



Economia Aziendale Online

Economia Aziendale Online

Business and Management Sciences
International Quarterly Review

Tassi di interesse negativi e *performance*
assicurative. Uno studio comparato tra
“Generali” e “UnipolSai”

Alessio Maria Musella, Nicoletta Cangiano

Pavia, December 31, 2023
Volume 14 - N. 4/2023

DOI: 10.13132/2038-5498/14.4.1349-1372

www.ea2000.it

www.economiaaziendale.it



PaviaUniversityPress

Tassi di interesse negativi e *performance* assicurative. Uno studio comparato tra “Generali” e “UnipolSai”

Alessio Maria Musella

PhD. Adjunct Professor

Università degli Studi di
Teramo, Italy.

Nicoletta Cangiano

PhD Student

Università degli Studi di Napoli
Parthenope. Italy.

Corresponding Author:

Alessio Maria Musella

ammusella@unite.it

Cite as:

Musella, A. M., & Cangiano, N.
(2023). Tassi di Interesse Negativi
e *Performance* Assicurative: Uno
Studio Comparato tra “Generali”
e “Unipolsai”. *Economia Aziendale
Online*, 14(4), 1349-1372.

Section: *Refereed Paper*

SPECIAL ISSUE 2023

Received: September 2023

Published: 31/12/2023

ABSTRACT

Questo studio esamina l'impatto dell'imposizione di tassi di interesse negativi da parte della Banca Centrale Europea sul settore assicurativo italiano. L'obiettivo è quello di esplorare come questa misura monetaria non convenzionale e inedita, avviata nel 2014, abbia impattato sulle dinamiche operative di due delle più importanti compagnie assicurative italiane: *Assicurazioni Generali SpA* e *UnipolSai Assicurazioni SpA*. Attraverso un'analisi comparativa delle loro *performance* e attraverso lo studio dei bilanci consolidati e delle relazioni annuali, la ricerca cerca di svelare come queste aziende abbiano adattato le loro strutture organizzative e operative per affrontare le sfide poste da un drastico cambiamento dello scenario macroeconomico. La ricerca ha un duplice obiettivo: da un lato, intende fornire un quadro dettagliato dell'agilità organizzativa delle due compagnie assicurative in un clima di incertezza economica; dall'altro, aspira a dare un contributo significativo alla discussione sulle risposte strategiche più efficaci da parte delle imprese durante i periodi di incertezza finanziaria. Attraverso questa disamina, la ricerca arricchisce la letteratura esistente con nuovi approfondimenti su come le compagnie assicurative possono affrontare shock economici di ampia portata, indagando le ripercussioni di medio periodo che tali eventi possono avere sull'intero settore assicurativo e proponendo pratiche di gestione aziendale ottimali che potrebbero essere adottate in circostanze analoghe in futuro.

This study examines the impact of the imposition of negative interest rates by the European Central Bank on the Italian insurance sector. The aim is to explore how this unconventional and unprecedented monetary measure, initiated in 2014, has impacted the operational dynamics of two of Italy's most prominent insurance companies: *Assicurazioni Generali SpA* and *UnipolSai Assicurazioni SpA*. Through a comparative analysis of their performance and by studying their consolidated balance sheet and annual reports, this research seeks to unveil how these companies have adapted their organisational and operational structures to meet the challenges posed by a drastic change in the macroeconomic scenario. The research has a dual objective: on one hand, it intends to provide a detailed picture of the organisational agility of the two insurance companies in a climate of economic uncertainty; on the other hand, it aspires to make a

significant contribution to the discussion on the most effective strategic responses by companies during periods of financial uncertainty. Through this examination, the research enriches the existing literature with new insights on how insurance companies can face wide-ranging economic shocks, investigating the medium-term repercussions such events can have on the entire insurance sector and proposing optimal business management practices that could be adopted in similar circumstances in the future.

Keywords: compagnie assicurative, tassi di interesse negativi, strategie di gestione aziendale, analisi comparativa delle *performance*, agilità organizzativa.

1 – Introduzione

Dopo l'esordio della crisi finanziaria del 2007 negli Stati Uniti d'America, che si è diffusa in Europa nei successivi anni attraverso i contagi bancari, si è scatenato un processo di recessione economica che ha compromesso irrimediabilmente la crescita internazionale (Ksantini e Boujelbène, 2014). In risposta a questa situazione, l'Eurozona si è così orientata verso una politica fiscale incentrata sulla *consolidation*, ovvero sul processo di riduzione del deficit e del debito pubblico con misure mirate a migliorare la sostenibilità delle finanze pubbliche (Bertani, 2015). Tra il 2014 e il 2022, la succitata manovra fiscale è stata poi accompagnata da una politica monetaria fortemente espansiva e non convenzionale implementata dalla Banca Centrale Europea (BCE) (Baldini e Poggio, 2014), i cui pilastri principali sono stati il *quantitative easing* (politica monetaria non convenzionale utilizzata dalle banche centrali per stimolare l'economia nazionale quando i metodi tradizionali non risultano essere efficaci); le misure di credito alle banche; la *forward guidance* (strategia impiegata dalle banche centrali per anticipare e comunicare al mercato le proprie previsioni e intenzioni riguardo alle future decisioni di politica monetaria); un abbassamento dei tassi di interesse di mercato monetario al di sotto dello zero.

Negli ultimi anni, le significative modifiche alla politica monetaria attuate dalla BCE hanno però dato origine a un ambiente macroeconomico caratterizzato da elevata volatilità, principalmente a causa dell'intensa fluttuazione dei tassi di interesse e dell'incertezza generalizzata nei mercati finanziari. Questi fattori hanno ulteriormente accentuato l'incertezza tra gli investitori, creando un panorama macroeconomico complesso e in continuo mutamento.

In risposta a questo scenario economico-finanziario instabile, la BCE ha così intrapreso una decisiva inversione di rotta, annunciando l'intenzione di incrementare i tassi di interesse nel biennio 2023-24, un'iniziativa in controtendenza volta soprattutto a contrastare le pressioni inflazionistiche. Questo passaggio consisterà in una graduale riduzione del portafoglio accumulato attraverso il *quantitative easing*, con una diminuzione prevista di circa 15 miliardi al mese (Sorrentino, 2023). La succitata strategia segna così un netto distacco dalle politiche monetarie precedenti, evidenziando un cambiamento significativo nell'approccio della BCE alla gestione dell'economia, in un momento di incertezza e instabilità finanziaria che ha avuto implicazioni considerevoli negli ultimi anni, soprattutto sul settore assicurativo (Reinbold e Wen, 2017).

Con tali premesse, questo studio propone di esplorare l'effetto delle forti oscillazioni del livello dei tassi di interesse in Italia, esplorandone le conseguenti ripercussioni sulle compagnie di assicurazione. A tal fine sarà osservato il comportamento delle aziende del settore nella più recente fase di instabilità economica, esplorandone le rispettive scelte strategiche implementate per far fronte a un periodo di crisi, caratterizzato da continue fluttuazioni dei cambi e sfiducia

degli investitori, conseguenti a una volatilità dei tassi di interesse, divenuti per la prima volta negativi.

Attraverso l'analisi di due casi studio relativi a due delle più rappresentative compagnie assicurative italiane, specializzate soprattutto sul settore Vita - Assicurazioni Generali SpA (d'ora in poi Generali) e UnipolSai Assicurazioni SpA (d'ora in poi UnipolSai) - verranno indagate le rispettive scelte strategiche e le conseguenti implicazioni sistemiche che i tassi di interesse bassi e/o negativi hanno avuto sulle loro *performance*.

In particolare, la nostra analisi esplorativa si concentrerà sui bilanci consolidati e le relazioni annuali delle due compagnie, relativamente al periodo 2015-2018, un intervallo selezionato sulla base di considerazioni specifiche relative al contesto macroeconomico. Benché le politiche monetarie fortemente espansive che hanno condotto a tassi di interesse negativi abbiano avuto inizio nel 2014, è stato nel quadriennio 2015-2018 che si sono osservati pienamente i loro effetti (Rapporto sulla stabilità finanziaria, Banca d'Italia, 2018). Durante questi anni, infatti, le ripercussioni delle politiche monetarie adottate dalla BCE sulle dinamiche aziendali e sulle strategie di gestione finanziaria nel settore delle assicurazioni sono diventate particolarmente evidenti (Rapporto sulla stabilità finanziaria, Banca d'Italia, 2018). Questo periodo si è pertanto rivelato cruciale per analizzare in modo approfondito come il contesto prolungato di tassi di interesse negativi abbia influenzato il settore assicurativo, esplorando con maggior dettaglio le reazioni e gli adeguamenti delle compagnie di assicurazione di fronte a un cambiamento sostanziale senza precedenti.

Questo lavoro suggerirà come in risposta ad un clima di incertezza, Generali e UnipolSai abbiano infatti adottato nel quadriennio oggetto di studio manovre strategiche significative, rispondendo attivamente alle sfide poste da uno scenario economico instabile mediante l'adozione di politiche di diversificazione del portafoglio, revisione dell'offerta produttiva, riduzione dei costi, un uso più efficiente del capitale e un avanzamento nella gestione dei rendimenti degli investimenti.

Il resto dell'articolo è strutturato come segue. La Sezione 2 offrirà una panoramica della letteratura pertinente. Successivamente, nella Sezione 3, verrà esposta la metodologia di ricerca utilizzata. La Sezione 4 presenterà un'analisi dettagliata dei due casi studio selezionati, evidenziando i possibili impatti di una politica monetaria fortemente espansiva sulle *performance* delle compagnie assicurative. I risultati saranno discussi nella Sezione 5. Infine, la Sezione 6 concluderà il lavoro, esaminando le implicazioni, i limiti dello studio e suggerendo possibili direzioni per future ricerche.

2 – Rassegna della letteratura

2.1 – Tassi di interesse, politiche monetarie e impatti macroeconomici

Quelli appena trascorsi sono stati anni particolarmente difficili, segnati da una profonda e lunga fase recessiva e da una forte volatilità macroeconomica che ha messo a dura prova le imprese e la loro capacità competitiva (Cesaroni e Sentuti, 2016). Seppur vero che nel breve periodo le autorità monetarie hanno annunciato per il 2023-24 una tendenza fortemente al rialzo dei tassi di interesse per arginare i perniciosi effetti dell'inflazione, il contesto macroeconomico degli ultimi anni è stato invece condizionato dall'implementazione di una politica monetaria fortemente espansiva, soprattutto nelle economie più avanzate (Gerali e Neri, 2017).

Tra il 2014 e il 2022, la BCE ha infatti adottato una politica di tassi di interesse negativi, una mossa audace e non convenzionale per stimolare l'economia dell'Eurozona.

