. (2002), "Bancassurance: The New Challenges", *The Geneva Papers on Risk and Insurance*, Vol. 27, n. 3, pp. 295-303.

BERGER P. G., OFEK E. (1995), "Diversification's Effect on Firm Value", *Journal of Financial Economics*, n. 37, pp. 39-65.

BIRINDELLI G. (2012), "Gli indicatori *risk-adjusted* e di valore: modalità di misurazione e ambiti di utilizzo" in RUTIGLIANO M. (a cura di), *L'analisi del bilancio delle banche*, Egea, Milano, pp. 367-406.

BORRÈ L. (2003), *Gli assetti e le performance d'azienda: un modello di valutazione*, Giuffrè, Milano.

BOYD J. H., GRAHAM S. L., HEWITT R. S. (1993), "Bank holding companies mergers with nonbank financial firms: Effect of the risk of failure", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 17, n. 1, pp. 43-63.

- CAMPA J. M., KEDIA S. (2002), "Explaining the Diversification Discount", *Journal of Finance*, Vol. 57, n. 4, pp. 1731-1762.
- CAPPIELLO A. (1993), *Evoluzione dei canali distributivi bancari: profili gestionali e di marketing*, Giuffrè, Milano.
- CHANDLER A. D. (1977), *The Visible Hand*, Belknap press, Cambridge, Massachusetts.
- CIOCCARELLI G. (1999), *La bancassicurazione. Il settore, le strategie e gli assetti organizzativi*, Guerini e Associati, Milano.
- CLYDE & CO. (2015), *Insurance M&A activity: A global overview*.
- COLOMBINI F., SALVINI M. (2005), "L'assicurazione-banca. Motivazioni ed esperienze in Europa e Italia", *Banche e Banchieri*, n. 4, pp. 287-300.
- COPELAND T., KOLLER T., MURRIN J. (1991), *Il valore dell'impresa: strategie di valutazione e gestione*, Il Sole 24 Ore, Milano.
- ECB (Ottobre 2008), *EU Banking Structures*.
- ECB (vari anni), *Report on financial structures*.
- EIOPA (Giugno 2018), *Financial Stability Report*.
- ESTRELLA A. (2001), "Mixing and matching: Prospective financial sector mergers and market valuation", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 25, n. 12, pp. 2367-2392.
- FACCINCANI L. (2012), "L'analisi del bilancio bancario. Problemi e metodi di valutazione degli equilibri gestionali" in RUTIGLIANO M. (a cura di), *L'analisi del bilancio delle banche*, Egea, Milano, pp. 275-315.
- FIELDS L., FRASER D., KOLARI J. (2007), "Bidder returns in bancassurance mergers: Is there evidence of synergy?", *Journal of Banking and Finance*, Vol. 31, n. 12, pp. 3646-3662.
- FILIPPI E. (1992), "Rapporti tra banche e assicurazioni: caratteristiche strutturali ed evoluzione del mercato" in CESARINI F., VARALDO R. (a cura di), *Banche e*

assicurazioni. *Rapporti e prospettive di sviluppo in Italia*, UTET Libreria, Torino, pp. 60-65.

FIORDELISI F., RICCI O. (2011), “Bancassurance efficiency gains: evidence from the Italian banking and insurance industries”, *The European Journal of Finance*, Vol. 17, n. 9-10, pp. 789-810.

FLAMHOLTZ E.G. (1988), “Il sistema di controllo come strumento di direzione”, in AMIGONI F. (a cura di), *Misurazioni d'azienda*, Giuffrè, Milano, pp. 139-161.

FLUCK Z., LYNCH A. W. (1999), “Why Do Firms Merge and Then Divest? A Theory of Financial Synergy”, *The Journal of Business*, Vol. 72, n. 3, pp. 319-346.

FORESTIERI G., MORO O. (1993), *I rapporti fra assicurazioni e banche. Interessi comuni e ambiti di possibile collaborazione*, Egea, Milano.

GAGLIARDI L. (1999), “La produzione assicurativa”, in VINCENZINI M. (a cura di), *Manuale di gestione assicurativa. Intermediazione, finanza e produzione*, Cedam, Padova, pp. 405-491.

GENERALI GROUP (vari anni), *Annual Integrated Report and Consolidated Financial Statement*.

GENETAY N., MOLYNEUX P. (1998), *Bancassurance*, Palgrave Macmillan, Londra.

GODDART J.A., MOLYNEUX P., WILSON J.O.S. (2001), *European banking: Efficiency, Technology and Growth*, Chichester: John Wiley & Sons, New Jersey.

GRUPPO ALLIANZ BANK FINANCIAL ADVISORS (Dicembre 2017), *Informativa al pubblico Stato per Stato (Country by Country reporting)*.

GUIDA R. (2004), *La bancassicurazione. Modelli e tendenze nel rapporto di partnership*, Cacucci Editore, Bari.

HADLOCK C., HOUSTON J., RYNGAERT M. (1999), “The role of managerial incentives in bank acquisitions”, *Journal of Banking and Finance*, n. 23, pp. 221-249.

HERRING R.J., SANTOMERO A.M. (1990), “The Corporate Structure of Financial Conglomerates”, *Journal of Financial Services Research*, Vol. 4, pp. 471-497.

JENSEN M. C., MECKLING W. H. (1976), “Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure”, *Journal of Financial Economics*, n. 3, pp. 305-360.

KOLLER T., GOEDHART M., WESSELS D. (2015), *Valuation: measuring and managing the value of companies*, McKinsey & Company 6 ed. Hoboken: Wiley & Sons, New Jersey.

LAMONT O. A., POLK C. (2001), “The Diversification Discount: Cash Flows Versus Returns”, *Journal of Finance*, Vol. 56, n. 5, pp. 1693-1721.

