



DIPARTIMENTO DI ECONOMIA E FINANZA

Corso di Laurea Magistrale in Banche e Intermediari Finanziari

Cattedra di Diritto dei Mercati e degli Intermediari Finanziari (c. p.)

**La normativa europea in ambito assicurativo e i suoi effetti
sulla composizione dei portafogli degli investitori**

Prof.ssa Mirella Pellegrini

RELATRICE

Prof. Alberto Cybo Ottone

CORRELATORE

Luca Castoro - 765271

CANDIDATO

Anno accademico 2024/2025

INDICE

INTRODUZIONE.....	3
CAPITOLO 1 - LA NORMATIVA EUROPEA DEL SETTORE ASSICURATIVO.....	6
1.1 Stabilità, fiducia e sviluppo del mercato: il ruolo sistemico della Direttiva <i>Solvency II</i>.....	8
1.1.1 Il Primo Pilastro e la stabilità finanziaria dei soggetti economici.....	9
1.1.2 Il Secondo Pilastro e la <i>governance</i> aziendale.....	13
1.1.2.1 La <i>Product Oversight and Governance</i> nella <i>governance</i> aziendale.....	16
1.1.2.2 Il <i>Value for Money</i>	20
1.1.3 Il Terzo Pilastro e la vigilanza informativa.....	21
1.2 La Direttiva IDD e il rapporto tra assicuratore e consumatore.....	25
1.2.1 I principi del processo distributivo nel mercato assicurativo.....	26
1.2.2 La <i>Product Oversight and Governance</i> nella fase post-contrattuale.....	30
CAPITOLO 2 - L'INFLUENZA DELLA VIGILANZA FINANZIARIA SULLA PERCEZIONE DEL RISCHIO DA PARTE DEGLI INVESTITORI.....	35
2.1 La regolamentazione assicurativa a confronto: IVASS vs SEC.....	36
2.2 Il ruolo delle polizze nei portafogli: da strumento previdenziale a veicolo finanziario.....	45
2.2.1 Polizze finanziarizzate in Europa.....	46
2.2.2 Strumenti assicurativo-finanziari negli Stati Uniti.....	48
2.3 La cultura dell'investimento e la percezione del rischio.....	51

CAPITOLO 3 - RILEVAZIONE EMPIRICA.....	57
3.1 Premi lordi.....	58
3.1.1 Definizione della variabile	59
3.1.2 I dati.....	61
3.2 Quota assicurativa nei portafogli delle famiglie italiane.....	68
3.2.1 Definizione della variabile.....	69
3.2.2 I dati.....	70
3.3 Partecipazione degli statunitensi al mercato assicurativo.....	76
3.3.1 Definizione della variabile.....	77
3.3.2 I dati.....	78
3.4 Shock esterni e variabili di controllo.....	84
CAPITOLO 4 - ANALISI CRITICA, COMPARAZIONE E PROSPETTIVE FUTURE.....	86
4.1 Analisi dei dati.....	87
4.1.1 Premi raccolti in Italia.....	87
4.1.2 Quota assicurativa nei portafogli delle famiglie italiane.....	88
4.1.3 Premi raccolti negli Stati Uniti.....	90
4.2 Relazione empirica tra mercato e normativa.....	91
4.3 Prospettive future: l'Arbitro Assicurativo.....	95
CONCLUSIONE.....	100
BIBLIOGRAFIA.....	104

INTRODUZIONE

L'esigenza di protezione dai rischi appare sempre più presente nell'attuale società, non solo a causa di una più matura e diffusa percezione di eventi futuri e incerti che incombono sul patrimonio, ma anche per un progressivo arretramento dello Stato rispetto alla realizzazione, con strumenti pubblicistici, degli interessi e bisogni dei cittadini¹. Questi elementi hanno portato a una progressiva espansione del settore assicurativo che, nonostante segua *trend* di crescita non paragonabili a quelli tipici degli altri mercati finanziari², appare contraddistinto da un interesse del legislatore verso la corretta regolamentazione di tale fenomeno³.

Il presente elaborato si propone d'indagare il rapporto tra produzione normativa, fiducia degli investitori e partecipazione al mercato assicurativo, con particolare attenzione agli strumenti assicurativi di ramo III (*unit linked*). L'ipotesi di fondo è che una regolamentazione più strutturata e orientata alla tutela del consumatore possa accrescere la fiducia degli investitori e, conseguentemente, stimolare una maggiore partecipazione al mercato. In altri termini, il lavoro intende verificare se e in che misura gli interventi legislativi e regolatori, accompagnati dalle prassi di vigilanza, abbiano inciso sulla propensione delle famiglie a destinare risorse agli strumenti assicurativi a contenuto finanziario e se tali effetti possano essere osservati sia nel contesto europeo, con riferimento al caso italiano, sia in quello statunitense.

La ricerca prende avvio da una constatazione di carattere generale: il settore assicurativo, tradizionalmente percepito come ambito deputato alla protezione dai rischi della vita e del lavoro, ha progressivamente assunto un ruolo centrale anche nella gestione del risparmio e nell'allocazione di lungo periodo della ricchezza familiare. In questo scenario, la produzione normativa ha rappresentato un fattore chiave, volto a bilanciare esigenze apparentemente contrapposte. Da un lato, assicurare la stabilità del sistema e la tutela degli investitori; dall'altro, favorire l'innovazione di prodotto e la competitività del mercato.

La riflessione che guida l'elaborato muove, dunque, da una domanda precisa: un maggiore apparato regolatorio e una vigilanza più efficace aumentano la fiducia degli investitori e, attraverso di essa, la partecipazione al mercato assicurativo? La risposta a questo quesito richiede un percorso

¹ IRRERA, M., *L'assicurazione: l'impresa e il contratto*, Cedam, Padova, 2011

² MANGHETTI, V., *Considerazioni sulla riforma delle autorità di vigilanza*, in *Ass.*, 2002

³ BERTI DE MARINIS, G., *Le assicurazioni*, in CICU, A., MESSINEO, F., MENGONI, L. (a cura di), *Trattato di diritto civile e commerciale*, Giuffrè, Milano, 2021

di analisi teorico-normativo ed empirico. Il contributo del lavoro consiste nell'aver tentato di ricostruire in modo integrato entrambi questi profili, con l'obiettivo di fornire un quadro coerente delle interazioni tra regole, comportamenti e risultati di mercato.

Dal punto di vista metodologico, l'elaborato si fonda su due pilastri. In primo luogo, è condotta un'analisi giuridica volta a esaminare l'evoluzione normativa e il ruolo delle autorità di vigilanza, evidenziando il legame tra principi regolatori e prassi di mercato. Questo approccio consente d'individuare le differenze tra i modelli europeo e statunitense, non solo nella formulazione delle regole ma anche nella loro applicazione concreta. In aggiunta, si sviluppa un'analisi empirica, basata sulla raccolta e sull'osservazione di dati ufficiali forniti da ANIA, CONSOB e ACLI. Le variabili individuate (premi raccolti, quota assicurativa nei portafogli delle famiglie e premi raccolti nel mercato statunitense) fungono da *proxy* per misurare la partecipazione degli investitori e permettono di verificare, in modo descrittivo, eventuali correlazioni con i principali interventi normativi.

Questa combinazione metodologica intende garantire un approccio equilibrato tra l'analisi teorica dei meccanismi di tutela e delle scelte regolatorie e la verifica della portata effettiva di tali meccanismi attraverso l'osservazione di dati concreti articolati su un arco temporale esteso dal 2010 al 2024. La scelta di focalizzarsi sul ramo III e sugli strumenti assicurativi-finanziari non è casuale, ma si tratta, infatti, del comparto che meglio riflette l'intersezione tra assicurazione e investimento, dove il ruolo della regolazione e della fiducia degli investitori si manifesta con la maggiore intensità.

Per sviluppare in modo organico questi temi, l'elaborato si articola in quattro capitoli, ciascuno con un ruolo specifico all'interno dell'argomentazione complessiva. Il primo è dedicato all'evoluzione normativa europea dal 2008 a oggi. Sono esaminate in particolare le direttive *Solvency II* e *IDD*, che hanno ridisegnato il quadro prudenziale e distributivo del mercato assicurativo europeo, ponendo al centro la tutela dell'assicurato e la solidità degli intermediari. In questa sezione, l'analisi si concentra sugli istituti di protezione del consumatore, considerati nella loro funzione di rafforzare la fiducia nei confronti del mercato e di garantire la sostenibilità di lungo periodo del settore. Il secondo capitolo, invece, amplia la prospettiva attraverso un confronto internazionale. Dopo aver analizzato il modello europeo, il discorso si estende al sistema statunitense, caratterizzato da un assetto regolatorio e di vigilanza frammentato ma consolidato, incentrato sul principio del *caveat emptor* e sull'importanza della *disclosure*. Questo capitolo si articola in tre parti: la prima dedicata alla descrizione della vigilanza, con un confronto tra l'attività delle autorità europee e quelle statunitensi; la seconda agli strumenti assicurativo-finanziari, con un'analisi comparata tra i prodotti europei (IBIPs) e quelli americani (*variable annuities* e *variable life insurance*); la terza, infine, alla diversa propensione al rischio degli investitori, letta alla luce delle specificità sociologiche e culturali dei due mercati. In questo modo, si delinea un quadro utile a comprendere come le regole e le

istituzioni influenzino non solo l'offerta di prodotti, ma anche la domanda degli investitori. Il terzo capitolo rappresenta il cuore empirico della ricerca. Dopo una breve esposizione della tesi centrale, sono definite le variabili d'interesse dei premi raccolti in Italia (con particolare attenzione al ramo III), della quota assicurativa nei portafogli delle famiglie italiane e dei premi raccolti negli Stati Uniti. L'analisi si articola in tre sezioni parallele dove nella prima si ricostruisce l'andamento dei premi di ramo III sulla base dei rapporti annuali di ANIA. Nella seconda, invece, si osserva la composizione dei portafogli delle famiglie italiane utilizzando i rapporti di CONSOB. Nella terza, infine, si riportano i dati relativi al mercato statunitense tratti dalle pubblicazioni di ACLI. In conclusione, è dedicata una riflessione sugli *shock* esterni e sulle variabili di controllo come PIL, inflazione, tassi d'interesse e *spread* che possono aver influenzato le dinamiche osservate. L'obiettivo di questo capitolo, in breve, è fornire un quadro descrittivo chiaro e coerente, che costituisca la base per le analisi interpretative dell'ultimo capitolo. Il quarto capitolo, infine, ha una funzione interpretativa e conclusiva. La prima parte è rivolta al commento descrittivo e comparativo dei dati esposti nel capitolo precedente e sono osservati *trend*, valori medi e discontinuità delle tre variabili, per poi metterli in relazione con la produzione normativa. In questo passaggio, si cerca di verificare la tesi centrale, ossia se una maggiore regolazione si traduce effettivamente in più fiducia e maggiore partecipazione al mercato. La seconda parte del capitolo guarda, invece, al futuro e si analizzano le prospettive della regolazione assicurativa, con particolare attenzione all'istituzione dell'Arbitro Assicurativo, destinato a rafforzare gli strumenti di tutela del consumatore. In tal modo, il capitolo finale non solo chiude il cerchio dell'analisi, ma apre anche una riflessione prospettica sul futuro del settore.

Capitolo 1 – LA NORMATIVA EUROPEA DEL SETTORE ASSICURATIVO

Nonostante l’oggetto della presente indagine è quello di analizzare l’impiego di prodotti assicurativi di natura finanziaria nei portafogli degli investitori, è fondamentale evidenziare lo stretto rapporto tra regole di mercato e regole del contratto⁴. Tale relazione emerge con nitidezza nei mercati regolamentati nei quali l’esigenza di porre regole specifiche che disciplinano l’impresa si fa più impellente per tenere in considerazione le caratteristiche normative che riguardano i contratti e viceversa. Regole che s’influenzano vicendevolmente⁵ e che sfidano il legislatore nella ricerca di un equilibrio fra l’assetto complessivo del mercato che le stesse disegnano e gli interessi degli operatori e dei clienti.

Sorvolando sul fatto che il codice delle assicurazioni private rappresenta il contenitore normativo domestico delle disposizioni primarie che disciplinano l’impresa di assicurazione, non possiamo trascurare l’incidenza che assume il diritto europeo e la sua forte portata innovativa. La mutevolezza e la crescente complessità del mercato unita all’esigenza di creare regole condivise per la nascita di un mercato comune europeo in ambito assicurativo, ha portato a un fermento normativo che è sfociato nella direttiva 2009/138/CE (*Solvency II*)⁶.

La ragione che ha fondato tale intervento è stata l’esigenza di una piena armonizzazione che potesse determinare l’uniformità nelle condizioni di accesso e di esercizio dell’attività assicurativa nel mercato unico, unita alla necessità di un approccio normativo che guardasse alla corretta gestione di tutti i rischi che potessero mettere in pericolo la solvibilità dell’impresa di assicurazione. Si tratta di disposizioni che sono chiamate, coordinando i propri effetti, a realizzare una coerente articolazione del mercato assicurativo, dando la massima priorità all’esigenza di costruirne uno che riesca a tutelare e realizzare gli interessi degli assicurati. Questo obiettivo deve guidare la necessità di apportare, tramite il mercato assicurativo, un’adeguata tutela e protezione agli interessi patrimoniali dei clienti incentivandone la partecipazione.

Tale quadro di regole risulta parziale poiché il mercato assicurativo appare caratterizzato da disposizioni multilivello che rendono più complesso il sistema di fonti normative. La presenza di più

⁴ CAPRIGLIONE, F., *I contratti dei risparmiatori*, Giuffrè, Milano, 2013

⁵ CORRIAS, P., *La causa del contratto di assicurazione: tipo assicurativo o tipi assicurativi?*, in *Riv. dir. civ.*, 2013

⁶ MOLONEY, N., FERRAN, E., PAYNE, J., *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press Oxford, 2015

livelli normativi si comprende in relazione al coinvolgimento di distinti livelli d'intervento. Ciò comporta che affianco alla direttiva *Solvency II* si sono sviluppati numerosi Regolamenti che introducono disposizioni di maggior dettaglio. A tale normativa di secondo livello si affiancano quei provvedimenti emanati dall'Autorità europea di settore (EIOPA) costituiti da linee guida e ITS⁷ che, pur contribuendo a conformare la struttura del mercato di riferimento, pongono peculiari problematiche non solo in relazione alla frammentazione dei centri di produzione normativa, ma anche alla natura di tali atti di regolamentazione.

Si pone in rilievo l'importanza costituzionale assegnata dal diritto al risparmio cristallizzato nell'art. 47 Cost.⁸. Nonostante da una parte della dottrina si sia posto in risalto il rilievo bancario del richiamo al risparmio, risulta prevalente un'interpretazione più ampia del concetto di risparmio tutelato tale da inglobare al suo interno anche il risparmio assicurativo⁹. L'attività assicurativa si è ormai estesa oltre i contratti propriamente assicurativi e l'impresa di assicurazione è attiva sui mercati anche offrendo prodotti che hanno una spiccata funzione d'investimento e di risparmio¹⁰. In entrambi i casi si assiste a una raccolta poiché quella delle imprese di assicurazione è del tutto sovrapponibile a quella promossa dalle imprese finanziarie e bancarie. È evidente che queste fondamenta normative trovano conferma sia nella progressiva evoluzione del diritto europeo verso la concezione di un mercato in funzione servente rispetto ai bisogni della persona¹¹, sia nell'impostazione che l'ordinamento comunitario ha adottato nel normare il mercato assicurativo con l'ultima importante riforma attuata con la direttiva *Solvency II*. Dunque, è comprensibile che l'obiettivo fondamentale al quale tende la regolamentazione europea è la tutela degli interessi e dei bisogni dei contraenti e dei beneficiari e, solo in una posizione strumentale, la stabilità finanziaria dei mercati¹². Il diritto al risparmio e la realizzazione degli obiettivi sono posti in pericolo se il cliente non può fare affidamento sulla capacità dell'impresa di gestire e neutralizzare i rischi. L'ordinamento vuole assicurarsi la certezza che l'impresa di assicurazione sia sempre in grado, anche in situazioni di turbolenza, di adempiere alle proprie obbligazioni. È tale la rilevanza generale¹³ dell'attività assicurativa che ne

⁷ MARIANI, M. P., *Evoluzione e nuovo assetto nel sistema di regolazione e vigilanza del mercato assicurativo in Italia tra diritto nazionale e diritto dell'Unione europea*, in *Dir. comm. int.*, 2017

⁸ Art. 45 Cost.: *La Repubblica incoraggia e tutela il risparmio in tutte le sue forme; disciplina, coordina e controlla l'esercizio del credito. Favorisce l'accesso del risparmio popolare alla proprietà dell'abitazione, alla proprietà diretta coltivatrice e al diretto e indiretto investimento azionario nei grandi complessi produttivi del Paese*

⁹ MIOLA, M., *Il risparmio assicurativo*, Jovene, Napoli, 1988

¹⁰ GENGHINI, M., GENTILI, A., TAMPONI, M. (a cura di), *I rapporti economici nella Costituzione*, Giuffrè, Milano, 1989

¹¹ PITRUZZELLA, S., *L'Europa del mercato e l'Europa dei diritti*, in www.federalismi.it, 2019

¹² BERTI DE MARINIS, G., *Le assicurazioni*, in CICU, A., MESSINEO, F., MENGONI, L. (a cura di), *Trattato di diritto civile e commerciale*, Giuffrè, Milano, 2021

¹³ PICOZZA, E., *Dizionario di diritto pubblico dell'economia*, Maggioli, Rimini, 1997

giustifica il peculiare trattamento giuridico¹⁴ che, pur considerando e valorizzando gli interessi dell'impresa, tenta di orientarne l'attività alla realizzazione di bisogni non negoziabili, neanche dove entrino in conflitto con l'interesse egoistico-lucrativo del fare impresa.

1.1 Stabilità, fiducia e sviluppo del mercato: il ruolo sistemico della Direttiva *Solvency II*

In vista dell'entrata in vigore di *Solvency II*, a livello europeo l'EIOPA ha fornito le Linee Guida, mentre, a livello nazionale, l'IVASS ha svolto un intenso processo normativo per predisporre il mercato ad affrontare la fase di transizione verso la nuova normativa¹⁵. I principi fondamentali di *Solvency II* sono articolati nella struttura a tre pilastri. Il primo riguarda i requisiti quantitativi per la determinazione della solvibilità delle imprese, cioè calcolo del requisito di capitale correlato ai rischi (*Solvency Capital Requirement – SCR*) e del requisito minimo (*Minimum Capital Requirement – MCR*), e determinazione dei fondi propri idonei alle coperture dei capitali richiesti mediante corretta valutazione degli attivi e passivi di bilancio e la qualità del capitale posto a copertura. Il secondo pilastro, invece, regola i requisiti qualitativi che consentono di perseguire un efficace governo dei rischi attraverso norme sul sistema di *governance* e dei controlli interni delle imprese, sulla valutazione prospettica dei rischi e della solvibilità e sui poteri e sulle procedure della vigilanza. Il terzo pilastro, infine, garantisce la trasparenza con la disciplina sui requisiti d'informativa con il reporting all'Attività di vigilanza e l'informativa al mercato. I tre pilastri ricoprono aree differenti, ma tra loro connesse, che supportano gli obiettivi di solvibilità delle compagnie di assicurazione, modellando il governo e l'organizzazione delle imprese e richiedendo trasparenza verso gli assicurati, il mercato e l'Autorità di vigilanza.

¹⁴ ROSSETTI, M., *Il diritto delle assicurazioni*, Cedam, Padova, 2011

¹⁵ SANTOBONI, L., *Manuale di gestione assicurativa*, Giuffrè, Milano, 2022

1.1.1 Il Primo Pilastro e la stabilità finanziaria dei soggetti economici

Il sistema introdotto dalla direttiva *Solvency II* innova anche i profili di natura quantitativa riconducibili al primo pilastro del nuovo sistema normativo. Si tratta del complesso di norme che individuano e quantificano i requisiti di natura patrimoniale che le compagnie di assicurazione devono rispettare per garantire un elevato livello di solvibilità da cui dipende la sicurezza e l'affidabilità del mercato assicurativo¹⁶. Si tratta di un'impostazione del tutto compatibile con l'approccio *risk based*¹⁷ che caratterizza la direttiva e che impone alle compagnie di assicurazione di autovalutare la propria struttura alla luce della corrente situazione di mercato e dei rischi ai quali sono esposte¹⁸.

La direttiva *Solvency II* introduce il Requisito patrimoniale minimo (*Minimum capital requirement*) che, definito come l'importo di "fondi propri di base ammissibili al di sotto del quale i contraenti, i beneficiari e gli assicurati sarebbero esposti a un livello di rischio inaccettabile" (art. 47-bis c.a.p.)¹⁹. Al requisito patrimoniale minimo si affianca il Requisito patrimoniale di solvibilità che indica il valore dei fondi propri ammissibili sufficienti a garantire che l'eventualità di non riuscire a far fronte agli impegni assicurativi sia contenuta, nell'arco di 1 anno, al 0,5% di probabilità. Si tratta di un requisito patrimoniale regolamentare il cui calcolo deve avvenire tenendo in considerazione tutti i rischi ai quali l'impresa di assicurazione risulta essere esposta e che possono impattare sulla solvibilità. Si tratta di un requisito patrimoniale che svolge anche una funzione di costante monitoraggio del livello di solvibilità dell'impresa e rappresenta un indicatore rilevante dello stato di salute per la stessa compagnia di assicurazione.

L'ulteriore novità introdotta dalla direttiva *Solvency II* è la modalità con cui tali requisiti patrimoniali sono coperti. Cioè, una volta calcolati, questi saranno coperti con elementi patrimoniali, come i fondi propri²⁰. L'obiettivo è quello che l'impresa si doti di consistenze patrimoniali tali da permetterle di resistere a eventi avversi. Le norme disciplinano che la copertura del Requisito patrimoniale di solvibilità avvenga tanto con fondi propri di base che con fondi propri accessori. I primi sono elementi patrimoniali già presenti nel patrimonio dell'impresa, mentre i secondi sono elementi patrimoniali diversi che possono essere richiamati per assorbire le perdite. Si tratta di

¹⁶ VELLISCIG, L., *L'accesso e l'esercizio dell'attività assicurativa tra normativa europea e normativa italiana: il modello di Solvency II*, in *Contr. impre. Eur.*, 2017

¹⁷ ROKAS, K., *EU Directive 2009/138 on the Taking-up and Pursuit of the Business of Insurance and Reinsurance – A General Introduction to the Solvency II Framework*, in *European Insurance Law Review*, 2017

¹⁸ VERDON, S., *Solvency II – Benefits of strategic implementation*, in *International In-House Counsel Journal*, 2015

¹⁹ "L'impresa detiene fondi propri di base ammissibili in misura tale da coprire il Requisito Patrimoniale Minimo"

²⁰ SMITH, *Solvency II: The ambitious modernization of the prudential regulation of insurers and reinsurers across the european union*, in *Connecticut Insurance Law Journal*, 2009

elementi patrimoniali contingenti poiché non versati e al di fuori del bilancio dell'impresa²¹. Ciò impone cautela nella loro valutazione quantitativa per l'autorizzazione e l'ammissibilità per fini di copertura. Trattandosi di elementi patrimoniali contingenti, l'impresa che intende usarli dovrà assegnare a ciascun fondo proprio accessorio un importo che, valutato in modo prudente e realistico, esprima la sua capacità di assorbire le perdite. Tale importo deve essere autorizzato dall'IVASS che dovrà considerare le modalità con le quali la compagnia potrà verosimilmente farci affidamento, in quanto non risultano ancora disponibili.

Fra i requisiti patrimoniali necessari, un ruolo centrale è rivestito dalle riserve tecniche²² che, insieme ai Requisiti patrimoniali, permettono alla compagnia di assicurazione di neutralizzare i rischi²³. Si tratta di strumenti che trovano giustificazione nella peculiare attività assicurativa caratterizzata dall'inversione del ciclo produttivo: impone alla compagnia che abbia già ricevuto la prestazione da parte del contraente, di accantonare risorse finanziarie sufficienti per far fronte agli impegni assicurativi assunti²⁴. Trattandosi di accantonamenti di premi²⁵, le riserve tecniche sono iscritte nel passivo della compagnia, rappresentando la previsione dei costi complessivi che la stessa dovrà sostenere per effetto dei contratti stipulati con i clienti²⁶ e a tali passività devono corrispondere risorse finanziarie sufficienti a coprire le riserve tecniche²⁷.

Quantificate le riserve tecniche in maniera tale da considerare tutti i potenziali rischi che possono influire sulla loro determinazione, esse sono coperte con attivi di piena e libera proprietà dell'impresa. L'impostazione data dalla direttiva *Solvency II* è incline a maggiori libertà in capo alle compagnie di assicurazione che non incontrano limiti quantitativi e qualitativi nell'individuazione di quali attivi elevare a copertura delle riserve. Tuttavia, ad atteggiamenti di maggiore libertà si accompagnano previsioni che sanciscono una maggiore responsabilizzazione dell'impresa che si concretizza nell'obbligo di definire nella politica degli investimenti i criteri che l'impresa seguirà per selezionare attivi a copertura delle riserve tecniche. L'impresa, dunque, deve individuare gli attivi che risultano adeguati sia quantitativamente che qualitativamente alla tipologia di rischi e di obbligazioni che hanno generato l'esigenza di effettuare tali accantonamenti. La funzione delle riserve tecniche è quella di fare in modo che l'impresa di assicurazione abbia risorse sufficienti per adempiere

²¹ CANDIAN, G., CARRIERO, G., *Codice delle assicurazioni private*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2014

²² GIAMPAOLINO, C. F., *Le assicurazioni: l'impresa, i contratti*, in BUONOCORE, V., COSTI, R. (a cura di), *Trattato di diritto commerciale*, Giappichelli, Torino, 2013

²³ VOLPE PUTZOLU, G., *Le assicurazioni. Produzione e distribuzione. Problemi giuridici*, Il Mulino, Bologna, 1992

²⁴ CANDIAN, G., PACI, A., *Manuale di tecnica delle assicurazioni*, Giuffrè, Milano, 2002

²⁵ JORIO, A., *Impresa di assicurazione*, in *Enc. giur.*, Roma, 1989

²⁶ PARTESOTTI, P., RICOLFI, M. (a cura di), *La nuova disciplina dell'impresa di assicurazione sulla vita in attuazione della terza direttiva*, Cedam, 2000

²⁷ CAPRIGLIONE, F., *Il codice delle assicurazioni private*, Cedam, Padova, 2007

tempestivamente alle prestazioni assicurative, cioè si richiede all'impresa di valutare quali sono i costi che dovrà sostenere e mettere a disposizione di tali passività risorse finanziarie che, in ottica di diversificazione e dispersione, risultino idonee per sicurezza, liquidità, redditività a garantire il pagamento delle prestazioni assicurative²⁸. A sostegno di tale funzione delle riserve tecniche, si pone l'obbligo di tenere un registro degli attivi a copertura di queste al netto dei debiti contratti per la loro acquisizione, nel quale sono riportate tutte le operazioni effettuate su essi. Al netto delle operazioni effettuate, è necessario che l'importo degli attivi risultanti nel registro sia sempre pari al valore delle riserve tecniche²⁹. Tale registro assolve anche al ruolo probatorio e pubblicitario dando evidenza di quali attivi risultino essere destinati all'adempimento delle singole obbligazioni assicurative³⁰.

Dunque, le finalità che l'ordinamento affida al mercato assicurativo, attraverso il primo pilastro, impongono di garantire l'affidabilità patrimoniale dei soggetti che esercitano l'attività e la direttiva *Solvency II* ha profondamente innovato tale tematica impattando sui requisiti patrimoniali richiesti. L'attuale art. 14 del c.a.p. impone che l'impresa detenga fondi propri sufficienti a coprire il minimo del Requisito patrimoniale minimo individuato dall'art. 47-ter del c.a.p.. La quantificazione di tali importi è indicata nella normativa primaria in attuazione del regime introdotto da *Solvency II*. Il Requisito patrimoniale minimo identifica il livello minimo di patrimonializzazione al di sotto del quale i soggetti che hanno diritto alla prestazione assicurativa sarebbero esposti a un livello di rischio inaccettabile. A tale requisito si affianca il Requisito patrimoniale di solvibilità che, invece, identifica il livello di patrimonializzazione sufficiente a garantire che nel 99,5% dei casi, l'impresa di assicurazione sarà solvibile nei confronti dei soggetti aventi diritto alla prestazione assicurativa. Si tratta di requisiti patrimoniali che possono essere quantificati solo quanto l'impresa è operativa. Di qui la necessità di quantificare il Minimo assoluto del requisito patrimoniale minimo identificante il livello di affidabilità patrimoniale al di sotto del quale non è neanche possibile iniziare un'attività di natura assicurativa. Tali requisiti patrimoniali devono essere coperti con fondi propri che identificano elementi patrimoniali che assumono rilevanza nel patrimonio delle compagnie di assicurazione a seconda della capacità delle stesse di assorbire perdite.

La normativa distingue fra fondi propri di base (più affidabili) e fondi propri accessori (meno affidabili). Questi sono suddivisi ulteriormente in livelli di affidabilità (*tier*) che condizionano le modalità di utilizzo degli stessi per la copertura dei requisiti patrimoniali stabiliti. Le riserve tecniche, in aggiunta, sono costituite dalle imprese per far fronte alle loro obbligazioni di assicurazione nei

²⁸ RUBINO, F., *Riserve tecniche e margine di solvibilità nelle imprese di assicurazione*, Giuffrè, Milano, 2001

²⁹ AMOROSINO, S., DESIDERIO, L. (a cura di), *Il nuovo codice delle assicurazioni. Commento sistematico*, Giuffrè, Milano, 2006

³⁰ BERTI DE MARINIS, G., *Le assicurazioni*, in CICU, A., MESSINEO, F., MENGONI, L. (a cura di), *Trattato di diritto civile e commerciale*, Giuffrè, Milano, 2021

confronti dei contraenti e beneficiari dei contratti di assicurazione. Alla copertura del requisito di capitale, come menzionato sopra, l'impresa fa fronte con i fondi propri. Questi fondi sono costituiti dalla somma dei fondi propri di base e dei fondi propri accessori. I primi sono costituiti dalla somma dell'eccedenza delle attività rispetto alle passività diminuita dall'ammontare di azioni proprie detenute dall'impresa. I secondi, invece, sono costituiti da elementi diversi dai fondi propri di base che possono essere richiamati per assorbire le perdite. La qualità dei fondi propri dipende dal fatto che si tratti di fondi propri di base o accessori dal ricorrere delle caratteristiche di subordinazione, capacità di assorbimento delle perdite, durata dello strumento di capitale e assenza di vincoli. Come affermato precedentemente, *Solvency II* prevede una classificazione in tre livelli. Il livello 1 (alta qualità) è costituito dai fondi propri di base disponibili e liquidabili; inoltre, le riserve di utili, quando non considerate come passività assicurative, sono classificate in tale livello. Sono classificate nel livello 2, invece, tutti i tipi di crediti e la suddivisione in livelli è significativa poiché, per garantire un livello qualitativamente adeguato dei fondi propri a copertura del requisito di solvibilità, la legislazione detta le regole per l'ammissibilità degli stessi fondi propri.

Riassumendo brevemente, il *Solvency Capital Requirement* è il principale requisito patrimoniale previsto dal regime *Solvency II*. Questo è calibrato per catturare tutti i rischi quantificabili cui è esposta l'impresa di assicurazione e sulla base del presupposto della continuità aziendale (*on going concern*). Corrisponde al capitale economico che un'impresa deve possedere per far fronte ai propri obblighi nei confronti degli assicurati-beneficiari per perdite inattese su un orizzonte temporale di 1 anno e a un livello di confidenza del 99,5%. Il SCR, dunque, rappresenta il capitale necessario per coprire il business esistente solo per la componente di perdita inattesa, poiché la perdita attesa è, invece, coperta dagli accantonamenti principali (riserve tecniche). La Direttiva *Solvency II* definisce il *Minimum Capital Requirement* (MCR) come seconda linea d'intervento dell'Autorità di vigilanza, calibrato sul *Value at Risk* (VaR) dei fondi propri con probabilità dell'85% in 1 anno. Le compagnie sono tenute a calcolare l'MCR trimestralmente e rappresenta la soglia minima oltre la quale i contraenti e i beneficiari sarebbero esposti a livelli di rischio inaccettabili. I fondi propri sono destinati alla copertura dei Requisiti di Capitale (SCR e MCR) e il rapporto tra fondi propri e SCR è definito *Solvency Ratio* (o Indice di Solvibilità). Se questi sono maggiori dell'SCR, allora l'Indice di Solvibilità è maggiore di 1 e la Compagnia è solvibile. Se sono minori dell'SCR, allora l'Indice di Solvibilità è minore di uno e la Compagnia non è solvibile. Le disposizioni di vigilanza impongono alle imprese d'informare l'Autorità di vigilanza appena rilevato che il *Solvency Capital Requirement* (o il *Minimum Capital Requirement*) non sia più rispettato, cioè quando i fondi propri non siano sufficienti per coprire l'SCR³¹.