Un *trend* al ribasso era però già iniziato negli anni '80, influenzando i risultati economici e l'efficacia delle politiche monetarie internazionali (Ferrero e Neri, 2017, p. 5). Dalla Figura 1, infatti, è possibile riscontrare come nel periodo intercorso tra il 1980 e il 2015, i tassi di interesse in alcune delle principali potenze mondiali abbiano progressivamente raggiunto livelli molto bassi, prossimi allo zero (*Annual Report*, Banca d'Italia, 2017).

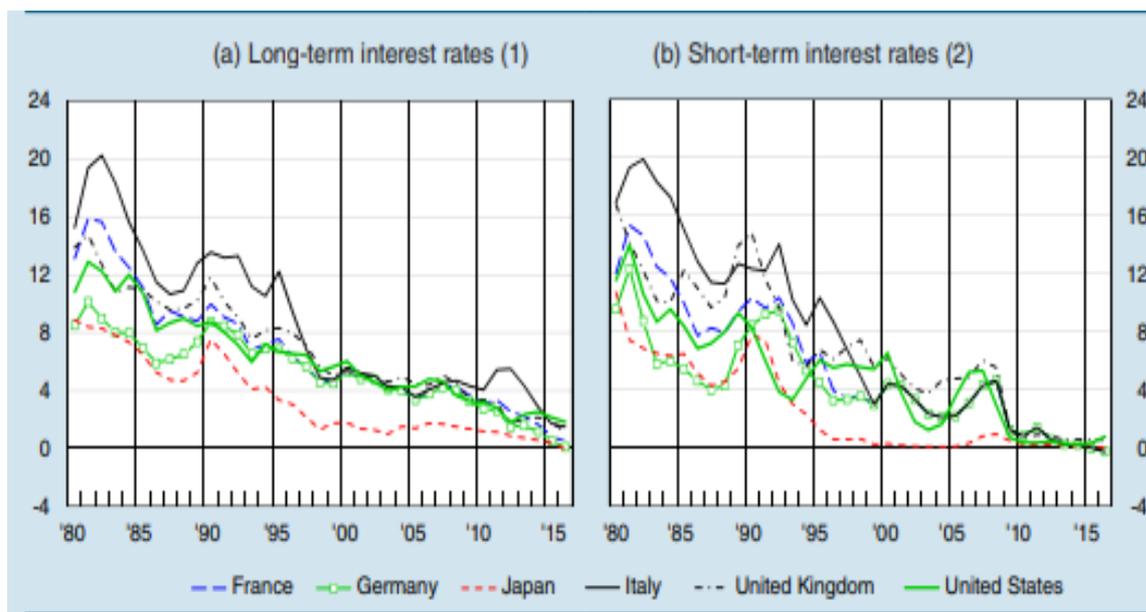


Fig. 1 – Tassi di interesse nominali a breve e lungo termine nelle principali economie avanzate (Fonte: *Annual Report*, Banca d'Italia, 2017)

La tendenza globale alla diminuzione dei tassi di interesse non è però stata unicamente il risultato delle politiche monetarie espansive delle banche centrali. Questa tendenza ha infatti coinciso con un periodo prolungato di calo dell'inflazione e un contesto di bassa volatilità economica (Battaglia e Gallo, 2013). Con l'avvento della crisi finanziaria globale nel 2007, la discesa dei tassi di interesse iniziata negli anni '80 ha poi assunto una traiettoria più accentuata, portando questo *trend* a divenire un fenomeno mondiale, riflesso della risposta delle banche centrali ai continui mutamenti economici (Brycz, 2012).

Studi recenti focalizzati sull'Asia (Sugiharto *et al.*, 2019) mostrano che, in tale scenario macroeconomico incerto, la stabilità finanziaria delle compagnie di assicurazione può essere messa a dura prova, perché influenzata dalla continua oscillazione del rapporto corrente, del tasso di interesse di riferimento e del tasso di inflazione.

Nel contesto dell'Eurozona, esistono invece evidenze che suggeriscono come l'invecchiamento della popolazione, unito al rallentamento della crescita totale della produttività e della formazione del capitale umano, abbiano portato a una costante pressione al ribasso sui tassi di interesse, con conseguenti ripercussioni anche sul settore assicurativo (Ferrero *et al.*, 2017). Altri studi di carattere più generale, invece, hanno evidenziato che una forte oscillazione del livello dei tassi di interesse in Europa possa essere stata una delle cause scatenanti del rallentamento della crescita economica innescatosi a seguito della crisi del 2007 (Bartram *et al.*, 2007; Di Iorio *et al.*, 2013; Ksantini e Boujelbène, 2014; Gerali e Neri, 2017).

In questo contesto, diventa però cruciale considerare, quando si esaminano le complesse interazioni tra bassi tassi di interesse e il settore assicurativo, anche l'elemento della fiducia del consumatore nel mercato. Padua (2012) sottolinea, infatti, che l'emergere di aspettative negative e la loro diffusione nell'economia possono innescare un circolo vizioso che porta a una crescente preferenza per la liquidità. In contesti macroeconomici incerti e con tassi d'interesse molto bassi, la domanda di moneta per scopi speculativi cresce infatti considerevolmente. Ciò accade perché i risparmiatori anticipano un possibile aumento dei tassi in futuro e, di conseguenza, preferiscono mantenere le loro risorse in forma liquida invece di investirle. Nelle economie avanzate, una crescente propensione al risparmio e una ridotta inclinazione all'investimento agiscono come un ostacolo alla crescita economica e all'inflazione, contribuendo nel tempo alla diminuzione dei tassi di interesse reali (Gerali e Neri, 2017).

Diverse cause possono giustificare una tale stagnazione economica: l'avvento di nuove tecnologie, dell'automazione e della robotica (Ki *et al.*, 2022); tendenze demografiche sfavorevoli (Mester, 2018); la diminuzione del prezzo relativo dei beni di investimento (Restuccia e Urrutia, 2001); la riduzione degli investimenti dovuta a opportunità mancanti (Lian *et al.*, 2019); l'aumento dei tassi di risparmio (Ribaj e Mexhuani, 2021); e crescenti disuguaglianze di ricchezza e reddito (Mester, 2018). La convergenza di questi fattori ha dato vita nel tempo a un ambiente economico caratterizzato da una stagnazione prolungata che ha creato sfide uniche per le economie avanzate, con una pressione costante verso un ulteriore ribasso dei tassi di interesse e ponendo le basi per un fenomeno ancora più straordinario e dirompente nel panorama macroeconomico: l'emergere di tassi di interesse negativi. Un contesto così inedito e senza precedenti, dove i tassi di interesse hanno iniziato a oscillare al di sotto dello zero, ha rappresentato una svolta significativa rispetto alla tradizione storica, influenzando profondamente le economie in generale ma soprattutto le *performance* del settore assicurativo (Gerali e Neri, 2017).

2.2 – Tassi di interesse e *performance* assicurative

Il fenomeno dei tassi di interesse negativi ha rappresentato un evento insolito e dirompente nel panorama macroeconomico italiano e internazionale, specialmente considerando che storicamente i tassi di interesse hanno sempre oscillato al di sopra dello zero.

Studi in letteratura hanno già approfondito il modo in cui eventi improbabili e dirompenti possano influenzare le *performance* aziendali (Andres e Marcucci, 2020; Cesaroni e Sentuti, 2016; Chang *et al.*, 2022). Parallelamente, alcune ricerche si sono invece concentrate sulle strategie adottate dalle imprese per affrontare crisi immediate, mettendo in luce le loro risposte tattiche (Arias-Vargas *et al.*, 2022).

Il presente studio propone di creare un ponte tra questi due filoni di ricerca, approfondendo il modo in cui le compagnie di assicurazione italiane, specializzate nel settore Vita, hanno risposto all'imprevista introduzione dei tassi di interesse negativi da parte della BCE. Un evento che le ha inevitabilmente costrette a rivedere le proprie scelte strategiche. Questo focus permette non solo di esaminare l'impatto immediato di tale evento sulle loro operazioni e risultati, ma anche di valutare le conseguenze nel medio termine e le relative strategie di adattamento adottate dalle compagnie assicurative, estendendo l'analisi su come eventi dirompenti possano incidere sulle loro scelte di *governance* aziendale.

Ciò potrebbe considerarsi particolarmente rilevante considerando le recenti dichiarazioni della BCE, che per il biennio 2023-24 ha annunciato l'adozione di una politica monetaria che

segna una netta controtendenza rispetto alle direttive passate. Quest'ultima, volta a contrastare l'inflazione derivante da un periodo prolungato di tassi di interesse bassi e negativi, preannuncia significative modifiche nel contesto operativo delle compagnie di assicurazione e delle imprese in generale (Sorrentino, 2023). In tale scenario, è presumibile infatti che le aziende debbano rivedere e adattare nuovamente le loro strategie precedenti per orientarsi efficacemente in un ambiente economico in rapida trasformazione. Questa necessità di adattamento trova ulteriore risonanza nelle ricerche passate, che hanno documentato come un periodo esteso di tassi di interesse bassi possa avere un effetto avverso sulle compagnie assicurative (Kablau e Wedow, 2011; Antolin *et al.*, 2011), enfatizzando la sfida particolare per le compagnie di assicurazione sulla Vita, le quali gestiscono prevalentemente passività legate a rendimenti fissi o promesse di benefici.

I tassi di interesse vicini allo zero, infatti, influenzano in modo significativo sia le attività che le passività delle compagnie di assicurazione sulla Vita in quanto:

a) la riduzione dei tassi di interesse può diminuire i rendimenti futuri degli investimenti, aumentando le passività delle assicurazioni e mettendo potenzialmente in pericolo la loro solvibilità;

b) tassi di interesse mantenuti bassi per lunghi periodi di tempo possono influenzare negativamente i rendimenti dei reinvestimenti sui portafogli delle compagnie assicurative.

Essendo tassi di interesse prossimi allo zero generalmente sintomo di un'economia in lenta crescita, questa situazione implica che anche i rendimenti sugli investimenti tendano ad essere modesti. In questo contesto economico sfidante, le compagnie di assicurazione si trovano a fronteggiare ostacoli particolarmente gravosi. Queste sfide sono accentuate specialmente per quelle compagnie che hanno commercializzato prodotti con promesse di rendimenti elevati, trovandosi così a dover gestire le aspettative dei clienti in un ambiente dove i rendimenti effettivi si rivelano più bassi del previsto, costringendole a riconsiderare e adattare le loro strategie operative e finanziarie (Swiss Re, 2012; EIOPA, 2013).

Questo fenomeno si rispecchia in molti mercati specifici dell'Eurozona, compreso quello italiano. In Italia, ad esempio, le compagnie di assicurazione, soprattutto quelle specializzate sul settore Vita, hanno adottato approcci unici per affrontare queste sfide, come l'affidamento a riserve destinate ai *bonus* e ai ristorni, usate per finanziare le quote di partecipazione agli utili degli assicurati (Pullano, 2011; Silvestri, 2009).