LA EVEN L., LEVINE R. (2007), “Is there a diversification discount in financial conglomerates?”, *Journal of Financial Economics*, n. 85, pp. 331-367.

LEWELLEN W. (1971), “A Pure Financial Rationale for the Conglomerate Merger”, *Journal of Finance*, Vol. 26, n. 2, pp. 521-537.

LINS K., SERVAES H. (1999), “International Evidence on the Value of Corporate Diversification”, *Journal of Finance*, Vol. 54, n. 6, pp. 2215-2239.

LOCATELLI R., MORPURGO C., ZANETTE A. (2003), “L’integrazione tra banche e compagnie di assicurazione e il modello dei conglomerati finanziari in Europa”, in CESARINI F. (a cura di), *Le strategie delle grandi banche in Europa*, Bancaria Editrice, Roma, pp. 99-158.

MAKSIMOVIC V., PHILLIPS G. (2002), “Do Conglomerate Firms Allocate Resources Inefficiently Across Industries? Theory and Evidence”, *Journal of Finance*, Vol. 57, n. 2, pp. 721-767.

MANSI S. A., REEB D. M. (2002), “Corporate Diversification: What Gets Discounted?”, *Journal of Finance*, Vol. 57, n. 5, pp. 2167-2183.

MASERA R. (1991), *Intermediari, mercati e finanza d’impresa*, Laterza, Bari.

MASON R.O., SWANSON E.B. (1988), “Gli indici di valutazione delle decisioni aziendali”, in AMIGONI F. (a cura di), *Misurazioni d’azienda*, Giuffrè, Milano, pp. 5-31.

- MOLA D. (2006), *Sui rapporti operativi tra imprese bancarie ed assicurative*, Cacucci Editore, Bari.
- PACI S. (2017), *Assicurazioni: economia e gestione*, Egea, Milano.
- PISANI R. (2011), “La distribuzione dei prodotti assicurativi”, in PORZIO C., PREVIATI D., COCOZZA R., MIANI S., PISANI R., *Economia delle imprese assicurative*, McGraw Hill, Milano, pp. 279-301.
- PORTA M. (2002), “La banca degli assicuratori”, *MK*, n. 5, pp. 6-21.
- PORTER M. E. (1998), *On competition*, Harvard Business School Press, Boston.
- PROTO A. (2002), *I conglomerati finanziari*, Giappichelli Editore, Torino.
- RAJAN R., SERVAES H., ZINGALES L. (2000), “The Cost of Diversity: The Diversification Discount and Inefficient Investment”, *Journal of Finance*, Vol. 55, n. 1, pp. 35-80.
- RAVARA C. (1999), *Finanza globale non nuova, ma assai promettente*, Credit Suisse Zurigo, Economic Research n. 12.
- RICCI O. (2011), “Il fabbisogno di previdenza complementare”, in PORZIO C., PREVIATI D., COCOZZA R., MIANI S., PISANI R., *Economia delle imprese assicurative*, McGraw Hill, Milano, pp. 305-324.
- SCHARFSTEIN D. S., STEIN J. C. (2000), “The Dark Side of Internal Capital Markets: Divisional Rent-Seeking and Inefficient Investment”, *Journal of Finance*, Vol. 55, n. 6, pp. 2537-2564.
- SCHMID M. M., WALTER I. (2006), *Do financial conglomerates create or destroy economic value?*, Stern School of Business Working Paper.
- SCHWIZER P. (1996), *La diversificazione bancaria: aspetti strutturali e misurazione*, Egea, Milano.
- SELLERI L. (2009), *Strategie e marketing dell'impresa di assicurazione*, EDUCatt, Milano.

SHAFFER S., DAVID E. (1986), *Economic of superscale and interstate expansion*, Federal Reserve Bank, Research Paper n. 8612.

SHIN H., STULZ R. M. (1998), “Are Internal Capital Markets Efficient?”, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 113, n. 2, pp. 531-552.

SILVI R. (1995), *La progettazione del sistema di misurazione della performance aziendale*, Giappichelli Editore, Torino.

STARITA M. G. (2011), “Le forme di previdenza complementare”, in PORZIO C., PREVIATI D., COCOZZA R., MIANI S., PISANI R., *Economia delle imprese assicurative*, McGraw Hill, Milano, pp. 325-354.

STEIN J. C. (1997), “Internal Capital Markets and the Competition for Corporate Resources”, *Journal of Finance*, Vol. 52, n. 1, pp. 111-133.

STULZ R. M. (1990), “Managerial Discretion and Optimal Financial Policies”, *Journal of Financial Economics*, n. 26, pp. 3-27.

UNIPOL GRUPPO (Marzo 2006), *Presentazione Istituzionale Unipol Gruppo*.

VAN LELYVELD I., KNOT K. (2008), *Do financial conglomerates create or destroy value? Evidence for the EU*, DNB Working Paper, n. 174.

VILLALONGA B. (2004), “Diversification Discount or Premium? New Evidence from the Business Information Tracking Series”, *Journal of Finance*, Vol. 59, n. 2, pp. 479-506.

VILLALONGA B. (2004), “Does Diversification Cause the 'Diversification Discount'?", *Financial Management*, n. 33, pp. 5-27.

WHITED T. M. (2001), “Is It Inefficient Investment That Causes the Diversification Discount?”, *Journal of Finance*, Vol. 56, n. 5, pp. 1667-1691.

ZANOTTI G. (1998), “Economie di scala e di diversificazione nel sistema bancario italiano”, *Banche e Banchieri*, n. 1, pp. 30-46.

Sitografia

www.allianz.com

www.allianz.it

www.allianzbank.it

www.unipolbanca.it