³¹ SANTOBONI, L., *Manuale di gestione assicurativa*, Giuffrè, Milano, 2022

In conclusione, sono numerosi i vantaggi di previsione che tali requisiti patrimoniali possiedono e a beneficiarne è l'intero mercato assicurativo che, composto da soggetti solvibili, garantisce sicurezza e affidabilità agli assicurati. Inoltre, tali requisiti generano fiducia nelle controparti consapevoli del fatto che beneficeranno della prestazione assicurativa³². Tuttavia, è altrettanto evidente che, analizzando il fenomeno dal versante opposto della protezione dell'investitore, le suddette caratteristiche imprimono alla passività subordinata un livello di rischio che cresce all'aumentare della subordinazione imponendo di aumentare le cautele che il distributore deve avere nel collocare i prodotti. Questi potranno essere distribuiti a soggetti che abbiano un'adeguata propensione al rischio evitando che finiscano nei portafogli d'investitori con profili prudenti. Dunque, quanto più le passività risultano subordinate per la copertura dei Requisiti patrimoniali delle imprese di assicurazione, tanto più tali prodotti risultano rischiosi per gli investitori³³. Ciò crea un potenziale conflitto fra l'esigenza di garantire la sana e prudente gestione dell'impresa di assicurazione e quella emergente nel mercato mobiliare consistente nel proteggere gli interessi degli investitori.

1.1.2 Il Secondo Pilastro e la *governance* aziendale

Uno degli ambiti maggiormente interessati dal recepimento della direttiva *Solvency II* è quello del governo societario delle compagnie di assicurazione³⁴. Per governo societario s'intendono tutte quelle regole organizzative predisposte dall'impresa per gestire i rapporti interni e di condurre l'attività economica in maniera razionale, equilibrata e funzionale agli obiettivi che la stessa intende perseguire³⁵. È evidente come una corretta articolazione dei procedimenti interni volti a creare decisioni economiche è uno strumento potente per individuare i rischi ai quali l'entità economica risulta esposta ed eliminarne (o mitigarne) gli effetti³⁶. Inoltre, all'interno di ambiti economici nei quali alle imprese è richiesto di perseguire anche finalità di tutela e protezione delle proprie controparti³⁷, i profili di *governance* assumono centralità anche nella misura in cui l'organizzazione

³² CORRIAS, P., *Dissesto dell'assicuratore e tutela contrattuale dell'assicurato*, Giuffrè, Milano, 2001

³³ RESTI, A., *Bank subordinated debt: a source of capital for lenders or a source of concern for retail investors?*, in *Banca impr, soc.*, 2016

³⁴ MONTALENTI, P., *Insurance law and "Corporate governance" in Europe: a general overview*, in *Ass.*, 2021

³⁵ SINGER, P., SIRIANNI, C. A., *La corporate governance. Elementi, teoria e profili operativi*, Giappichelli, Torino, 2013

³⁶ MONTALENTI, P., *Il diritto delle assicurazioni tra ordinamenti nazionali e globalizzazione*, in *Ass.*, 2021

³⁷ BUTERA, S., MONTEMAGGIORI, F., *La governance delle imprese di assicurazione secondo il principio di proporzionalità. Fondamenti internazionali ed europei e regole nazionali*, in *Ass.*, 2018

aziendale deve bilanciare i legittimi interessi al profitto. La Direttiva *Solvency II*, infatti, valorizza i profili organizzativi dell'impresa di assicurazione come strumenti che sono in grado di assicurare la solvibilità dell'impresa di assicurazione³⁸.

Il recepimento di un cambio così importante per l'organizzazione aziendale ha richiesto un approccio graduale che è stato facilitato dall'emanazione delle *Preparatory Guidelines* EIOPA in tema di *governance* delle imprese di assicurazione. Le novità introdotte sono significative, in primo luogo l'approccio alla *governance* basata sul rischio: non è richiesto alle imprese di eliminare tutte le fonti di rischio né di non esporsi ai rischi, ma di organizzarsi internamente per raggiungere un'esposizione consapevole al rischio che sia proporzionata al proprio *risk appetite* valutato in funzione del raggiungimento degli obiettivi che l'impresa si è prefissata³⁹. L'idea è quella di stimolare la creazione di una cultura del rischio che induca le imprese non solo a misurare statisticamente i rischi, ma, assumendo un approccio prospettico, a prevederli e prevenirli in ottica dinamica. Tale visione dovrebbe portare con sé un approccio normativo non rigido con regole caratterizzate da flessibilità e attuabilità alle necessità dell'impresa, in sostanza un'impostazione che appare basata sul rischio complessivo al quale la singola impresa è esposta.

Scendendo nello specifico, il primo parametro da tenere in considerazione riguarda i requisiti dimensionali dell'impresa valutati in relazione alle riserve tecniche lorde. La lettera al mercato raccomanda comunque l'assunzione di una *governance* rafforzata in tutte le circostanze nelle quali l'assicurazione manifesti un grado rilevante di complessità. Ciò si verifica quando la stessa sceglie di usare un modello interno per il calcolo del Requisito patrimoniale di solvibilità. Profili di complessità possono emergere in relazione alla struttura proprietaria dell'impresa, alla tipologia di rischi assunti, alle peculiarità delle politiche d'investimento adottate dall'impresa oltre alla propensione ad assumere rischi se non accompagnata da strumenti di gestione del capitale che mitigano gli eventuali effetti negativi sulla solvibilità dell'impresa.

In questa fase, trova applicazione il tema di *product governance* come espressione dell'interesse del regolatore verso le modalità con cui si generano nuovi prodotti assicurativi. La nuova impostazione regolatoria aggiunge, al consolidato interesse verso la corretta regolamentazione della fase distributiva, l'attenzione verso la fase precedente⁴⁰. Il *focus* della tutela del cliente, quindi, si sposta sul profilo della corretta creazione di prodotti assoggettati alla previa valutazione della

³⁸ SELLERI, C., *L'impatto di Solvency II sull'organizzazione dell'impresa di assicurazione: verso l'organizzazione per processi?*, in *Dir. econ. ass.*, 2010

³⁹ MANES, P., *La nuova normativa Solvency II: corporate governance, approccio al rischio e mercato assicurativo europeo*, in *Contr. impr. Eur.*, 2018

⁴⁰ MINNECI, U., *Servizi di investimento in favore del cliente professionale: dal regime del rapporto alla disciplina dell'attività*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012

compagnia di assicurazione (*manufacturer*) in relazione alle loro caratteristiche e alla loro capacità di realizzare gli interessi di un particolare *target* di clientela per la quale quei prodotti sono stati costruiti⁴¹. Così facendo stimola i soggetti vigilati a tener conto delle esigenze dei potenziali clienti ai quali è rivolto il prodotto fin dal momento in cui ne stanno modellando le caratteristiche⁴². Lungi dal proporre l'instaurazione di un processo di approvazione dei prodotti da parte delle *Authority* competenti, il pilastro della *product governance* è individuato nella responsabilizzazione degli operatori del mercato, ponendo a carico degli organismi interni l'obbligo di prevedere e implementare le misure di governo dei prodotti. Il primo dato normativo è rinvenibile nella direttiva UE 2016/97 (IDD) che, pur concentrandosi sulle regole distributive dei prodotti assicurativi, introduce la disciplina della *product governance* all'art. 25⁴³, ma, seguito della consultazione di EIOPA, la Commissione europea ha anche emanato il Regolamento delegato 2017/2358 che integra la direttiva IDD con disposizioni di maggior dettaglio relative al governo del prodotto.

Dunque, dall'analisi delle disposizioni contenute nel codice delle assicurazioni, emerge l'attenzione di responsabilizzare i soggetti vigilati chiamati a dare uno scopo alle caratteristiche dei prodotti dotandosi di un'organizzazione interna che permetta l'individuazione di un mercato *target* sulla base delle caratteristiche che devono avere i potenziali clienti ai quali il prodotto è destinato⁴⁴. Ai medesimi spetterà anche l'individuazione del *target market* negativo che inglobi i potenziali clienti recanti caratteristiche tali da portare il *manufacturer* a escludere che gli stessi possano essere destinatari del prodotto in esame. È necessario segnalare che nel dialogo che la *product governance* impone fra produttori e distributori di prodotti assicurativi è assegnato un ruolo determinante allo stesso distributore chiamato a "raffinare" i *target market* determinati dal *manufacturer* individuando, a sua volta, il mercato di riferimento effettivo e il mercato di riferimento negativo effettivo per il prodotto. Delineate le caratteristiche, i rischi e i bisogni delle controparti del mercato *target*, l'impresa crea un prodotto che sia coerente con i suddetti elementi tale da essere idoneo a realizzare gli interessi di quel gruppo omogeneo di potenziali clienti. In tale processo di approvazione del prodotto, l'impresa deve valutare tutti i rischi che caratterizzano i clienti rientranti nel mercato *target*⁴⁵,

⁴¹ MARANO, F., *Le regole autarchiche sul governo e controllo (Product Oversight and Governance) dei prodotti assicurativi nel prisma dell'ordinamento europeo*, in *Riv. dir. bancario*, 2021

⁴² MORLINO, M., *La Product Governance nel nuovo regime MiFID 2*, in *www.dirittobancario.it*, 2015

⁴³ Art. 25 UE 2016/97 (IDD): "Le imprese assicurative, così come gli intermediari che realizzano prodotti assicurativi da offrire in vendita ai clienti, adottano, gestiscono e controllano un processo di approvazione per ciascun prodotto assicurativo o per ogni modifica significativa di un prodotto assicurativo esistente, prima che sia commercializzato o distribuito ai clienti [...]"

⁴⁴ GRECO, L., *Dall'informazione pre-contrattuale alla product governance: la tutela del risparmiatore tra paternalismo normativo e nuovi modelli regolatori*, in *www.dirittobancario.it*, 2017

⁴⁵ LO CONTE, R., *L'adozione dei fattori di sostenibilità nella definizione del modello distributivo e di consulenza assicurativa alla luce dei processi POG*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022

individuare politiche distributive coerenti con le caratteristiche dello stesso e adottare misure che assicurino che il prodotto sia distribuito unicamente a favore dei clienti entranti nello stesso *target market*. Si tratta di un processo che può essere oggetto di verifica da parte di IVASS che può richiedere la relativa documentazione al soggetto vigilato.

Così considerata, la *product governance* si pone in sintonia con il quadro regolatorio introdotto dalla direttiva *Solvency II* che insiste sulla rilevanza che assume l'organizzazione interna dei soggetti vigilati per garantire un corretto assetto al mercato assicurativo⁴⁶. L'organo amministrativo del produttore, quindi, è il centro d'imputazione ultimo della responsabilità circa l'osservanza delle disposizioni su cui grava l'obbligo di elaborare, approvare e rivedere annualmente la politica in tema di governo del prodotto⁴⁷ e, in tale attività, risulta coinvolta la funzione di *compliance* che dovrà monitorare le misure di governo e la loro periodica revisione in modo da scongiurare il realizzarsi di eventuali rischi d'inadempienza normativa⁴⁸.

1.1.2.1 La *Product Oversight and Governance* nella *governance* aziendale

La *Product Oversight and Governance* indica gli obblighi di vigilanza che regolano il processo d'ideazione e realizzazione dei prodotti assicurativi destinati alla collocazione nel mercato nell'ottica di tutela del consumatore e la IDD prevede, oltre alle regole di trasparenza e correttezza dei comportamenti dei distributori, anche la nozione di *manufacturer* e le regole organizzative che il distributore è tenuto a rispettare nella fase d'ideazione del prodotto assicurativo⁴⁹. Le disposizioni europee in materia di *governance* delle compagnie assicurative, a partire da quelle di *Solvency II*, sono finalizzate a garantire la tutela del consumatore. L'art. 25 IDD, come affermato in precedenza, ha introdotto l'obbligo d'individuare un processo di approvazione dei prodotti commercializzati che sia proporzionato e appropriato alla natura del prodotto stesso, in grado di assicurare la corrispondenza con i bisogni di una determinata categoria di clienti⁵⁰. Il processo di approvazione

⁴⁶ CAMEDDA, R., *La product oversight and governance dei prodotti assicurativi: un primo sguardo al Regolamento IVASS n. 45 del 4 agosto 2020*, in www.giustiziacivile.com, 2020

⁴⁷ MARTINA, G., *Organo amministrativo delle imprese di assicurazione e Product Oversight and Governance tra codice delle assicurazioni private e regolamenti IVASS*, in CALLEGARI, M., CERRATO, S. A., DESANA, E. R. (a cura di), *Diritto commerciale interno e internazionale*, 2022

⁴⁸ BERTI DE MARINIS, G., *Le assicurazioni*, in CICU, A., MESSINEO, F., MENGONI, L. (a cura di), *Trattato di diritto civile e commerciale*, Giuffrè, Milano, 2021

⁴⁹ COLAERT, V., *Product Governance: Paternalism Outsourced to Financial Institutions?*, www.ssrn.com, 2019

⁵⁰ Art. 25 UE 2016/97 (IDD): “[...] Il processo di approvazione del prodotto dev'essere proporzionato e adeguato alla natura del prodotto assicurativo. [...]”

comprende diverse fasi: specificazione del cliente *target* per il prodotto, considerazione di tutti i rischi collegati e individuare una strategia distributiva coerente con il *target market*⁵¹. Questo processo coinvolge tutto il ciclo di vita del prodotto per garantire che siano valutate costantemente la coerenza con le esigenze del mercato di riferimento individuato e l'adeguatezza dell'attività distributiva posta in essere.

Tale processo di *governance* è un elemento aggiuntivo rispetto ai sistemi di *governance* delle imprese di assicurazione previsti da *Solvency II* e questo rafforzamento del potere di vigilanza dell'*Authority* è coronato dai poteri di *product intervention*: per i prodotti d'investimento assicurativi (IBIPs) il Regolamento (PRIIPs) 1286/2014 prevede la possibilità di vietarne la commercializzazione, la distribuzione o la vendita. Quanto agli obblighi informativi relativi ai prodotti IBIPs, lo stesso Regolamento PRIIPs prevede che il KID (*Key Information Document*) indichi il *target market* identificato dal *manufacturer* nell'ambito del processo di *Product Oversight and Governance*.

Pertanto, il principio centrale nella produzione normativa europea, affermato sin dalla direttiva *Solvency II*, è la piena tutela dei soggetti assicurati e la disciplina sulla POG distingue nettamente tra produttori e distributori e prevede solo in capo alle compagnie di assicurazione il compito d'individuare il *target market* di riferimento o il *target market* negativo, cioè specifici gruppi di clienti per i quali il prodotto assicurativo non è adeguato⁵². La disciplina in materia di POG, introdotta dalla IDD, contiene, dunque, disposizioni dirette a ridurre il rischio che i prodotti assicurativi distribuiti non siano adeguati al cliente finale, incidendo sulle fasi che caratterizzano il ciclo di vita di un prodotto assicurativo: fase del concepimento e della realizzazione⁵³, fase della distribuzione e fase di post-distribuzione⁵⁴.

Dunque, la normativa impone a produttori e distributori il compito di realizzare, prima della distribuzione e per ogni prodotto assicurativo, un processo di approvazione che specifichi il *target* di clienti finali e che assicuri la coerenza della strategia distributiva per il mercato di riferimento individuato⁵⁵. Mentre, la direttiva *Solvency II* ha imposto cambiamenti del sistema di governo societario con la modifica del criterio di vigilanza: dal *principle based approach* al *risk based approach*, l'IVASS persegue la sana e prudente gestione delle compagnie di assicurazione, la

⁵¹ GALANTI, F., *La product oversight governance (POG) fra marketing e sana e prudente gestione*, in *Dir. mer. ass. fin.*, 2017

⁵² MEZZASOMA, L., BELLUCCI, P., CANDIAN, G., CORRIAS, P., LANDINI, S., LLAMAS POMBO, E., *La Banca-assicurazione*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2019

⁵³ Fase durante la quale è determinato il *target* di mercato

⁵⁴ HAZAN, P., *L'assicurazione "responsabile" o la responsabilità dell'assicuratore: quali prospettive dopo IDD?*, in *Danno e responsabilità*, 2017

⁵⁵ MARANO, F., *Le regole autarchiche sul governo e controllo (Product Oversight and Governance) dei prodotti assicurativi nel prisma dell'ordinamento europeo*, in *Rivista di diritto bancario*, 2021

trasparenza e la correttezza delle stesse nei confronti della clientela e la stabilità del sistema e dei mercati finanziari. Gli operatori del mercato assicurativo, quindi, sono tenuti a seguire due fasi del processo di approvazione del prodotto: l'approvazione del prodotto prima che sia distribuito al mercato di riferimento e il monitoraggio dello stesso prodotto assicurativo. Le azioni adottate dai soggetti che realizzano prodotti assicurativi durante il processo di approvazione, in aggiunta, devono essere documentate, conservate e rese disponibili su richiesta dell'Autorità e per fini di *audit* poiché, attraverso le funzioni di *compliance* e *internal audit*, si accerta la conformità alla POG delle azioni svolte e la loro efficacia⁵⁶.

Ai sensi del Regolamento IVASS, i soggetti che realizzano prodotti assicurativi, li testano svolgendo anche un'analisi degli scenari e, attraverso il test del prodotto, il produttore valuta se il prodotto assicurativo soddisfa le esigenze, gli obiettivi e le caratteristiche individuati per il mercato di riferimento. I produttori effettuano il test sui prodotti sia in termini qualitativi che quantitativi a seconda del tipo, della natura e dei rischi del prodotto stesso e, dopo le due fasi di *design* e di *testing*, la terza fase caratterizzante la POG consiste nel monitoraggio e revisione dei prodotti già immessi nel mercato. Questa attività valuta nel continuo le esigenze, caratteristiche e obiettivi del mercato di riferimento individuato e accerta se i prodotti sono distribuiti ancora unicamente nel mercato di riferimento⁵⁷. La fase finale del monitoraggio sul prodotto riguarda la gestione della rete distributiva: il *manufacturer* è tenuto a garantire che il prodotto sia venduto attraverso un canale distributivo adeguato presso soggetti che corrispondono al *target* individuato precedentemente⁵⁸. Quanto alla categoria degli IBIPs, il processo di monitoraggio e revisione dei prodotti assicurativi immessi sul mercato inizia con l'attività dei produttori che identificano anche gli eventi che potrebbero incidere sul rischio potenziale o sulle aspettative di rendimento.

Il secondo profilo rilevante per la disciplina della POG è quello circa il rapporto fra produttori e distributori, correlato alla predeterminazione del *target market*: attività importante non solo nella realizzazione, ma anche nella distribuzione. Pertanto, i produttori sono tenuti ad adottare ogni misura ragionevole e procedure organizzative adeguate ad assicurare che il prodotto assicurativo sia distribuito ai clienti del mercato di riferimento individuato e non a quelli del *target* negativo⁵⁹. Le compagnie assicurative e i distributori, perciò, devono identificare direzione, contenuto, periodicità e

⁵⁶ ROSSI, G. (a cura di), *La corporate compliance: una nuova frontiera per il diritto?*, Giuffrè, Milano, 2017

⁵⁷ ADDABBO, S., *Intermediazione assicurativa e cooperazione attuativa nelle dinamiche contrattuali*, in *Diritto del mercato assicurativo e finanziario*, 2017

⁵⁸ CAMEDDA, R., *La Product Oversight and Governance nel sistema di governo societario dell'impresa di assicurazione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021

⁵⁹ CIOCCA, S., GUACCERO, R., *Servizi e attività di investimento*, in CERA, M., PRESTI, G. (a cura di), *Il Testo Unico finanziario*, Zanichelli, 2020

modalità di scambio informativo necessari per adempiere ai rispettivi obblighi⁶⁰. Il processo di identificazione dei flussi informativi è importante perché è utile per assicurare al distributore la conoscenza dei prodotti e la loro corretta distribuzione nel mercato di riferimento individuato⁶¹. I meccanismi di distribuzione garantiscono una corretta informativa del distributore e la tutela del cliente e sono finalizzati a ottenere informazioni dal produttore necessarie per comprendere i prodotti per evitare il pregiudizio del cliente, gestire i conflitti d'interesse e garantire obiettivi, interessi e caratteristiche del cliente.

A seguito dell'attuazione della direttiva *Solvency II*, la normativa è stata modificata con la traslazione della protezione degli assicurati al rango di scopo principale della vigilanza, coincidente con il perseguimento da parte dell'IVASS della sana e prudente gestione delle imprese di assicurazione e della trasparenza e correttezza nei confronti della clientela. Con l'espansione del perimetro di vigilanza, a opera della IDD, nella prospettiva di tutela degli assicurati, c'è anche stata l'estensione dei profili di vigilanza sulla sana e prudente gestione e sul sistema di governo societario. Il governo e il controllo del prodotto rappresentano l'occasione per rivisitare le regole organizzative dell'impresa di assicurazione risultante dall'applicazione di *Solvency II* prima e della IDD dopo. Come ribadito dall'art. 5 del Regolamento IVASS del 2020⁶², è assegnato un peso determinante alla funzione di *compliance*, attività con la quale è monitorato lo sviluppo e la revisione periodica delle procedure di governo dei prodotti assicurati con la finalità d'individuare i rischi d'inadempimento degli obblighi previsti dalla normativa anche da parte del *manufacturer de facto*⁶³. Dunque, sulla scia della direttiva *Solvency II*, si assegna alla funzione di *compliance* la consulenza all'organo amministrativo che valuterà nel *continuum* la conformità interna circa il processo del prodotto, di monitorarlo periodicamente e di modificarlo, se necessario.

La disciplina regolamentare di secondo livello consolida la garanzia della conoscibilità e della sindacabilità esterna dei presidi di POG offerta dalla normativa di rango primario attraverso il riconoscimento, in capo all'IVASS, del potere di ottenere dai produttori la documentazione relativa al processo approvazione di ciascun prodotto assicurativo⁶⁴. L'IVASS, infatti, può valutare se la *policy*

⁶⁰ MOTRONI, R., *La classificazione della clientela nella normativa dei mercati degli strumenti finanziari*, in *Rivista di diritto bancario*, 2015

⁶¹ LANDINI, S., *Informativa precontrattuale e trasparenza nell'assicurazione vita*, in *Assicurazioni*, 2007

⁶² Art. 5 Regolamento IVASS n. 45 del 2020: “[...] *La funzione di verifica di conformità alle norme delle imprese di assicurazione monitora lo sviluppo e la revisione periodica delle procedure e delle misure di governo dei prodotti assicurativi, al fine di individuare i rischi di mancato adempimento degli obblighi previsti dalla normativa vigente, inclusa la normativa europea direttamente applicabile, anche da parte dell'intermediario produttore di fatto [...]*”

⁶³ GALANTI, F., *La “Product Oversight Governance” (POG) fra “marketing” e sana e prudente gestione*, in *Dir. mer. ass. fin.*, 2017

⁶⁴ MARZUCCHI, S., *La nuova disciplina della “Product oversight and governance” nel settore assicurativo*, in *Ass.*, 2017

aziendale in materia di POG sia stata definita rispettando i contenuti minimi prescritti e verificare se la politica POG sia stata applicata correttamente nella fase d'ingegnerizzazione del prodotto. L'IVASS, come introdotto precedentemente, dispone di pervasivi poteri di *product intervention* atti a sospendere in via cautelare, o vietare direttamente, la commercializzazione di qualsiasi tipologia di prodotto assicurativo qualora vi sia un fondato sospetto, o la certezza, di una violazione delle politiche di POG in grado di pregiudicare la tutela dei clienti e la stabilità del mercato⁶⁵. È opportuno precisare, inoltre, che il potere di *product intervention* è subordinato unicamente all'esito negativo di un controllo volto ad accertare solo la capacità della politica POG di generare prodotti conformi alle esigenze del *target market*.

1.1.2.2 Il Value for Money

L'attività attuale delle Autorità è anche quella di evitare che il valore del prodotto per il cliente (*value for money*) risulti modesto per diversi fattori. Per far fronte a ciò, EIOPA ha avviato una pubblica consultazione in materia di *value for money* per i prodotti assicurativi *unit linked*, poiché, di fronte a indubbi vantaggi derivanti da questa tipologia di polizza, i costi a esse associati sono elevati. Tale principio sta acquistando sempre più valore nel mondo finanziario e dovrebbe essere al centro dei processi di progettazione, distribuzione e monitoraggio del prodotto per risolvere le questioni collegate al concetto di *value for money*. Dunque, la POG inizia a essere influenzata anche dal *value for money*, che impone all'impresa assicurativa di applicare al prodotto costi e oneri proporzionati ai benefici che il consumatore può attendersi ragionevolmente dal prodotto. I *manufacturer* devono così completare i propri presidi POG con il *pricing process*, con il quale costi e oneri sono identificati e quantificati ed è garantita l'attività di verifica preventiva effettuata per attestare che il prodotto collocato offra *value for money* rispetto alle esigenze e alle richieste assicurative del *target market* di riferimento per tutto il ciclo di vita del prodotto.

In questo modo, tale processo garantirebbe che le *performance* finanziarie del prodotto siano periodicamente verificate⁶⁶ e sarà cura dell'IVASS continuare a rivisitare i metodi di vigilanza e rafforzare i presidi di controllo attuati per far emergere le criticità della rete distributiva. Su questa linea, i nuovi presidi imposti dalla IDD affermano “non più solo informazione trasparente e corretta

⁶⁵ TROIANO, V., MOTRONI, R. (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela, regole di Governance, mercati*, Cedam, Padova, 2016

⁶⁶ CIMARELLI, M., *POG: il value for money delle polizze unit linked nella prospettiva della Vigilanza europea*, 2022

ma tutela sostanziale” tramite la sottoposizione dei prodotti assicurativi offerti al giudizio di valore, in termini di utilità ed efficacia per il sottoscrittore. Ciò si traduce anche nella necessità che il prodotto resti coerente con le aspettative (anche di rendimento per gli IBIPs) del cliente⁶⁷.

In conclusione, il primo pilastro fornisce la metodologia per determinare il requisito di capitale, basato sulla valutazione dei rischi quantificabili, e le regole contabili per valutare il complesso del patrimonio che vi dovrà fare fronte. Ma le determinazioni così ottenute sono utili a governare gli obiettivi di solvibilità solo se sostenute da un sistema di principi e regole di *governance* che indirizzano gli organi e le funzioni delle compagnie nel valutare i profili di rischio delle attività in coerenza con le strategie di business. È importante, dunque, mantenere efficiente il sistema dei controlli interni per esercitare le azioni di mitigazione dei rischi e assicurare una valida azione di controllo delle Autorità pubbliche nell’interesse della collettività e degli assicurati. L’insieme di regole che mira a realizzare un sistema di solvibilità costituisce il secondo pilastro e il cambiamento introdotto da *Solvency II*, per le funzioni di revisione interna e di *compliance*, non è da ricondurre a nuovi compiti o differenti responsabilità, quanto, piuttosto, all’approccio metodologico che tali funzioni devono seguire nella realizzazione delle proprie verifiche: dovrà essere sempre più orientato al rischio e garantire un forte e costante collegamento con le attività svolte dalla funzione di *risk management*. Il regime *Solvency II*, il cui obiettivo è l’implementazione di un efficace ed efficiente sistema di gestione dei rischi aziendali in ottica attuale e prospettica, esalta, infatti, la centralità della funzione di *risk management*, attribuendole un ruolo attivo e calato nelle logiche di *business* aziendale. Tale funzione, dunque, è esposta a un meccanismo evolutivo che affianca al ruolo di controllo quello d’individuazione degli impatti in termini di rischio associato alle opportunità di business e d’investimento⁶⁸.

1.1.3 Il Terzo Pilastro e la vigilanza informativa

Proseguendo l’analisi della direttiva *Solvency II*, è opportuno affrontare ora il tema della vigilanza. La vigilanza dei mercati regolamentati è quel complesso sistema di controlli pubblicistici

⁶⁷ LO CONTE, R., *La product oversight and governance nel diritto assicurativo*, Giuffrè, Milano, 2022

⁶⁸ SANTOBONI, L., *Manuale di gestione assicurativa*, Giuffrè, Milano, 2022

che accompagnano e guidano le imprese finanziarie nel corretto svolgimento dell'attività⁶⁹. Si tratta di un insieme di regole che assegnano un ruolo centrale al potere pubblico investito dal compito di verificare come le imprese vigilate esercitano la loro attività. L'attività di vigilanza è lo strumento che contribuisce a dare concretezza alle disposizioni che impongono vincoli quantitativi e qualitativi e questo sistema di regolazione dei mercati tende a responsabilizzare le imprese sulla predisposizione e implementazione di idonee misure patrimoniali e organizzative che assicurino la sana e prudente gestione. Inoltre, è evidente che la previsione di un adeguato sistema di controllo gestito da un'Autorità indipendente, con la quale le imprese devono confrontarsi, spinge i soggetti vigilati a porre la massima attenzione nell'adeguarsi alle disposizioni di settore e l'evoluzione dei mercati finanziari, influenzata dal diritto europeo, ripercuote i suoi effetti anche sui profili attinenti alla vigilanza di tali settori. Questi sono convogliati al livello europeo verso forme di cooperazione sempre più stringenti per facilitare una uniforme applicazione del diritto europeo e ciò ha portato alla costituzione di Autorità europee di supervisione che sovrintendono l'uniforme applicazione del diritto europeo da parte delle Agenzie domestiche nella consapevolezza dell'insufficiente approccio alle problematiche che caratterizzano tali mercati su base unicamente nazionale. Se tale decentramento ha portato a risultati positivi sotto il profilo di una più coerente applicazione delle disposizioni europee nei mercati nazionali, ha generato il problema di creare una costante attività di coordinamento dell'attività svolta a livello europeo con quella delle agenzie domestiche cui spetta il ruolo di tradurre in vincoli tecnici le regole comunitarie⁷⁰.

È in coerenza con tale evoluzione che s'inquadra il nuovo assetto di vigilanza progettato e introdotto dalla direttiva *Solvency II*, che si propone l'obiettivo di dotare il mercato assicurativo di un più coerente e unitario sistema di vigilanza che assicuri una più penetrante tutela degli assicurati tramite il perseguimento della sana e prudente gestione delle imprese assicurative⁷¹. L'effetto del recepimento della direttiva *Solvency II* è stato quello di modificare l'approccio in capo alla vigilanza e, in linea di continuità con il passato, è centrale la presenza, nell'attuale scenario regolatorio, dell'IVASS, il quale esercita una vigilanza per soggetti. L'art. 6 c.a.p.⁷², nell'individuare i destinatari della vigilanza, include le imprese di assicurazione che, in applicazione del principio dell'*home*

⁶⁹ ROSSANO, C., SICLARI, D. (a cura di), *Interesse pubblico e controllo della finanza innovativa*, Cedam, Padova, 2006

⁷⁰ MACCHIA, M., *Modelli di coordinamento della vigilanza bancaria*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2016

⁷¹ SCALISE, M., FICHERA, F., "Solvency II": *impatto del nuovo regime sui profili pubblicistici della vigilanza assicurativa*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2017

⁷² Art. 6 C.A.P.: "L'IVASS esercita le funzioni di vigilanza nei confronti delle imprese, comunque denominate e costituite, che esercitano nel territorio della Repubblica attività di assicurazione o di riassicurazione in qualsiasi ramo e in qualsiasi forma, ovvero operazioni di capitalizzazione e di gestione di fondi collettivi costituiti per l'erogazione di prestazioni in caso di morte, in caso di vita o in caso di cessazione o riduzione dell'attività lavorativa [...]"

country control, abbiano sede in Italia⁷³. Nonostante le peculiarità del mercato assicurativo impongono che l'attività di supervisione venga svolta da un soggetto specializzato, il livello d'intersezione fra mercati determina che le attività di più comparti economici si sovrappongono. Dietro una vigilanza per soggetti, cresce un'ibridizzazione dell'attività di supervisione in relazione al coinvolgimento della CONSOB nell'attività di vigilanza sui prodotti d'investimento assicurativi⁷⁴.