Pertanto, sebbene la letteratura esistente abbia principalmente esplorato l'impatto della volatilità dei tassi di interesse sul settore assicurativo a livello globale, il nostro studio rivolge invece la sua attenzione specifica ai tassi di interesse negativi, esclusivamente nel contesto assicurativo italiano, proponendo così di colmare un *gap* nella ricerca esistente.

La mancanza di approfondimenti specifici in questo ambito può rendere il nostro approccio particolarmente utile per comprendere le dinamiche e le sfide che il settore assicurativo italiano è chiamato ad affrontare in un contesto di tassi di interesse negativi.

2.3 – Gli effetti dei tassi di interesse bassi sul settore assicurativo

Ad oggi, molti economisti e aziendalisti hanno rivolto particolare attenzione alle compagnie assicurative (Kablau e Wedow, 2011), studiando come la loro struttura finanziaria e patrimoniale possa influire sulla scelta delle loro decisioni di *governance*.

Il contesto economico attuale ha reso fondamentale una revisione delle politiche commerciali per le compagnie di assicurazione, soprattutto per quanto riguarda le loro strategie di investimento. In particolare, l'analisi dell'interazione tra le compagnie di assicurazione e il panorama macroeconomico è in grado di rivelare come la volatilità dei tassi di interesse influenzi sia le attività che le passività di questi enti. Infatti, secondo recenti studi, adeguando il livello di garanzia del tasso di interesse alle preferenze dell'assicurato, le compagnie possono sviluppare modelli di assicurazione sulla Vita più efficienti (Kablaw e Wedow, 2011).

Una ricerca di Dassatti *et al.* (2020) sulle compagnie assicurative uruguaiane, focalizzata sul periodo 2005-2015, rivela invece che in un contesto di tassi di interesse vicini allo zero, una compagnia assicurativa efficiente potrebbe addebitare un margine di rendita di 11 punti base rispetto al tasso di interesse a lungo termine del mercato per coprire i suoi costi amministrativi. Questo suggerisce che anche le attività di rendimento medio possono avere impatti significativi in determinati periodi.

Tuttavia, la questione diventa più complessa quando si considerano gli effetti pratici delle politiche monetarie. Sebbene i tassi di interesse vicini o uguali zero dovrebbero teoricamente ridurre i costi di finanziamento per aziende e famiglie, stimolando la domanda di prestiti, Schnabel (2020) riconosce che una politica monetaria eccessivamente espansiva potrebbe avere più svantaggi che vantaggi, ponendo nuove sfide per le compagnie di assicurazione in un contesto di instabilità economica. Una teoria supportata anche da Ismail *et al.* (2018) che hanno dimostrato come l'imposizione di tassi di interesse eccezionalmente bassi abbia influenzato negativamente le prestazioni delle compagnie assicurative asiatiche, ingenerando una loro persistente difficoltà nel far fronte ai propri impegni, come conseguenza della spinta al rialzo dei prezzi dei titoli. Esaminando la questione a livello globale, è possibile osservare come le politiche monetarie delle principali banche centrali abbiano mostrato divergenze significative, specialmente tra l'Unione Europea e gli Stati Uniti. La BCE ha gradualmente ridotto le sue misure di stimolo monetario, mentre la *Federal Reserve* statunitense ha optato per un aumento dei tassi di interesse (Sorrentino, 2018; Valsania, 2018). Questi approcci contrapposti facevano parte di una strategia monetaria più ampia: gli Stati Uniti hanno intrapreso una politica di restrizione monetaria (Figura 2), mentre l'Unione Europea ha privilegiato un ambiente economico più flessibile, con politiche fortemente espansive (Brachetta e Ceci, 2019).

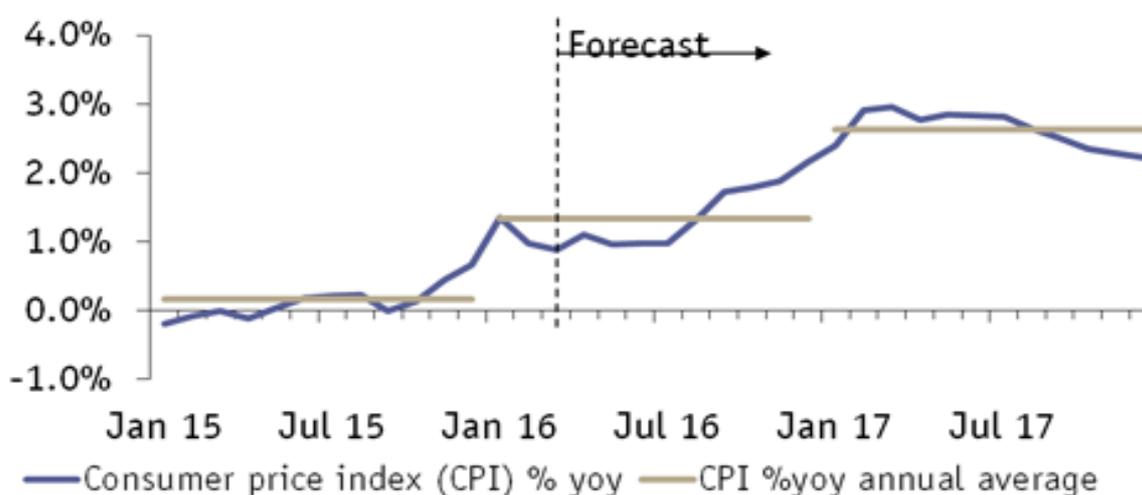


Fig. 2 – Andamento del livello di inflazione negli USA (Fonte: Sorrentino, 2018)

Dalla crisi finanziaria del 2007 ad oggi, si è pertanto assistito all'avviamento di un meccanismo di "iperattività" delle banche centrali: prima alcune di queste hanno abbassato i tassi di interesse a 0 (Baldini e Poggio, 2014), poi hanno inondato i mercati finanziari di liquidità (Jensen *et al.*, 2019), per poi arrivare a introdurre nell'Eurozona tassi di interesse negativi (Gerali e Neri, 2017), con il conseguente annuncio di nuove manovre rialziste (Sorrentino, 2023).

In questa condizione di incertezza perpetua, le normative tradizionali che governano il sistema finanziario sono così state messe in dubbio (Gerali e Neri, 2017). In particolare, l'avvento dei tassi di interesse negativi ha completamente sovvertito le aspettative degli investitori degli ultimi anni, delineando un contesto in cui i risparmiatori hanno dovuto affrontare la paradossale situazione di pagare per prestare denaro, partendo dall'ipotesi che la deflazione avrebbe incrementato il potere d'acquisto reale dei loro risparmi (Gerali e Neri, 2017).

Recentemente, la curva dei tassi di interesse nell'Eurozona ha però evidenziato un *trend* ascendente. Questa situazione imporrà soprattutto alle compagnie assicurative italiane la necessità di rianalizzare lo scenario macroeconomico (Sorrentino, 2023) e valutare i potenziali rischi associati a tale cambiamento radicale dei tassi di interesse, che da bassi o negativi stanno subendo un considerevole rialzo. Una evoluzione che segna un punto di distinzione importante rispetto al contesto monetario precedente.

3 – Metodologia

Al fine di esaminare le conseguenze derivanti dall'imposizione di tassi di interesse negativi da parte della BCE sul settore assicurativo italiano, è stata implementata un'analisi comparativa concentrata su due dei maggiori protagonisti del settore: Generali e UnipolSai.

La selezione di queste due compagnie si fonda sulla loro rilevanza e influenza predominanti nel mercato assicurativo italiano. Tale scelta metodologica consente infatti un'analisi comparativa degli effetti delle politiche monetarie su realtà aziendali di dimensioni notevolmente differenti. Da un lato, Generali, con la sua statura di colosso del settore anche a livello internazionale, fornisce uno spaccato delle conseguenze di una politica monetaria fortemente espansiva su una grande multinazionale. La posizione di questa compagnia come *leader* di mercato, unita alla sua estesa rete operativa a livello internazionale, consente infatti di approfondire come una compagnia assicurativa di grandi dimensioni sia in grado o meno di fronteggiare uno scenario macroeconomico instabile, fornendo spunti sulla gestione dei rischi, le strategie di investimento e l'adattamento operativo in un contesto finanziario e normativo non convenzionale.

In secondo luogo, UnipolSai, pur essendo anch'essa un'entità significativa nel panorama assicurativo italiano, si caratterizza per dimensioni aziendali notevolmente inferiori rispetto a Generali. Tale distinzione dimensionale consente di esplorare le ripercussioni di politiche monetarie non convenzionali anche su una realtà aziendale di scala ridotta, che si distingue però per una forte presenza nel mercato nazionale e per un approccio innovativo nella creazione di prodotti e nella gestione del rischio.

L'indagine condotta si focalizza in particolare sul quadriennio 2015-2018, un lasso di tempo cruciale in quanto consente di valutare pienamente gli effetti dell'imposizione di tassi di interesse negativi da parte della BCE avvenuta a partire dal 2014. Il periodo analizzato, assume un ruolo cruciale per due motivi fondamentali: a) offre un arco temporale adeguato per valutare gli effetti a medio termine di una politica monetaria non convenzionale sul settore assicurativo

(Lunghi e Marzialetti, 2017); b) questo intervallo ha segnato una fase di transizione nell'economia globale, in cui altre banche centrali hanno iniziato ad adottare progressivamente strategie simili a quelle della BCE, rendendo il contesto europeo (e italiano) un caso di studio significativo. La comparazione tra le due compagnie ha pertanto avuto l'obiettivo di esplorare le strategie da loro adottate per affrontare la sfida dei tassi di interesse negativi nel periodo analizzato. A tal fine, per ciascuna azienda, sono stati analizzati i *trend* di mercato, le strategie operative, i prodotti più venduti e quelli che hanno subito maggiori cali di vendite nei quattro anni in questione, unitamente all'esaminazione delle loro relazioni annuali e dei bilanci consolidati pubblicati nel medesimo periodo.

Secondo quanto evidenziato da Sneed *et al.* (2020), il metodo del caso studio comparativo si dimostra particolarmente adatto per un'analisi di questa natura. Nel contesto specifico del nostro studio, questa metodologia ha infatti permesso di esaminare come un ambiente economico sfidante e altamente competitivo abbia indotto le due compagnie assicurative italiane analizzate a intraprendere cambiamenti sostanziali nelle proprie culture di *governance*, stimolandone l'agilità organizzativa. Un prolungato periodo di tassi di interesse estremamente bassi e negativi ha pertanto rappresentato una sfida inedita per gli operatori economici, in particolar modo per le assicurazioni specializzate sul settore Vita (Ferrero *et al.*, 2017). I modelli tradizionali di *business* in questo settore sono stati infatti costretti ad adattarsi a condizioni macroeconomiche e finanziarie insolite e difficili (Gerali e Neri, 2017; Braun *et al.*, 2019; Eisenberg e Krühner, 2018; Barucci *et al.*, 2020).

In questo scenario, Generali e UnipolSai, entrambe specializzate nel settore Vita, emergono ulteriormente come casi di studio rilevanti. L'analisi delle loro strategie adottate e delle loro *performance* nel periodo considerato può infatti consentire di esplorare contestualmente anche l'impatto di condizioni macroeconomiche non convenzionali, potenzialmente avverse, in questo specifico comparto del settore assicurativo.

3.1 – I casi studio: Generali e UnipolSai

3.1.1 – Generali: il profilo della società

Generali (Assicurazioni Generali SpA), è una compagnia assicurativa con una presenza consolidata in oltre 60 paesi, comprendente all'incirca 430 aziende e impiegando più di 76.000 professionisti. La sede legale di questa istituzione finanziaria si trova a Trieste e, in termini di struttura di *corporate governance*, questa compagnia segue un modello tradizionale, strutturato in quattro parti: l'Assemblea dei Soci, il Consiglio di Amministrazione, il Collegio Sindacale e l'Organo di Vigilanza.

Negli ultimi dieci anni, Generali ha intrapreso un ambizioso riassetto strategico, concentrando le sue energie sul *core business*, adottando una gestione patrimoniale più rigorosa e promuovendo una *governance* caratterizzata da maggiore semplicità e trasparenza. Una trasformazione che ha inaugurato per la compagnia una nuova era incardinata su modelli di *business* innovativi, strategie commerciali all'avanguardia e un *brand* rafforzato a livello globale.

3.1.2 – UnipolSai: il profilo della società

Il secondo caso studio analizzato propone di valutare l'impatto dei bassi tassi di interesse sull'assetto economico di un'altra società *leader* del settore assicurativo italiano: UnipolSai (UnipolSai Assicurazioni SpA).

Questa società è nata con la registrazione ufficiale dell'atto di fusione tra Unipol Assicurazioni SpA, Milano Assicurazioni SpA e Premafin HP SpA in Fondiaria-SAI SpA (l'ente incorporante). La predetta fusione ha così dato vita a un colosso nel settore che ha immediatamente assunto un ruolo di preminenza nel mercato nazionale, in particolare nel ramo Vita e con una notevole incidenza nel settore R.C. Auto. Il successo di questa operazione è stato tanto eclatante che UnipolSai ha ottenuto per molte volte il riconoscimento per la migliore polizza auto in Italia.

Oltre all'attività assicurativa, UnipolSai ha nel tempo esteso la propria influenza in diversi settori. Notabile è infatti il suo impegno anche nel mondo dello sport e nel settore dell'urbanistica. Queste iniziative riflettono l'approccio poliedrico e la visione strategica della compagnia nel posizionarsi come un attore dinamico e influente in vari ambiti a livello nazionale.

3.2 – Lo scenario macroeconomico di riferimento: i trend del settore Vita in Italia (quadriennio 2015-2018)

L'analisi dei *trend* nel settore assicurativo Vita in Italia nel periodo analizzato (2015-2018) è cruciale per comprendere le specifiche dinamiche di mercato e le strategie adottate dalle compagnie assicurative italiane specializzate in questo settore in risposta ad un contesto macroeconomico instabile.

Durante il periodo in questione, il settore assicurativo italiano ha infatti incontrato sfide eccezionali, amplificate dall'imposizione di tassi di interesse negativi da parte della BCE, che ha avuto ripercussioni significative sui rendimenti degli investimenti. Per le compagnie di assicurazione, particolarmente quelle operanti nel settore Vita, tale situazione ha infatti reso estremamente difficile generare rendimenti adeguati per sostenere le loro obbligazioni future. Una diretta conseguenza di tale scenario si è riscontrata nei primi tre mesi del 2017, in cui la raccolta premi complessiva del mercato assicurativo italiano ha mostrato un calo significativo, registrando una diminuzione del 10,7% rispetto all'analogo periodo del 2016. Questo decremento è stato dovuto principalmente al settore Vita, che ha subito una flessione del 13,8%, in netto contrasto con l'incremento dello 0,5% osservato nel settore Danni (Lunghi e Marzialetti, 2017).

Il persistere di un tale quadro ha reso necessaria una riformulazione delle politiche commerciali e una valutazione delle nuove opportunità di investimento per le compagnie di assicurazione.

A partire dalla metà del 2017 si sono così notati i primi segnali di ricomposizione dei portafogli assicurativi: inizialmente verso titoli *corporate* e conseguentemente alla progressiva compressione dei loro rendimenti verso *asset classes* alternative (Gerali e Neri, 2017). Questa riallocazione, seppur di entità contenuta, riflette un adattamento significativo alle condizioni di mercato dominate dai tassi di interesse negativi, evidenziando l'intenzione delle compagnie assicurative di perseguire tipologie di investimento più diversificate rispetto al passato e al contempo alternative rispetto a quelle tradizionali.

In questo periodo, i provvedimenti comunitari e governativi messi in atto con l'obiettivo di alimentare i flussi di finanziamento alle imprese, riducendo al tempo stesso la loro dipendenza dal credito a breve e medio termine, hanno inoltre svolto un ruolo importante. Sono stati infatti creati nuovi strumenti per favorire l'investimento nelle piccole e medie imprese (come i

minibond) che hanno ridefinito le modalità di utilizzo da parte delle compagnie assicurative di alcuni strumenti già esistenti (come cartolarizzazioni, *private placements* e fondi di credito).

In risposta a tali iniziative di riforma, a partire dal 2018, il mercato assicurativo italiano ha così registrato una positiva inversione di tendenza, segnando un incremento dei volumi dopo due anni di contrazione. La raccolta premi complessiva del mercato ha infatti registrato nel 2018 una crescita del 3%, grazie all'incremento sia del comparto Vita che del comparto Danni. I premi del lavoro diretto italiano relativi al comparto Vita, nello specifico, hanno registrato un incremento del 3,5% (*Report IVASS, 2018*).

Nel 2019, il mercato assicurativo italiano ha poi confermato la positiva tendenza del 2018, con una ulteriore crescita del 4% della raccolta premi, sempre grazie all'incremento del comparto Vita e del comparto Danni. In particolare, la raccolta premi complessiva del comparto Vita ha registrato un incremento del 3,8% nel periodo immediatamente successivo a quello del quadriennio analizzato in questo studio (*Report IVASS, 2020*).

La nostra analisi esplorativa si immerge pertanto nel complesso panorama fin qui delineato, con l'obiettivo di fornire una comprensione più profonda delle strategie poste in atto dalle due compagnie di assicurazione italiane oggetto di studio, in risposta ad un così instabile scenario macroeconomico.

L'analisi di due differenti modelli aziendali nel settore assicurativo può fornire una duplice prospettiva sulle risposte alle sfide economiche e normative emerse nel corso del periodo analizzato, rendendo Generali e UnipolSai casi studio significativi per valutare l'effetto dei tassi di interesse negativi in ambienti operativi distinti.

4 – Analisi e risultati

4.1 – Il rinnovamento strategico di Generali (quadriennio 2015-2018)

A seguito dell'imposizione di un regime di tassi di interesse estremamente bassi e negativi avvenuta a partire dal 2014, il panorama economico europeo ha presentato sfide inedite, in particolare per le compagnie di assicurazione specializzate sul settore Vita, le quali sono state chiamate a rivedere i loro modelli di *business* tradizionali, adattandoli a condizioni macroeconomiche e finanziarie insolite e complesse. In questo contesto, Generali ha mostrato una notevole capacità di adattamento e resilienza.

In risposta alla volatilità e alle sfide dello scenario macroeconomico, Generali ha infatti intrapreso, a partire dal 2015, uno strutturale processo di riforma del proprio modello di *business*. Questa trasformazione si è articolata principalmente su due fronti:

a) Una riorganizzazione interna, mirata a ottimizzare l'efficienza e a incrementare la *performance* operativa dell'azienda. Questo aspetto ha comportato un ripensamento delle strutture e dei processi interni, con un focus sulla razionalizzazione delle risorse e sull'efficacia delle operazioni;

b) Un'attenzione particolare verso l'innovazione e il rinnovamento della *value proposition* rivolta ai clienti. Ciò si è concretizzato attraverso l'informatizzazione e lo snellimento delle procedure aziendali, nonché migliorando l'esperienza del cliente mediante l'utilizzo delle più avanzate tecnologie. Questo approccio ha permesso a Generali di elevare il livello di servizio offerto, rispondendo così in modo efficace alle aspettative sempre più sofisticate dei clienti.

Dal predetto processo di trasformazione, la compagnia ha mostrato un deciso orientamento verso l'adozione di una nuova visione strategica adottata in risposta alle sfide imposte da un ambiente macroeconomico caratterizzato da tassi di interesse particolarmente bassi e negativi (Relazione annuale, Generali, 2015; 2016; 2017; 2018). Nel corso del 2017, in particolare, la compagnia ha attuato maggiori operazioni strutturali che hanno riguardato principalmente una riorganizzazione finanziaria della struttura del gruppo, con una strategia mirata all'acquisizione di partecipazioni in Intesa Sanpaolo (Relazione annuale, Generali, 2017).

La succitata operazione si è articolata in due fasi principali:

1) nella prima fase, avviata nelle prime settimane del 2017, la compagnia ha acquisito diritti di voto sulle partecipazioni in Intesa Sanpaolo attraverso lo strumento del prestito titoli (in particolare su 505 milioni di azioni, corrispondenti al 3,01% del capitale sociale);

2) successivamente, ha perfezionato l'acquisizione di un volume simmetrico di azioni ordinarie, pari a 510 milioni di azioni (3,04% del capitale sociale di Intesa Sanpaolo), coprendo il rischio economico di predetta operazione con strumenti derivati. Infine, ha poi proceduto alla cessione dell'intero monte di partecipazioni acquisite, ponendo fine anche alla conseguente operazione di copertura (Relazione annuale, Generali, 2017).

Queste mosse strategiche sono state intraprese da Generali per scongiurare eventuali attività di *stake building* da parte della banca Intesa Sanpaolo sul capitale della compagnia, dimostrando così un approccio proattivo e calcolato nella gestione delle sue partecipazioni e degli interessi aziendali in un contesto di mercato complesso e in continua evoluzione. Sono poi seguite altre mosse significative da parte della società, che hanno segnato una fase importante per la sua riorganizzazione strategica. Tra queste, si evidenziano:

– La cessione delle Operazioni in Colombia: Nel luglio 2017, Generali ha finalizzato l'accordo per la cessione delle sue compagnie in Colombia - Colombia Seguros Generales S.A. e Generali Colombia Vida-Compañía de Seguros S.A. - detenute rispettivamente al 91,3% e al 93,3%;

– Il disinvestimento in Guatemala: Generali ha ceduto la sua partecipazione di controllo in Aseguradora General S.A., una sua filiale in Guatemala. Questa operazione ha portato a una plusvalenza di 20 milioni di euro per la compagnia;

– La vendita di Generali Pan Europe attiva nel mercato irlandese: Una mossa strategica che ha comportato un introito totale di 286 milioni di euro per Generali, inclusi sia i corrispettivi diretti dell'operazione che la chiusura dei finanziamenti infragruppo esistenti.