Un profilo di novità introdotto dal recepimento della direttiva *Solvency II* è quello relativo alle finalità della vigilanza, che determinano un cambio di prospettiva rispetto alla regolazione del mercato assicurativo. Con l'introduzione dell'art. 3, si sono assottigliate le distanze tra vigilanza assicurativa e quella bancario-finanziaria e il recepimento della direttiva *Solvency II* ha innovato il contenuto di tale disposizione cambiando volto alla vigilanza assicurativa. Questa direttiva riarticola le finalità della vigilanza e gerarchizza chiaramente le priorità che il sistema si propone di perseguire. L'attuale quadro normativo individua, quale scopo principale della vigilanza, l'adeguata protezione degli assicurati e degli aventi diritto alla prestazione assicurativa, mentre la sana e prudente gestione delle imprese e la trasparenza e correttezza nei confronti dei clienti sono perseguiti dall'IVASS per realizzare lo scopo principale⁷⁵. Dunque, la sana e prudente gestione sono gli strumenti che l'ordinamento vuole implementare per proteggere gli interessi degli assicurati, mentre l'obiettivo di salvaguardare la stabilità del sistema e dei mercati finanziari si presenta come obiettivo subordinato a quello della protezione degli assicurati e degli aventi diritto alla prestazione assicurativa. Pertanto, s'impone un ripensamento delle modalità con cui l'Autorità di vigilanza, gli operatori del mercato e gli interpreti devono rapportarsi alle disposizioni che pongono al centro del processo di produzione e distribuzione di prodotti assicurativi la protezione delle esigenze che i clienti e i destinatari delle prestazioni assicurative vogliono raggiungere con l'accesso al mercato assicurativo.

Il primo aspetto da trattare è il livello di dettaglio che la direttiva *Solvency II* esprime nell'art. 29⁷⁶, recepito all'art. 3-bis del c.a.p., che disciplina i principi applicabili in sede di vigilanza e che ha prodotto due conseguenze. La prima è che si raggiunge un minore livello di dettaglio nella normativa primaria che spinge il legislatore comunitario a conferire tale compito ai regolatori sollecitandoli a emanare normative secondarie di dettaglio. La seconda conseguenza, frutto dell'esigenza di creare un sistema di vigilanza uniforme negli Stati membri, è l'omogeneità dei principi applicabili negli

⁷³ AMOROSINO, S., DESIDERIO, L. (a cura di), *Il nuovo codice delle assicurazioni. Commento sistematico*, Giuffrè, Milano, 2006

⁷⁴ CANDIAN, G., CARRIERO, G., *Codice delle assicurazioni private*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2014

⁷⁵ CAPRIGLIONE, F., *Il codice delle assicurazioni private*, Cedam Padova, 2006

⁷⁶ Art. 29 Direttiva 2009/138/CE : "La vigilanza è basata su un metodo prospettico e basato sul rischio. Essa include la verifica continua del corretto esercizio dell'attività di assicurazione o di riassicurazione e dell'osservanza delle disposizioni di vigilanza da parte delle imprese di assicurazione e di riassicurazione. [...]"

ordinamenti europei. Ciò impone un lavoro sinergico che chiama l'IVASS a partecipare all'attività dell'EIOPA e a conformarsi ai suoi orientamenti e raccomandazioni⁷⁷.

Si tratta di un'attività di vigilanza che l'Autorità può svolgere in funzione di dati che riceve, o ottiene, da parte degli stessi soggetti vigilati e combinando attività cartolari con quelle ispettive. Oltre a dati e informazioni che periodicamente le imprese trasmettono all'IVASS, l'Autorità ha il potere di richiedere ai soggetti vigilati la comunicazione di dati e notizie e la trasmissione di documenti necessari a effettuare il controllo prudenziale sull'attività svolta. Alla luce di tali dati quantitativi e qualitativi può emergere la salubrità dell'impresa ed eventuali carenze su cui intervenire. Tali poteri d'informazione sono supportati da quelli di natura ispettiva che si concretizzano nella possibilità di effettuare sopralluoghi presso le sedi e gli uffici dei soggetti vigilati per reperire informazioni e verificare concretamente le modalità operative dell'impresa.

Obiettivi e principi analizzati fondano le regole di dettaglio che riguardano la vigilanza. Si tratta di un processo di supervisione continuativo che l'autorità di settore svolge sui soggetti vigilati e al quale l'ordinamento affida la verifica della sussistenza dei presupposti tecnico-organizzativi che mettono l'impresa nella condizione di poter svolgere l'attività assicurativa senza esporre le controparti, o il sistema, a rischi eccessivi. Si tratta di disposizioni che rientrano nell'ambito delle iniziative che l'ordinamento comunitario ha dedicato per stimolare la trasparenza nel settore assicurativo che va declinata come trasparenza verso l'IVASS, al quale compete il compito di vigilare il corretto esercizio dell'attività d'impresa⁷⁸. La disposizione, dunque, disciplina anche il *supervisory report*⁷⁹. Se la previsione di tali informazioni periodiche annuali (*Regular supervisory report*) si pone in linea con l'esigenza di un'attività di vigilanza continuativa, ciò non esonera i soggetti vigilati dall'obbligo d'informare l'IVASS di eventi che possano comportare conseguenze negative in termini di efficienza del sistema di *governance* e d'incidenza sul profilo di rischio e sulla condizione finanziaria e di solvibilità dell'impresa. Ciò rende evidente la relazione sussistente fra le disposizioni relative all'organizzazione dell'impresa e i conseguenti obblighi informativi necessari per l'attività di vigilanza. Questo flusso informativo è strumentale a mettere a disposizione dell'Autorità di vigilanza tutti i dati necessari per permetterle di effettuare il processo di controllo prudenziale. Risulta centrale, inoltre, l'approccio prospettico che l'Autorità deve assumere nel valutare la capacità dell'impresa di rilevare elementi che possano determinare un deterioramento patrimoniale e la presenza e l'efficienza di metodi e prassi elaborati dalla stessa per individuare possibili eventi negativi futuri che possano influenzare l'attività e la capacità della stessa di reagire.

⁷⁷ CANDIAN, G., CARRIERO, G., *Codice delle assicurazioni private*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2014

⁷⁸ VELLISCIG, L., *L'accesso e l'esercizio dell'attività assicurativa tra normativa europea e normativa italiana: il modello di Solvency II*, in *Contr. impr. Eur.*, 2017

⁷⁹ CANDIAN, G., CARRIERO, G., *Codice delle assicurazioni private*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2014

Tale attività di vigilanza, con cui l'IVASS è in grado d'individuare la presenza di eventuali criticità nel soggetto vigilato, pone le basi di un insieme di misure d'intervento che il recepimento della direttiva *Solvency II* ha ampliato e reso più flessibile. L'elemento principale è la possibilità d'imporre una maggiorazione di capitale (*capital add-on*) nelle ipotesi in cui, nell'esito del processo di controllo prudenziale, emergono carenze tali da rendere necessario un consolidamento patrimoniale. L'IVASS ha la possibilità di adottare misure correttive come la restrizione dell'attività, il divieto di compiere determinate operazioni societarie, limitare operazioni di distribuzione degli utili e misure di rafforzamento del governo societario⁸⁰.

In conclusione, il terzo pilastro di *Solvency II* è definibile come il pilastro dell'informativa nei confronti della Vigilanza e del mercato. Un'informativa frequente, dettagliata e tempestiva può fornire elementi di valutazione sull'attività svolta, sui risultati, sul profilo di rischio e sulla solvibilità delle imprese all'Autorità di Vigilanza, agli investitori e agli assicurati⁸¹.

1.2 La Direttiva IDD e il rapporto tra assicuratore e consumatore

È necessario affrontare ora la corretta disciplina della fase distributiva dei prodotti assicurativi, la quale rappresenta uno degli elementi sui quali l'ordinamento insiste per creare un mercato assicurativo che associ alla competitività del settore anche la protezione dei potenziali clienti-assicuratori e la realizzazione dei loro interessi e bisogni assicurativi⁸². Le regole che sovrintendono tale fase economico-giuridica mirano all'obiettivo di fare del distributore non un semplice mercante, ma un soggetto qualificato che assume su di sé un insieme di obblighi strumentali per portare al centro dell'attività distributiva il cliente e le sue esigenze⁸³. Le disposizioni, che disciplinano le tipologie di distributori e gli elementi che li caratterizzano, sono strumentali a fare in modo che a tale mercato partecipino solo soggetti materialmente in grado di offrire ai clienti un servizio distributivo che incroci correttamente le caratteristiche del prodotto assicurativo con le esigenze del cliente. Le

⁸⁰ BERTI DE MARINIS, G., *Le assicurazioni*, in CICU, A., MESSINEO, F., MENGONI, L. (a cura di), *Trattato di diritto civile e commerciale*, Giuffrè, Milano, 2021

⁸¹ SANTOBONI, L., *Manuale di gestione assicurativa*, Giuffrè, Milano, 2022

⁸² SELLERI, C., *Profili evolutivi delle dinamiche competitive del mercato assicurativo e cambiamenti nel modello di business dell'impresa di assicurazione*, in *Dir. econ. ass.*, 2007

⁸³ BIN, M. (a cura di), *Commentario al codice delle assicurazioni*, Cedam, 2014

modifiche introdotte dal recepimento della direttiva IDD, dunque, si pongono nel solco di un'evoluzione normativa volta a implementare le regole distributive come strumentali per creare mercati efficienti. Alla disciplina dei soggetti che si occupano di distribuzione si associano stringenti obblighi di condotta che dovrebbero eliminare o mitigare il rischio che il prodotto acquistato non risulti utile al perseguimento degli obiettivi assicurativi o d'investimento manifestati dal cliente. Si tratta, di conseguenza, di disposizioni che non permettono al distributore di assumere un atteggiamento neutrale, ma che gli impongono di agire uniformando la propria attività distributiva al perseguimento di tale interesse nella consapevolezza che, in mercati complessi, il cliente vada accompagnato e guidato nelle sue scelte economiche⁸⁴.

1.2.1 I principi del processo distributivo nel mercato assicurativo

Le maggiori novità introdotte per effetto del recepimento della direttiva IDD riguardano le regole sostanziali di condotta per i distributori. La complessità di questo settore economico impone stringenti regole che siano in grado di guidare il cliente verso la migliore scelta assicurativa possibile. Il legislatore, difatti, si concentra sui concetti di diligenza, correttezza e trasparenza e, con la direttiva IDD, pone attenzione alla necessità di rafforzare la protezione del cliente nella distribuzione di prodotti d'investimento assicurativi⁸⁵. La prima emersione nella normativa comunitaria dei prodotti d'investimento assicurativi (IBIPs) è da individuare nel regolamento UE 1286/2014. Tali prodotti particolari sono oggetto di attenzione da parte della direttiva IDD che manifesta l'esigenza di assoggettare anche la distribuzione di questi prodotti d'investimento alle stesse regole vigenti per il mercato assicurativo e tale obiettivo è perseguito con l'individuazione di regole supplementari applicabili alla distribuzione degli IBIPs. Il regolamento IBIPs (UE 1286/2014), pertanto, qualifica il prodotto d'investimento assicurativo come “un prodotto assicurativo che presenta una scadenza o un valore di riscatto e in cui tale scadenza o valore di riscatto è esposto in tutto o in parte, in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato”⁸⁶. Applicando tale definizione nel mercato domestico, è

⁸⁴ LUBERTI, M, *Intermediazione finanziaria, assicurazione e concorrenza*, in *Gius. Civ.*, 2012

⁸⁵ MARINO, G., *Il contratto di investimento assicurativo all'intersezione tra ordinamento assicurativo e finanziario*, in *Jus civile*, 2020

⁸⁶ BRIZI, E., *Le nuove categorie normative in materia di prodotti assicurativi finanziari*, in *Danno rep.*, 2019

possibile includere nella categoria giuridica di prodotti d'investimento assicurativi (IBIPs) anche le polizze del ramo III⁸⁷.

Il fulcro della tutela del cliente ruota intorno l'art. 119-bis c.a.p. che individua i principi che ispirano le condotte dei distributori che devono operare con “equità, onestà, professionalità, correttezza e trasparenza nel miglior interesse dei contraenti”⁸⁸. Ciò è necessario perché in ambito assicurativo ci troviamo in un mercato caratterizzato da un disequilibrio di potere negoziale fra professionisti e contraenti dovuto all'elevata professionalità dei primi, dalla difficoltà di reperire e comprendere le informazioni dei secondi e dalla complessità del mercato e dei suoi prodotti. L'approccio attuale si concentra su una più intensa responsabilizzazione dei distributori, strumentale al raggiungimento di eliminare occasioni di attrito tra distributore e cliente, il quale affida le proprie scelte alla professionalità del distributore che li guida nel mercato⁸⁹.

Prima del recepimento della direttiva IDD, all'obbligo di comportarsi con diligenza, correttezza e professionalità nei confronti dei clienti, veniva affiancato l'obbligo di “agire in modo da non recare pregiudizio agli interessi dei contraenti e degli assicurati”. Mentre nell'originario assetto normativo, l'analisi della diligente condotta del distributore era legata a un giudizio nel “non recare pregiudizio” al cliente, nell'attuale quadro regolatorio è necessario verificare anche la correttezza delle condotte del distributore alla luce del fatto che queste siano state o meno orientate al perseguimento del miglior interesse del cliente⁹⁰. Si tratta di un giudizio che richiede ai distributori di adottare condotte eque, oneste, professionali, corrette e trasparenti per promuovere, tramite i prodotti assicurativi offerti, gli interessi dei clienti⁹¹.

Gli aspetti informativi hanno una rilevanza trasversale nell'assicurare la creazione di un ambiente economico trasparente. L'art. 119-bis⁹² prevede che le informazioni relative alla distribuzione dei prodotti assicurativi siano corrette, chiare, non fuorvianti, imparziali e complete. Dunque, il concetto di trasparenza appare elemento onnipresente nel rapporto fra distributore e

⁸⁷ NAZZARO, A. C., *La causa delle polizze “unit” e “index linked”*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2016

⁸⁸ ALTOMONTE, C., *La distribuzione assicurativa. Spunti di riflessione alla luce del regolamento IVASS n.40 del 2 agosto 2018*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2019

⁸⁹ AMOROSINO, S., DESIDERIO, L. (a cura di), *Il nuovo codice delle assicurazioni. Commento sistematico*, Giuffrè, Milano, 2006

⁹⁰ ALTOMONTE, C., *La distribuzione assicurativa. Spunti di riflessione alla luce del regolamento IVASS n.40 del 2 agosto 2018*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2019

⁹¹ MORELLO, G., *Le nuove misure per l'innalzamento della qualità del servizio di distribuzione assicurativa*, in *Corr. Giur.*, 2018

⁹² Art. 119-bis C.A.P.: “[...] Le informazioni relative alla distribuzione assicurativa, comprese le comunicazioni pubblicitarie relative ai prodotti distribuiti, indirizzate dai distributori di prodotti assicurativi a contraenti o potenziali contraenti sono corrette, chiare e non fuorvianti, imparziali e complete. Le comunicazioni pubblicitarie sono sempre chiaramente identificabili come tali. [...]”

cliente⁹³, il che evoca un'obbligazione *clare loqui* in relazione sia della modalità espositiva che del contenuto informativo. In ciò è evidente che il legislatore ripone grande fiducia nella capacità dello strumento dell'obbligo informativo di contribuire a rafforzare la posizione negoziale del cliente⁹⁴. Anche nel mercato assicurativo, quindi, è stato posto il problema di superare le asimmetrie informative che non permettono al cliente di comprendere il senso economico dei prodotti che acquistava. Un soggetto informato, acquisendo consapevolezza delle caratteristiche del prodotto, effettuerà scelte di acquisto razionali inserendo nel portafoglio solo prodotti assicurativi che riescano a incrociare i propri bisogni di sicurezza o d'investimento⁹⁵.

La complessità dei prodotti e dei servizi negoziati ha fatto emergere come questi siano incomprensibili per il cliente medio che, anche se correttamente informato, non acquisisce la necessaria consapevolezza che serve a effettuare scelte razionali⁹⁶. Di conseguenza, un sistema informativo che fonda la protezione del cliente solo su oneri informativi rischia di garantire solo una tutela formale e non idonea a riequilibrare la posizione di debolezza del cliente⁹⁷. Ciò ha determinato un ripensamento delle regole protettive da applicare nella fase distributiva che ha imposto l'adozione di scelte regolatorie innovative e moderne. Tale evoluzione emerge non solo a causa dell'implementazione degli obblighi di condotta del distributore per un ruolo attivo e responsabile nel guidare il cliente nella scelta del prodotto maggiormente capace di soddisfare i suoi bisogni⁹⁸, ma anche nella razionalizzazione e semplificazione delle informazioni precontrattuali dovuta alla consapevolezza che un eccesso d'informazioni e una loro irrazionale organizzazione rischiano comunque di confondere il cliente⁹⁹ che non è in grado di percepire gli elementi necessari per decidere l'acquisto o meno di un prodotto assicurativo¹⁰⁰. Il tessuto normativo successivo al recepimento della direttiva IDD distingue il profilo connesso alle informazioni precontrattuali sui soggetti distributori e sulle modalità distributive dalle informazioni relative alle caratteristiche dei prodotti distribuiti. L'elemento che caratterizza gli stessi, oltre all'applicazione delle regole generali di chiarezza,

⁹³ ROMA, M., *Codice delle Assicurazioni. Novità e prospettive in tema di tutela dell'assicurato-consumatore*, in *Dir. econ. ass.*, 2018

⁹⁴ PIRILLI, D., *La fase precontrattuale nell'assicurazione*, in *Ass.*, 2013

⁹⁵ HAZAN, P., *L'assicurazione "responsabile" e la responsabilità dell'assicuratore: quali prospettive dopo IDD?*, in *Danno e Responsabilità*, 2017

⁹⁶ ROJAS ELGUETA, G., VARDI, N. (a cura di), *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, Romatre-press, Roma, 2014

⁹⁷ BERTI DE MARINIS, G., *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2016

⁹⁸ VIVANTE, C., *Il codice di commercio italiano*, Unione Tipografico-Editrice Torinese, Verona-Padova-Torino, 1883

⁹⁹ RABITTI, M., *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID 2*, in *Riv. dir. bancario*, 2020

¹⁰⁰ MENICUCCI, M., *Finanza comportamentale e scenari probabilistici: brevi riflessioni sul KID*, in *Riv. dir. bancario*, 2018

comprensibilità, completezza e trasparenza delle informazioni, è il ricorso a una standardizzazione delle informazioni che devono essere fornite seguendo gli schemi elaborati dal legislatore¹⁰¹. La normativa impone informazioni che permettono al cliente di conoscere chi è il distributore con il quale si sta rapportando, come quel distributore sta portando avanti l'attività distributiva, sulla presenza di attività di natura consulenziale, sulle remunerazioni percepite dal distributore e sui premi che il cliente si obbliga a pagare. A tali profili si sommano, per i soli prodotti d'investimento assicurativi, anche le informazioni circa la presenza della eventuale valutazione periodica di adeguatezza. La disposizione regolamentare si premura, inoltre, di ampliare le informazioni su tali prodotti includendovi tutti gli aspetti che permettano al contraente di comprendere la natura del prodotto e i suoi rischi, d'individuare la natura del sottostante, la sua liquidità e i risultati finanziari che potrebbero emergere in diversi scenari di mercato, di comprendere rischi di mercato e di controparte¹⁰² e costi e oneri connessi all'operazione finanziaria. Si tratta d'informazioni che devono essere fornite prima della conclusione del contratto e contestualmente a quelle relative ai distributori e all'attività distributiva in modo da dare al cliente una visione completa dell'operazione economica. Circa le informazioni sul prodotto, si tratta di oneri d'informazione chiari, comprensibili, completi, aggiornati che dovrebbero chiarire al cliente cosa sta acquistando.

L'onere di redazione della documentazione informativa grava sulla compagnia assicurativa e sugli intermediari che realizzano prodotti assicurativi (i produttori *de facto*) e risulta necessario predisporre un Documento informativo precontrattuale per i prodotti d'investimento assicurativi (KID – *Key Information Document*). Si tratta di un documento informativo precontrattuale aggiuntivo che deve essere redatto dalle imprese di assicurazione e dagli intermediari produttori¹⁰³ che contiene informazioni complementari rispetto a quelle elencate nei documenti informativi principali e che considerano le caratteristiche del prodotto, della tipologia di cliente al quale il prodotto è destinato e delle caratteristiche dell'impresa con il dichiarato fine di premettere al cliente di effettuare scelte informate e consapevoli. Tali documenti compongono il *set* informativo che il cliente deve ricevere prima della conclusione del contratto e dovrebbe generare la consapevolezza necessaria.

Per i prodotti d'investimento assicurativi è necessario verificare la coerenza del prodotto assicurativo alle richieste e alle esigenze assicurative del cliente. La raccomandazione personalizzata rivolta al cliente è sostenuta da una valutazione di adeguatezza del prodotto il cui contenuto si ricava dal complesso d'informazioni che il distributore deve assumere dal cliente per poter svolgere tale valutazione. Gli elementi informativi su cui fondare tale valutazione sono profili di natura personale,

¹⁰¹ ALPA, G., MARICONDA, V. (a cura di), *Codice dei contratti commentato*, Wolters Kluwer, 2025

¹⁰² TROIANO, V., UDA, G., *La gestione delle crisi bancarie*, Wolters Kluwer, Milano, 2018

¹⁰³ ALPA, G., MARICONDA, V. (a cura di), *Codice dei contratti commentato*, Wolters Kluwer, 2025

come le conoscenze generali che il cliente ha nell'ambito dell'investimento, la sua situazione finanziaria, la sua capacità di sostenere le perdite, gli obiettivi d'investimento e la tolleranza al rischio. Su tali profili, il distributore deve verificare l'adeguatezza del prodotto e queste valutazioni sono rafforzate dall'obbligo di consegnare al cliente una dichiarazione nella quale si attesti la coerenza del prodotto IBIP raccomandato. Dunque, si tratta di un sistema di regole valutative che, responsabilizzando il distributore, sia sotto il profilo sostanziale dell'individuazione di un prodotto adeguato alle esigenze d'investimento del cliente che sotto quello formale dell'assunzione di responsabilità, rende verificabile la sua condotta. Si tratta di processi distributivi dai quali emerge l'attenzione che ripone l'ordinamento nel rendere effettivo l'obbligo generale di agire nel miglior interesse del cliente introducendo un presidio con funzioni protettive. Nell'ipotesi in cui la vendita senza consulenza non sia obbligatoria e non venga richiesta dal cliente o offerta dal distributore, sarà necessario affiancare alla valutazione di coerenza del prodotto anche una valutazione di appropriatezza.¹⁰⁴ Tale verifica si limita a chiedere al distributore di accertare la sussistenza di sufficienti conoscenze, esperienze e competenze nel cliente rispetto al mercato e al prodotto, riconoscendo maggiore autonomia al cliente nella scelta del prodotto stesso. Tale peculiarità permette di desumere che il cliente sia in grado di comprendere le caratteristiche del prodotto e come queste incontrino i propri bisogni d'investimento. Dunque, si tratta di una valutazione che riguarda le caratteristiche della controparte e la sua capacità di compiere scelte informate e consapevoli¹⁰⁵.

1.2.2 La *Product Oversight and Governance* nella fase post-contrattuale

Nella direttiva IDD, come anche nella precedente *Solvency II*, trova larga applicazione e implementazione l'istituto della POG (*Product Oversight and Governance*) e i processi distributivi in ambito assicurativo, difatti, sono interessati dall'impatto che hanno le disposizioni che disciplinano il governo del prodotto¹⁰⁶. Tali regole impongono obblighi organizzativi per i *manufacturer* (le imprese produttrici) che dovranno ingegnerizzare il prodotto disegnandolo sulle esigenze del mercato *target* di riferimento e conformare l'offerta assicurativa fin dal principio in merito alle aspettative e

¹⁰⁴ BERTI DE MARINIS, G., *Le assicurazioni*, in CICU, A., MESSINEO, F., MENGONI, L. (a cura di), *Trattato di diritto civile e commerciale*, Giuffrè, Milano, 2021

¹⁰⁵ IMBRUGLIA, D., *La regola di appropriatezza nei contratti di servizio di risparmio amministrato*, in *Pers. Merc.*, 2017

¹⁰⁶ CAMEDDA, R., *La product oversight and governance dei prodotti assicurativi nel sistema di governo societario dell'impresa*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021

ai bisogni riscontrabili nei potenziali clienti del mercato di riferimento. Tale procedura, che rende rilevante l'interesse del potenziale contraente sin dal momento della creazione del prodotto assicurativo, verrebbe attenuato il suo impatto se non ci fosse uno stretto collegamento fra modalità di creazione del prodotto e la sua distribuzione¹⁰⁷. Difatti, mentre spetta alla compagnia di assicurazione produttrice l'individuazione del *target market* positivo e di quello negativo, è compito del distributore raffinare questi mercati individuando il *target market* effettivo e quello negativo e comunicarlo alla compagnia produttrice stessa: i mercati di riferimento effettivi sono specificazioni dei più generali mercati di riferimento elaborati dall'impresa produttrice. La loro individuazione spetta ai distributori perché questi, avendo continui e diretti rapporti con la clientela, hanno la conoscenza effettiva dei bisogni e delle esigenze dei destinatari dei prodotti. Dunque, se il distributore è già coinvolto nella fase di ingegnerizzazione del prodotto disciplinata dalle disposizioni sulla *product governance*, è proprio nella fase distributiva che si lascia apprezzare l'impatto della disciplina¹⁰⁸. Generato il prodotto, è necessario che questo sia effettivamente distribuito solo ai soggetti del *target market*. Tale passaggio impone al distributore di profilare il cliente per verificare che possa essere incluso nel mercato *target* individuato per quel prodotto. Tale passaggio è estremamente delicato per la corretta tenuta dei presidi di governo del prodotto. Una errata o incompleta profilatura del cliente potrebbe collocarlo nel *target market* non corrispondente alle sue effettive esigenze assicurative o d'investimento¹⁰⁹. Se ciò si realizzasse, l'apparato di disposizioni che disciplinano il governo del prodotto, nate come presidi volti a incrementare la protezione degli interessi del cliente, si convertirebbero in uno strumento di *misselling*¹¹⁰.

La base giuridica, oltre a essere contenuta nella IDD, è presente nelle Linee guida in materia di controllo e governo del prodotto: *Preparatory Guidelines on product oversight and governance arrangements by insurance undertakings and insurance distributors* (POG) pubblicate nel 2016¹¹¹. Queste si compongono di una serie di consigli tecnici circa le tematiche di maggior impatto operativo della nuova direttiva: requisiti in tema di POG, di conflitti d'interesse, di *inducements* e delle disposizioni in materia di adeguatezza, appropriatezza e reportistica ai clienti¹¹². Tale assetto di regole richiede ai distributori di agire in modo onesto, corretto e professionale per rispondere al meglio agli

¹⁰⁷ MARZUCCHI, S., *La nuova disciplina della "Product oversight and governance"*, in Ass., 2017

¹⁰⁸ CAMEDDA, R., *La product oversight and governance dei prodotti assicurativi un primo sguardo al Regolamento IVASS n. 45 del 4 agosto 2020*, in www.giustiziacivile.com, 2020

¹⁰⁹ BERTI DE MARINIS, G., *Le assicurazioni*, in CICU, A., MESSINEO, F., MENGONI, L. (a cura di), *Trattato di diritto civile e commerciale*, Giuffrè, Milano, 2021

¹¹⁰ BERTI DE MARINIS, G., *Contratti dei mercati regolamentati: norme imperative e conformazione*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2019

¹¹¹ https://www.eiopa.europa.eu/document-library/guidelines/preparatory-guidelines-product-oversight-and-governance-arrangements_en

¹¹² MARANO, F., NOUSSIA, K., *Insurance Distribution Directive: a legal analysis*, Springer, 2020

interessi dei clienti: il distributore è tenuto ad adottare assetti organizzativi e procedurali per evitare che potenziali conflitti d'interesse possano incidere negativamente sui clienti. In tema d'incentivi, la IDD prevede¹¹³ il pagamento, da parte del distributore assicurativo, di una commissione in relazione alla distribuzione di un prodotto d'investimento assicurativo da un qualsiasi soggetto diverso dal cliente solo quando tali pagamenti non abbiano ripercussione negativa sulla qualità del servizio offerto allo stesso cliente o dell'obbligo di agire onestamente e professionalmente nel *best interest* del cliente¹¹⁴.

La disciplina della trasparenza in materia di prodotti assicurativi coincide con l'obbligo in capo alle imprese di assicurazione di porre a disposizione del cliente informazioni dettagliate per garantire la tutela della parte debole ovviando alle problematiche relative all'asimmetria informativa tra le parti. Il legislatore prevede obblighi informativi sia nella fase precontrattuale che in quella di conclusione del contratto, anche se, con la IDD, l'attenzione si è spostata verso la prima. In virtù della trasparenza, l'intermediario è tenuto ad assicurare l'effettiva conoscibilità della giustificazione economica sottesa al contratto¹¹⁵. Tale conoscibilità si traduce in chiarezza e comprensibilità del dato informativo ovviando al problema dell'*information overloading*: situazione patologica dovuta alla comunicazione di troppe informazioni, generante l'oggettiva difficoltà di assumere una decisione consapevole e ponderata¹¹⁶. Così la trasparenza si lega al concetto di *Product Governance*, cardine della disciplina IDD.

In conclusione, è possibile estrapolare da questo insieme di regole lo statuto della correttezza operativa che si articola in massima trasparenza ed esaustività dell'informazione da rendere al cliente e la necessaria valutazione di adeguatezza del prodotto offerto¹¹⁷. Circa la materia dell'informativa precontrattuale, la documentazione che le compagnie di assicurazione e gli intermediari devono consegnare ai contraenti costituisce la Documentazione informativa. Dunque, l'art. 185 CAP¹¹⁸ impone che ciascun documento informativo sia affiancato da un DIP aggiuntivo. Questo raccoglie le informazioni integrative e complementari rispetto a quelle contenute nei documenti base per garantire una conoscenza più approfondita del prodotto e guidare il cliente verso una decisione informata su

¹¹³ Art. 29 Direttiva (UE) 2016/97

¹¹⁴ MARANO, F., *La Product Oversight Governance*, in *Quaderno n. 8 IVASS*, 2017

¹¹⁵ CORRIAS, P., *Incidenza dell'impresa e conformazione del contratto di assicurazione*, in *Giustizia civile*, 2017

¹¹⁶ VELLA, F., *Banche e assicurazioni: le nuove frontiere della corporate governance*, in *Banca impresa soc.*, 2014

¹¹⁷ HAZAN, P., *L'assicurazione "responsabile" o la responsabilità dell'assicuratore: quali prospettive dopo IDD?*, in *Danno e responsabilità*, 2017

¹¹⁸ Art. 185 C.A.P.: "Le imprese di assicurazione e gli intermediari che realizzano prodotti assicurativi da vendere ai clienti redigono i seguenti documenti: il documento informativo precontrattuale per i prodotti assicurativi danni di cui all'articolo 185 bis [...]; il documento informativo precontrattuale per i prodotti assicurativi vita di cui all'articolo 185 ter [...]; il documento informativo per i prodotti di [...]"

diritti e obblighi contrattuali¹¹⁹. Quindi è indubbio che la direttiva IDD abbia avuto un impatto rilevante sulla materia delineando non solo i principi generali, ma ha anche rappresentando il punto di partenza del rinnovo del quadro normativo dando al legislatore nazionale la possibilità sviluppare il tema.

I criteri di redazione della documentazione informativa seguono l'art. 4 del Regolamento IVASS 41/2018, secondo il quale la documentazione precontrattuale e contrattuale deve essere scritta in modo chiaro e sintetico con termini comuni e priva di tecnicismi, presentata con caratteri di dimensioni leggibili, assicurando la coerenza delle informazioni contenute ed esente da contenuti pubblicitari¹²⁰. Tutta la documentazione assicurativa, dunque, deve essere espressa in modo chiaro e trasparente, con una corrispondenza tra rubrica e contenuto e con l'uso di note esplicative sull'operatività delle clausole contrattuali. Da qui emerge come la normativa dedica attenzione alla struttura contrattuale per fornire ai consumatori un'informazione corretta, chiara ed esauriente e per facilitare la comprensione di caratteristiche, rischi e costi dei prodotti assicurativi.

Con l'ingresso nel mercato assicurativo di nuove polizze caratterizzate dalla variabilità delle prestazioni e dalla traslazione del rischio d'investimento dall'assicuratore all'assicurato, la dottrina si chiede se con tale componente finanziaria è possibile qualificare tali strumenti ancora come prodotti assicurativi. Su questo aspetto si è sviluppata l'espressione di "finanziarizzazione" dell'attività assicurativa. Per sopperire alla questione, la MiFID II ha introdotto nel settore assicurativo regole di condotta simili a quelle previste per i prodotti d'investimento, conducendo l'azione distributiva a principi di onestà, imparzialità e professionalità. Infatti, le polizze *linked* affiancano al contratto di assicurazione sulla vita un negozio gestorio che le collega al valore delle quote di fondi (*unit*) o a indici di riferimento (*index*) con svuotamento della prestazione assicurativa¹²¹. La disciplina dei prodotti d'investimento assicurativi della direttiva IDD comprende i prodotti IBIP (*Insurance-based Investment products*): prodotti che "presentano una scadenza o un valore di riscatto esposti, in tutto o in parte e in modo diretto o indiretto, alle fluttuazioni del mercato"¹²² e l'informativa che accompagna il processo di distribuzione degli IBIPs prevede lo stesso regime d'informativa precontrattuale garantendo i principi di adeguatezza e appropriatezza¹²³.