Parallelamente a queste operazioni sugli assetti societari, la società ha anche focalizzato la sua attenzione sulla gestione dei portafogli assicurativi attraverso:

– La riassicurazione dei Portafogli in *Run-off* delle sedi di Londra e New York nel 2017;

– La cessione del Portafoglio Assicurativo Giapponese, un'operazione completata nel 2019.

Queste operazioni hanno segnato una tappa fondamentale nella sua strategia di riorientamento operativo mirata alla ristrutturazione aziendale e su di una più efficace gestione degli *asset* assicurativi. In particolare, questa attenta pianificazione, ha conseguentemente permesso a Generali di realizzare transazioni ad alto valore aggiunto, caratterizzate da una maggiore profittabilità marginale (Relazione Annuale, Generali, 2017; 2018).

Tra le azioni più significative intraprese per aumentare l'efficienza dei processi aziendali, si sono inoltre evidenziate:

– Il potenziamento dell'Efficienza Operativa: Implementando il modello "*One Company*", Generali ha consolidato i suoi dipendenti in due società principali. Questo ha comportato anche una razionalizzazione del canale distributivo e un consolidamento del portafoglio di marchi;

– L'incremento della Potenza Distributiva: Una delle mosse strategiche più rilevanti è stata l'integrazione di un canale di agenti esclusivi di Generali nella DVAG (una rete di consulenti e agenti assicurativi finanziari *leader* in Germania), la prima rete distributiva assicurativa in Italia per dimensioni.

Si è inoltre assistito al rafforzamento del canale diretto, con la semplificazione dei processi e l'adozione di nuove tecnologie per potenziare il canale distributivo digitale. Generali ha infatti investito risorse significative nell'ambito *digital*, mirando a informatizzare sia i servizi offerti ai clienti che i processi interni. Questa strategia è stata particolarmente lungimirante in un periodo di profonda incertezza economica e finanziaria (Relazione annuale, Generali, 2017). L'attenzione di Generali verso il digitale ha infatti rappresentato non solo un passo avanti per la sua modernizzazione, ma anche una risposta strategica alle mutevoli esigenze di un mercato globale sempre più interconnesso e avanzato tecnologicamente. In particolare, la società ha ampliato l'uso di tecnologie basate sull'Intelligenza Artificiale per accelerare e ottimizzare i propri processi interni, riducendo il *time to market* per i clienti. Ciò ha incluso sistemi informatizzati per assistere gli agenti di zona e per gestire la corrispondenza interna, nonché l'innovazione dei servizi, come l'uso di *chatbot* per l'assistenza dei clienti e la personalizzazione dei prodotti.

La trasformazione digitale e l'innovazione non sono state le uniche aree di focus per Generali in questo periodo. Sul fronte degli investimenti, il 2017 ha visto anche una significativa evoluzione nella metodologia di remunerazione di questi ultimi da parte della società. Generali ha infatti aumentato la sua esposizione a strumenti a reddito variabile, che hanno costituito l'87,1% del totale degli investimenti. Questa operazione, si è inserita virtuosamente in un quadro di instabilità macroeconomica, riflettendo una strategia di investimento più audace e adattiva da parte della compagnia in un periodo caratterizzato da incertezza e fluttuazioni economiche continue (Relazione annuale, Generali, 2017).

Per quanto riguarda gli strumenti a reddito fisso, invece, al 2017 i titoli governativi hanno rappresentato una quota consistente per la società (ovvero il 57% dei titoli complessivi). Tuttavia, questa percentuale ha mostrato una leggera diminuzione rispetto all'anno precedente, suggerendo un cambiamento nella strategia di investimento di Generali (Relazione annuale, Generali, 2017). In parallelo all'aumento degli strumenti a reddito variabile, c'è stata anche un'espansione significativa degli investimenti in ambito *corporate*, con un focus particolare sulle obbligazioni. Questo ha evidenziato una strategia di diversificazione e approfondimento degli *asset* di investimento da parte della compagnia.

Nonostante le incertezze dello scenario macroeconomico in quel periodo, il livello medio degli investimenti di Generali è rimasto invece costante rispetto agli anni precedenti. In particolare, per quanto riguarda gli investimenti in titoli a rendimento variabile, si è osservato un incremento in termini assoluti di circa 1 milione di euro. Questa variazione può essere prevalentemente attribuita all'aumento del valore degli investimenti già effettuati in precedenza, i quali hanno beneficiato di un mercato azionario in ascesa (Relazione annuale, Generali, 2017). Inoltre, ha contribuito positivamente anche la conversione di alcune

obbligazioni precedentemente sottoscritte, che si sono rivelate decisioni redditizie nel contesto di mercato allora vigente (Relazione annuale, Generali, 2017).

4.2 – L'andamento economico-finanziario di Generali (quadriennio 2015-2018)

Durante il quadriennio 2015-2018, in risposta all'imposizione di tassi di interesse negativi da parte della BCE, Generali ha adottato politiche operative che hanno avuto un impatto tangibile sulla redditività dell'azienda, dimostrando una notevole resilienza e capacità di adattamento in un contesto economico sfidante (Relazione annuale, Generali, 2015; 2016; 2017; 2018; Bilancio consolidato, Generali, 2015; 2016; 2017; 2018) (Tabella 1).

Tabella 1 – L'andamento economico-finanziario di Generali (2015-2018) (Fonte: Bilancio consolidato, Generali, 2015; 2016; 2017; 2018)

Valori espressi in milioni di euro	2015	2016	var% (2015- 2016)	2017	var% (2016- 2017)	2018	var% (2017- 2018)
Risultato Operativo	4.785	4.830	+0,9%	4.713	-2,4%	4.857	+3,6%
ROE	14,0%	13,5%	-3,5%	13,4%	-0,7%	13,4%	-
Utile Netto	2.030	2.081	+2,5%	2.110	+1,4%	2.309	+9,4%
Debito Operativo	36,7	38,7	+5,4%	26,2	- 32,3%	27,0	+3,0%
Debito Finanziario	13,1	12,6	-3,8%	11,8	-6,3%	11,5	-2,5%

Durante questo periodo, la compagnia ha mostrato una crescita nel suo Risultato Operativo, passando da 4.785 miliardi nel 2015 a 4.857 miliardi nel 2018. Questa tendenza ascendente è stata il riflesso di una gestione efficiente e strategica in un ambiente economico complesso, dove il basso rendimento degli investimenti avrebbe potuto impattare negativamente sulle *performance* della società. Inoltre, l'Utile Netto della compagnia è cresciuto progressivamente, passando da 2.030 miliardi nel 2015 a 2.309 miliardi nel 2018, evidenziando una gestione finanziaria efficace e una solida capacità di generare profitto.

Nonostante la pressione sui rendimenti degli investimenti dovuta ai bassi tassi di interesse (divenuti anche negativi), Generali è riuscita pertanto a ottimizzare le proprie attività e a massimizzare i propri profitti.

Dal punto di vista del debito, l'azienda ha inoltre mostrato una gestione prudente e strategica. Il Debito Operativo, in particolare, si è significativamente ridotto, passando da 36,7 milioni di euro nel 2015 a 27 milioni di euro nel 2018, dimostrando un impegno da parte della compagnia nella riduzione delle passività e nel rafforzamento della struttura del capitale. Analogamente, il Debito Finanziario si è ridotto da 13,1 milioni di euro nel 2015 a 11,5 milioni

di euro nel 2018, evidenziando un approccio efficace nella gestione del debito in un periodo economicamente sfidante. Infine, il *Return on Equity* (ROE) si è mantenuto stabile nel tempo, attestandosi intorno al 13-14%. Ciò si è configurato come un risultato notevole per la società, indicativo del fatto che nonostante la volatilità dello scenario macroeconomico, Generali non solo è riuscita a mantenere una solida redditività, ma ha anche salvaguardato gli interessi dei suoi azionisti (Relazione annuale, Generali, 2015; 2016; 2017; 2018).

I succitati miglioramenti ottenuti sono stati principalmente sostenuti dai risultati del segmento Vita - che ha registrato nel periodo 2015-2018 una crescita pari all'1,8% - i quali hanno ampiamente compensato il leggero calo di *performance* nel segmento Danni - che invece ha registrato una riduzione operativa di circa il 5% nell'arco del quadriennio analizzato (Relazione annuale, Generali, 2018).

Dall'analisi dell'equilibrio finanziario di Generali, si osserva inoltre un positivo incremento della capitalizzazione - salita nel 2017 dal 25,7% al 26,2% - che riflette un rafforzamento della base finanziaria della compagnia. Parallelamente, la quota di capitalizzazione detenuta da investitori esterni è rimasta stabile al 1,1%, indicando un mantenimento dell'equilibrio nelle partecipazioni esterne. Questi dati, complessivamente, evidenziano un consolidamento della struttura finanziaria della società, indicando una crescente robustezza e fiducia nel suo posizionamento nel mercato (Relazione annuale, Generali, 2017).

Inoltre, questo periodo è stato anche caratterizzato da una maggiore selettività nei criteri di investimento implementati da Generali, che hanno portato ad un accumulo di maggiore liquidità per la compagnia (Relazione annuale, Generali, 2017; 2018).

Orbene, l'analisi dell'andamento economico-finanziario del quadriennio 2015-2018 per Generali rivela un profilo di azienda che, nonostante le sfide poste da un contesto di tassi di interesse bassi/negativi, ha mostrato un miglioramento costante e significativo nella sua *performance* finanziaria e operativa.

4.3 – Il rinnovamento strategico di UnipolSai (quadriennio 2015-2018)

A seguito dell'imposizione di un regime di tassi di interesse estremamente bassi e negativi avvenuta a partire dal 2014, anche UnipolSai ha intrapreso un processo di riforma del proprio modello di *business*.

Così come indicato nelle relazioni annuali della società relative al quadriennio 2015-2018, quest'ultima ha completamente riformulato il proprio quadro strategico in risposta alla volatilità dello scenario macroeconomico, orientandolo principalmente alla razionalizzazione dei costi. Una strategia mirata alla protezione della sua solvibilità e redditività in un contesto di bassi rendimenti.

Nel 2017, in risposta alle politiche monetarie non convenzionali adottate dalla BCE, la compagnia ha infatti intrapreso un importante Progetto di ristrutturazione del comparto assicurazione Vita. Questa azione ha portato a numerosi vantaggi in termini di coerenza ed efficacia nel coordinamento organizzativo e operativo dell'attività assicurativa della società (Relazione annuale, UnipolSai, 2017). In particolare, è stato promosso lo sviluppo di un modello di offerta multicanale integrata, adeguato all'evoluzione dei comportamenti e delle esigenze dei consumatori in un contesto di bassi tassi di interesse, anche sotto lo zero. Parte di questa strategia ha inoltre incluso l'ampliamento della gamma di soluzioni per il risparmio, con l'introduzione di nuovi prodotti come "UnipolSai Investimento Garantito Extra" (prodotto rivalutabile a Premio Unico di Ramo I) e la Certificazione di Conformità ottenuta per i prodotti

Vita che ha evidenziato l'impegno del Gruppo nella *customer satisfaction*, puntando su servizi assicurativi di alta qualità per costruire un rapporto di fiducia con i clienti.

Per quanto riguarda il settore immobiliare, l'attività strategica della compagnia si è concentrata invece sulla riqualificazione del patrimonio immobiliare di proprietà, con l'obiettivo di valorizzare gli immobili oggetto di ristrutturazione, sia per la locazione che per l'uso strumentale. In un mercato con tassi di interesse negativi, UnipolSai ha inoltre perseguito l'ottimizzazione del proprio portafoglio anche attraverso la vendita di un numero considerevole di unità immobiliari, riducendo i costi di gestione e massimizzando il rendimento degli investimenti necessari per la riqualificazione e la valorizzazione di tali proprietà (Relazione annuale, UnipolSai, 2018).

4.4 – L'andamento economico-finanziario di UnipolSai (quadriennio 2015-2018)

La risposta strategica di UnipolSai all'introduzione di tassi di interesse negativi da parte della BCE ha avuto effetti significativi soprattutto sulla redditività dell'azienda (Relazione annuale, UnipolSai, 2015; 2016; 2017; 2018), influenzando in modo concreto i suoi rendimenti finanziari (Bilancio consolidato, UnipolSai, 2015; 2016; 2017; 2018) (Tabella 2).

Tabella 2 – L'andamento economico-finanziario di UnipolSai (2015-2018) (Fonte: Bilancio consolidato, UnipolSai, 2015; 2016; 2017; 2018)

Valori espressi in milioni di euro	2015	2016	var% (2015- 2016)	2017	var% (2016- 2017)	2018	var% (2017- 2018)
Risultato Operativo	1.043	681	-34,7%	760	+11,6%	1.203	+58,2%
ROE	11,1%	8,1%	-27,0%	8,7%	+7,4%	16,6%	+90,8%
Utile Netto	737	527	-28,4%	537	+1,9%	947	+76,3%
Debito Operativo	807	865	+7,2%	252	-70,8%	192	-23,8%
Debito Finanziario	3,9	4,7	+20,5%	3,6	-23,4%	5,2	+44,4%

Nonostante il contesto macroeconomico sfidante, UnipolSai ha dimostrato una notevole resilienza e agilità organizzativa. L'analisi dei dati finanziari della compagnia ha rivelato infatti una gestione strategica efficace e una certa capacità di adattamento della compagnia di fronte a condizioni di mercato mutevoli e potenzialmente avverse.

Il Risultato Operativo dell'azienda, che nel 2015 si attestava a 1.043 miliardi di euro, ha inizialmente registrato un calo nel 2016, scendendo a 681 milioni di euro. Una riduzione del 34,7%, plausibilmente attribuibile agli effetti di breve periodo comportati dall'introduzione di tassi di interesse negativi, avvenuta a partire dal 2014. Tale misura, sebbene mirata a stimolare

l'economia, ha infatti inizialmente ridotto i margini di profitto derivanti dalle attività di investimento, creando un ambiente più ostico per la generazione di rendimenti finanziari positivi per la società (Relazione annuale, UnipolSai, 2015). Tuttavia, il periodo successivo ha visto invece una notevole ripresa per la compagnia. Il Risultato Operativo ha infatti mostrato un incremento dell'11,6% nel 2017 e una crescita ancora più significativa del 58,2% nel 2018, raggiungendo 1.203 miliardi di euro. Questa tendenza ascendente riflette una gestione operativa efficiente e un adeguamento strategico di UnipolSai alle condizioni di mercato.

Parallelamente, l'andamento dell'Utile Netto ha evidenziato una notevole resilienza e capacità di recupero della compagnia nel quadriennio. Sebbene nel 2016 si sia infatti inizialmente registrato un calo degli utili, con una riduzione del 28,4% rispetto all'anno precedente (che ha portato l'Utile Netto da 737 milioni di euro nel 2015 a 527 milioni di euro nel 2016), già nel 2017 l'azienda ha iniziato a invertire questa tendenza, registrando un incremento, seppur lieve, del 1,9%. Questo recupero è poi proseguito e si è amplificato nel 2018, con un salto notevole dell'Utile Netto del 76,3%, che ha raggiunto i 947 milioni di euro. Questo incremento marcato è indicativo non solo di una solida capacità di generazione di profitto, ma anche di una gestione finanziaria particolarmente efficace della compagnia di fronte a un contesto macroeconomico sfidante (Relazione annuale, UnipolSai, 2018).

Sul fronte del debito, UnipolSai ha invece dimostrato una gestione prudente e strategica. Il Debito Operativo, infatti, seppur abbia visto un lieve incremento nel 2016, ha successivamente registrato una drastica riduzione del 70,8% nel 2017 - scendendo a 252 milioni di euro - per poi diminuire ulteriormente nel 2018 a 192 milioni di euro (-23,8%).

Infine, il ROE ha evidenziato un percorso di significativo miglioramento, passando da 11,1% nel 2015 a 16,6% nel 2018, nonostante una leggera flessione nei primi anni del quadriennio considerato. Questo andamento positivo ha evidenziato la capacità della compagnia di saper mantenere una redditività solida e di salvaguardare gli interessi dei suoi azionisti (Relazione annuale, UnipolSai, 2018).

Riuscendo ad adattarsi strategicamente a un ambiente economico in rapida evoluzione e superando le avversità iniziali, UnipolSai ha infatti migliorato progressivamente le proprie *performance* operativa e finanziaria nonostante le sfide macroeconomiche.

In particolare, nel corso del 2017 la compagnia ha proseguito il proprio impegno nel rafforzamento delle operazioni aziendali e delle relazioni con la rete vendita, ponendo un accento particolare sull'innovazione dei prodotti e sull'impiego della telematica. Questa strategia è emersa chiaramente dall'analisi esplorativa dei principali indicatori di *performance*, che hanno evidenziato in questo periodo un notevole incremento della redditività (Relazione annuale, UnipolSai, 2017).

In particolare, analizzando più in dettaglio i diversi segmenti di attività della compagnia, si osserva che nel settore Danni la raccolta premi diretti ha raggiunto 7,35 milioni di euro al 31 dicembre 2017, registrando un aumento dell'1,9% rispetto al 2016. Questa crescita è stata principalmente guidata dal segmento "Non Auto", con premi per 3,69 milioni di euro (un incremento del 3,9%), e dal settore "Corpi Veicoli Terrestri", che ha totalizzato premi per 655 milioni di euro, segnando un aumento del 3,3% rispetto al 2016. Queste *performance* positive hanno inoltre bilanciato la contrazione nel ramo R.C Auto, dove la raccolta premi ha subito invece una diminuzione del 2,9% rispetto al 2016, attestandosi a 3,51 milioni di euro (Relazione annuale, UnipolSai, 2017).

Sempre al 2017 è risultato essere altresì apprezzabile lo sviluppo positivo del comparto Vita e del ramo "VI Fondi Pensione" (+9,9%), così come ha registrato una crescita progressiva anche il ramo IV (+13,2%), seppur con volumi limitati (Relazione annuale, UnipolSai, 2017).

5 – Discussione

Come evidenziato nell'analisi esplorativa dei due casi studio, le compagnie assicurative italiane Generali e UnipolSai, sono state chiamate ad affrontare una crisi senza precedenti, quella generatasi a seguito dell'imposizione di tassi di interesse prossimi allo zero o negativi. In particolare, nella nostra analisi abbiamo voluto altresì concentrarci sul comportamento di risposta alla crisi adottato dalle due compagnie, studiandone i rispettivi risultati economici e strategici in un quadriennio in cui la volatilità dei tassi di interesse ha comportato l'insorgere di uno scenario macroeconomico senza precedenti.

In letteratura, simili eventi improvvisi e non convenzionali vengono definiti come "dirompenti" (Arias-Vargas *et al.*, 2022) o "cigni neri" (Taleb, 2010; 2013). Essi assumono un'importanza rilevante dal momento che tendono a inficiare inevitabilmente sulle regole classiche delle strategie di previsione che le aziende pongono in essere al fine di scongiurare potenziali pericoli derivanti da fattori esogeni imprevedibili. Nel nostro caso, le due compagnie assicurative analizzate hanno dovuto implementare procedure e strategie interne di risposta, basate su previsioni future, volte a monitorare l'andamento di un mercato volatile così da poter affrontare nel miglior modo possibile un evento esogeno improvviso mai sperimentato precedentemente, che avrebbe potuto condizionarne irrimediabilmente le rispettive attività (Relazione annuale, Generali, 2018; Relazione annuale, UnipolSai, 2018).

Le scelte strategiche implementate da Generali e UnipolSai in risposta a un evento "dirompente" - rappresentato dall'imposizione di tassi di interesse negativi da parte della BCE - possono identificarsi come un tentativo di gestione di una crisi improvvisa (Ramenzani e Camarinha-Matos, 2020; Andres e Marcucci, 2020) divenuta irrimediabilmente strutturale.

Le due compagnie analizzate hanno infatti adottato preventive scelte strategiche, volte a creare procedure efficaci, al fine di difendersi nel miglior modo possibile da potenziali danni esogeni derivanti da un periodo di instabilità finanziaria. Un'azione strategica che, così come avvenuto nel caso delle compagnie oggetto di studio, è poi solitamente seguita da due fasi successive: quella di risposta (implementata durante la crisi) e quella di recupero (implementata dopo la crisi) (Ramenzani e Camarinha-Matos, 2020).

Dai risultati ottenuti dallo studio esplorativo delle relazioni annuali delle due imprese assicurative analizzate, è risultato che esse hanno attuato un comportamento lungimirante, tale da consentir loro di cogliere nella crisi macroeconomica dei tassi di interesse negativi, un'opportunità, raggiungendo nella fase di recupero, non solo un riallineamento delle proprie *performance*, ma anche un incremento del profitto.

Per superare la crisi macroeconomica, esse hanno puntato sulla flessibilità sia in termini organizzativi che strategici e, in modo particolare, ambedue le compagnie hanno sviluppato i propri processi di digitalizzazione.

Nel caso di Generali, la compagnia ha ampliato l'uso di nuove tecnologie per fronteggiare la crisi, investendo in sistemi di Intelligenza Artificiale, così da velocizzare i processi interni (rendendoli più efficaci) e decrementando contestualmente il *time to market* per la clientela. Come conseguenza di tale scelta strategica, il gruppo Generali ha infatti registrato una crescita tendenzialmente positiva nel quadriennio oggetto di studio (Relazione annuale, Generali, 2018);

mentre per la remunerazione degli investimenti c'è stata una maggiore esposizione a strumenti a reddito variabile.