In conclusione, la direttiva 2016/97/EU (IDD) disciplina i soggetti che partecipano alla distribuzione di prodotti assicurativi con l'obiettivo di aumentare il livello di tutela offerto agli

¹¹⁹ CORRIAS, P., *Profili generali della nuova disciplina recata dalla direttiva 2016/97/EU*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2018

¹²⁰ *Lettera al mercato del 14 marzo 2018*, in www.ivass.it

¹²¹ LO CONTE, R., *La product oversight and governance nel diritto assicurativo*, Giuffrè, Milano, 2022

¹²² Art. 22 Direttiva (UE) 2016/97

¹²³ LANDINI, S., *Appropriatezza, adeguatezza e meritevolezza dei contratti di assicurazione*, in *Assicurazione*, 2017

assicurati¹²⁴. Circa il rafforzamento dei principi esistenti, la IDD approfondisce l'ottica della contrattazione ponendo l'attenzione sul profilo organizzativo dell'impresa e sia sul pre che sul post contratto. Quest'ultimo si concretizza con l'obbligo in capo all'assicuratore di procedere alla valutazione d'idoneità e adeguatezza del prodotto, raccogliendo le informazioni dai clienti per permettere di stabilire ragionevolmente se la raccomandazione sia coerente con la loro situazione finanziaria e con la loro capacità di sostenere eventuali perdite, oltre che la conoscenza dello specifico prodotto offerto. Ciò s'inserisce nel concetto di tutela preventiva del consumatore che prevede un test del prodotto per verificare se questo sia in grado di soddisfare le esigenze, gli obiettivi e le caratteristiche del cliente. Su questa linea, è determinante la disciplina in materia di governo del prodotto assicurativo richiesti per i soggetti che realizzano e per quelli che distribuiscono i prodotti assicurativi. Il processo di approvazione di un prodotto deve, quindi, contenere le misure e le procedure per la progettazione, il monitoraggio, la revisione e la distribuzione del prodotto proporzionate alla complessità e ai rischi connessi. Tale processo deve esprimere gli obiettivi, gli interessi e le caratteristiche dei clienti verso i quali tale prodotto è stato realizzato identificandone, inoltre, il mercato di riferimento. Incombe in capo ai produttori, in aggiunta, anche il monitoraggio regolare dei prodotti immessi sul mercato per valutarne costantemente il mercato di riferimento individuato in fase di progettazione. Il settore delle assicurazioni è interessato dall'intervento dell'Autorità dell'IVASS che adotta misure normative dirette agli operatori del settore connotate da alto tecnicismo e dettaglio non rinvenibile nelle fonti primarie. L'IVASS individua garanzie dirette a realizzare un processo regolamentare chiaro, trasparente e consapevole: i suoi atti seguono principi di trasparenza, proporzionalità e partecipazione. Sono fondamentali le disposizioni in tema d'informativa precontrattuale, cioè aspetti connessi al controllo dei prodotti per garantire la piena tutela del cliente.

Così è stato valorizzato il ruolo consulenziale del distributore chiamato a effettuare la verifica della corrispondenza del prodotto alle esigenze del cliente e, in fase precontrattuale, il distributore deve selezionare quello che corrisponde alle esigenze del cliente, fornendogli tutte le informazioni per condurlo a effettuare una scelta informata. Il Regolamento IVASS 45 del 2020 (POG) e la delibera CONSOB 21466 del 2020 (IBIP) mirano a razionalizzare e semplificare gli obblighi a carico degli operatori e accrescere il livello di tutela dei clienti in ottica di trasparenza e di soddisfacimento delle esigenze e delle richieste del consumatore¹²⁵. Le disposizioni in materia di POG, dunque, impongono alle imprese di assicurazione e agli intermediari che realizzano e distribuiscono prodotti assicurativi di adottare regole di governo e controllo del prodotto sia nella fase di ideazione e realizzazione della

¹²⁴ MOSSINO, J. F., *La nuova direttiva (IDD) vista con gli occhi dell'operatore*, in *Assicurazioni*, 2017

¹²⁵ HAXHO, A., POLIZZI, D., *Le novità sulla distribuzione nel canale bancario*, in *www.insurancetrade.it*, 2020

polizza sia in quella di distribuzione per garantire un adeguato flusso informativo. Queste regole ruotano intorno alla definizione di *target market* che ha lo scopo di garantire che i prodotti assicurativi siano realizzati in funzione della specifica tipologia di clientela identificata a priori. La IDD, insieme al tentativo di armonizzare il contesto europeo in materia di distribuzione dei prodotti assicurativi, ha anche l'obiettivo d'innalzare il livello di tutela del cliente assicurativo¹²⁶.

¹²⁶ SANTOBONI, L., *Manuale di gestione assicurativa*, Giuffrè, Milano, 2022

Capitolo 2 – L’INFLUEZA DELLA VIGILANZA FINANZIARIA SULLA PERCEZIONE DEL RISCHIO DA PARTE DEGLI INVESTITORI

Il tema della vigilanza assicurativa, sommariamente affrontato nel capitolo precedente, si presta in modo esemplare a un confronto tra il modello europeo e quello statunitense: due approcci regolatori che riflettono tradizioni giuridiche e culturali profondamente diverse. Nel contesto europeo, il percorso legislativo culminato nella direttiva *Solvency II* e nella IDD ha delineato un sistema improntato all’armonizzazione delle regole e alla tutela *ex ante* dell’assicurato, con particolare enfasi su requisiti prudenziali uniformi, regole di *governance* interna e strumenti di *soft law* volti a prevenire condotte scorrette. L’obiettivo, pertanto, è garantire non solo la stabilità patrimoniale delle imprese, ma anche la fiducia degli investitori e l’integrità del mercato nel suo complesso. Il modello statunitense, al contrario, si caratterizza per un’impostazione decentrata e più aderente alla logica del mercato. L’assicurazione, difatti, è rimasta materia di competenza statale e la protezione degli assicurati è affidata a una combinazione di regole minime di solvibilità e a un forte ricorso alla *disclosure* informativa, soprattutto quando si tratta di prodotti a contenuto finanziario sottoposti alla vigilanza della *Securities and Exchange Commission* (SEC). Qui prevale l’approccio tipico del diritto statunitense dei mercati mobiliari, incentrato sul principio del *caveat emptor*, secondo cui è responsabilità dell’investitore assumere decisioni consapevoli una volta che le informazioni essenziali siano state rese disponibili.

Il confronto tra i due sistemi mette quindi in luce una divergenza fondamentale: da un lato l’Europa, con un impianto normativo uniforme che mira a ridurre preventivamente i rischi per l’assicurato; dall’altro gli Stati Uniti, che affidano gran parte della tutela al mercato stesso, nella convinzione che una *disclosure* completa e verificabile costituisca la miglior garanzia per l’investitore. In questa prospettiva, risulta utile esaminare in primo luogo l’esperienza europea, che costituisce un esempio di regolazione fortemente armonizzata e centralizzata, per poi confrontarla con il modello statunitense, più frammentato e orientato al principio di responsabilità individuale dell’investitore.

2.1 La regolamentazione assicurativa: confronto tra Europa e Stati Uniti

L'intervento normativo europeo è fondato su un approccio *principles based* e, per garantire opportuni livelli di tutela, è previsto un sistema pubblicistico dei controlli sulle attività degli intermediari in ambito bancario, finanziario e assicurativo¹²⁷. Tali forme di controllo hanno il fine di garantire la stabilità del sistema, l'integrità dei mercati e la tutela del risparmio¹²⁸. L'IVASS ha il potere di combinare l'attività di vigilanza informativa (o cartolare) e quella ispettiva attraverso l'esercizio di poteri autorizzativi, prescrittivi, accertativi, cautelari e repressivi. Per il perseguimento dei suoi obiettivi istituzionali, la sua attività si distingue in vigilanza microprudenziale e macroprudenziale: per la prima effettua controlli strutturali e prudenziali, per la seconda i controlli sono diretti sull'andamento dei fattori macroeconomici aventi impatto su imprese e mercato. L'EIOPA ha il compito di contribuire alla stabilità del sistema finanziario, garantire la trasparenza dei mercati e dei prodotti finanziari e contribuire alla protezione degli assicurati. La direttiva Solvency II, per andare incontro alla necessità di maggiore trasparenza del criterio di margine di solvibilità e di minore inadeguatezza nell'esprimere i rischi assunti dalle imprese di assicurazione, è incentrata sulla nozione di rischio e di *risk management* per la protezione degli interessi degli assicurati, raggiungibile attraverso la stabilità finanziaria della compagnia di assicurazione. La Direttiva, come largamente affrontato nel capitolo precedente, si articola su tre pilastri. Nel primo sono inclusi requisiti patrimoniali, copertura delle riserve tecniche, gestione degli investimenti e della solvibilità dell'impresa secondo il *risk approach*, cioè disposizioni relative a requisiti patrimoniali che, se correttamente assolti dalle imprese vigilate, dovrebbero assicurarne la loro solidità e garantire la loro solvibilità nei confronti degli assicurati anche in momenti di turbolenze di mercato. Fanno parte del secondo pilastro, invece, tutte le regole in materia di *governance*, quindi l'apparato normativo che ridisegna la struttura organizzativa delle imprese di assicurazione potenziando il sistema di governo societario e dei controlli interni che dovrebbero portare l'impresa a essere il primo controllore di sé stessa tramite un approccio all'attività basato sulla corretta valutazione dei rischi ai quali è esposta. Il terzo pilastro, infine, è rappresentato dalle disposizioni relative alla trasparenza verso l'Autorità di settore per permettere una più agevole attività di vigilanza con obblighi informativi verso l'*Authority*

¹²⁷ FEBBI, S., BOBBO, D., *L'evoluzione del sistema dei controlli interni delle imprese di assicurazione nel recepimento di Solvency II*, in *Dir. banc.*, 2016

¹²⁸ LENER, R., *I mercati finanziari e il sistema di vigilanza*, in *Diritto del mercato finanziario*, Giappichelli, Torino, 2011

di controllo e il mercato per garantire la trasparenza nel settore¹²⁹. Dunque, la direttiva *Solvency II* ha rappresentato l'evoluzione del quadro europeo di regole prudenziali basato sul rischio per il settore assicurativo¹³⁰.

Oltre l'applicazione di tali principi, l'EIOPA deve svolgere i compiti specifici attribuiti dalla IDD ed esercitare le attività previste dalla fonte istitutiva riguardanti la protezione degli assicurati, l'elaborazione di norme e prassi di regolamentazione e vigilanza e l'applicazione uniforme degli atti europei. La Direttiva 97/2016 (Insurance Distribution Directive - IDD), che si concentra sulla distribuzione assicurativa, ha adeguato la precedente normativa comunitaria alle nuove tendenze del mercato in termini di canali distributivi e modalità di vendita e si è inserita nel quadro più generale di crescente attenzione alle tutele del consumatore di servizi finanziari, assicurativi e previdenziali con l'obiettivo di ricostruire la fiducia della clientela nei mercati finanziari. L'attività di distribuzione assicurativa, difatti, è un'attività riservata per il cui esercizio è necessario possedere specifici requisiti e possono effettuare attività di distribuzione solo gli intermediari iscritti nel Registro degli intermediari assicurativi (RUI). I distributori sono tenuti a rispettare delle regole di comportamento nell'esercizio della loro attività, disciplinate dal Regolamento IVASS 40/2018, per la tutela del consumatore. Inoltre, è importante acquisire le informazioni necessarie per valutare le esigenze assicurative e previdenziali dei contraenti. Un ruolo fondamentale è attribuito agli obblighi di carattere informativo poiché consentono al cliente-assicurato di colmare il *gap* informativo che contraddistingue il rapporto intermediario-assicuratore. Questi obblighi informativi si concretizzano nella fase precontrattuale dove il contraente riceve la descrizione dello strumento e sarà informato sulla natura del prodotto e il suo funzionamento, sui risultati, sui rischi, sui costi e sul sottostante. Queste informazioni consentono al contraente di adottare decisioni d'investimento informate. In aggiunta, vi sono regole in tema di valutazione delle richieste e delle esigenze del contraente da parte del distributore. Quest'ultimo, pertanto, è tenuto a proporre contratti coerenti con richieste ed esigenze di copertura assicurativa del contraente-assicurato. A tal fine, i distributori sono tenuti ad acquisire dal contraente le informazioni utili a valutare le sue richieste ed esigenze. Nel valutare le informazioni acquisite, devono essere tenute in considerazione le eventuali coperture assicurative in essere, il tipo di rischio, le caratteristiche e la complessità del contratto offerto. Circa l'evoluzione della rete di vendita, è possibile individuare in Italia il canale distributivo degli agenti assicurativi monomandatari. Negli USA, invece, sono diffusi i *broker*, cioè mediatori di assicurazione altamente

¹²⁹ BALSAMO, A., TAGNANI, M., *Solvency II. L'avvio del nuovo regime di vigilanza prudenziale nel settore assicurativo*, in *Contr. impr. Eur.*, 2016

¹³⁰ LO CONTE, F., *La product oversight and governance nel diritto assicurativo*, Giuffrè, Milano, 2022

specializzati nella valutazione dei rischi e nella scelta della soluzione assicurativa più congeniale per il cliente¹³¹.

Oltre al compito di supervisione, è fondamentale quello di stimolare la creazione di una regolamentazione europea coerente e un'applicazione armonica delle regole del mercato. Su tale ultimo aspetto, nonostante si è notata la tendenza verso il riconoscimento alle Autorità di supervisione europee di un ruolo più incisivo sotto il profilo regolatorio¹³², queste tendono a esercitare il loro ruolo di regolatori dei mercati tramite atti di *soft law*¹³³. Si tratta di atti dal contenuto tecnico e dettagliato che sono caratterizzati dalla capacità di orientare processi economici complessi, tramite disposizioni che non sono giuridicamente vincolanti¹³⁴. Le peculiarità dei mercati analizzati spingono a valutare positivamente le funzioni assolte con questo tipo di atti¹³⁵ e la snellezza che caratterizza le regole di *soft law* le rende strumenti in grado di dare indicazioni precise ai mercati in modo rapido¹³⁶ anche per far fronte a esigenze regolatorie improvvise¹³⁷. Inoltre, si tratta di un'attività di regolazione che, essendo supportata alle spalle da un'impalcatura normativa di *hard law*, sono particolarmente utili a stimolare i destinatari ad adottare condotte economiche sempre più virtuose¹³⁸. In aggiunta, gli atti di *soft law* sono usati in funzione preparatoria rispetto all'introduzione di vincoli giuridici permettendo ai futuri destinatari di quelle regole di uniformarsi progressivamente alle stesse. A tale funzione si aggiunge quella di fornire indicazioni interpretative di disposizioni già emanate che fanno di tali atti lo strumento attraverso cui le Autorità di supervisione fanno emergere in che termini vogliono che le norme in oggetto siano attuate, stimolando un'applicazione uniforme e omogenea nel mercato¹³⁹.

Il compito svolto oggi dall'IVASS è di estrema centralità fungendo da raccordo con EIOPA e svolgendo compiti di vigilanza e regolamentazione del mercato assicurativo nazionale. Dunque, l'IVASS è il centro di produzione di disposizioni che partecipano alla formazione del diritto dell'impresa assicurativa¹⁴⁰. IVASS, difatti, parla al mercato con atti di *soft law* (raccomandazioni,

¹³¹ SANTOBONI, L., *Manuale di gestione assicurativa*, Giuffrè, Milano, 2022

¹³² MAGLIARI, A., *La proposta di riforma delle Autorità europee di vigilanza. Verso un ulteriore accentramento delle funzioni di vigilanza al livello sovranazionale: prospettive e problemi*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2018

¹³³ STACCA, A., *A proposito di alcuni atti "flessibili" dell'IVASS: possibili implicazioni per imprese e consumatori*, in MEZZASOMA, L., BELLUCCI, P., CANDIAN, A., CORRIAS, P., LANDINI, S., LLAMAS POMBO, E. (a cura di), *La banca-assicurazione*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2019

¹³⁴ ANGELONE, M., *Diritto privato "regolatorio", conformazione dell'autonomia negoziale e controllo sulle discipline eteronome dettate dalle "authorities"*, in *Nuove Autonomie*, 2017

¹³⁵ MORBIDELLI, F., *Degli effetti giuridici della soft law*, in *Riv. reg. merc.*, 2016

¹³⁶ CASTIELLO, *Procedimenti formali e interventi informali di governo del credito*, in *Economia e credito*, 1980

¹³⁷ BERTI DE MARINIS, G., *Pandemia ed adeguatezza dei poteri regolatori delle Autorità di supervisione europee*, in *Actualidad Juridica Iberoamericana*, 2020

¹³⁸ LEMMA, V., *"Best practices" ed altri aspetti della "soft law"*, in *Mondo bancario*, 2006

¹³⁹ CANDIAN, G., CARRIERO, G., *Codice delle assicurazioni private*, Napoli, 2014

¹⁴⁰ AMOROSINO, S., DESIDERIO, L. (a cura di), *Il nuovo codice delle assicurazioni. Commento sistematico*, Giuffrè, Milano, 2006

circolari, lettere al mercato), che mirano a persuadere i destinatari dell'opportunità di seguire condotte virtuose, e regolamenti, che rappresentano atti di vera e propria regolamentazione. Si delinea, quindi, il passaggio da una ripartizione dei poteri legislativi basata sulla rigida gerarchia a una che appare maggiormente indulgente verso il principio della competenza e della specializzazione¹⁴¹ che riconosce portata normativa ai regolamenti emanati dalle Autorità di settore¹⁴². Nonostante ciò, si tende a riscontrare nelle norme istitutive delle Autorità amministrative indipendenti la presenza di legami normativi atti a giustificare la presenza di deleghe per garantire un supporto formale al potere regolatorio delle stesse Autorità¹⁴³. Il cardine normato del potere regolatorio dell'IVASS può essere rintracciato nel C.A.P. che permette all'Istituto di emanare “ogni regolamento necessario alla sana e prudente gestione delle imprese o per la trasparenza e la correttezza dei comportamenti dei soggetti vigilati”¹⁴⁴. Si tratta di una disposizione che si limita a circoscrivere il potere regolatorio dell'IVASS in funzione solo ed esclusivamente delle finalità perseguite da parte dell'Istituto che devono essere in linea con quelle espresse dalla norma di settore¹⁴⁵.

A fronte di un modello europeo caratterizzato da crescente armonizzazione e da una vigilanza *ex ante* fortemente improntata alla prevenzione dei rischi, è ora opportuno volgere l'attenzione al sistema statunitense, che si distingue per un approccio decentrato e maggiormente incentrato sulla *disclosure* e sulla responsabilità dell'investitore. Se il modello europeo, a partire dall'implementazione di *Solvency II* e dall'azione coordinata di EIOPA, si caratterizza per una progressiva armonizzazione e centralizzazione della vigilanza, il sistema statunitense appare quasi l'opposto: fortemente decentrato, concorrenziale e storicamente refrattario a un'autorità federale unica in materia assicurativa. Questo assetto ha radici profonde nella storia istituzionale americana e continua ancora oggi a condizionare la protezione degli assicurati e la distribuzione dei prodotti assicurativi a contenuto finanziario.

Negli Stati Uniti, l'assicurazione è tradizionalmente materia di competenza statale, come sancito dal *McCarran-Ferguson Act* del 1945, che ha confermato il primato delle autorità statali nella regolamentazione del settore. Tale scelta, motivata dall'intento di preservare l'autonomia locale e la varietà dei mercati assicurativi, ha dato vita a un sistema in cui ogni Stato dispone di un proprio *Insurance Commissioner*, responsabile della vigilanza sulle compagnie operanti nel territorio¹⁴⁶. Per

¹⁴¹ MODUGNO, F., *Fonti del diritto*, Giuffrè, Milano, 1997

¹⁴² BERTI DE MARINIS, G., *Le assicurazioni*, in CICU, A., MESSINEO, F., MENGONI, L. (a cura di), *Trattato di diritto civile e commerciale*, Giuffrè, Milano, 2021

¹⁴³ MERUSI, F., *Sentieri interrotti della legalità*, Il Mulino, Bologna, 2009

¹⁴⁴ Art. 5 Codice delle Assicurazioni Private

¹⁴⁵ MORBIDELLI, G., *I regolamenti dell'ISVAP*, AMOROSINO, S., DESIDERIO, L. (a cura di), *Il nuovo codice delle assicurazioni. Commento sistematico*, Giuffrè, Milano, 2006

¹⁴⁶ CUMMINS, J. D., WEISS, M. A., *Systemic Risk and the U.S. Insurance Sector*, in *Journal of Risk and Insurance*, 2014

ovviare al rischio di frammentazione, è stata istituita la *National Association of Insurance Commissioners* (NAIC), organismo di coordinamento che elabora *standard* e modelli normativi non vincolanti ma ampiamente adottati a livello statale¹⁴⁷. Il ruolo della NAIC è peculiare: non è un'autorità federale, ma un'associazione di autorità statali che sviluppa linee guida, *standard* contabili (*Statutory Accounting Principles*) e modelli legislativi (*Model Laws*), volti a garantire una certa uniformità regolatoria. Tuttavia, la sua natura privata e non governativa ne limita il potere coercitivo, facendo sì che la reale applicazione delle norme resti nelle mani dei singoli Stati. Questo aspetto è stato spesso criticato in dottrina perché genera differenze di tutela e di vigilanza tra Stati, con possibili fenomeni di *regulatory arbitrage*¹⁴⁸.

A differenza dell'Europa, dove la vigilanza prudenziale è ancorata a un *framework* uniforme (*Solvency II*), negli USA la regolamentazione del capitale e della solvibilità varia leggermente da Stato a Stato, pur con un nucleo comune elaborato dalla NAIC. Le compagnie devono mantenere requisiti patrimoniali definiti in base al *Risk-Based Capital (RBC) system*, introdotto negli anni '90 e oggi considerato un precursore concettuale della *Solvency II* europea¹⁴⁹. L'*RBC (Risk-Based Capital)* mira a calibrare il capitale richiesto in base al profilo di rischio dell'impresa (rischio di sottoscrizione, rischio di credito, rischio di mercato e rischio operativo), ma con metodologie meno sofisticate rispetto al *risk based approach* europeo. Inoltre, mentre in Europa la trasparenza informativa è rafforzata da un impianto di *soft law* che integra le regole di *hard law*, negli Stati Uniti la vigilanza statale si caratterizza per una maggiore attenzione alla stabilità delle compagnie e alla tutela del consumatore in senso tradizionale, con minore enfasi sulla *governance* interna e sulla *disclosure* di mercato¹⁵⁰. Dunque, se in Europa, e in particolare in Italia, la tutela dell'assicurato-investitore è costruita su una cornice giuridica armonizzata e multilivello (EIOPA e IVASS), negli Stati Uniti è affidata a un mosaico di regole statali coordinate informalmente. Ciò solleva legittimamente interrogativi circa l'efficacia di tale sistema normativo nel garantire livelli omogenei di protezione, soprattutto in relazione ai prodotti a contenuto finanziario.

Considerando che le compagnie di assicurazione sono individuate alla stregua d'intermediari tecnici, poiché si collocano tra la figura dell'assicurato e il *pool* dentro il quale è ripartito il rischio, e che, con l'attività d'investimento dei premi raccolti presso gli assicurati operano il trasferimento di risorse finanziarie tra le unità in *surplus* e quelle in *deficit*, esercitano una funzione stimolatrice delle

¹⁴⁷ GRACE, M. F., KLEIN, R. W., *The Future of Insurance Regulation in the United States*, Brookings Institution Press, Washington D.C., 2009

¹⁴⁸ HARRINGTON, S. E., *Insurance Regulation and the Crisis*, 2009

¹⁴⁹ CUMMINS, J.D., HARRINGTON, S., NIEHAUS, G., *Risk-Based Capital for Property-Liability Insurers*, 1993

¹⁵⁰ GRACE, M.F., KLEIN, R.W., *Efficiency Implications of Alternative Regulatory Structures for Insurance*, 2000

attività economiche, queste assumono un valore d'interesse generale¹⁵¹. I fini istituzionali dell'attività di vigilanza del sistema finanziario, dunque, devono inevitabilmente risiedere nella salvaguardia della solidità finanziaria e patrimoniale degli intermediari e nella stabilità dei comparti in cui si articola il sistema finanziario. Diversamente, la tutela dei risparmiatori e la protezione degli investitori è un obiettivo connesso al problema delle asimmetrie informative e alla natura di contraente debole degli utilizzatori dei servizi finanziari¹⁵². Assicurando la più ampia trasparenza dell'informativa ai risparmiatori, s'intende così garantire la chiarezza e la completezza della conoscenza societaria. Per garantire, invece, un'attività di vigilanza che assicuri la stabilità patrimoniale e il contenimento del rischio degli intermediari e del sistema finanziario, la correttezza dei comportamenti, la trasparenza delle informazioni nei confronti dei risparmiatori-investitori e la sana dinamica competitiva tra gli operatori, le Autorità di regolamentazione e controllo si avvalgono di strumenti d'intervento con cui operano nel sistema finanziario e influenzano l'attività degli intermediari. La vigilanza regolamentare interviene nella formulazione dei principi e delle regole del gioco che costituiscono la cornice che disciplina gli aspetti dell'attività d'intermediazione finanziaria: condizioni di accesso ai mercati, requisiti patrimoniali obbligatori, redazione dei bilanci, operazioni straordinarie, partecipazioni detenibili, sistema dei controlli interni, *risk management*, *compliance* e *outsourcing*. Gli strumenti di vigilanza prudenziali verificano il rispetto dei corretti principi di sana e prudente gestione e garantiscono la solvibilità degli intermediari, mediante l'adozione di strumenti di monitoraggio e contenimento dei rischi dell'attività attuata dagli intermediari stessi. Le Autorità di vigilanza non esercitano poteri discrezionali, ma dettano le regole del gioco definite *ex ante* e neutrali rispetto all'attività esercitata dagli operatori, di cui mirano ad assicurare la stabilità mediante il rispetto di coefficienti di adeguatezza patrimoniale commisurati all'entità e alla rischiosità delle obbligazioni assunte nei confronti della clientela, nonché di limiti all'esposizione e alla concentrazione dei rischi assunti nell'esercizio dell'attività d'intermediazione. Attraverso la vigilanza informativa, le Autorità monitorano l'operatività degli intermediari finanziari con l'analisi di dati, informazioni, atti e documenti che gli operatori trasmettono con cadenza temporale regolare (segnalazioni periodiche di vigilanza) o su richiesta delle Autorità qualora queste intendano approfondire i distinti aspetti operativi degli intermediari finanziari. La vigilanza ispettiva costituisce il completamento dei controlli documentali, affiancando e integrando con verifiche di dati e d'informazioni trasmessi alle Autorità. Gli strumenti di vigilanza protettiva prevengono le situazioni di crisi degli intermediari finanziari, limitando le conseguenze del verificarsi delle crisi stesse. Il corretto funzionamento del

¹⁵¹ FERRARI, A., GUALANDRI, E., LANDI, A., VENTURELLI, V., VEZZANI, P., *Il sistema finanziario: funzioni mercanti e intermediari*, Giappichelli, Torino, 2024

¹⁵² BONGINI, P. A., DI BATTISTA, M. L., NIERI, L., PATARNELLO, A., *Il sistema finanziario. Funzioni, istituzioni, strumenti e servizi*, Il Mulino, Bologna, 2004

sistema finanziario rappresenta un bene pubblico che richiede una cornice legislativa e un apparato di controllo improntato su *Authority super partes*, che consentano il raggiungimento dei loro obiettivi¹⁵³.

Pur essendo materia di competenza statale, il settore assicurativo-finanziario statunitense, invece, ha conosciuto una crescente influenza federale in relazione ai prodotti ibridi, cioè quelli che combinano protezione assicurativa e investimento finanziario. È il caso delle *variable annuities* e delle *variable life insurance*, strumenti completamente assimilabili alle polizze *unit linked* europee. Per questi prodotti, la competenza passa difatti anche alla SEC (*Securities and Exchange Commission*), che li considera “*securities*” ai sensi del *Securities Act* del 1933 e del *Securities Exchange Act* del 1934. Ciò comporta l’obbligo per le compagnie di registrare tali prodotti presso la SEC e di predisporre un prospetto informativo analogo a quello dei fondi comuni d’investimento¹⁵⁴. La logica è evidente: laddove la componente finanziaria prevale su quella assicurativa, la protezione dell’investitore diventa prioritaria e necessita di regole di *disclosure* simili a quelle dei mercati mobiliari. Questo aspetto rappresenta una differenza cruciale rispetto al contesto europeo. In Europa, infatti, le polizze *unit linked* ricadono sotto la disciplina di *Solvency II* e IDD, con obblighi informativi calibrati dal regolamento IBIPs. Negli USA, invece, la vigilanza si sdoppia: da un lato le autorità statali per la componente assicurativa, dall’altro la SEC per la componente finanziaria. A ciò si aggiunge la *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA), organismo di autoregolamentazione che supervisiona i *broker-dealer* e vigila sulla correttezza della distribuzione dei prodotti registrati presso la SEC. L’intervento federale ha avuto l’effetto di ridurre il rischio di asimmetrie informative sugli strumenti più complessi, ma ha anche complicato il quadro normativo, creando una sovrapposizione di competenze che spesso genera incertezza per le compagnie e per i distributori¹⁵⁵. Ciò significa che il consumatore americano beneficia di un sistema che, almeno per i prodotti ibridi, offre un livello di *disclosure* potenzialmente superiore a quello europeo, grazie alla trasparenza tipica del diritto dei mercati mobiliari. Tuttavia, questo avviene a costo di una maggiore complessità regolatoria e con il rischio di frammentazione.

Scendendo nel particolare del caso italiano, l’IVASS è un’*authority* dotata di personalità giuridica di diritto pubblico che opera su principi d’indipendenza, autonomia, trasparenza ed economicità. Si configura come Autorità indipendente dotata di autonomia finanziaria, normativa, organizzativa e contabile che, con l’esercizio di poteri regolamentari, informativi, ispettivi e

¹⁵³ BERTI DE MARINIS, G., *Le assicurazioni*, in CICU, A., MESSINEO, F., MENGONI, L. (a cura di), *Trattato di diritto civile e commerciale*, Giuffrè, Milano, 2021

¹⁵⁴ MAHONEY, P., *Securities Regulation*, 2009

¹⁵⁵ BIRDTHISTLE, W., MORLEY, J., *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2018

sanzionatori, esercita funzioni di vigilanza strutturale, prudenziale e protettiva e *fair play regulation* per garantire la solvibilità e la stabilità delle compagnie assicurative e la trasparenza e correttezza dei comportamenti delle imprese e degli intermediari, avendo riguardo alla stabilità, all'efficienza, alla competitività e al buon funzionamento del sistema assicurativo, alla tutela degli assicurati e all'informazione e alla protezione dei consumatori. La vigilanza strutturale si concretizza in controlli che prevedono il rilascio di autorizzazioni preventive allo svolgimento dell'attività: verifica delle condizioni di accesso per il rilascio dell'autorizzazione all'esercizio e all'estensione dell'attività, controlli sulla compagine azionaria e assetti proprietari e controlli sulla gestione. L'IVASS, pertanto, nega l'autorizzazione quando, dalla verifica delle condizioni richieste, non risulti garantita, in generale, la sana e prudente gestione. Le mutate condizioni ambientali degli anni recenti hanno stimolato modifiche da cui non è rimasta avulsa l'attività di vigilanza. I caratteri di tale evoluzione sono rinvenibili nel passaggio da una vigilanza basata su controlli di tipo strutturale ad altri di tipo prudenziale. Nell'ambito dell'attività di vigilanza prudenziale, volta a garantire la sana e prudente gestione delle imprese di assicurazione, emergono i controlli tesi alla verifica del possesso da parte delle imprese d'idonei investimenti a copertura delle riserve tecniche e di dotazioni patrimoniali destinati a fronteggiare gli impegni relativi alle obbligazioni assunte. La tutela degli assicurati e dei beneficiari delle prestazioni assicurative è un obiettivo connesso al problema delle asimmetrie informative, alla natura di contraente debole degli utilizzatori di servizi finanziari e alla rilevante componente fiduciaria presente in ogni transazione finanziaria. Le disposizioni che regolamentano il rapporto contrattuale assicurati-intermediari mirano sia a rafforzare la completezza e la chiarezza dei documenti inerenti ai prodotti assicurativi, disciplinando gli obblighi d'informativa nei confronti dei contraenti sia in fase precontrattuale che in corso di contratto, sia a definire le condizioni di accesso ed esercizio dell'attività degli intermediari d'assicurazione. Un'importante area di novità è rappresentata dall'accresciuto ruolo che ha assunto l'informativa nei confronti degli *stakeholder* dell'impresa assicurativa, resa possibile dalle disposizioni del III pilastro della direttiva *Solvency II*. Questo maggiore livello informativo consente una più approfondita conoscenza del *business* assicurativo e delle caratteristiche di ciascun operatore con potenziali ricadute positive per l'intero sistema¹⁵⁶. Il sistema di vigilanza, volto a garantire la solvibilità delle compagnie assicurative, la stabilità del sistema assicurativo, la tutela degli interessi degli assicurati e la protezione dei beneficiari dei contratti, è assicurato dagli interventi di vigilanza protettiva che ha l'obiettivo di minimizzare le esternalità negative connesse allo stato di patologia aziendale della compagnia assicurativa. Gli interventi di vigilanza protettiva si attivano in caso di deterioramento della situazione finanziaria e

¹⁵⁶ PORRETTA, P., SANTOBONI, F., *Fare assicurazione "Solvency II compliant". Implicazioni regolamentari, organizzative e di governance*, Cedam, Padova, 2016

patrimoniale dell'impresa, con riferimento all'insufficienza delle riserve tecniche, all'inadeguatezza delle attività a copertura e alla mancata costituzione degli importi richiesti dal Requisito Patrimoniale di Solvibilità (*Solvency Capital Requirement*) o del Requisito Patrimoniale Minimo¹⁵⁷.