In generale, il riassetto strutturale e strategico implementato da questa compagnia nel periodo analizzato, ha permesso buon controllo dei costi che ha conseguentemente portato a un miglioramento dell'efficienza operativa (Figura 3), nonostante il livello dei tassi di interesse fosse estremamente basso (o al di sotto dello zero).

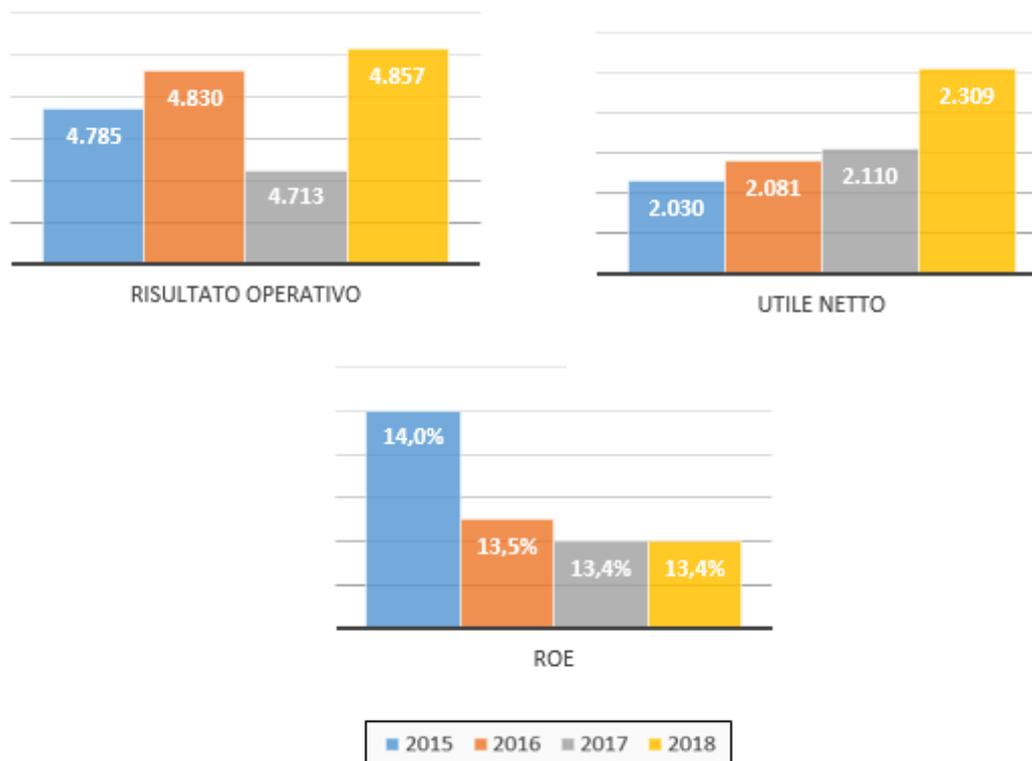


Fig. 3 – L'andamento delle *performance* di Generali nel quadriennio 2015-2018
(Fonte: Elaborazione degli autori sui dati di bilancio consolidato della compagnia)

UnipolSai, invece, ha dimostrato una notevole agilità strategica nel rispondere alle mutevoli dinamiche del mercato, attraverso la rapida implementazione di una strategia di diversificazione dei propri servizi. Questa mossa ha mirato a sviluppare un modello di offerta che ha integrato efficacemente diversi canali di distribuzione, in risposta ai cambiamenti nei comportamenti e nelle necessità dei consumatori, particolarmente evidenti in un contesto macroeconomico caratterizzato da forte instabilità. L'approccio di UnipolSai riflette una significativa capacità di adattamento e innovazione organizzativa, essenziale per mantenere la competitività in un ambiente in rapida evoluzione. In particolare, la compagnia ha optato per una flessibilità strategica del *decision-making* e per una diversificazione degli investimenti, che hanno portato ad una conseguente riduzione dei rischi e un miglioramento delle *performance* (Figura 4).

6 – Conclusioni

Questo studio ha esaminato le tattiche strategiche messe in atto da Generali e UnipolSai, due tra le compagnie più influenti nel panorama assicurativo italiano, durante un periodo di notevole

incertezza macroeconomica. In particolare, si è indagato come queste due società abbiano rivisto radicalmente i propri modelli di *business* e adattato le proprie strategie operative, sia a breve che a medio termine, per affrontare la sfida del calo dei tassi di interesse, divenuti per la prima volta negativi. L'obiettivo principale è stato esaminare come le manovre strategiche messe in campo dalle due compagnie abbiano mirato prevalentemente a prevenire potenziali rischi di fallimento, assicurando al contempo la loro sostenibilità finanziaria. Dai risultati dell'analisi esplorativa implementata nei due casi studio, è stato rilevato che, nonostante il quadriennio analizzato (2015-2018) sia stato profondamente condizionato dalla presenza di tassi di interesse bassi, prossimi allo zero (o negativi), si sia comunque registrata in quegli anni una crescita per ambedue le compagnie osservate, con un conseguente incremento degli utili.

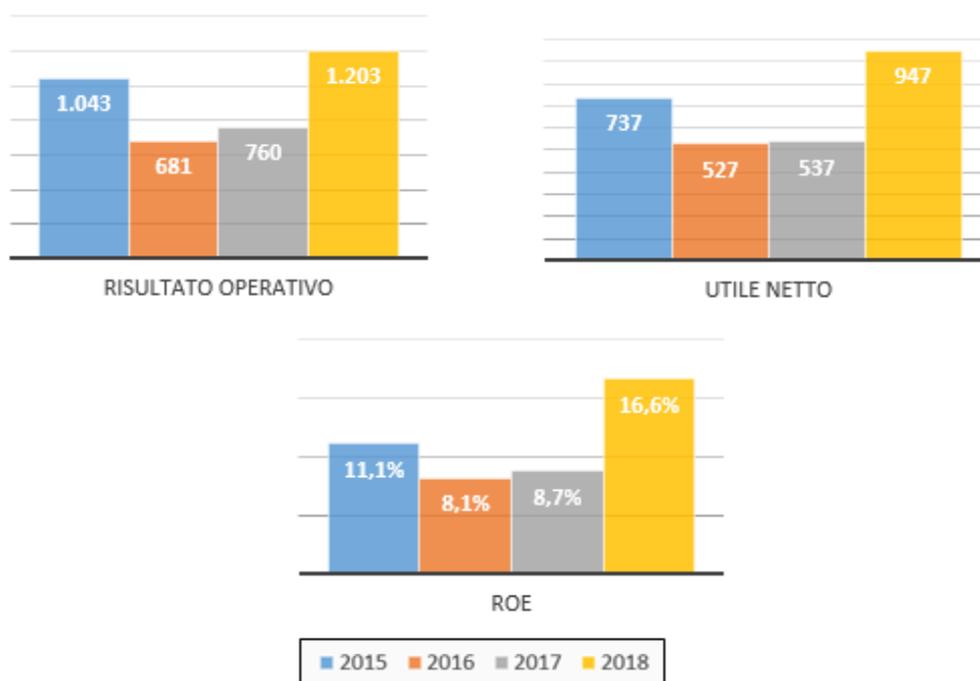


Fig. 4 – L'andamento delle *performance* di UnipolSai nel quadriennio 2015-2018
(Fonte: Elaborazione degli autori sui dati di bilancio consolidato della compagnia)

Nel caso di Generali, la compagnia assicurativa ha implementato un nuovo modello di *business* e ha aumentato i propri investimenti in ambito digitale, creando e rafforzando il canale distributivo per far fronte all'instabilità macroeconomica innescatasi. Anche la compagnia UnipolSai, seppur di più piccole dimensioni, ha adottato nel quadriennio osservato una strategia di razionalizzazione dei costi, con un conseguente riassetto strutturale, creando un progetto *ad hoc* che ha favorito lo sviluppo di un modello di offerta multicanale focalizzato sulle nuove esigenze dei consumatori.

Pertanto, nonostante le loro notevoli differenze in termini di grandezza e struttura organizzativa e l'adozione di strategie diversificate, sia Generali che UnipolSai sono riuscite a superare con successo un periodo di crisi segnato da un'intensa volatilità dei tassi di interesse.

In risposta a un contesto finanziario instabile, entrambe le compagnie hanno manifestato una notevole flessibilità organizzativa. Questa si è tradotta nell'adozione di approcci

diversificati, orientati principalmente alla razionalizzazione degli investimenti e al reindirizzamento di *asset* e risorse verso settori differenti rispetto a quelli privilegiati precedentemente. Tale strategia è stata essenziale per mitigare gli effetti sfavorevoli legati all'imposizione di tassi di interesse bassi o negativi, garantendo così la resilienza e l'adattabilità delle due aziende in un ambiente economico complesso.

Ciò che in questo studio si è voluto altresì sottolineare è che è importante che le aziende abbiano una propensione alla flessibilità, adattabilità e diversificazione dei propri prodotti, dal momento che queste caratteristiche possono rappresentare per loro la miglior chiave di risposta a un periodo di crisi o a un evento "dirompente". In particolare, le compagnie assicurative devono essere in grado di adattare celermente il proprio *business mindset* alle mutevoli esigenze dell'ambiente esterno. Ciò può rappresentare per loro un efficace strumento di gestione di una crisi, riducendo conseguentemente un eventuale rischio di fallimento dovuto a improvvisi *shock* esogeni.

Con le imminenti manovre rialziste previste per il 2023-24, che porteranno il livello dei tassi di interesse a livelli molto superiori rispetto a quelli del quadriennio analizzato, le compagnie di assicurazione saranno nuovamente chiamate ad adattare le proprie strategie di *business*. Pertanto, analizzando quelli che sono stati gli effetti dei tassi di interesse negativi sul settore assicurativo italiano, questo studio vuole altresì essere uno strumento informativo utile per comprendere quelli che sono i principali aspetti di gestione delle società di assicurazione e le mosse strategiche da loro attuate come risposta alla repentina evoluzione dello scenario macroeconomico.

La ricerca contribuisce pertanto alla letteratura esistente nel campo degli studi sulle compagnie assicurative in una duplice prospettiva:

- i)* analizza gli effetti che tassi di interesse bassi, prossimi allo zero (e negativi) possono avere nel breve e medio periodo sulle compagnie assicurative;
- ii)* esplora e mette in comparazione diverse scelte strategiche adottate dalle compagnie assicurative italiane per far fronte a una fase di crisi (o a un evento "dirompente").