Dopo aver indicato su quali principi e con quali modalità un'autorità di vigilanza europea agisce, è possibile impostare un confronto tra Europa e Stati Uniti che evidenzia le due diverse filosofie di regolazione. La vigilanza europea è a centralizzazione progressiva secondo un sofisticato approccio *risk based*, che poggia sulle solide basi del ruolo della *soft law* e delle autorità indipendenti nazionali in un quadro comunitario armonizzato. Negli Stati Uniti, invece, è determinante il decentramento statale che si sviluppa secondo *standard* minimi coordinati dalla NAIC attraverso un intervento federale limitato ai prodotti con prevalente componente finanziaria da parte della SEC e della FINRA per la *disclosure* e la distribuzione. Mentre in Europa l'accento è posto sull'armonizzazione e sulla creazione di un mercato unico delle assicurazioni, negli USA domina il pluralismo regolatorio e ciò ha peculiari conseguenze pratiche. Dal punto di vista dell'uniformità della tutela, in Europa un assicurato in diversi Stati gode di regole sostanzialmente equivalenti; negli Stati Uniti, invece, la protezione può variare sensibilmente da Stato a Stato. In termini di chiarezza normativa, l'Europa offre un quadro relativamente chiaro e unitario, mentre, sull'altra sponda dell'Atlantico, la coesistenza di autorità statali e federali rende il sistema più difficile da navigare per imprese e investitori. La frammentazione statunitense può, tuttavia, favorire sperimentazioni normative locali e maggiore concorrenza tra Stati, mentre l'Europa soffre di un processo legislativo più lento e vincolato al consenso multilaterale. Questa differenza sistemica non è solo d'interesse teorico, ma ha conseguenze dirette sull'oggetto di questo elaborato: la diffusione delle polizze a contenuto finanziario. Infatti, negli USA le *variable annuities* sono diventate uno strumento centrale nella pianificazione previdenziale, proprio perché soggette a regole di *disclosure* stringenti e comprensibili agli investitori *retail*. In Italia e in Europa, invece, la diffusione delle *unit linked* è stata più lenta e controversa, a causa di un quadro regolatorio percepito come complesso e di una minore cultura finanziaria dei consumatori¹⁵⁸.

Il modello statunitense, in conclusione, mette in luce come l'assenza di un'autorità federale unica non equivalga necessariamente a una minore tutela dell'assicurato. Al contrario, la combinazione tra regolazione statale (per la stabilità delle compagnie) e federale (per la *disclosure* dei prodotti complessi) ha dato vita a un sistema di vigilanza ibrido che, pur con limiti evidenti, è riuscito a stimolare la crescita del mercato assicurativo-finanziario. Tuttavia, resta il problema della

¹⁵⁷ BERTI DE MARINIS, G., *Le assicurazioni*, in CICU, A., MESSINEO, F., MENGONI, L. (a cura di), *Trattato di diritto civile e commerciale*, Giuffrè, Milano, 2021

¹⁵⁸ OUTREVILLE, J. F., *Theory and Practice of Insurance Economics*, Springer, Berlino, 2018

frammentazione e della disomogeneità dei livelli di protezione tra Stati, che rappresentano un rischio per l'equità complessiva del sistema. Da questo punto di vista, il modello europeo appare più lineare e orientato alla coerenza, anche se meno flessibile. Dunque, la diversa configurazione delle autorità di vigilanza incide non solo sui livelli di tutela formale, ma anche sulla fiducia degli investitori sulla propensione ad adottare strumenti assicurativi con componente finanziaria. Il confronto tra i due modelli di vigilanza, sebbene fondato su approcci differenti, mostra come tanto l'armonizzazione europea quanto il pluralismo statunitense abbiano un impatto diretto sulla struttura e sulla diffusione dei prodotti assicurativi a contenuto finanziario. È dunque opportuno, a questo punto, analizzare nel dettaglio le principali tipologie di strumenti assicurativi, con particolare riferimento al ramo vita, per comprendere in che modo essi si collochino tra la tutela del risparmio e la funzione d'investimento.

2.2 Il ruolo delle polizze nei portafogli: da strumento previdenziale a veicolo finanziario

Il concetto di assicurazione è quello di trasferimento di un rischio da un soggetto (l'assicurato) a un altro (l'assicuratore). La finalità è di risarcire un danno che l'assicurato ha subito. Dunque, la funzione economico-sociale dell'assicurazione è di tipo indennitaria-risarcitoria. Diversamente, quando l'assicuratore, a fronte del pagamento del premio, si obbliga a pagare un capitale o una rendita al verificarsi di un evento attinente alla vita umana, si tratta del ramo vita. Previdenza, risparmio e investimento finanziario sono i tre elementi costitutivi di una polizza vita. L'assicurato s'impegna a versare premi assicurativi affinché un capitale (o una rendita) sia corrisposto nel futuro al beneficiario. Il fine previdenziale consiste nella protezione della propria (o altrui) capacità reddituale, che può venire a mancare. Il concetto del risparmio può essere riassunto nell'impegno a versare denaro sotto forma di premi assicurativi per accumulare un capitale che possa far fronte a diversi impieghi futuri. Un'operazione di natura finanziaria, invece, è evidente nel fatto che l'assicuratore riceve denaro in veste di risparmio e lo gestisca, attraverso l'investimento, per restituirlo in futuro maggiorato degli interessi maturati. L'assicurazione sulla vita è definita come un contratto tra due parti (contraente e assicuratore) in virtù del quale, a fronte del pagamento di un premio in unica o più soluzioni da parte del contraente, l'assicuratore s'impegna a pagare la prestazione, sotto forma di capitale o di rendita, a uno o più beneficiari.

Una delle caratteristiche peculiari dell'impresa assicurativa si concretizza nell'inversione del ciclo produttivo che porta l'impresa a incrementare immediatamente il proprio patrimonio tramite la raccolta di premi, mentre la sua prestazione nei confronti delle controparti è futura. Il fenomeno dell'inversione del ciclo economico è tale per cui il processo di produzione delle imprese di assicurazione è inverso rispetto a quello delle altre imprese: prima i ricavi (i premi), poi i costi (le prestazioni). L'impresa di assicurazione, dunque, ottiene un premio anticipato per una prestazione futura. Di conseguenza, l'impresa assicurativa deve essere in grado in ogni momento di far fronte ai costi che in futuro dovrà sopportare. Questo impegno è assunto e garantito con la costituzione delle riserve matematiche che rappresentano lo strumento di misura del valore attuale delle prestazioni assicurative che diverranno esigibili alla scadenza dei contratti. La riserva matematica, dunque, è l'accantonamento del denaro necessario all'assicuratore per rispettare gli obblighi assunti¹⁵⁹.

2.2.1 Polizze finanziarizzate in Europa

La componente finanziaria dell'attività assicurativa si rinviene nella possibilità data alle compagnie assicurative di stipulare contratti di natura non strettamente assicurativa, ma che manifestano finalità d'investimento (ramo III vita)¹⁶⁰ o di risparmio¹⁶¹ che ampliano l'attività assicurativa facendole perdere quella vocazione esclusiva alla negoziazione e neutralizzazione dei rischi¹⁶².

Lo strumento assicurativo-finanziario che interpreta pienamente la *ratio* di un'assicurazione sulla vita come strumento di protezione del risparmio è l'assicurazione rivalutabile. Le assicurazioni *linked*, invece, sono strumenti assicurativi per la gestione finanziaria diversi dalle rivalutabili. La condizione necessaria della polizza vita, come ogni altra forma di raccolta e di gestione del risparmio, è di proteggere il capitale dal fenomeno inflattivo, ma la sua limitata potenzialità finanziaria è evidente sin dalla stipula del contratto, dove il contraente conosce l'entità del premio da versare e le prestazioni maturate annualmente. Ciò è determinato dal fatto che sia per i premi che per le prestazioni il meccanismo di adeguamento e di aumento di essi è fisso. Di conseguenza, sono state ideate forme

¹⁵⁹ SANTOBONI, L., *Manuale di gestione assicurativa*, Giuffrè, Milano, 2022

¹⁶⁰ CORRIAS, P., *Le assicurazioni sulla vita*, in *Tratt. dir. civ. comm.*, 2020

¹⁶¹ CORRIAS, P., *Il contratto di capitalizzazione quale prodotto di investimento assicurativo*, in *Riv. giur. Sarda*, 2020

¹⁶² BERTI DE MARINIS, G., *Le assicurazioni*, in CICU, A., MESSINEO, F., MENGONI, L. (a cura di), *Trattato di diritto civile e commerciale*, Giuffrè, Milano, 2021

alternative caratterizzate dall'impossibilità di conoscere l'entità delle prestazioni perché legate a parametri variabili. Il meccanismo consiste nella partecipazione ai risultati finanziari conseguiti dall'impresa assicurativa mediante la raccolta e la gestione finanziaria dei premi degli assicurati. Infatti, è costituito un fondo di gestione in cui confluiscono i premi versati dagli assicurati e mediante il quale s'investe il risparmio raccolto ottenendo un rendimento finanziario. Parte di questo rendimento è distribuito agli assicurati aumentando (rivalutando) le somme assicurate. Il fondo di gestione, investendo i premi raccolti unicamente in titoli a reddito fisso i cui tassi sono condizionati dal tasso d'inflazione, presenta una redditività tale da fronteggiare l'erosione del potere d'acquisto e difendere i risparmi. L'attività sul mercato finanziario è tale perché la natura di una polizza vita è quella di un investimento a medio-lungo termine con limitato rischio finanziario. Le compagnie assicurative costituiscono, pertanto, un apposito fondo di gestione patrimoniale separato dalle altre attività dell'impresa dove confluiscono e sono gestiti i premi degli assicurati e i redditi provenienti dalle operazioni d'investimento dei premi stessi. Più precisamente, non sono i premi nella loro interezza a essere investiti, ma la riserva matematica relativa ai singoli premi versati dagli assicurati. Quindi sono le riserve matematiche a beneficiare della distribuzione dei risultati finanziari sotto forma di rivalutazione.

Le *unit* e le *index linked*, invece, sono due forme contrattuali in cui si assiste alla prevalenza dei contenuti finanziari a discapito di quelli assicurativi. Si tratta di strumenti che rispondono alle esigenze dei risparmiatori più propensi a un approccio più speculativo verso il mercato finanziario. Le polizze *linked* sono sempre polizze vita¹⁶³, le cui prestazioni sono variabili e collegate al valore di mercato dei sottostanti (indici, tassi d'inflazione, quote di fondi), dunque non dipendono dal tasso di rendimento periodico calcolato in base a criteri contabili. Inoltre, le forme rivalutabili prevedono contrattualmente il rilascio, da parte dell'assicuratore, della garanzia finanziaria di rendimento minimo e il consolidamento dei risultati conseguiti durante la vita contrattuale, mentre ciò non avviene per i contratti *linked* con il conseguente trasferimento del rischio sugli assicurati. Le *unit linked* sono polizze vita in cui l'entità del capitale assicurato dipende dall'andamento del valore delle quote di fondi d'investimento in cui sono investiti i premi versati e, di conseguenza, dagli strumenti finanziari di cui i fondi sono composti. Le *unit linked* si distinguono in garantite, parzialmente garantite e pure. Le prime sono caratterizzate da una garanzia finanziaria in termini di restituzione alla scadenza del capitale investito, con la variante che questo può essere rivalutato di un rendimento garantito. Con quelle parzialmente garantite, invece, c'è ripartizione del rischio finanziario tra contraente e compagnia. Le *linked* pure, infine, non presentano garanzie e tutto il capitale investito sarà esposto ai rischi del mercato. Le polizze *index linked* sono contratti di assicurazione sulla vita le

¹⁶³ FLOREANI, A., *Economia delle imprese di assicurazione*, Il Mulino, Bologna, 2011

cui prestazioni sono direttamente collegate al valore di mercato d'indici o tassi. Queste polizze hanno una struttura sottostante rappresentata da obbligazioni strutturate le cui prestazioni sono indicizzate all'andamento dei parametri di riferimento. Le *index linked* si distinguono in pure, a capitale parzialmente garantito e a capitale garantito. Le prime non prevedono forme di protezione del capitale investito e sono caratterizzate da un elevato profilo di rischio. Quelle a capitale parzialmente garantito, invece, sono caratterizzate dalla prestazione minima della restituzione parziale del capitale investito. Le polizze *index linked* a capitale garantito, infine, prevedono la prestazione minima della restituzione del capitale investito o l'ottenimento di un rendimento finanziario predeterminato¹⁶⁴.

Le polizze *unit linked* collegate a fondi interni, in conclusione, prevedono la costituzione, all'interno delle riserve tecniche, di una gestione separata amministrata direttamente dall'impresa. Un simile meccanismo, caratterizzato dalla partecipazione dell'assicurato al rischio dell'investimento, opera con il fondo esterno. In tal caso la prestazione dell'impresa dipende dal valore delle quote di un fondo, le quali sono acquistate dall'impresa con le somme derivanti dai premi corrisposti dal contraente. Diverso è il funzionamento delle polizze *index linked*: il premio versato dal contraente è impiegato dall'impresa per l'acquisto, per conto dell'assicurato, di obbligazioni strutturate, cioè strumenti finanziari a rendimento variabile caratterizzati da una componente obbligazionaria e da una derivata che incide sul rendimento¹⁶⁵.

2.2.2 Strumenti assicurativo-finanziari negli Stati Uniti

Accanto alle polizze *unit linked* e agli altri *Insurance-Based Investment Products* (IBIPs) disciplinati dal diritto europeo, il mercato statunitense ha sviluppato strumenti paralleli che, pur presentando caratteristiche simili, sono inquadrati da un punto di vista giuridico e regolatorio in modo differente. Le principali tipologie di prodotti assicurativo-finanziari sono rappresentate dalle *variable annuities* e dalle *variable life insurance*, strumenti che uniscono una componente assicurativa a una spiccata funzione d'investimento. Le *variable annuities* sono contratti di assicurazione sulla vita che prevedono il versamento di premi destinati a costituire un capitale da convertire, in futuro, in una rendita vitalizia. A differenza delle *annuities* tradizionali, tuttavia, il valore delle prestazioni non è predeterminato, bensì dipende dall'andamento degli strumenti finanziari sottostanti, generalmente

¹⁶⁴ SANTOBONI, L., *Manuale di gestione assicurativa*, Giuffrè, Milano, 2022

¹⁶⁵ BERTI DE MARINIS, G., *Le assicurazioni*, in CICU, A., MESSINEO, F., MENGONI, L. (a cura di), *Trattato di diritto civile e commerciale*, Giuffrè, Milano, 2021

fondi comuni d'investimento. In questo senso, le *variable annuities* sono del tutto assimilabili alle polizze *unit linked* europee, poiché trasferiscono sull'assicurato il rischio di mercato¹⁶⁶. Le *variable life insurance*, invece, sono polizze vita a carattere permanente in cui i premi versati confluiscono in conti separati investiti in fondi comuni o altri strumenti finanziari. Anche qui, il valore del capitale assicurato dipende dalle *performance* dei sottostanti, rendendo il prodotto particolarmente adatto a investitori con un orizzonte di lungo termine e una maggiore propensione al rischio¹⁶⁷.

Ciò che distingue profondamente il quadro statunitense da quello europeo è l'approccio normativo. Negli Stati Uniti, infatti, le *variable annuities* e le *variable life insurance* sono qualificate come *securities*, quindi sottoposte alla giurisdizione della *Securities and Exchange Commission*. Questo significa che le compagnie assicurative devono registrare i prodotti presso la SEC e predisporre un prospetto informativo (*prospectus*) conforme agli *standard* previsti dal *Securities Act* del 1933. Tale prospetto deve illustrare in maniera chiara e dettagliata costi, rischi, rendimenti attesi e opzioni contrattuali, sul modello dei prospetti dei fondi comuni d'investimento¹⁶⁸. La logica sottostante è quella tipica della regolazione dei mercati mobiliari americani: non tanto prevenire *ex ante* i rischi dell'investitore mediante regole uniformi e vincoli prudenziali, come avviene in Europa, quanto, piuttosto, garantire che l'investitore disponga di un'informativa completa e trasparente che gli consenta di assumere decisioni consapevoli. Si tratta di un'applicazione diretta del principio del *caveat emptor*, secondo cui la responsabilità finale ricade sull'investitore, purché le informazioni essenziali siano state rese disponibili in modo corretto¹⁶⁹. A questa vigilanza federale si affianca il ruolo della *Financial Industry Regulatory Authority* (FINRA), organismo di autoregolamentazione che supervisiona la condotta dei *broker-dealer* incaricati della distribuzione di tali prodotti. FINRA interviene soprattutto sul piano delle pratiche di vendita, imponendo regole di condotta volte a evitare conflitti d'interesse e a garantire che i prodotti siano offerti in modo appropriato rispetto al profilo dell'investitore¹⁷⁰.

Dal punto di vista sistemico, la disciplina statunitense ha avuto un effetto rilevante sulla diffusione delle *variable annuities* e delle *variable life insurance*. Negli ultimi decenni, infatti, questi strumenti sono diventati una componente significativa della pianificazione finanziaria e previdenziale delle famiglie americane. La possibilità di coniugare protezione assicurativa e investimento in

¹⁶⁶ BROWN J. R., POTERBA, J. M., *Household Demand for Variable Annuities*, NBER Working Paper, 2006

¹⁶⁷ BABEL, D. F., SANTOMERO, A. M., *Risk Management by Insurers: An Analysis of the Process*, in *Journal of Risk and Insurance*, 1997

¹⁶⁸ MAHONEY, P. G., *The Economics of Securities Regulation: A Survey, Foundations and Trends in Finance*, Now Publisher, Boston, 2021

¹⁶⁹ CARNELL, R. S., MACEY, J. R., MILLER, G. P., *The Law of Financial Institutions* (5th ed.), Wolters Kluwer Law & Business, New York, 2013

¹⁷⁰ FINRA, *Investor Alert: Variable Annuities*, Financial Industry Regulatory Authority, Washington D.C., 2012

strumenti finanziari ha reso tali prodotti particolarmente attrattivi, soprattutto in un mercato caratterizzato da una maggiore propensione al rischio rispetto a quello europeo¹⁷¹.

Le *variable annuities*, in particolare, sono state utilizzate come veicolo di accumulazione previdenziale. La loro caratteristica distintiva è la differita tassazione dei rendimenti: gli investitori non pagano imposte fino al momento del riscatto o della conversione in rendita, il che ne ha favorito l'adozione da parte di famiglie con redditi medio-alti che intendono integrare i piani pensionistici tradizionali¹⁷². Dal punto di vista degli investitori, tali strumenti si collocano quindi in una posizione intermedia tra i fondi comuni e le polizze vita tradizionali, fornendo un *mix* di rendimento potenzialmente elevato e copertura assicurativa. Le *variable life insurance*, invece, sono spesso utilizzate come strumenti di *wealth management* e pianificazione successoria. Grazie alla combinazione di copertura assicurativa e accumulazione di valore, esse consentono di costruire un capitale da trasmettere agli eredi, ottimizzando al contempo il carico fiscale. Non a caso, tali prodotti sono particolarmente diffusi tra investitori con patrimoni elevati, che li utilizzano come parte integrante delle strategie di protezione e intergenerazione del patrimonio¹⁷³. Nonostante la loro popolarità, le *variable annuities* e le *variable life insurance* non sono esenti da critiche. Una parte significativa della dottrina ha sottolineato i costi elevati di gestione e distribuzione, che spesso riducono i rendimenti effettivi per l'investitore rispetto a soluzioni alternative come i fondi indicizzati. Inoltre, la complessità dei contratti rende difficile per molti risparmiatori comprendere appieno i rischi e i meccanismi sottostanti, malgrado l'ampia *disclosure* informativa imposta dalla SEC¹⁷⁴.

Dal punto di vista comparato, emerge quindi una differenza significativa con l'Europa. Se nel contesto europeo la diffusione delle polizze *unit linked* è stata più graduale e spesso accompagnata da diffidenze legate alla scarsa alfabetizzazione finanziaria degli investitori, negli Stati Uniti le *variable annuities* si sono affermate come strumenti di massa per l'accumulazione previdenziale. Ciò riflette, da un lato, il diverso approccio regolatorio, basato sulla *disclosure* e sulla responsabilità individuale; dall'altro, la maggiore familiarità degli investitori americani con il rischio di mercato e con strumenti come i *mutual funds*¹⁷⁵. In definitiva, il confronto tra Europa e Stati Uniti evidenzia come le diverse configurazioni normative non solo influenzino la struttura dei prodotti, ma anche la loro penetrazione nei portafogli degli investitori. L'approccio europeo, più protettivo e armonizzato, tende a limitare la diffusione degli strumenti più rischiosi; quello statunitense, più orientato al mercato

¹⁷¹ POTERBA, J. M., *Annuity Markets and Retirement Security*, in *The Journal of Applied Public Economics*, 2005

¹⁷² BROWN, J. R., WARSHAWSKY, M. J., *The Life Care Annuity: A New Empirical Examination of an Insurance Innovation*, in *Journal of Risk and Insurance*, 2013

¹⁷³ BABEL, D. F., MERRILL, C. B., *Rational Decumulation*, Wharton Financial Institutions Center, Filadelfia, 2006

¹⁷⁴ SCOTT, J. S., *The Longevity Annuity: An Annuity for Everyone?*, in *Financial Analysts Journal*, 2008

¹⁷⁵ OUTREVILLE, J. F., *Theory and Practice of Insurance Economics*, Springer, Berlino 2018

e alla *disclosure*, ne favorisce invece la crescita, pur con il rischio di esporre l'investitore a costi e rischi non sempre pienamente compresi.

2.3 La cultura dell'investimento e la percezione del rischio

In questa fase dell'elaborato è opportuno impostare l'ultimo tema su cui verteranno le successive riflessioni, cioè le caratteristiche comportamentali dei due tipi d'investitori presi in esame: quello italiano e quello statunitense. L'analisi comparata della propensione al rischio degli investitori, in Italia e negli Stati Uniti, costituisce un passaggio fondamentale per comprendere la diversa diffusione e percezione degli strumenti assicurativo-finanziari nei due mercati. Le differenze non possono essere spiegate solo in termini normativi o di struttura di vigilanza, ma affondano le radici in fattori sociologici, culturali e comportamentali che influenzano profondamente le scelte d'investimento.

Definendo l'avversione al rischio come la tendenza a evitare l'incertezza e a privilegiare la sicurezza dei risultati anche a costo di rinunciare a potenziali guadagni più elevati, gli individui avversi al rischio preferiscono strumenti finanziari stabili o scelte prevedibili, limitando l'esposizione a perdite potenziali. Questa inclinazione nasce dalla percezione soggettiva della perdita, spesso più intensa del piacere derivante da un guadagno equivalente. L'avversione al rischio guida le decisioni economiche verso la protezione del capitale e la stabilità e può essere modulata da fattori personali, esperienziali e culturali. Riconoscerla è essenziale per orientare strategie d'investimento coerenti con la tolleranza all'incertezza, evitando *stress* finanziari e comportamenti eccessivamente cauti o conservativi. La propensione al rischio, invece, è la disposizione di un individuo ad accettare incertezze e possibili perdite in cambio della possibilità di ottenere guadagni più elevati. Essa riflette la tolleranza personale alla variabilità dei risultati e si manifesta nelle scelte finanziarie, professionali e personali. Chi possiede una forte propensione al rischio tende a privilegiare investimenti più volatili o opportunità innovative, cercando rendimenti superiori anche a fronte di possibili perdite significative. Questa attitudine è influenzata non solo da fattori psicologici, ma anche dalla situazione economica, dall'esperienza pregressa, dal livello di conoscenza finanziaria e dal contesto sociale.

In Italia, la tradizione del risparmio è storicamente improntata a una logica di conservazione del capitale piuttosto che di ricerca del rendimento. La cultura finanziaria nazionale si è formata in

un contesto in cui i titoli di Stato offrivano rendimenti elevati e sicuri, rappresentando per decenni lo strumento privilegiato di allocazione del risparmio delle famiglie¹⁷⁶. Tale orientamento ha contribuito a consolidare un atteggiamento di avversione al rischio, che si riflette anche nella domanda di prodotti assicurativi: preferenza per polizze tradizionali rivalutabili o a capitale garantito, più che per strumenti *linked* esposti alle oscillazioni di mercato. Negli Stati Uniti, al contrario, l'*ethos* culturale è permeato da un approccio più *market oriented*. La fiducia nella capacità dei mercati di creare valore ha storicamente favorito una maggiore propensione al rischio e una più diffusa accettazione della volatilità come componente naturale dell'investimento¹⁷⁷. A ciò si aggiunge una struttura socio-economica fondata su sistemi pensionistici prevalentemente privati e su un'ampia offerta di strumenti d'investimento collettivo (*mutual funds*, 401(k), IRAs), che ha reso l'esposizione al mercato azionario un elemento centrale della vita finanziaria di ampie fasce della popolazione¹⁷⁸. Questa divergenza culturale contribuisce a spiegare perché gli strumenti assicurativo-finanziari di tipo variabile (*unit linked* in Europa, *variable annuities* e *variable life insurance* negli USA) abbiano trovato in America un terreno più fertile rispetto all'Italia, dove continuano a essere percepiti con cautela.

Le indagini empiriche confermano la maggiore tolleranza al rischio degli investitori statunitensi rispetto a quelli italiani. Il *Global Survey on Financial Literacy and Financial Inclusion* del 2016 (OECD) mostra come gli americani, in media, si dichiarino più propensi a investire in prodotti rischiosi rispetto agli italiani, che esibiscono uno dei più alti livelli di avversione al rischio tra i paesi avanzati¹⁷⁹.

In Italia, il risparmio viene spesso concepito come bene rifugio a tutela del patrimonio familiare. La ricchezza finanziaria delle famiglie italiane è infatti caratterizzata da una quota significativa di depositi bancari e titoli a basso rischio, con un peso relativamente ridotto delle azioni e dei fondi azionari¹⁸⁰. Negli Stati Uniti, invece, la quota di ricchezza allocata in strumenti azionari e in prodotti previdenziali a base finanziaria è molto più elevata, riflettendo una maggiore familiarità con il rischio di mercato e una diversa concezione del rapporto rischio-rendimento¹⁸¹.

Da un punto di vista comportamentale, gli studi di finanza sperimentale hanno evidenziato che gli investitori italiani mostrano livelli più elevati di *loss aversion*, ossia di avversione alle perdite, rispetto agli americani. Questo tratto si traduce nella preferenza per strumenti che offrano garanzie

¹⁷⁶ GUIISO, L., HALIASSOS, M., JAPPELLI, T., *Household Portfolios*, MIT Press, Boston, 2002

¹⁷⁷ SHILLER, R. J., *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Filadelfia, 2000

¹⁷⁸ POTERBA, J. M., VENTI, S. F., WISE, D. A., *The Changing Landscape of Pensions in the United States*, NBER, 2007

¹⁷⁹ OECD, *OECD/INFE International Survey of Adult Financial Literacy Competencies*, OECD Publishing, 2023

¹⁸⁰ CONSOB, *Report on financial investments of Italian households*, in www.consob.it, 2024

¹⁸¹ CAMPBELL, J. Y., *Household Finance*, in *Journal of Finance*, 2006

minime, anche a costo di rendimenti inferiori¹⁸². Al contrario, gli investitori statunitensi, pur consapevoli della possibilità di perdite, tendono a concentrarsi maggiormente sulle opportunità di rendimento, mostrando una maggiore accettazione della volatilità¹⁸³.

Un ulteriore fattore cruciale è rappresentato dal livello di alfabetizzazione finanziaria. Questa consiste nella capacità di comprendere, interpretare e utilizzare correttamente le informazioni relative a strumenti, mercati e operazioni finanziarie per prendere decisioni consapevoli e informate. Essa implica non solo la conoscenza di concetti di base come risparmio, investimento, debito, interesse, diversificazione e inflazione, ma anche la comprensione delle conseguenze delle scelte finanziarie sul breve e sul lungo periodo. Un individuo finanziariamente alfabetizzato è in grado di valutare rischi e opportunità, confrontare prodotti e strategie, pianificare obiettivi economici realistici e gestire risorse in modo equilibrato, riducendo l'esposizione a errori o frodi. L'alfabetizzazione finanziaria non si limita alla teoria, ma include abilità pratiche come la gestione del *budget* familiare, la scelta consapevole di strumenti di credito e investimento e la capacità di adattarsi a contesti economici variabili. Essa è influenzata da esperienze personali, educazione, cultura e accesso all'informazione e rappresenta un fattore determinante per il benessere economico individuale e collettivo. Una buona alfabetizzazione finanziaria favorisce la partecipazione attiva ai mercati, la protezione del patrimonio e la pianificazione previdenziale, consentendo di assumere decisioni coerenti con gli obiettivi personali e il profilo di rischio.

Numerosi studi hanno dimostrato che l'Italia soffre di un ritardo significativo in termini di competenze finanziarie di base rispetto ad altri paesi avanzati, inclusi gli Stati Uniti¹⁸⁴. Al contrario, negli Stati Uniti la percentuale delle conoscenze è sensibilmente più alta, pur rimanendo anch'essa lontana da livelli ottimali¹⁸⁵. Questa differenza di alfabetizzazione ha implicazioni dirette sulla propensione al rischio. Un basso livello di conoscenze porta gli investitori italiani a sottovalutare i benefici della diversificazione e a sovrastimare i rischi connessi a strumenti complessi, come le polizze *unit linked*. Negli Stati Uniti, invece, la maggiore diffusione di programmi di educazione finanziaria e la più ampia familiarità con i mercati mobiliari contribuiscono a rendere gli investitori più disposti ad allocare una parte significativa della loro ricchezza in strumenti variabili¹⁸⁶. Inoltre, è importante osservare che in Italia la cultura finanziaria è ancora fortemente mediata da rapporti

¹⁸² GUISSO, L., PAIELLA, M., *Risk Aversion, Wealth, and Background Risk*, in *Journal of the European Economic Association*, 2008

¹⁸³ BARBERIS, N., THALER, R., *A Survey of Behavioral Finance*, in *Handbook of the Economics of Finance*, 2003

¹⁸⁴ LUSARDI, A., MITCHELL, O. S., *The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence*, in *Journal of Economic Literature*, 2014

¹⁸⁵ LUSARDI, A., MITCHELL, O. S., *Financial Literacy around the World: An Overview*, in *Journal of Pension Economics and Finance*, 2011

¹⁸⁶ OECD, *PISA 2018 Results: Financial Literacy*, OECD Publishing, 2020

fiduciari con figure di riferimento, come il consulente bancario o assicurativo. Negli Stati Uniti, invece, l'investitore medio è più incline a gestire autonomamente le proprie scelte finanziarie, anche grazie a piattaforme digitali e strumenti di auto-investimento¹⁸⁷.