La presente indagine contribuisce pertanto a un settore della letteratura scientifica che è, per lo più, ancora inesplorato. Una sfida rilevante affrontata durante l'attuazione di questa analisi esplorativa è stata infatti la carenza di ricerche empiriche preesistenti, che ha rappresentato un ostacolo di non poco conto. In aggiunta, la scelta metodologica di focalizzarsi su uno studio di caso qualitativo, insieme alla restrizione del campione a solamente due entità aziendali, ha imposto delle limitazioni aggiuntive, che hanno inevitabilmente inciso sulla profondità e l'estensione dell'analisi condotta.

Per superare queste limitazioni, future ricerche potrebbero beneficiare dell'adozione di un approccio quantitativo, analizzando i documenti di bilancio in maniera più estensiva. Inoltre, un campione più ampio e variegato, che includa imprese di diverse dimensioni, potrebbe offrire una prospettiva più completa e risultati maggiormente generalizzabili. L'espansione del campione consentirebbe inoltre di stabilire correlazioni più significative e di impiegare metodi quantitativi efficaci, al fine di ottenere una rappresentazione più accurata e imparziale del fenomeno. Infine, considerate le imminenti manovre rialziste della BCE, sarebbe utile osservare le dinamiche a lungo termine di queste aziende, esaminando un intervallo temporale più esteso per comprendere meglio le evoluzioni prima e dopo l'introduzione dei tassi di interesse negativi.

7 – Bibliografia

- Andres B., & Marcucci G. (2020). A strategies alignment approach to manage disruptive events in collaborative networks. *Sustainability*, 12(1), 1-23.
- Antolin P., Schich S., & Yermo J. (2011). The economic impact of protracted low interest rates on pension funds and insurance companies. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 1(1), 1-20.
- Arias-Vargas M., Sanchiz R., & Poler R. (2022). Impact of predicting disruptive events in supply planning for enterprise. *IFAC Papers OnLine*, 55(10), 1864-1869.
- Assicurazioni Generali SpA (2015). *Relazione annuale, 2015*.
- Assicurazioni Generali SpA (2015). *Bilancio consolidato, 2015*.
- Assicurazioni Generali SpA (2016). *Relazione annuale, 2016*.
- Assicurazioni Generali SpA (2016). *Bilancio consolidato, 2016*.
- Assicurazioni Generali SpA (2017). *Relazione annuale, 2017*.
- Assicurazioni Generali SpA (2017). *Bilancio consolidato, 2017*.
- Assicurazioni Generali SpA (2018). *Relazione annuale, 2018*.
- Assicurazioni Generali SpA (2018). *Bilancio consolidato, 2018*.
- Baldini M., & Poggio T. (2014). The Italian housing system and the global financial crisis. *Journal of Housing and the Built Environment*, 29(1), 317-334.
- Banca d'Italia (2017). *Annual Report, 123rd financial year*. Roma: 31 Maggio.
- Banca d'Italia (2018). *Rapporto sulla stabilità finanziaria n.1/2018*. Aprile 2018.
- Bartram S.M., Taylor S.J., & Wang Y.H. (2007). The euro and European financial market dependence. *Journal of Banking & Finance*, 31(5), 1461-1481.
- Barucci E., Colozza T., Marazzina D., & Rroji E. (2020). The determinants of lapse rates in the Italian life insurance market. *European Actuarial Journal*, 10(1), 149-178.
- Battaglia F., & Gallo A. (2013). Securitization and systemic risk: An empirical investigation on Italian banks over the financial crisis. *International Review of Financial Analysis*, 30(1), 274-286.
- Bertani M. (2015). *Famiglia e politiche familiari in Italia. Conseguenze della crisi e nuovi rischi sociali*. Milano: Franco Angeli Editore.
- Brachetta M., & Ceci C. (2019). Optimal proportional reinsurance and investment for stochastic factor models. *Insurance: Mathematics and Economics*, 87(1), 15-33.
- Braun A., Fischer M., & Schmeiser H. (2019). How to derive optimal guarantee levels in participating life insurance contracts. *Journal of Risk Finance*, 20(5), 445-469.
- Brycz M. (2012). Keynesian and monetary approach to the liquidity trap – looking for cointegration evidence from 2008 – Crisis in the United States. *Journal of International Studies*, 5(2), 18-29.
- Cesaroni F.M., & Sentuti A. (2016). Strategie ambidestre e crisi economica: le peculiarità della piccola impresa. *Piccola Impresa/Small Business*, 1(1), 54-77.
- Chang S., Brown C., Handmer J., Helgeson J., Kajitani Y., Keating A., Noy I., Watson M., Derakhshan S., Kim J., & Roa Henriquez A. (2022). Business recovery from disasters:

- Lessons from natural hazards and the COVID-19 pandemic. *International Journal of Disaster Risk Reduction*, 80(1), 1-13.
- Dassatti C., Rodriguez-Tousb F., & Lluberias R. (2020). Loan evergreening through banks' lenses evidence from credit product-level data. *Central Bank of Uruguay Working Papers*, 3(1), 1-53.
- Di Iorio A., Faff R., & Sander H. (2013). An investigation of the interest rate risk and exchange rate risk of the European financial sector: Euro zone versus non EuroZone countries. *Journal of Accounting and Management Information Systems*, 12(2), 319-344.
- EIOPA. (2013). *Supervisory Response to a Prolonged Low Interest Rate Environment. Opinion of the European Insurance and Occupational Pensions.*
- Eisenberg J., & Krühner P. (2018). The impact of negative interest rates on optimal capital injections. *Insurance: Mathematics and Economics*, 82(1), 1-10.
- Ferrero G., & Neri S. (2017). Monetary in a low-interest-rate environment. *Occasional Papers of Bank of Italy*, 39(1), 5-31.
- Ferrero G., Gross M., & Neri S. (2017). Secular stagnation, demographic developments and interest rates: an empirical investigation. *Bank of Italy Discussing Papers*, 2088(1), 1-26.
- Gerali A., & Neri S. (2017). Natural rates across the Atlantic. *Bank of Italy Working Papers*, 11401(1), 1-54.
- Ismail N., Ishak I., Manaf N.A., & Husin M.M. (2018). Macroeconomic factors affecting the performance of insurance companies in Malaysia. *Academy of Accounting and Financial Studies Journal*, 22(1), 1-5.
- IVASS (2018). *Report Analisi trend offerta prodotti assicurativi*, Novembre 2018.
- IVASS (2020). *Report Analisi trend offerta prodotti assicurativi*, Giugno 2020.
- Jensen T.K., Johnson R.R., & McNamara M.J. (2019). Funding conditions and insurance stock returns: Do insurance stocks really benefit from rising interest rate regimes?. *Risk Management and Insurance Review*, 22(4), 367-391.
- Kablau A., & Wedow M. (2011). Gauging the impact of a low-interest rate environment on German life insurers. *Banking and Financial Studies*, 2(1), 1-40.
- Ki Y., Thirusanku J., & Thirusanku J. (2022). The awe of automation and robotics. *International Journal of Science and Research*, 11(5), 1347-1354.
- Ksantini M., & Boujelbène Y. (2013). The impact of the global financial crisis on the global economic governance. *Business Excellence and Management*, 3(4), 5-22.
- Lian, W., Novta, N., Pugacheva, E., Timmer, Y., & Topalova, P. (2019). The Price of Capital Goods: A Driver of Investment Under Threat. *International Monetary Fund Working Paper*, 2019(134).
- Lunghi, L., & Marzioletti, L. (2017). *Report Analisi trend offerta prodotti assicurativi*. IVASS.
- Mester, L.M. (2018). Demographics and Their Implications for the Economy and Policy. *Cato Journal*, 38(2), 1-15.
- Padua, D. (2012). *John Maynard Keynes and the Economy of Trust: The Relevance of the Keynesian Social Thought in a Global Society*. London: Palgrave Pivot.

- Pullano, L. (2011). Un'indagine empirica sulla governance delle imprese di assicurazioni quotate. *Economia Aziendale Online*, 2(2), 189-207.
- Ramenzani, J., & Camarinha-Matos, L.M. (2020). Approaches for resilience and antifragility in collaborative business ecosystems. *Technological Forecasting & Social Change*, 151(1), 119846.
- Reinbold, B., & Wen, Y. (2017). Looking for the Positive In Negative Interest Rates. *The Regional Economist, Federal Reserve Bank of St. Louis*, 25(4), 14-15.
- Restuccia, D., & Urrutia, C. (2001). Relative prices and investment rates. *Journal of Monetary Economics*, 47(1), 93-121.
- Ribaj, A., & Mexhuani, F. (2021). The impact of savings on economic growth in a developing country (the case of Kosovo). *Journal of Innovation and Entrepreneurship*, 10(1), 1-13.
- Schnabel, I. (2020). Narratives about the ECB's monetary policy – reality or fiction?. Discorso al Juristische Studiengesellschaft, 11 Febbraio 2020.
- Silvestri, A. (2009). A global approach for financial flows management in insurance companies. The Italian experience. *Economia Aziendale Online*, 3(09), 91-110.
- Sneed, S., Nguyen, C.H.P., & Eubank, C.L. (2020). An Introduction to Case Study Methodology: Single Case and Multiple Case Approaches. *International Journal of Adult Education and Technology*, 11(4), 1-11.
- Sorrentino, R. (2023). BCE: rialzo dei tassi di 50 punti base, altro aumento a marzo. *Il Sole 24 Ore*, 2 febbraio 2023.
- Sorrentino, R. (2018). La Fed pronta al secondo rialzo dei tassi nel 2018. *Il Sole 24 Ore*, 13 Giugno 2018.
- Sugiharto, T., Sulistiowati, N., & Nofiyanti, R. (2019). Effect of micro and macroeconomic factors on the financial health of general insurance companies in Indonesia. *International Journal of Business and Management Science*, 9(1), 47-65.
- Swiss Re. (2012). *Facing the interest rate challenge*. Sigma 4/2012.
- Taleb, N.N. (2013). *Antifragile. Prosperare nel disordine*. Milano: Il Saggiatore Editore.
- Taleb, N.N. (2010). *The Black Swan: the impact of the highly improbable*. New York: Random House Publishing Group (2° edizione).
- UnipolSai Assicurazioni SpA (2015). *Relazione annuale, 2015*.
- UnipolSai Assicurazioni SpA (2015). *Bilancio consolidato, 2015*.
- UnipolSai Assicurazioni SpA (2016). *Relazione annuale, 2016*.
- UnipolSai Assicurazioni SpA (2016). *Bilancio consolidato, 2016*.
- UnipolSai Assicurazioni SpA (2017). *Relazione annuale, 2017*.
- UnipolSai Assicurazioni SpA (2017). *Bilancio consolidato, 2017*.
- UnipolSai Assicurazioni SpA (2018). *Relazione annuale, 2018*.
- UnipolSai Assicurazioni SpA (2018). *Bilancio consolidato, 2018*.
- Valsania, M. (2018). Sanità, imprese pronte al nuovo modello USA. *Il Sole 24 Ore*, 31 Gennaio 2018.