Un altro elemento di differenziazione riguarda la fiducia riposta dagli investitori nei confronti delle istituzioni finanziarie e delle autorità di vigilanza. In Italia, la fiducia nei confronti dell'intermediazione finanziaria è tradizionalmente bassa, anche a causa di scandali bancari e assicurativi che hanno minato la credibilità del sistema negli ultimi decenni¹⁸⁸. Questo ha rafforzato la preferenza per strumenti percepiti come semplici e sicuri, riducendo la disponibilità a sottoscrivere prodotti più complessi come le *unit linked*. Negli Stati Uniti invece, la fiducia negli intermediari finanziari e nella regolamentazione è relativamente più alta, sebbene anch'essa sia stata messa alla prova durante la crisi del 2008. La presenza della SEC come garante della trasparenza e la lunga tradizione di vigilanza sui mercati mobiliari hanno tuttavia contribuito a preservare un livello sufficiente di fiducia, tale da sostenere la domanda di *variable annuities* e di altri prodotti assicurativo-finanziari¹⁸⁹. È interessante notare come, in Italia, l'attività delle autorità di vigilanza sia percepita prevalentemente come strumento di protezione *ex ante*, volto a prevenire comportamenti opportunistici degli intermediari; negli Stati Uniti, invece, prevale la convinzione che la regolamentazione debba garantire soprattutto la trasparenza dell'informazione, lasciando poi all'investitore la responsabilità finale delle proprie scelte¹⁹⁰. Questa differenza d'impostazione si riflette nella diversa attitudine degli investitori verso i prodotti complessi: diffidenza in Italia, accettazione in America.

L'osservazione relativa alla diversa funzione della regolamentazione finanziaria in Italia e negli Stati Uniti riflette più ampiamente valori culturali, sociali e politici profondamente radicati. In Italia, la vigilanza tende a concentrarsi sulla protezione dell'investitore attraverso regole rigide. Questa impostazione s'inserisce in un contesto culturale e istituzionale caratterizzato da un elevato ruolo dello Stato e da una tradizione di tutela collettiva, in cui la responsabilità individuale è spesso mediata da norme e istituzioni. Sociologicamente, questo approccio può essere interpretato alla luce della fiducia nelle istituzioni e nel fatto di prevenire che i rischi collettivi prevalgano sull'autonomia individuale. Negli Stati Uniti, al contrario, la regolamentazione privilegia la trasparenza e l'informazione, lasciando all'individuo la responsabilità finale delle proprie scelte finanziarie. Questo modello rispecchia valori di liberalismo, individualismo e responsabilizzazione personale, che

¹⁸⁷ VISSING-JORGENSEN, A., *Limited Asset Market Participation and the Elasticity of Intertemporal Substitution*, in *Journal of Political Economy*, 2002

¹⁸⁸ CONSOB, *Report on financial investments of Italian households*, in www.consob.it, 2024

¹⁸⁹ COFFEE, J. C., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford, 2006

¹⁹⁰ MAHONEY, P., *Securities Regulation*, 2009

permeano la società americana. La cultura americana enfatizza l'autonomia e la capacità di assumersi rischi come parte integrante della vita sociale ed economica. Dal punto di vista politico, questo approccio riflette un orientamento al libero mercato, dove la protezione statale è limitata e l'efficienza degli attori è favorita dalla responsabilità personale. La differenza tra i due modelli evidenzia come norme, istituzioni e pratiche regolatorie siano strettamente intrecciate ai valori culturali e alle percezioni sociali del rischio. In sintesi, l'orientamento italiano privilegia la tutela collettiva e la prevenzione dei comportamenti opportunistici, mentre quello americano promuove la responsabilizzazione individuale, la libertà decisionale e la fiducia nelle capacità del singolo di gestire rischi e opportunità.

La combinazione di fattori culturali, comportamentali e regolatori, in conclusione, determina un diverso posizionamento degli strumenti assicurativo-finanziari nei portafogli degli investitori italiani e statunitensi. In Italia, le polizze *unit linked* hanno incontrato resistenze legate non solo alla complessità dei prodotti, ma anche alla scarsa alfabetizzazione finanziaria e alla bassa propensione al rischio. Esse vengono percepite come strumenti di nicchia, destinati a investitori con maggiore esperienza o capacità di sopportare la volatilità. Le polizze tradizionali rivalutabili continuano a rappresentare il prodotto di riferimento per la maggior parte dei risparmiatori, proprio perché offrono garanzie di capitale e rendimenti stabili, anche se contenuti¹⁹¹. Negli Stati Uniti, invece, le *variable annuities* si sono affermate come strumento di massa, integrando i piani pensionistici individuali e collettivi. La loro diffusione è favorita dalla possibilità di differire la tassazione dei rendimenti e da un contesto culturale in cui l'investitore è disposto ad assumersi maggiori rischi in cambio di prospettive di rendimento più elevate¹⁹². Le *variable life insurance*, infine, trovano largo impiego come strumenti di pianificazione patrimoniale e successoria, in un mercato caratterizzato da un livello di sofisticazione più elevato e da una maggiore fiducia nell'efficacia della *disclosure* regolamentata dalla SEC.

Tale confronto ha messo in luce come la diversa propensione al rischio degli investitori italiani e statunitensi non sia un dato meramente individuale, ma il risultato di un insieme di fattori strutturali: tradizioni culturali, assetti regolatori, livelli di alfabetizzazione finanziaria e rapporti di fiducia con intermediari e autorità. Per la ricerca sviluppata in questo elaborato, ciò suggerisce che l'efficacia degli strumenti di tutela normativa e contrattuale deve essere valutata non solo in termini giuridici, ma anche alla luce delle caratteristiche comportamentali degli investitori. In altre parole, una regolamentazione può risultare formalmente adeguata, ma avere un impatto limitato sulla diffusione

¹⁹¹ ANIA, *Rapporto annuale sul mercato assicurativo italiano*, in www.ania.it, 2024

¹⁹² BROWN, J. R., WARSHAWSKY, M. J., *The Life Care Annuity*, in *Journal of Risk and Insurance*, 2013

di certi prodotti se non si accompagna a un'evoluzione della cultura finanziaria e del rapporto di fiducia con il sistema.

Capitolo 3 – RILEVAZIONE EMPIRICA

Dopo aver ricostruito il quadro normativo europeo in materia di vigilanza assicurativa, con particolare attenzione alle direttive *Solvency II* e *IDD*, e i relativi presidi di tutela del consumatore, aver analizzato la disciplina statunitense, caratterizzata da un approccio maggiormente orientato alla *disclosure* e al principio del *caveat emptor*, e aver approfondito la natura degli strumenti assicurativo-finanziari nei due contesti, evidenziandone le implicazioni per gli investitori, è possibile ora porre le basi della rilevazione empirica funzionale per la successiva analisi, tema portante di questo elaborato. Su tali basi, il presente capitolo pone le fondamenta teoriche per l'analisi empirica articolando la tesi centrale del lavoro: un quadro normativo e regolamentare che rafforza la tutela degli assicurati contribuisce ad accrescere la fiducia degli investitori nelle istituzioni, che si traduce, a sua volta, in un incremento della partecipazione al mercato assicurativo-finanziario.

Ipotizzando l'esistenza di un legame economico-giuridico tra qualità delle istituzioni e sviluppo dei mercati, la presenza di strumenti assicurativi e regolatori è essenziale per ridurre l'instabilità e favorire l'allocazione efficiente delle risorse in un contesto di sistemi economici caratterizzati da incertezza e rischi¹⁹³. In una prospettiva più vicina ai mercati finanziari, è evidente che il rafforzamento della protezione degli investitori rappresenta una condizione imprescindibile per il buon funzionamento dei mercati, poiché riduce i problemi di asimmetria informativa e i rischi di comportamento opportunistico da parte degli intermediari¹⁹⁴. Di conseguenza è possibile affermare che sistemi giuridici con più elevata protezione dei risparmiatori siano correlati a mercati più profondi, liquidi e inclusivi¹⁹⁵. In ambito più specificamente assicurativo, la regolamentazione e la vigilanza non solo proteggono la stabilità sistemica, ma fungono da catalizzatori della fiducia, elemento senza il quale la domanda di strumenti assicurativo-finanziari tende a ridursi sensibilmente¹⁹⁶. La fiducia, difatti, agisce come un vero e proprio bene pubblico del sistema finanziario: una volta consolidata, produce esternalità positive che accrescono la disponibilità degli

¹⁹³ ARROW, K. J., *Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care*, in *American Economic Review*, 1963

¹⁹⁴ SHLEIFER, A., VISHNY, R. W., *A Survey of Corporate Governance*, in *Journal of Finance*, 1997

¹⁹⁵ LA PORTA, R., LOPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R., *Law and Finance*, in *Journal of Political Economy*, 1998

¹⁹⁶ OUTERVILLE, J. F., *The Relationship between Insurance and Economic Development: 85 Empirical Papers for a Review of the Literature*, in *Risk Management and Insurance Review*, 2013

investitori a impegnare risorse in strumenti di medio-lungo termine come le polizze vita e le *annuities*¹⁹⁷.

In questa prospettiva, l'ipotesi che s'intende indagare è che il rafforzamento delle tutele normative e contrattuali, in Europa con l'implementazione di *Solvency II* e IDD e negli Stati Uniti attraverso l'attività di vigilanza e disclosure affidata alla SEC e alle autorità statali, abbia generato un incremento nella fiducia dei risparmiatori, con ricadute osservabili nella crescita dei premi raccolti, nel numero delle polizze sottoscritte e nella quota di strumenti assicurativi all'interno dei portafogli delle famiglie. Il presente capitolo, dunque, sarà dedicato a definire le variabili d'analisi e a costruire un *set* storico di dati in grado di evidenziare l'evoluzione di tali grandezze. Tuttavia, la verifica empirica di questa ipotesi, ossia l'osservazione della correlazione effettiva tra recepimento dei nuovi istituti giuridici e dinamiche del mercato, sarà svolta nel capitolo successivo, attraverso l'analisi comparativa dei dati e la riflessione critica sugli eventuali fattori esogeni che possono aver influito sull'andamento osservato.

3.1 Premi Lordi

L'analisi delle dinamiche di mercato richiede, come primo passo, l'individuazione d'indicatori capaci di restituire in modo fedele la misura della partecipazione degli investitori al settore assicurativo. Tra questi, i Premi raccolti rappresentano senza dubbio la variabile più immediata e diffusa, in quanto consentono di osservare il volume delle risorse destinate annualmente dalle famiglie e dalle imprese ai prodotti assicurativi. La definizione tecnica di questa grandezza, così come adottata da ANIA, ne chiarisce i confini concettuali e le modalità di rilevazione, permettendo di distinguere correttamente il fenomeno rispetto ad altre misure affini.

La rilevanza dei Premi raccolti nell'elaborato è duplice. Da un lato, essi forniscono un'indicazione quantitativa immediata del grado di fiducia e di propensione delle famiglie verso gli strumenti assicurativi, riflettendo le scelte effettive di allocazione del risparmio. Dall'altro, la loro evoluzione nel tempo costituisce una base empirica preziosa per valutare l'efficacia delle riforme normative introdotte negli ultimi anni: la correlazione tra l'implementazione di presidi regolatori e la dinamica della raccolta premi rappresenta, infatti, uno dei test più significativi per verificare la tesi

¹⁹⁷ GUIISO, L., SAPIENZA, P., ZINGALES, L., *Trusting the Stock Market*, in *Journal of Finance*, 2008

centrale di questo lavoro, ossia che una maggiore tutela normativa rafforza la fiducia degli investitori e stimola la partecipazione al mercato assicurativo.

3.1.1 Definizione della variabile

Per ANIA, i Premi lordi indicano l'ammontare dei premi di competenza dell'esercizio rilevati a conto economico, al lordo della riassicurazione (quindi prima delle cessioni), al netto delle imposte sui premi, al netto degli annullamenti per inesigibilità o sostituzione e relativi al lavoro diretto sottoscritto in Italia; pertanto, sono esclusi i premi afferenti ad affari scritti da eventuali rappresentanze all'estero (in altri Paesi membri) delle imprese italiane. In questa grandezza confluiscono, per il comparto Vita, premi unici e periodici sia di nuova produzione sia di rinnovo, mentre per il comparto Danni comprendono l'insieme dei rami secondo la classificazione di bilancio civilistico. In breve, la misura è quella di bilancio e non coincide con i premi incassati (per cassa) né con la raccolta netta Vita (cioè i flussi dei premi al netto di riscatti e prestazioni) che ANIA presenta in specifiche statistiche sui flussi. I report annuali di Ania "*L'Assicurazione Italiana*" utilizzano l'aggregato "Premi lordi contabilizzati del lavoro diretto italiano" come *proxy* dei premi raccolti, articolandolo per ramo, canale distributivo e tipologia di prodotto. In tali report, i premi raccolti, dunque, sono riportati come premi lordi contabilizzati del lavoro diretto italiano, al lordo della riassicurazione, netti delle imposte sui premi e al netto degli annullamenti e rappresentano l'ammontare di premi di competenza dell'esercizio, distinti per ramo e tipologia di prodotto.

Con riferimento specifico al ramo III, i premi raccolti corrispondono alle sottoscrizioni di polizze *unit linked*, ossia contratti vita nei quali il rendimento dipende dall'andamento di fondi interni o di organismi di investimento collettivo del risparmio (OICR) scelti dal contraente. A differenza dei rami tradizionali (ramo I), le *unit linked* non offrono una garanzia di capitale o di rendimento minimo: il premio raccolto riflette una forma di risparmio assicurativo integralmente esposto al rischio finanziario, in cui il contraente si assume il rischio di mercato connesso all'andamento degli attivi sottostanti. Questa variabile è particolarmente significativa nell'ambito del presente elaborato perché esprime la partecipazione al mercato degli strumenti assicurativi finanziarizzati, distinguendosi dalla raccolta dei rami tradizionali che rispondono a logiche più conservative di protezione e risparmio. In secondo luogo, costituisce un indicatore diretto della propensione al rischio degli investitori, cioè la scelta di allocare risparmio in *unit linked* implica un orientamento consapevole verso prodotti a contenuto finanziario, in cui la protezione normativa e la trasparenza delle informazioni giocano un

ruolo essenziale. Infine, rappresenta una misura osservabile e comparabile nel tempo che consente di collegare l'andamento dei flussi sottoscritti agli interventi normativi, come l'implementazione di *Solvency II* e IDD, e agli *shock* macroeconomici che hanno caratterizzato il periodo di riferimento. Pertanto, i premi raccolti di ramo III si configurano come la variabile privilegiata per misurare la relazione ipotizzata tra maggiore tutela normativa, fiducia degli investitori e partecipazione al mercato assicurativo-finanziario.

Per questo motivo, la variabile dei premi raccolti nel ramo III (*unit linked*) assume una rilevanza teorica centrale nell'analisi della relazione tra regolamentazione, fiducia e partecipazione al mercato assicurativo-finanziario. Essa può essere interpretata come *proxy* della fiducia degli investitori nel settore assicurativo: la decisione di allocare risorse in prodotti privi di garanzia di rendimento, in cui l'esito finanziario dipende dall'andamento dei mercati, implica un grado di confidenza elevato sia nella solidità delle compagnie sia nell'efficacia delle tutele normative che ne disciplinano l'operatività. La crescita dei premi raccolti in questo comparto può, dunque, essere letta come un segnale tangibile della capacità della regolamentazione di rafforzare la fiducia dei risparmiatori, inducendoli a destinare una quota crescente del proprio risparmio verso strumenti più complessi e rischiosi. I premi raccolti, inoltre, costituiscono una misura indiretta della stabilità di lungo periodo del settore assicurativo. Sebbene le polizze *unit linked* non garantiscano un capitale minimo, il loro successo commerciale dipende dall'esistenza di un quadro regolamentare che assicuri trasparenza nella distribuzione, adeguata *disclosure* informativa e solidità patrimoniale delle imprese. In tal senso, la regolamentazione agisce da fattore di mitigazione del rischio percepito: gli investitori sono disposti a sopportare l'incertezza tipica dei mercati finanziari solo se hanno la ragionevole certezza che le compagnie rispettino *standard* di solvibilità e correttezza operativa. I premi raccolti diventano, quindi, un indicatore indiretto non solo di partecipazione, ma anche della capacità del sistema di sostenere fiducia intertemporale, indispensabile per prodotti la cui durata è spesso pluridecennale. Infine, in chiave comparata, i premi raccolti nel ramo III consentono di osservare come la propensione al rischio delle famiglie italiane si traduca in scelte concrete d'investimento assicurativo, rendendo possibile un confronto con la dinamica statunitense, dove strumenti come le *variable annuities* svolgono un ruolo analogo. La variabile, pertanto, funge da ponte empirico tra i diversi ordinamenti e permette di testare in che misura le differenze normative e di vigilanza influenzino la fiducia e, di conseguenza, la partecipazione dei risparmiatori.

Un ulteriore elemento interpretativo riguarda i *bias* comportamentali che possono incidere sulla raccolta dei premi. La *prospect theory*, in particolare, ha mostrato come gli individui valutino le decisioni in condizioni di rischio più in funzione delle perdite potenziali che dei guadagni attesi, generando comportamenti di avversione alle perdite che influenzano l'allocazione in prodotti

assicurativi percepiti come protettivi¹⁹⁸. Tali dinamiche sono state successivamente sistematizzate dalla letteratura della *behavioral finance*, che ha evidenziato come euristiche e distorsioni cognitive possano orientare le scelte degli investitori verso strumenti con garanzie contrattuali o profili di rischio più familiari¹⁹⁹.

L'utilizzo dei premi raccolti come variabile di analisi, tuttavia, richiede alcune precisazioni metodologiche. *In primis*, la scelta di concentrare l'attenzione sul ramo III (*unit linked*) risponde alla finalità specifica di questo elaborato, incentrato sugli strumenti assicurativo-finanziari. Questa delimitazione consente d'isolare i flussi riconducibili a prodotti caratterizzati da un contenuto di rischio intrinseco e da una forte dipendenza dal quadro regolamentare in materia d'informativa, solvibilità e distribuzione. In secondo luogo, i dati di riferimento sono tratti dai rapporti annuali di ANIA, che riportano sistematicamente l'ammontare dei premi lordi contabilizzati per ramo di attività. Si tratta, di conseguenza, di una grandezza di competenza e non di cassa: i premi sono contabilizzati al lordo della riassicurazione e al netto delle imposte sui premi e degli annullamenti. Ne consegue che la variabile rileva l'effettivo volume di nuova sottoscrizione e rinnovo di polizze, piuttosto che i flussi finanziari incassati nell'anno. La terza precisazione consiste nel fatto che l'arco temporale oggetto di osservazione (2010–2024) copre un periodo segnato sia dall'entrata in vigore di nuovi presidi normativi (*Solvency II*, IDD) sia da *shock* macroeconomici rilevanti (crisi del debito sovrano, politica monetaria ultra-espansiva della BCE, pandemia Covid-19, guerra in Ucraina). Per questo motivo, nella lettura dei dati sarà necessario distinguere le variazioni imputabili all'evoluzione normativa da quelle legate a fattori esogeni. Infine, occorre sottolineare che la variabile “Premi raccolti” non esaurisce da sola la misurazione della partecipazione al mercato assicurativo. Essa andrà letta in combinazione con altri indicatori, quali la quota assicurativa nei portafogli delle famiglie e la partecipazione al mercato statunitense, che saranno trattati nei paragrafi successivi. In questo modo, l'analisi quantitativa sarà in grado di fornire un quadro più robusto e multilivello della relazione ipotizzata tra tutela normativa, fiducia degli investitori e partecipazione al mercato.

3.1.2 I dati

Nel 2010 la raccolta premi nei rami vita è aumentata dell'11,1% rispetto all'anno precedente, superando i 90 miliardi. La dinamica è il risultato della crescita di circa il 60% registrata dalle polizze

¹⁹⁸ KAHNEMAN, D., TVERSKY, A., *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, in *Econometrica*, 1979

¹⁹⁹ BARBERIS, N., THALER, R., *A Survey of Behavioral Finance*, in *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier, Amsterdam, 2003

linked e di un aumento più contenuto delle polizze di ramo I (+4,8%). Come si osserva dalla *Tabella I*, nel 2010 vi è stata una ripresa di fiducia dei risparmiatori verso prodotti assicurativi con contenuto maggiormente finanziario. I premi del lavoro diretto italiano di questo settore, raccolti dalle 64 imprese operanti nel ramo, sono stati pari a 15.408 milioni contro i 9.732 milioni del 2009. Conseguentemente, l'incidenza dei premi di questo ramo sul totale dei premi vita è passata dal 12,0% nel 2009 al 17,1% nel 2010. L'aumento dei premi rispetto al 2009, pari a circa il 60%, è dovuto quasi esclusivamente alla ripresa di polizze *unit linked*²⁰⁰.

RAMO III - FONDI DI INVESTIMENTO O INDICI

Valori in milioni

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Premi contabilizzati	26.488	24.756	26.389	27.385	29.053	18.558	9.732	15.408

Tabella 1 – Premi contabilizzati di ramo III 2003-2010

Nel 2011 la raccolta premi nei rami vita è diminuita del 18% rispetto all'anno precedente, sfiorando i 74 miliardi. La dinamica è il risultato di una contrazione dei premi delle polizze sia tradizionali sia di quelle *linked*. I premi del lavoro diretto italiano, raccolti dalle 64 imprese operanti nel ramo, sono stati pari a 12.496 milioni contro i 15.409 milioni del 2010. La riduzione dei premi rispetto al 2010 è stata pari a quasi il 19% ed è dovuta al calo sia delle polizze *unit linked* sia delle *index linked*. Conseguentemente, l'incidenza dei premi di questo ramo III sul totale dei premi vita è lievemente diminuita dal 17,1% nel 2010 al 16,9% nel 2011²⁰¹.

Nel 2013 la raccolta premi nei rami vita è aumentata del 22% rispetto all'anno precedente, superando gli 85 miliardi. La dinamica è il risultato di una crescita dei premi in tutti i rami del settore ad esclusione del ramo VI (gestione di fondi pensione) che diminuisce di oltre il 30%. I premi del lavoro diretto italiano, raccolti dalle 58 imprese operanti nel ramo, sono stati pari a 15.514 milioni contro i 13.800 milioni nel 2012, in aumento di oltre il 12%; l'incidenza dei premi di questo ramo III sul totale dei premi vita è però lievemente diminuita dal 19,8% nel 2012 al 18,2% nel 2013²⁰².

Nel 2014 la raccolta premi nei rami vita è aumentata di circa il 30% rispetto all'anno precedente, superando i 110 miliardi. La crescita, sia pure a livelli differenziati, si è riscontrata in tutti i rami esercitati. Come osservabile dal *Grafico 1*, i premi del ramo III (Fondi d'investimento o indici) sono cresciuti notevolmente nel 2014 raggiungendo 21.837 milioni, in aumento del 40,8% rispetto all'anno precedente; questi prodotti costituivano oltre il 19% dell'intero portafoglio vita. La crescita media

²⁰⁰ ANIA, *L'Assicurazione italiana 2010-2011*, in www.ania.it, 2011

²⁰¹ ANIA, *L'Assicurazione italiana 2011-2012*, in www.ania.it, 2012

²⁰² ANIA, *L'Assicurazione italiana 2013-2014*, in www.ania.it, 2014

dell'ultimo quinquennio è stata pari al 9,1%. All'incremento del 2014 vi ha contribuito particolarmente l'attività dei promotori finanziari, con una quota di mercato pari a quasi il 50% e una crescita del 41,1% rispetto al 2013. La quasi totalità della restante parte di polizze linked (46%) è stata intermediata dagli sportelli bancari e postali che hanno registrato un aumento di premi raccolti pari al 43,0%²⁰³.

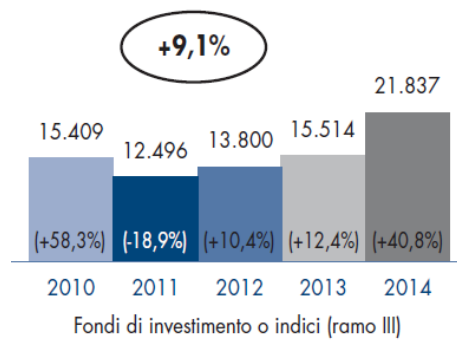


Grafico 1 – Raccolta premi ramo III 2010-2014

Nel 2015 la raccolta premi nei rami vita è aumentata del 4% rispetto all'anno precedente, raggiungendo i 115 miliardi. Si tratta del volume più elevato mai registrato a fine anno, sostenuto dalla crescita dei premi delle polizze *unit linked* che ha ampiamente compensato la lieve flessione delle polizze tradizionali. Positivo, difatti, l'andamento dei premi del ramo III (Fondi d'investimento o indici) che nel 2015 raggiungono un ammontare pari a 31.838 milioni, in aumento del 45,8% rispetto all'anno precedente, quando la crescita si attestava al 40,8%. Tali prodotti costituiscono il 28% dell'intero portafoglio vita, +8% rispetto al 2014. La crescita media dell'ultimo quinquennio è stata pari al 26,3%, in forte aumento rispetto al 9,1% del quinquennio precedente. All'incremento del 2015 ha contribuito particolarmente l'attività degli sportelli bancari e postali che, rispetto all'anno precedente, diventano il primario canale di distribuzione di questi prodotti, superando i promotori finanziari e raggiungendo una quota di mercato pari al 55% (era il 46% nel 2014) e una crescita del 74,8%. La quasi totalità della restante parte di polizze *linked* (circa il 40%) è stata intermediata dai promotori finanziari che hanno registrato un aumento dei premi raccolti pari al 15,2%²⁰⁴.

Nel 2016 la raccolta premi nei rami vita è stata pari a 102 miliardi, l'11,0% in meno rispetto all'anno precedente, principalmente a causa del significativo calo della raccolta premi delle polizze *unit linked*, registrato nel corso di tutto il 2016, a cui si è aggiunta una diminuzione più contenuta del ramo I. Negativo anche l'andamento dei premi di ramo III (Fondi d'investimento o indici *linked*) che

²⁰³ ANIA, *L'Assicurazione italiana 2014-2015*, in www.ania.it, 2015

²⁰⁴ ANIA, *L'Assicurazione italiana 2015-2016*, in www.ania.it, 2016

nel 2016 raccolgono un ammontare pari a 24.031 milioni, in diminuzione del 24,5% rispetto all'anno precedente, dopo due anni consecutivi di crescita sostenuta (+40,8% nel 2014 e +45,8% nel 2015). Nel 2016, tali prodotti costituivano il 24% dell'intero portafoglio vita, -4% rispetto al 2015. La crescita media dell'ultimo quinquennio è stata pari al 14,9%, in forte calo rispetto al 26,3% del quinquennio precedente. La contrazione del 2016 è dovuta principalmente all'attività degli sportelli bancari e postali che hanno raggiunto una quota di mercato pari al 54% dell'intera raccolta di ramo III, registrando, in termini di volume premi, un calo del 25,3% rispetto al 2015. La quasi totalità della restante parte di polizze *linked* (il 37%) è stata intermediata dai consulenti finanziari abilitati che hanno registrato un calo dei premi raccolti pari al 27,9%²⁰⁵.

Nel 2017 il volume premi del settore vita è stato pari a 98,6 miliardi, in calo del 3,6% rispetto all'anno precedente, dopo tre anni di raccolta superiori ai 100 miliardi. Tale risultato è stato determinato dalla contrazione delle polizze di ramo I, soprattutto nella prima metà dell'anno, compensata solo parzialmente dall'incremento delle polizze *unit linked* registrato nel corso dell'intero anno. Positivo è stato, invece, l'andamento dei premi di ramo III che nel 2017 raccolgono un ammontare pari a 31.254 milioni, in deciso aumento (+30,1%) rispetto all'anno precedente, quando la variazione annua era negativa (-24,5%). Tali prodotti costituivano il 32% dell'intero portafoglio vita, +8% rispetto al 2016. La crescita media dell'ultimo quinquennio è stata pari al 19,1%, in ulteriore sviluppo rispetto al 14,9% del quinquennio precedente. Il risultato positivo del 2017 è dovuto principalmente all'attività degli sportelli bancari e postali che hanno raggiunto una quota di mercato pari al 57% dell'intera raccolta del ramo, registrando, in termini di volume premi, un incremento del 36,0% rispetto al 2016. La quasi totalità della restante parte di polizze *linked* (il 33%) è stata intermediata dai consulenti finanziari abilitati che hanno registrato una crescita dei premi raccolti del 15,2%²⁰⁶.

Nel **2018** il volume premi del settore vita è stato pari a 102,0 miliardi, in aumento del 3,5% rispetto all'anno precedente, dopo due anni di raccolta con variazione negativa. Tale risultato è stato determinato dallo sviluppo dei prodotti con partecipazione agli utili (rami I e V) che hanno più che controbilanciato il calo delle polizze *unit linked* (ramo III). Come osservabile dal *Grafico 2*, è negativo, invece, l'andamento dei premi di ramo III (fondi d'investimento o indici *linked*) che nel 2018 raccolgono un ammontare pari a quasi 30 miliardi, in calo del 4,5% rispetto all'anno precedente, quando la variazione annua era positiva (+30,1%). Nel 2018, tali prodotti costituivano il 29% dell'intero portafoglio vita, tre punti percentuali in meno rispetto al 2017. La variazione media dell'ultimo quinquennio rimane comunque positiva e pari a +8,1% anche se in netto calo rispetto al

²⁰⁵ ANIA, *L'Assicurazione italiana 2016-2017*, in www.ania.it, 2017

²⁰⁶ ANIA, *L'Assicurazione italiana 2017-2018*, in www.ania.it, 2018

19,1% del quinquennio precedente. La raccolta premi del 2018 è derivata principalmente dal lavoro svolto dagli sportelli bancari e postali, che hanno raggiunto una quota di mercato pari al 61% dell'intero portafoglio di ramo III, in crescita del 3,0% rispetto al 2017. La quasi totalità della restante parte di polizze *linked* (il 27%) è stata intermediata dai consulenti finanziari abilitati che hanno registrato un calo dei premi raccolti del 21,9%²⁰⁷.

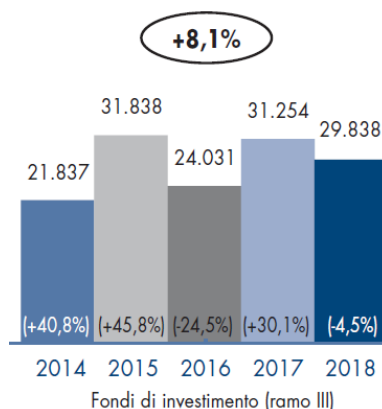


Grafico 2 – Raccolta premi ramo III 2014-2018

Nel 2019 il volume premi del settore vita è stato pari a 106,0 miliardi, con un aumento (+3,9%) simile a quello registrato l'anno precedente. Tale risultato è stato determinato dall'aumento dei premi di ramo I che ha più che controbilanciato il calo dei premi di ramo III. Negativo, invece, per il secondo anno consecutivo, l'andamento dei premi di ramo III (fondi d'investimento o indici linked) che nel 2019 hanno raccolto un ammontare pari a quasi 28 miliardi, in ulteriore calo del 6,6% rispetto all'anno precedente, quando la variazione annua era stata pari a -4,5%. Nel 2019, i premi di tali prodotti costituivano il 26% dell'intero portafoglio vita, tre punti percentuali in meno rispetto al 2018. La variazione media dell'ultimo quinquennio è stata pari a -3,3%, in netto calo rispetto al +8,1% del quinquennio precedente. La raccolta premi del 2019 è generata principalmente dall'attività degli sportelli bancari e postali, che hanno raggiunto una quota di mercato pari al 60% dell'intero portafoglio di ramo III, registrando comunque una contrazione dell'8,1% rispetto al 2018. La quasi totalità della restante parte di premi di ramo III (il 27%) è stata intermediata dai consulenti finanziari abilitati, che hanno registrato un calo pari a -4,2%²⁰⁸.

Le conseguenze della grave crisi economica, dilagata nel nostro Paese nei primi mesi del per il diffondersi della pandemia da Covid-19, si sono riflesse anche nel comparto assicurativo vita. A causa dello stato emergenziale vissuto nel corso del 2020, la raccolta premi si è ridotta fortemente soprattutto durante i mesi di *lockdown*, per poi recuperare gradualmente nella seconda metà dell'anno.

²⁰⁷ ANIA, *L'Assicurazione italiana 2018-2019*, in www.ania.it, 2019

²⁰⁸ ANIA, *L'Assicurazione italiana 2019-2020*, in www.ania.it, 2020

Nel 2020 il volume premi del settore vita è stato pari a 101,3 miliardi, in diminuzione del 4,4% rispetto all'anno precedente. Positivo, invece, dopo due anni consecutivi di variazione negativa, l'andamento dei premi di ramo III (fondi d'investimento o indici *linked*) che nel 2020 hanno raccolto un ammontare pari a quasi 30 miliardi, in aumento del 6,2% rispetto all'anno precedente, quando la variazione annua era di -6,6%. Nel 2020, tali prodotti costituivano il 29% dell'intero portafoglio vita, tre punti percentuali in più rispetto al 2019. La crescita media dell'ultimo quinquennio è stata pari a +5,4%, di segno opposto rispetto al -3,3% del quinquennio precedente. Il volume premi del 2020 è allocabile principalmente all'attività degli sportelli bancari e postali che raccolgono il 56% dell'intero portafoglio di ramo III, l'unico canale a registrare per questo ramo una contrazione della raccolta premi rispetto al 2019 (-1%) e a seguire i consulenti finanziari abilitati che contabilizzano il 30% dei premi delle polizze *linked*, con un incremento annuo di quasi il 18%²⁰⁹.

Il 2021 è stato per il settore vita un anno di ripresa dopo la crisi economica del 2020 a causa degli effetti della pandemia. In particolare, il volume premi è risultato in crescita del 4,5%, recuperando completamente la diminuzione registrata nell'anno precedente (-4,4%). Positivo, invece l'andamento dei premi di ramo III (fondi d'investimento o indici *linked*) che nel 2021 hanno raccolto un ammontare pari a quasi 40 miliardi, in aumento del 34,5% rispetto all'anno precedente, quando l'incremento annuo era più contenuto e pari a +6,2%. Nel 2021 tali prodotti costituivano il 38% dell'intero portafoglio vita, +8% rispetto al 2020. La crescita media dell'ultimo quinquennio è stata pari a +6,2%. Il volume premi del 2021 è allocabile principalmente all'attività degli sportelli bancari e postali che raccolgono quasi la metà dell'intero portafoglio di ramo III, con l'incremento annuo più contenuto (+18%) rispetto a tutti gli altri canali²¹⁰.

A causa dei numerosi fattori di incertezza che hanno caratterizzato il contesto economico generale e per effetto degli andamenti negativi dei mercati finanziari e borsistici, il settore assicurativo vita nel 2022 ha visto il volume premi contrarsi di circa l'11% rispetto al 2021. Ancor più negativo l'andamento dei premi di ramo III (fondi d'investimento o indici *linked*) che nel 2022 hanno raccolto un ammontare pari a 28.269 milioni, in calo del 27,5% rispetto all'anno precedente, quando la variazione annua era, invece, positiva e pari a +34,5%. Nel 2022 tali prodotti costituivano il 30% dell'intero portafoglio vita, sette punti percentuali in meno rispetto al 2021. Il volume premi del 2022 è allocabile principalmente all'attività degli sportelli bancari e postali e consulenti finanziari che raccolgono oltre l'80% dell'intero portafoglio di ramo III²¹¹. L'andamento della raccolta italiana dei premi del settore vita (ramo III) è rappresentato nel seguente *Grafico 3*.

²⁰⁹ ANIA, *L'Assicurazione italiana 2020-2021*, in www.ania.it, 2021

²¹⁰ ANIA, *L'Assicurazione italiana 2022-2023*, in www.ania.it, 2022

²¹¹ ANIA, *L'Assicurazione italiana 2022-2023*, in www.ania.it, 2023

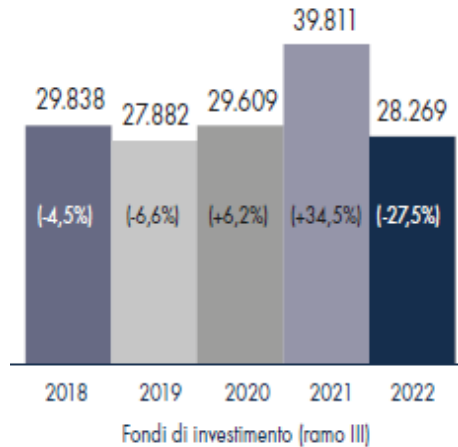


Grafico 3 – Raccolta premi ramo III 2018-2022

Nonostante il 2023 sia stato un anno caratterizzato ancora da forti incertezze economiche derivanti da alti tassi d’interesse, da un’inflazione media annua elevata e da un livello della propensione al risparmio ancora inferiore al periodo pre pandemico, il comparto vita ha registrato un risultato tecnico complessivo positivo, anche per effetto dell’approvazione del Regolamento IVASS che ha consentito di sospendere le minusvalenze sui titoli non durevoli. Il grafico evidenzia, inoltre, che il calo del *business* vita sia attribuibile esclusivamente alle polizze di ramo III (polizze *unit linked*) i cui premi hanno registrato ogni mese variazioni annue negative, come conseguenza di una generalizzata volatilità dei mercati azionari e obbligazionari che ha allontanato i risparmiatori da questa tipologia d’investimento. Al contrario, i premi mensili relativi ai contratti vita tradizionali di ramo I sono risultati quasi sempre superiori a quelli raccolti nel corrispondente periodo del 2022. In uno scenario economico-finanziario caratterizzato ancora da una sostenuta inflazione e da alti tassi d’interesse, è risultata, comunque, appetibile la possibilità d’investire in forme di risparmio con garanzia del capitale investito (spesso abbinato a rendimenti minimi)²¹².

In conclusione, nel 2024, grazie a politiche monetarie più accomodanti e a un generale miglioramento delle prospettive di stabilità finanziaria che hanno contribuito a un progressivo calo dei rendimenti dei titoli di Stato e alla crescita della propensione al risparmio delle famiglie italiane (per effetto di un aumento del reddito reale), il settore assicurativo vita ha registrato un aumento significativo dei premi (+19,5% rispetto al 2023). Come osservabile dal *Grafico 4* seguente, in forte crescita l’andamento delle polizze di ramo III che nel 2024 hanno raccolto un ammontare di premi pari a 31.486 milioni, il +49,1% rispetto all’anno precedente, quando la variazione annua era, invece,

²¹² ANIA, *L’Assicurazione italiana 2023-2024*, in www.ania.it, 2023

negativa e pari a -32,0%. Nel 2024 tali prodotti costituivano il 28% dell'intero portafoglio vita, +6% rispetto al 2023²¹³.

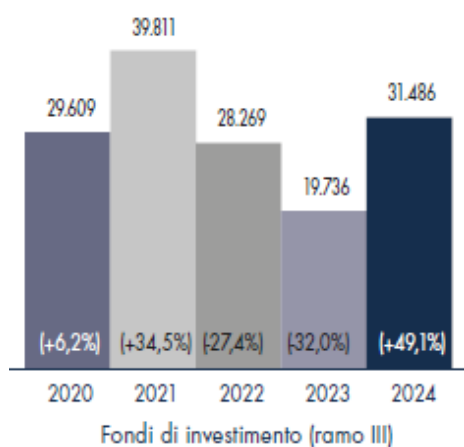


Grafico 4 – Raccolta premi ramo III 2020-2024

3.2 Quota assicurativa nei portafogli delle famiglie italiane

Accanto ai premi raccolti, un ulteriore indicatore utile per misurare la partecipazione al mercato assicurativo-finanziario è rappresentato dalla quota assicurativa nei portafogli delle famiglie. Tale variabile non coglie tanto il flusso annuo di risorse destinate alle polizze, quanto piuttosto lo *stock* di ricchezza finanziaria allocata in strumenti assicurativi e previdenziali sul totale degli attivi detenuti dalle famiglie italiane. In questo senso, essa costituisce un parametro complementare e strutturale. Mentre i premi raccolti descrivono il grado di partecipazione corrente, la quota assicurativa nei portafogli riflette il radicamento intertemporale del risparmio assicurativo all'interno delle scelte finanziarie delle famiglie. L'analisi di tale variabile consente di cogliere l'evoluzione della propensione dei risparmiatori a destinare parte dei propri patrimoni a prodotti assicurativi, d'individuare i fattori che ne hanno influenzato l'andamento nel tempo e d'interpretarne il significato in relazione alla fiducia nel sistema di vigilanza e regolamentazione.

²¹³ ANIA, *L'Assicurazione italiana 2024-2025*, in www.ania.it, 2024

3.2.1 Definizione della variabile

La Quota assicurativa nei portafogli delle famiglie è rilevata come peso percentuale dei prodotti assicurativi (principalmente polizze vita e prodotti previdenziali) sul totale delle attività finanziarie detenute dalle famiglie italiane. Generalmente, tale quota è collocata accanto a liquidità, titoli di Stato, fondi comuni e azioni ed è utile per misurare la diversificazione e la propensione delle famiglie a includere strumenti con componente assicurativa-finanziaria nei propri portafogli. Dal 2010, Consob evidenzia come i prodotti assicurativi abbiano progressivamente acquisito spazio rispetto a titoli obbligazionari e azioni soprattutto in risposta a fattori macroeconomici e alla bassa alfabetizzazione finanziaria: molte famiglie preferiscono strumenti percepiti come più sicuri e protettivi. Per “Quota assicurativa nei portafogli delle famiglie” s’intende, dunque, l’incidenza dei prodotti assicurativi e previdenziali sul totale delle attività finanziarie detenute dalle famiglie. Tale incidenza è inquadrata come quota percentuale del portafoglio finanziario delle famiglie. Ai fini del presente elaborato, focalizzato sugli strumenti assicurativi a contenuto finanziario, la variabile è interpretata come *proxy* dell’allocazione verso componenti assicurative finanziarizzate all’interno della voce aggregata assicurativo-previdenziale, ferma restando la limitazione che, nei report di Consob, la voce è aggregata e non sempre consente d’isolare la sola componente *unit linked*. Questa variabile è cruciale perché la quota assicurativa nel portafogli degli investitori riflette il grado di fiducia nelle tutele contrattuali e regolamentari del settore assicurativo, oltre che una forma di protezione *ex ante* contro il rischio finanziario e previdenziale. Dunque, può essere letta come *proxy* della propensione alla fiducia istituzionale: quanto più gli investitori allocano capitale in strumenti assicurativi, tanto più ritengono che le regole di vigilanza e trasparenza (IDD, *Solvency II*) offrano garanzie solide. Inoltre, la letteratura internazionale la utilizza spesso come indicatore di preferenze intertemporali e di *risk smoothing*, cioè scegliere prodotti assicurativi significa privilegiare stabilità di lungo periodo e protezione rispetto a rendimento immediato.

La quota assicurativa nel portafoglio delle famiglie è rilevante per diversi motivi e rappresenta il segnale di orientamento al lungo periodo e alla gestione del rischio. Gli obiettivi dichiarati dagli investitori includono in misura ampia la protezione del capitale per orizzonti temporali medio-lunghi. In tal caso, l’allocazione su prodotti assicurativi-previdenziali indica una preferenza per strumenti che incorporano meccanismi di protezione e ribilanciamento intertemporale del rischio. Ciò si pone in coerenza con l’elevata avversione al rischio, poiché l’elevata avversione al rischio e alle perdite fra i decisori finanziari italiani tende a favorire soluzioni assicurativo-previdenziali, incluse le componenti finanziarizzate, come canali d’investimento percepiti come più disciplinati nella gestione del rischio. Infine, si costituisce come indicatore di (ri)allocazioni strutturali in risposta agli *shock*, in quanto,

nell'ultimo decennio, si è ridotto il peso di azioni e obbligazioni ed è aumentata la quota di liquidità e di prodotti assicurativi-previdenziali, segnalando che la domanda verso tale *cluster* cresce quando famiglie e mercato percepiscono incertezza e necessità di protezione secondo un respiro di più lungo periodo.

Per questo motivo, la quota assicurativa non è solo un dato contabile, ma è inserita nel quadro più ampio delle motivazioni che orientano le famiglie italiane verso tale scelta: prudenza, fiducia regolamentare, bassa conoscenza finanziaria, preferenza per strumenti percepiti come più protettivi del capitale. Successivamente, la quota assicurativa è intesa come percentuale dei prodotti assicurativi e previdenziali sul totale delle attività finanziarie in cui le famiglie hanno investito.

Un aspetto ulteriore da considerare riguarda il ruolo dell'*informal advice*, ossia dei suggerimenti e delle raccomandazioni derivanti dal passaparola all'interno di reti sociali e familiari. La diffusione delle informazioni tra investitori avviene spesso più tramite interazioni personali che per effetto dell'analisi razionale di portafoglio o del consiglio professionale²¹⁴. Questo meccanismo può indurre i risparmiatori a orientarsi verso strumenti percepiti come sicuri o culturalmente condivisi, senza una piena consapevolezza del loro profilo di rischio-rendimento, contribuendo a fenomeni di distorsione allocativa anche nel mercato assicurativo. Tali dinamiche sociali aumentano la partecipazione ai mercati, ma a costo di rafforzare comportamenti imitativi e scelte poco diversificate²¹⁵. In questa prospettiva, il rafforzamento dell'educazione finanziaria e la promozione di canali di consulenza indipendente appaiono strumenti essenziali per contrastare le asimmetrie informative che derivano dal ricorso a consigli non professionali, mitigando l'impatto delle reti sociali come unico *driver* delle decisioni d'investimento.

3.2.2 I dati

La quota di famiglie italiane che partecipa ai mercati finanziari ha raggiunto il 48% alla fine del 2014. Nonostante questo aumento, il dato rimane comunque inferiore al livello del 2007, quando era pari al 55%. Per quanto riguarda la composizione del portafoglio, a parte i depositi bancari e i conti di risparmio postale che pesano per il 48%, la quota più elevata della ricchezza finanziaria delle

²¹⁴ SHILLER, R. J., POUND, J., *Survey Evidence on Diffusion of Interest and Information Among Investors*, in *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1989

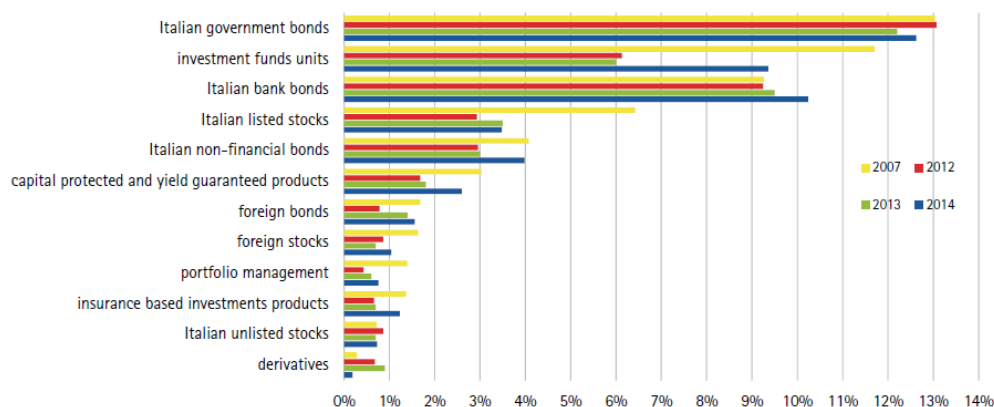
²¹⁵ HONG, H., KUBIK, J. D., STEIN, J. C., *Social Interaction and Stock-Market Participation*, in *Journal of Finance*, 2004

famiglie è attribuibile ai prodotti di gestione patrimoniale, quasi tornati ai livelli pre-crisi 2008 (16%). Le obbligazioni societarie e i titoli di Stato rappresentano entrambi circa il 14% (i primi al di sotto del livello del 2007, i secondi stabili), mentre la quota azionaria è pari al 5%, metà del livello pre-crisi 2008. La propensione a investire è stimolata dalla fiducia negli istituti finanziari e nei consulenti (56% degli intervistati), dalla disponibilità di prodotti a capitale protetto e a rendimento minimo garantito (52%), dai costi d'investimento (41%) e dall'andamento dei mercati finanziari. La preoccupazione per la protezione del capitale e le garanzie di rendimento minimo è alimentata dalla forte avversione alle perdite degli intervistati: il 55% di loro non è disposto ad assumersi rischi finanziari che implicino una possibilità di perdita e il 17% disinvestirebbe anche dopo una perdita minima. Questa evidenza conferma un atteggiamento comportamentale ben documentato, che può indurre gli investitori a perdere opportunità e adottare azioni emotive incoerenti con i loro obiettivi d'investimento a lungo termine. I principali *driver* degli investimenti finanziari presentano una variazione in base ad alcune caratteristiche socio-demografiche. Più in dettaglio, la fiducia negli intermediari finanziari è menzionata più frequentemente dalle famiglie ad alto patrimonio e dai pensionati, mentre la disponibilità di prodotti a capitale protetto e a rendimento minimo garantito sembra essere leggermente meno rilevante. In linea con le evidenze sull'avversione alle perdite, anche la protezione del capitale è molto rilevante nella scelta tra diverse opzioni d'investimento, insieme al periodo di detenzione e alle esigenze di diversificazione (indicate come caratteristiche chiave dal 15% del campione d'investitori). I costi d'investimento e il parere di un esperto seguono (rispettivamente il 14% e il 12% degli investitori), mentre i rischi di liquidità, credito e mercato sono ritenuti importanti in misura molto inferiore (rispettivamente dal 10%, 6% e 5% degli investitori). Solo l'8% presta attenzione all'obiettivo d'investimento. Per quanto riguarda le abitudini d'investimento, circa il 44% degli intervistati prende una decisione dopo aver consultato parenti o amici, circa il 22% segue un esperto finanziario (chiedendone consiglio prima d'investire o delegandolo), mentre il 15% prende decisioni autonomamente. L'esperto è considerato la principale fonte d'informazioni finanziarie dal 50% degli investitori, mentre oltre il 20% non cerca informazioni. Gli intervistati che mostrano un buon livello di conoscenza finanziaria sono più frequenti tra coloro che prendono decisioni autonomamente, mentre la percentuale d'intervistati con istruzione finanziaria è più elevata tra coloro che si affidano a un esperto finanziario rispetto a coloro che cercano consigli da parenti e amici. Gli investitori esposti ad almeno un *bias* comportamentale sono più frequenti tra coloro che prendono decisioni autonomamente, mentre la percentuale di avversione alle perdite è più elevata tra coloro che cercano consigli da parenti e amici.

Nel 2015, l'1,2% degli intervistati ha dichiarato che nel proprio portafoglio sono presenti esclusivamente prodotti d'investimento di tipo assicurativo. A seguito della crisi dei subprime, la

partecipazione delle famiglie italiane ai mercati finanziari è diminuita. Negli ultimi anni, tuttavia, si è ripresa, attestandosi al 50% delle famiglie alla fine del 2015, quasi tornando al livello del 2007 (55%). Pur registrando un calo nei titoli di Stato italiani, nei fondi d'investimento e nelle azioni quotate italiane, la partecipazione delle famiglie ha registrato un +2% per le obbligazioni bancarie italiane che, alla fine dello scorso anno, rappresentano il prodotto più frequentemente detenuto dagli investitori italiani. Nello stesso periodo, i tassi di proprietà individuale di asset hanno mostrato variazioni analoghe e rilevanti. I dati riportati sulla composizione della ricchezza finanziaria testimoniano una crescente preferenza per i prodotti liquidi, con la quota di depositi bancari e conti di risparmio postali in aumento dal 38% del 2007 al 52% del 2015, a scapito di azioni, titoli di Stato e obbligazioni, che hanno registrato la contrazione più significativa (rispettivamente, -43%, -23% e -19%). Per quanto riguarda i *driver* d'investimento, i principali fattori scatenanti della partecipazione ai mercati finanziari sono la disponibilità di prodotti a capitale protetto e a rendimento minimo garantito e la fiducia negli intermediari finanziari. I non investitori riferiscono di essere stati inibiti principalmente dalla mancanza di risparmi (60% degli intervistati), seguita dal timore di potenziali perdite di capitale (20%), dalle preoccupazioni per l'andamento negativo del mercato (15%) e dalla mancanza di fiducia negli intermediari finanziari (oltre il 10%). Affidarsi a un esperto professionista (un consulente o un gestore patrimoniale) è negativamente associato all'eccessiva fiducia nelle informazioni private e positivamente associato all'atteggiamento verso una corretta diversificazione del portafoglio (sebbene si riscontri una correlazione positiva anche con la cosiddetta diversificazione errata, ovvero la propensione a investire in molti asset diversi caratterizzati da un basso livello di rischio)²¹⁶. Gli effetti degli *shock* finanziari più recenti sono osservabili nel *Grafico 5* che rappresenta l'evoluzione dell'allocazione degli *asset* finanziari delle famiglie italiane del campione.

Figure 4.1 – Italian household financial market participation
(percentage of households holding the specified financial product)



Source: calculations on GfK Eurisko data – Multifinanziaria Retail Market Survey.

Grafico 5 – Partecipazione al mercato finanziario delle famiglie italiane 2007-2014

²¹⁶ CONSOB, *Report on financial investments of Italian households*, in www.consob.it, 2015

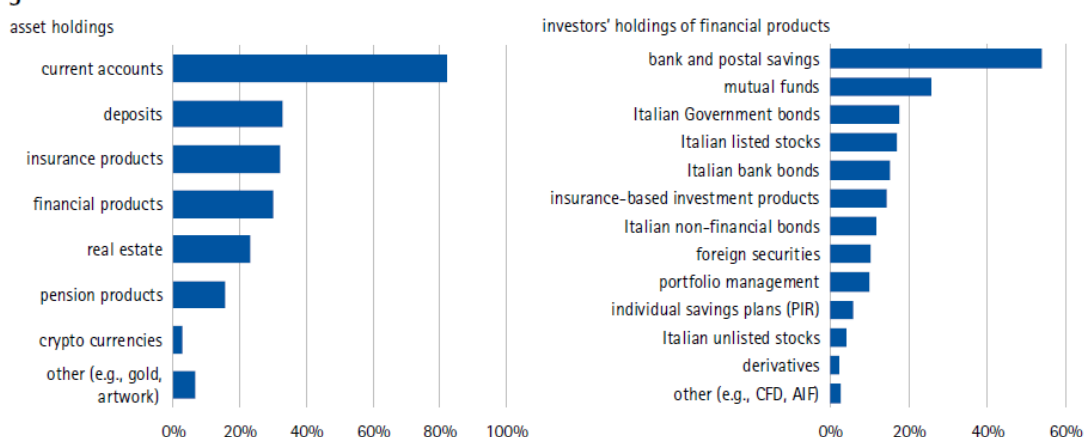
Nel 2016, l'1,2% degli intervistati ha dichiarato, in linea con le rilevazioni dell'anno precedente, che nel proprio portafoglio sono presenti prodotti d'investimento di tipo assicurativo²¹⁷.

Nel 2017, il 9,5% degli intervistati ha dichiarato che nel proprio portafoglio sono presenti prodotti d'investimento di tipo assicurativo²¹⁸.

Nel 2018, il 7% degli intervistati ha dichiarato che nel proprio portafoglio sono presenti prodotti d'investimento di tipo assicurativo²¹⁹.

Nel 2019, il 14% degli intervistati ha dichiarato, in controtendenza rispetto agli anni passati, che nel proprio portafoglio sono presenti prodotti d'investimento di tipo assicurativo. Ciò è osservabile nel *Grafico 6*, il quale mette in luce anche l'eventuale spostamento degli asset posseduti dalle famiglie italiane per tipo di strumento²²⁰.

Fig. 5.1 – Household investments



'Bank and postal savings' includes bank deposit certificates and postal saving certificates; 'mutual funds' includes also ETF; 'insurance based products' includes unit-linked and index-linked policies; 'foreign securities' includes foreign sovereign bonds, corporate bonds, bank bonds and stocks; 'derivatives' includes binary options and certificates.

Grafico 6 – Asset d'investimento in possesso delle famiglie italiane nel 2019

Dopo il risparmio bancario e postale, i prodotti più frequentemente detenuti tra gli investitori, sono i fondi comuni d'investimento e i titoli di Stato italiani. Nel 2020, il 16% degli intervistati ha dichiarato che nel proprio portafoglio sono presenti prodotti d'investimento di tipo assicurativo²²¹.

La partecipazione ai mercati finanziari continua a crescere: nel 2021 la quota di investitori si stima pari al 34%, a fronte del 32% nel 2020 e del 30% nell'anno precedente. Le attività più diffuse

²¹⁷ CONSOB, *Report on financial investments of Italian households*, in www.consob.it, 2016

²¹⁸ CONSOB, *Report on financial investments of Italian households*, in www.consob.it, 2017

²¹⁹ CONSOB, *Report on financial investments of Italian households*, in www.consob.it, 2018

²²⁰ CONSOB, *Report on financial investments of Italian households*, in www.consob.it, 2019

²²¹ CONSOB, *Report on financial investments of Italian households*, in www.consob.it, 2020

sono i certificati di deposito e i buoni fruttiferi postali (43%), seguiti dai titoli di Stato italiani (25%) e dai fondi comuni d'investimento (24%). Tra le informazioni più apprezzate per l'investimento in strumenti finanziari, da parte sia degli investitori sia dei non investitori, emergono anzitutto quelle relative all'eventuale protezione del capitale investito (58%). Nel 2021 è aumentata la percentuale di famiglie italiane che cerca il supporto di un professionista per le proprie scelte d'investimento (28% contro 17% nel 2019). È diminuita, invece, la quota dei decisori finanziari che prediligono gestire autonomamente gli investimenti (31% contro 42% nel 2019), mentre l'*informal advice* (ossia l'affidamento a parenti/amici/colleghi) rimane lo stile d'investimento più diffuso (37%). Tra gli investitori che ricercano il supporto di un professionista è più frequente, rispetto a quanti adottano altri stili d'investimento, il possesso di fondi comuni d'investimento, gestioni patrimoniali, azioni quotate e prodotti assicurativi.

Nel 2021 il 13% degli intervistati, come osservabile dal *Grafico 7*, ha dichiarato che nel proprio portafoglio sono presenti prodotti d'investimento di tipo assicurativo²²².

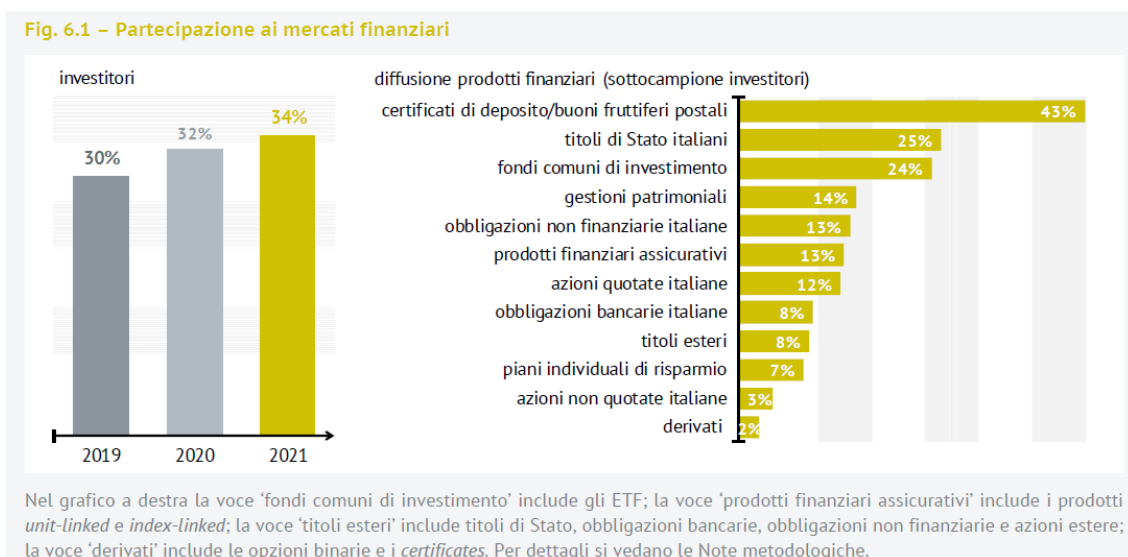


Grafico 7 – Partecipazione al mercato finanziario delle famiglie italiane 2019-2021

Secondo le rilevazioni dell'Indagine 2022, circa il 40% degli investitori italiani partecipa ai mercati finanziari da più di 10 anni, mentre il 23% dichiara di aver acquistato attività finanziarie per la prima volta nel triennio 2020-2022. L'orizzonte temporale d'investimento si attesta tra 3 e 5 anni nel 35% dei casi ed è superiore a 5 anni per il 32% degli intervistati. Il 39% degli intervistati ha come obiettivo la protezione del capitale, il 27% la crescita, mentre il 18% mira a generare una rendita periodica. Gli strumenti finanziari più diffusi, dopo i certificati di deposito e i buoni fruttiferi postali,

²²² CONSOB, *Report on financial investments of Italian households*, in www.consob.it, 2021

sono i fondi comuni d'investimento (indicati dal 29% degli intervistati, +4% rispetto al 2021) e i titoli di Stato (18%, -6% rispetto al 2021), mentre il possesso di azioni quotate (13%), obbligazioni bancarie (11%) e titoli esteri (8%) risulta meno frequente e sostanzialmente stabile rispetto all'anno precedente. Le famiglie diversificano poco il proprio portafoglio, dato che l'81% circa detiene al massimo due prodotti finanziari (il dato scende al 53% circa considerando la distribuzione al netto di prodotti del risparmio gestito). Gli investitori che posseggono un solo prodotto finanziario diverso da attività riferibili al risparmio gestito (43%) detengono certificati di deposito e buoni fruttiferi postali nel 51% dei casi. L'attitudine alla diversificazione sembra essere più frequente tra gli individui più abbienti e con conoscenze finanziarie più elevate. Anche le scelte di *asset allocation* cambiano a seconda di esperienza, orizzonte temporale, obiettivi d'investimento e cultura finanziaria: gli intervistati che partecipano da più tempo ai mercati finanziari possiedono più frequentemente prodotti del risparmio gestito, azioni quotate e attività estere. Queste opzioni d'investimento sono largamente preferite anche dai decisori finanziari con un orizzonte di investimento superiore a 10 anni e dagli individui con livelli di conoscenza finanziaria di base più elevati. Infine, coloro che dichiarano un'esperienza d'investimento superiore a 10 anni posseggono più di frequente obbligazioni bancarie. Nel 2022 il 15% degli intervistati ha dichiarato, come osservabile dal *Grafico 8*, che nel proprio portafoglio sono presenti prodotti d'investimento di tipo assicurativo²²³.

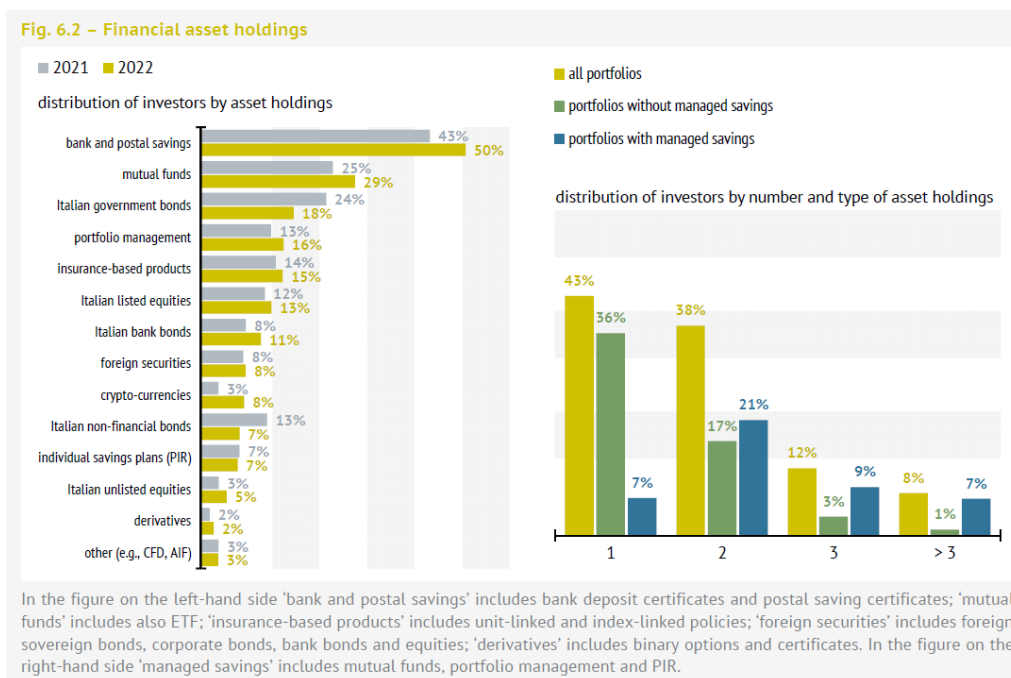


Grafico 8 – Asset finanziari di proprietà delle famiglie italiane 2021-2022

²²³ CONSOB, *Report on financial investments of Italian households*, in www.consob.it, 2022

Nel 2024, una quota rilevante dei decisori finanziari italiani investe nei mercati finanziari da più di 10 anni (45% dei casi) in linea con quanto rilevato nell'Indagine 2022 (40%). Rilevante è anche la quota di decisori finanziari che sono presenti sul mercato da 3 a 10 anni (35%) sempre coerentemente con quanto riscontrato nell'Indagine precedente (37%). Infine, solo il 5% degli investitori è entrato nei mercati finanziari dal 2023. Gli obiettivi d'investimento più largamente diffusi sono la protezione del capitale (81%) e i progetti personali per il futuro (70%). Infine, l'orizzonte temporale d'investimento preferito dagli investitori tende ad attestarsi sul medio periodo, ossia 3-5 anni (38%) in linea con quanto rilevato nel 2022 (36%). L'orizzonte temporale più breve, ossia inferiore 3 anni, è preferito dal 32% degli investitori in linea con il 2022, mentre quello superiore ai 5 anni viene scelto nel 30% dei casi (32% nel 2022). L'analisi delle scelte di portafoglio evidenzia che i prodotti finanziari maggiormente diffusi sono certificati di deposito e buoni fruttiferi postali (48%), seguiti da titoli di Stato (39%), fondi comuni d'investimento (36%), obbligazioni (35%), depositi vincolati e azioni (32%). Una quota rilevante d'investitori *retail* considera l'orizzonte temporale d'investimento (35%), i rendimenti attesi e gli obiettivi di investimento (30%) quali fattori trainanti nel guidare le proprie scelte di portafoglio. In conclusione, nel 2024 il 25% degli intervistati ha dichiarato, che nel proprio portafoglio sono presenti prodotti d'investimento di tipo assicurativo²²⁴.

3.3 Partecipazione degli statunitensi al mercato assicurativo

Dopo aver analizzato le principali variabili relative al mercato italiano, è opportuno estendere l'osservazione al contesto statunitense, il più grande e complesso mercato assicurativo al mondo. L'analisi della partecipazione al mercato assicurativo statunitense consente non solo di cogliere le peculiarità strutturali di questo settore, ma anche di predisporre il terreno di confronto con la realtà italiana che sarà sviluppato nel capitolo successivo. La variabile di riferimento è costituita dai premi vita e dalle rendite (*annuities*) raccolti dalle imprese di assicurazione. Essa riflette l'ammontare di risorse che le famiglie americane destinano a prodotti assicurativi, offrendo quindi una misura immediata del grado di fiducia verso il settore e della rilevanza di tali strumenti nei processi di accumulazione e protezione del risparmio.

²²⁴ CONSOB, *Report on financial investments of Italian households*, in www.consob.it, 2024

3.3.1 Definizione della variabile

Negli studi statistici americani la grandezza analoga ai Premi raccolti italiani è espressa con le voci *Direct premiums written* e *Premiums written* e con indicatori collegati, quali la raccolta premi per ramo (*life, annuities, health*), le risorse gestite e gli attivi delle compagnie. Per il comparto vita e dei prodotti con componente finanziaria (*variable annuities*), sono importanti sia i premi annuali lordi (*written premiums*) sia la consistenza degli attivi e delle riserve che sostengono tali prodotti. In sintesi, la variabile Premi raccolti per il mercato USA è letta come l'aggregato dei premi lordi contabilizzati dalle imprese di *life insurance* (con distinzione tra premi per assicurazione vita tradizionale e premi di contributi netti relativi ad *annuities*). La variabile corrispondente ai premi raccolti è rappresentata dall'aggregato costituito da *life insurance premiums* e *annuity considerations*. La prima comprende i premi contabilizzati relativi alle polizze vita, individuali e collettive, la seconda riguarda i versamenti effettuati dagli assicurati nei contratti di rendita (*annuities*), siano essi immediati o differiti. Entrambe le voci sono rilevate come *premiums written* (o *considerations*), vale a dire grandezze di competenza annuale e sono tratte dalle dichiarazioni contabili delle imprese di assicurazione raccolte e armonizzate dalla NAIC (*National Association of Insurance Commissioners*), poi rielaborate e pubblicate da ACLI.

Come per il caso italiano, i premi lordi per il comparto *annuities* sono una *proxy* chiave della partecipazione delle famiglie al mercato assicurativo statunitense, ma con alcune specificità: negli USA, le *annuities* (in particolare quelle differite e quelle variabili) svolgono una funzione previdenziale molto rilevante e la loro raccolta è sensibile a fattori come il regime fiscale, le condizioni dei mercati obbligazionari e la struttura dei piani pensionistici privati. Di conseguenza, la dinamica dei premi per *annuities* è interpretabile non solo come segnale di fiducia nella regolazione e nell'intermediario, ma anche come risposta a incentivi fiscali, evoluzione dei mercati dei capitali e cambiamenti nella offerta di prodotti. L'evidenza empirica documenta come la crescita degli attivi e la raccolta premi siano allineate alle trasformazioni normative e fiscali che interessano il settore e come le tendenze in *annuities* abbiano un impatto rilevante sulla capacità del mercato di offrire soluzioni d'accumulazione e rendita.

L'ammontare dei premi lordi contabilizzati e delle *considerations* per le *annuities* è un indicatore primario della partecipazione delle famiglie statunitensi al mercato assicurativo-finanziario. Esso riflette la propensione dei risparmiatori a destinare quote di patrimonio a prodotti di lungo periodo e a contenuto finanziario, come le rendite variabili, caratterizzate da esposizione al rischio di mercato. In tal senso, i premi raccolti svolgono la funzione di *proxy* della fiducia degli investitori nel sistema assicurativo e nella sua regolamentazione: livelli elevati di raccolta segnalano

una percezione di solidità delle compagnie, di trasparenza delle informazioni e di adeguate tutele contrattuali. Inoltre, il mercato statunitense presenta una specificità: le *annuities* sono non solo strumenti assicurativi, ma anche veicoli previdenziali fortemente connessi a incentivi fiscali e a scelte di pianificazione del reddito pensionistico. La loro incidenza nella raccolta premi costituisce quindi un indicatore non solo della fiducia nelle compagnie, ma anche della capacità delle regole e della politica economica d'incentivare la partecipazione.

Occorre distinguere premi lordi (*written premiums*) da flussi di raccolta netta o da variazioni delle riserve (che riflettono anche riscatti, prestazioni, trasferimenti). Per i prodotti tipo *annuities*, parte della raccolta può essere contabilizzata come depositi o contributi e non sempre coincide con il classico premio periodico della polizza vita. L'utilizzo dei dati ACLI richiede alcune cautele interpretative. In primo luogo, le serie si basano su grandezze al lordo della riassicurazione e misurate per competenza, il che le rende comparabili ai premi lordi contabilizzati italiani, ma non equivalenti ai flussi di cassa effettivamente incassati nell'anno. Inoltre, la voce *Annuity considerations* non coincide con un premio assicurativo tradizionale ma si tratta di versamenti o contributi contabilizzati nei contratti di rendita, la cui dinamica può essere influenzata da fattori esogeni come tassi d'interesse, politiche fiscali e condizioni dei mercati finanziari.

L'aspetto rilevante, in conclusione, è la funzione di protezione dal rischio di longevità propria delle *annuities*. Questi strumenti trasformano il capitale accumulato in flussi regolari di reddito vitalizio, assicurando all'investitore una copertura contro l'incertezza della durata della vita e contribuendo alla stabilità finanziaria individuale. Tale caratteristica spiega la centralità di questo strumento nel sistema statunitense, in quanto meccanismo unico di gestione del rischio non replicabile da altri strumenti finanziari²²⁵.

3.3.2 I dati

Le *annuities* sono contratti finanziari che erogano un flusso costante di reddito per un periodo di tempo fisso o per tutta la vita del beneficiario. La maggior parte dei fondi pensione e dei fondi detenuti dalle compagnie di assicurazione sulla vita sono contratti di questo tipo. Poiché possono garantire un flusso di reddito per tutta la vita, le *annuities* proteggono i beneficiari dalla possibilità di esaurire le proprie risorse finanziarie e sono vendute come rendite immediate o rendite differite. Le

²²⁵ BROWN, J. R., *Private Pensions, Mortality Risk, and the Decision to Annuitize*, in *Journal of Political Economy*, 2001

rendite immediate iniziano a erogare i pagamenti immediatamente, mentre le rendite differite posticipano l'inizio dei pagamenti a una data successiva (in genere quando il titolare della rendita va in pensione). Durante la fase di differimento o accumulo, il titolare di questo prodotto versa i premi e i risparmi all'interno dell'*annuity* aumentano per massimizzare i pagamenti successivi. Nel 2012, i versamenti in tali strumenti, come osservabile nella *Tabella 2*, sono aumentati del 3%, raggiungendo i 369 miliardi di dollari, mentre le riserve di rendite sono aumentate del 7%, raggiungendo i 3 trilioni di dollari. Le *annuity* offrono varie caratteristiche pensate per soddisfare esigenze diverse. A seconda della tolleranza al rischio, il beneficiario può scegliere una rendita fissa, che offre rendimenti stabili, o una rendita variabile, garantita da investimenti azionari per rendimenti potenzialmente maggiori, ma incerti. Una rendita congiunta e di reversibilità garantisce un flusso di reddito finché uno dei coniugi è in vita. In base ad alcune opzioni, i pagamenti continueranno a essere versati a un beneficiario designato anche dopo il decesso del beneficiario²²⁶.

Table 8.1

Annuity Considerations	Millions			Average annual percentage change	
	2002	2011	2012	2002/2012	2011/2012
	Individual annuities¹	\$168,428	\$217,837	\$189,258	1.2
Group annuities	100,861	117,058	158,837	4.6	35.7
Annuities certain and supplementary contracts without life contingencies	22,608	24,247	21,340	-0.6	-12.0
Total	291,897	359,142	369,435	2.4	2.9

Source: ACLI tabulations of National Association of Insurance Commissioners (NAIC) data, used by permission.

Tabella 2 – Versamenti statunitensi in Annuities 2011-2012

Come osservabile dalla *Tabella 3*, nel 2013 i versamenti in *annuities*, noti come *considerations*, sono diminuiti del 17%, attestandosi a 307 miliardi di dollari, mentre le riserve per rendite sono aumentate del 9% a 3,3 trilioni di dollari²²⁷.

Table 8.1

Annuity Considerations	Millions			Average annual percentage change	
	2003	2012	2013	2003/2013	2012/2013
	Individual annuities¹	\$165,943	\$189,258	\$179,578	0.8
Group annuities	102,614	158,837	108,091	0.5	-31.9
Annuities certain and supplementary contracts without life contingencies	21,811	21,340	19,591	-1.1	-8.2
Total	290,369	369,435	307,260	0.6	-16.8

Source: ACLI tabulations of National Association of Insurance Commissioners (NAIC) data, used by permission.

Tabella 3 – Versamenti statunitensi in Annuities 2012-2013

²²⁶ ACLI, *Life Insurers Fact Book*, in www.acli.com, 2013

²²⁷ ACLI, *Life Insurers Fact Book*, in www.acli.com, 2014

Nel 2014, i versamenti in *annuities* sono aumentati del 24%, raggiungendo i 382 miliardi di dollari, mentre le riserve per rendite sono aumentate, come riportato dalla *Tabella 4*, del 4% a 3,4 trilioni di dollari²²⁸.

Annuity Considerations					
	Millions			Average annual percentage change	
	2004	2013	2014	2004/2014	2013/2014
Individual annuities¹	\$172,140	\$179,578	\$247,426	3.7	37.8
Group annuities	104,537	108,091	114,160	0.9	5.6
Annuities certain and supplementary contracts without life contingencies	24,352	19,591	20,057	-1.9	2.4
Total	301,029	307,260	381,642	2.4	24.2

Source: ACLI tabulations of National Association of Insurance Commissioners (NAIC) data, used by permission.

Tabella 4 – Versamenti statunitensi in Annuities 2013-2014

Come osservabile dalla *Tabella 5*, nel 2015 i versamenti in *annuities*, noti come *considerations*, sono diminuiti dell'8% a 352 miliardi di dollari, mentre le riserve di rendite sono aumentate dell'1% a 3,41 trilioni di dollari²²⁹.

Annuity Considerations					
	Millions			Average annual percentage change	
	2005	2014	2015	2005/2015	2014/2015
Individual annuities¹	\$167,032	\$247,426	\$208,913	2.3	-15.6
Group annuities	110,084	114,160	124,103	1.2	8.7
Annuities certain and supplementary contracts without life contingencies	25,479	20,057	19,347	-2.7	-3.5
Total	302,596	381,642	352,363	1.5	-7.7

Source: ACLI tabulations of National Association of Insurance Commissioners (NAIC) data, used by permission.

Tabella 5 – Versamenti statunitensi in Annuities 2014-2015

Nel 2016, i versamenti in *annuities* sono diminuiti dell'1,6%, attestandosi a 347 miliardi di dollari, mentre le riserve per rendite sono aumentate, come riportato dalla *Tabella 6*, del 4,4% a 3,6 trilioni di dollari²³⁰.

²²⁸ ACLI, *Life Insurers Fact Book*, in www.acli.com, 2015

²²⁹ ACLI, *Life Insurers Fact Book*, in www.acli.com, 2016

²³⁰ ACLI, *Life Insurers Fact Book*, in www.acli.com, 2017

Annuity Considerations	Millions			Average annual percentage change	
	2006	2015	2016	2006/2016	2015/2016
	Individual annuities¹	\$187,083	\$208,913	\$202,312	0.8
Group annuities	115,645	124,103	124,484	0.7	0.3
Annuities certain and supplementary contracts without life contingencies	26,344	19,347	19,869	-2.8	2.7
Total	329,071	352,363	346,664	0.5	-1.6

Source: ACLI tabulations of National Association of Insurance Commissioners (NAIC) data, used by permission.

Tabella 6 – Versamenti statunitensi in Annuities 2015-2016

Come osservabile dalla Tabella 7, nel 2017 i versamenti in *annuities*, noti come *considerations*, sono diminuiti del 9,5%, attestandosi a 314 miliardi di dollari, mentre le riserve per rendite sono aumentate del 6,6% a 3,8 trilioni di dollari²³¹.

Annuity Considerations	Millions			Average annual percentage change	
	2007	2016	2017	2007/2017	2016/2017
	Individual annuities¹	\$192,503	\$202,312	\$164,790	-1.5
Group annuities	121,722	124,484	130,070	0.7	4.5
Annuities certain and supplementary contracts without life contingencies	27,119	19,869	18,811	-3.6	-5.3
Total	341,344	346,664	313,671	-0.8	-9.5

Source: ACLI tabulations of National Association of Insurance Commissioners (NAIC) data, used by permission.

Tabella 7 – Versamenti statunitensi in Annuities 2016-2017

Nel 2018, i versamenti in *annuities* sono diminuiti del 4,6%, attestandosi a 299 miliardi di dollari, mentre le riserve di rendite sono diminuite, come riportato dalla Tabella 8, del 3,8% a 3,6 trilioni di dollari²³².

Annuity Considerations	Millions			Average annual percentage change	
	2008	2017	2018	2008/2018	2017/2018
	Individual annuities¹	\$208,965	\$164,790	\$154,660	-3.0
Group annuities	119,169	130,070	124,638	0.4	-4.2
Annuities certain and supplementary contracts without life contingencies	26,842	18,811	20,024	-2.9	6.4
Total	354,976	313,671	299,322	-1.7	-4.6

Source: ACLI tabulations of National Association of Insurance Commissioners (NAIC) data, used by permission.

Tabella 8 – Versamenti statunitensi in Annuities 2017-2018

²³¹ ACLI, *Life Insurers Fact Book*, in www.acli.com, 2018

²³² ACLI, *Life Insurers Fact Book*, in www.acli.com, 2019

Come osservabile dalla *Tabella 9*, nel 2019 i versamenti in *annuities*, noti come *considerations*, sono aumentati del 23%, raggiungendo i 368 miliardi di dollari, mentre le riserve per rendite sono aumentate del 9% a 4.000 miliardi di dollari²³³.

Annuity Considerations					
	Millions			Average annual percent change	
	2009	2018	2019	2009/2019	2018/2019
Individual annuities¹	\$128,853	\$154,660	\$204,309	4.7	32.1
Group annuities	102,727	124,638	143,185	3.4	14.9
Annuities certain and supplementary contracts without life contingencies	24,053	20,024	20,646	-1.5	3.1
Total	255,633	299,322	368,141	3.7	23.0

Source: ACLI tabulations of National Association of Insurance Commissioners (NAIC) data, used by permission.

Tabella 9 – Versamenti statunitensi in Annuities 2018-2019

Nel 2020, i versamenti in *annuities* sono diminuiti del 12,1%, attestandosi a 323 miliardi di dollari, mentre le riserve per rendite sono aumentate, come riportato dalla *Tabella 10*, del 5,8%, attestandosi a 4,2 trilioni di dollari²³⁴.

Annuity Considerations					
	Millions			Average annual percent change	
	2010	2019	2020	2010/2020	2019/2020
Individual annuities¹	\$189,946	\$204,309	\$150,086	-2.3	-26.5
Group annuities	103,677	143,185	151,255	3.8	5.6
Annuities certain and supplementary contracts without life contingencies	27,372	20,646	22,130	-2.1	7.2
Total	320,995	368,141	323,472	0.1	-12.1

Source: ACLI tabulations of National Association of Insurance Commissioners (NAIC) data, used by permission.

Tabella 10 – Versamenti statunitensi in Annuities 2019-2020

²³³ ACLI, *Life Insurers Fact Book*, in www.acli.com, 2020

²³⁴ ACLI, *Life Insurers Fact Book*, in www.acli.com, 2021

Come osservabile dalla *Tabella 11*, nel 2021 i versamenti in *annuities*, noti come *considerations*, sono diminuiti del 2,4%, attestandosi a 316 miliardi di dollari, mentre le riserve per rendite sono aumentate del 4,5%, attestandosi a 4,4 trilioni di dollari²³⁵.

Annuity Considerations					
	Millions			Average annual percent change	
	2011	2020	2021	2011/2021	2020/2021
Individual annuities ¹	\$217,837	\$150,086	\$152,071	-3.5	1.3
Group annuities	117,058	151,255	138,561	1.7	-8.4
Annuities certain and supplementary contracts without life contingencies	24,247	22,130	25,237	0.4	14.0
Total	359,142	323,472	315,869	-1.3	-2.4

Source: ACLI tabulations of National Association of Insurance Commissioners (NAIC) data, used by permission.

Tabella 11 – Versamenti statunitensi in Annuities 2020-2021

Nel 2022, i versamenti in *annuities* sono aumentati del 17,3%, raggiungendo i 370 miliardi di dollari, mentre le riserve di rendite sono diminuite, come riportato dalla *Tabella 12*, dell'8,5%, raggiungendo i 4.000 miliardi di dollari²³⁶.

Annuity Considerations					
	Millions			Average annual percent change	
	2012	2021	2022	2012/2022	2021/2022
Individual annuities ¹	\$189,258	\$152,071	\$167,099	-1.2	9.9
Group annuities	158,837	138,561	183,709	1.5	32.6
Annuities certain and supplementary contracts without life contingencies	21,340	25,237	19,588	-0.9	-22.4
Total	369,435	315,869	370,396	0.0	17.3

Source: ACLI tabulations of National Association of Insurance Commissioners (NAIC) data, used by permission.

Tabella 12 – Versamenti statunitensi in Annuities 2021-2022

Come osservabile dalla *Tabella 13*, nel 2023 i versamenti in *annuities*, noti come *considerations*, sono aumentati del 3,5%, raggiungendo i 383 miliardi di dollari, mentre le riserve per rendite sono aumentate del 5,8%, raggiungendo i 4,3 trilioni di dollari²³⁷.

²³⁵ ACLI, *Life Insurers Fact Book*, in www.acli.com, 2022

²³⁶ ACLI, *Life Insurers Fact Book*, in www.acli.com, 2023

²³⁷ ACLI, *Life Insurers Fact Book*, in www.acli.com, 2024

Annuity Considerations					
	Millions			Average annual percent change	
	2013	2022	2023	2013/2023	2022/2023
Individual annuities ¹	\$179,578	\$167,099	\$244,429	3.1	46.3
Group annuities	108,091	183,709	116,435	0.7	-36.6
Annuities certain and supplementary contracts without life contingencies	19,591	19,588	22,452	1.4	14.6
Total	307,260	370,396	383,316	2.2	3.5

Source: ACLI tabulations of National Association of Insurance Commissioners (NAIC) data, used by permission.

Tabella 13 – Versamenti statunitensi in Annuities 2022-2023

3.4 Shock esterni e variabili di controllo

Nell'analisi della relazione tra tutela normativa, fiducia degli investitori e partecipazione al mercato assicurativo è necessario considerare l'influenza di fattori esogeni, definiti come *shock* esterni e variabili di controllo. Per *shock* esterni s'intendono quegli eventi macroeconomici o geopolitici che incidono trasversalmente sull'economia e, di riflesso, sul settore assicurativo, indipendentemente dall'evoluzione normativa. Le variabili di controllo rappresentano, invece, i principali indicatori macro-finanziari utilizzati per isolare gli effetti di tali *shock* dall'impatto specifico delle riforme regolatorie. Le variabili di controllo qui considerate sono diverse. Il Prodotto interno lordo (PIL) misura l'andamento complessivo dell'economia, la sua crescita o contrazione influenza direttamente la capacità delle famiglie di destinare il risparmio a prodotti assicurativi, incidendo sui premi raccolti e sulla quota assicurativa nei portafogli. Circa l'inflazione, il livello dei prezzi erode il potere d'acquisto e orienta le scelte d'investimento. Un'inflazione elevata riduce l'attrattiva di strumenti di lungo periodo come le polizze vita, a meno che non offrano meccanismi di protezione. I tassi d'interesse determinano sia il rendimento delle riserve tecniche delle compagnie sia l'appetibilità comparata degli strumenti assicurativi. Lo *spread*, invece, è un indicatore chiave di stabilità percepita e di fiducia nel sistema finanziario. La volatilità dei mercati, infine, riflette il grado d'incertezza finanziaria: elevata volatilità scoraggia l'assunzione di rischio, rafforzando la domanda di strumenti assicurativi percepiti come protettivi.

Dal punto di vista storico, si sono verificati eventi particolarmente significativi per il periodo in esame. La crisi del debito sovrano europeo ha generato una contrazione della fiducia e un ampliamento dello *spread*, incidendo sulla raccolta premi soprattutto nei rami finanziarizzati. L'avvio della politica monetaria ultra-espansiva della BCE, con tassi prossimi allo zero, ha ridotto i rendimenti delle gestioni separate e favorito la diffusione di prodotti *unit linked* a maggiore componente finanziaria. La pandemia da Covid-19 ha ridisegnato le scelte d'investimento, aumentando la domanda di strumenti di protezione, ma comprimendo temporaneamente la raccolta per incertezza e riduzione dei redditi disponibili. La guerra in Ucraina e la crisi energetica hanno generato inflazione sostenuta e il rialzo dei tassi da parte delle banche centrali hanno inciso sulla convenienza relativa delle diverse tipologie di polizze. Questi fattori, pur non costituendo l'oggetto principale della ricerca, saranno considerati nell'analisi del capitolo successivo per evitare di attribuire alle sole riforme normative effetti che potrebbero essere spiegati, almeno in parte, dal contesto macroeconomico. La loro inclusione come variabili di controllo permette di circoscrivere meglio il ruolo della regolamentazione nel rafforzare la fiducia e la partecipazione al mercato assicurativo.

In conclusione, l'analisi condotta in questo capitolo ha permesso di delineare i principali indicatori quantitativi utili a misurare la partecipazione degli investitori al mercato assicurativo, tanto nel contesto italiano quanto in quello statunitense. La definizione e la rilevazione dei premi raccolti, della quota assicurativa nei portafogli delle famiglie e dei corrispondenti dati statunitensi forniscono una base empirica solida per verificare l'ipotesi centrale dell'elaborato, secondo cui un più elevato grado di tutela normativa è in grado di rafforzare la fiducia degli investitori e, conseguentemente, di stimolare una maggiore partecipazione al mercato. Al tempo stesso, l'inquadramento degli *shock* esterni e delle variabili di controllo ha mostrato come tali dinamiche non possano essere isolate dal contesto macroeconomico e finanziario, la cui influenza risulta determinante nel modulare i comportamenti degli investitori e le *performance* del settore. Tuttavia, il presente capitolo si è limitato a predisporre la base empirica dell'analisi, senza sviluppare ancora un'argomentazione interpretativa o comparativa e sarà il capitolo successivo a costituire il punto centrale dell'elaborato, attraverso un esame qualitativo e critico dei dati raccolti e un confronto sistematico tra il caso italiano e quello statunitense, così da trarre conclusioni sul ruolo effettivo della regolamentazione nel favorire la fiducia e la partecipazione degli investitori al mercato assicurativo.

Capitolo 4 – ANALISI CRITICA, COMPARAZIONE E PROSPETTIVE FUTURE

Il capitolo precedente ha fornito la base empirica dell'elaborato, attraverso la definizione e la ricostruzione storica delle principali variabili considerate: i premi raccolti dalle imprese di assicurazione vita in Italia, la quota assicurativa nei portafogli delle famiglie italiane e i premi raccolti nel mercato statunitense. Questi dati, opportunamente accompagnati da un inquadramento metodologico e dall'individuazione degli *shock* esterni e delle variabili di controllo, hanno consentito di predisporre un *set* informativo coerente con l'ipotesi di fondo della ricerca: una maggiore tutela normativa si traduce in un più alto livello di fiducia da parte degli investitori, e, tale fiducia, incentiva una più ampia partecipazione al mercato assicurativo-finanziario.

Il presente capitolo, dunque, è dedicato all'analisi critica e interpretativa dei risultati empirici esposti nel precedente capitolo e si divide in due parti. La prima parte è rivolta al commento descrittivo e comparativo dei dati dove verranno analizzate separatamente le tre variabili prese in esame attraverso un'osservazione dei *trend*, delle medie e delle eventuali discontinuità, per poi procedere a una valutazione comparata che metta in relazione l'andamento di tali variabili con la produzione normativa e con i diversi modelli di vigilanza adottati nei due ordinamenti, italiano e statunitense. In questo modo, sarà possibile comprendere in che misura l'evoluzione regolatoria abbia inciso, direttamente o indirettamente, sulle scelte d'investimento assicurativo delle famiglie. La seconda parte del capitolo, invece, amplia la prospettiva offrendo uno sguardo proiettato al futuro approfondendo il tema dell'Arbitro Assicurativo, istituto d'imminente introduzione nel sistema italiano e destinato a rafforzare gli strumenti di tutela del consumatore.

In conclusione, questo capitolo rappresenta il cuore interpretativo e conclusivo dell'elaborato: consente di valutare empiricamente la tenuta della tesi centrale e apre a riflessioni critiche sul futuro della regolazione assicurativa, creando un collegamento tra le evidenze storiche e i possibili scenari evolutivi.

4.1 Analisi dei dati

Dopo aver definito nel capitolo precedente le variabili oggetto di osservazione e averne ricostruito l'andamento storico, è ora possibile procedere a un'analisi descrittiva dei dati. L'obiettivo non è ancora quello di stabilire relazioni causali, ma, piuttosto, di osservare i *trend*, individuare eventuali discontinuità e mettere in evidenza i valori medi e le principali oscillazioni che hanno caratterizzato il periodo preso in esame. L'analisi si articola in tre sezioni dove, in successione, verranno esaminati i premi raccolti in Italia, successivamente la quota assicurativa nei portafogli delle famiglie italiane e, infine, i premi raccolti nel mercato statunitense. Questa ricognizione consentirà di predisporre una base comparativa solida, che sarà utilizzata nella parte successiva di questo ultimo capitolo per porre in relazione l'andamento delle variabili con la produzione normativa e i differenti modelli di vigilanza.

4.1.1 Premi raccolti in Italia

L'andamento dei premi raccolti di ramo III (*unit linked*) nel periodo considerato (2010–2024) mostra una dinamica caratterizzata da forti oscillazioni cicliche e più episodi di crescita concentrica, seguiti da correzioni significative. Si alternano fasi di rapida espansione (2010, 2014, 2015, 2021, e 2024) a fasi di contrazione (2011, 2016, 2018, 2019, 2022). L'osservazione puntuale dei valori numerici rende immediatamente evidente questa volatilità: i dati riportati nel capitolo precedente mostrano importi di raccolta per il ramo III pari a 15.408 milioni nel 2010, 12.496 nel 2011, 13.800 nel 2012, 15.514 nel 2013, 21.837 nel 2014, 31.838 nel 2015, 24.031 nel 2016, 31.254 nel 2017, 28.269 nel 2022 e 31.486 nel 2024 (tutti valori espressi in milioni di euro). Per sintetizzare statisticamente i livelli di raccolta, la media aritmetica dei premi di ramo III calcolata sulle annualità è di 22.593,3 milioni di euro, con una mediana di 22.934,0 milioni. La dispersione intorno alla media (deviazione standard) è elevata, circa 7.452,7 milioni e l'intervallo osservato va da un minimo di 12.496 a un massimo di 31.838 milioni. Questi indicatori quantitativi confermano che il comparto *unit linked* ha sperimentato variazioni ampie sia assolute sia relative nel periodo considerato.

Analizzando la serie per fasi, si possono distinguere almeno quattro momenti significativi. Dopo la forte ripresa del 2010, in cui i premi di ramo III crescono di oltre il 60% rispetto al 2009,

segnando 15.408 milioni di euro, il 2011 registra una marcata contrazione a 12.496 milioni di euro. Questo primo ciclo segnala una reattività dei flussi *unit linked* agli *shock* di fiducia e ai cicli di mercato di breve termine. Dal 2012 (13.800 milioni di euro) si assiste a una tendenza rialzista con un'accelerazione particolarmente netta nel 2014 e nel 2015 quando i premi salgono da 21.837 milioni di euro (nel 2014) a 31.838 milioni di euro (nel 2015), il livello massimo osservato nel periodo analizzato. L'incremento del biennio 2014–2015 è associato a una forte penetrazione commerciale, al ruolo dei promotori e della *bancassurance* e ai canali distributivi che hanno favorito la diffusione delle polizze a contenuto finanziario. Il 2016, invece, vede una caduta sensibile (-24,5% sul 2015) a 24.031 milioni di euro, seguita da riprese e fluttuazioni: 31.254 milioni di euro nel 2017, poi cala nel 2018–2019 con valori intorno a 28/30 miliardi di euro). Questi movimenti sono riconducibili a cambiamenti nella domanda e a minore propensione al rischio in presenza di condizioni di mercato meno favorevoli per gli attivi sottostanti. Proseguendo, la pandemia 2020 determina una contrazione complessiva della raccolta vita, ma con i premi di ramo III che recuperano già nel 2020, +6,2% su 2019, arrivando a quasi 30 miliardi di euro. Il 2021 segna un forte rimbalzo con un incremento del +34,5% sul 2020, con quota sul portafoglio vita che raggiunge il 38%, mentre il 2022 registra una marcata contrazione del 27,5% sul 2021 legata alla volatilità dei mercati. Infine, il 2024 presenta una ripresa robusta con i premi di ramo III che salgono a 31.486 milioni di euro con +49,1% rispetto al 2023, riportando il peso di tali prodotti attorno al 28% del portafoglio vita.

Alcuni valori anomali e osservazioni rilevanti emergono con chiarezza. Il 2015 costituisce il picco massimo, interpretabile come risultato congiunto di offerta commerciale intensa e condizioni di mercato favorevoli. Il 2016, il 2018 e il 2019, invece, appaiono come anni di correzione strutturale. Il forte balzo del 2021 è anomalo per ampiezza percentuale riconducibile a fattori di recupero *post-lockdown* e dinamiche di risparmio. Il 2022, infine, si caratterizza per una brusca inversione dovuta alla volatilità e al contesto macro con inflazione e rialzo dei tassi d'interesse.

4.1.2 Quota assicurativa nei portafogli delle famiglie italiane

Proseguendo con la seconda grandezza presa in esame, l'analisi della quota assicurativa nei portafogli delle famiglie italiane consente di valutare in che misura i nuclei familiari abbiano destinato risorse e risparmi agli strumenti assicurativo nel periodo preso in considerazione. A differenza dei premi raccolti, che misurano un flusso annuale, questa variabile fotografa lo *stock* di ricchezza

finanziaria detenuta sotto forma di polizze rispetto al totale del portafoglio, costituendo quindi un indicatore di lungo periodo della fiducia dei risparmiatori nei confronti del comparto assicurativo.

I dati presentati nel capitolo precedente mostrano un andamento non lineare, ma con un chiaro *trend* di consolidamento della componente assicurativa all'interno dei portafogli. Nei primi anni della serie storica, la quota delle polizze vita e degli strumenti assicurativi finanziarizzati si attestava su valori prossimi al 10% del portafoglio totale. Con l'evoluzione della domanda e l'adeguamento normativo, la percentuale cresce progressivamente fino a superare il 20% nella seconda metà degli anni '10, per poi oscillare intorno a tale soglia negli anni più recenti. Il valore medio della quota assicurativa calcolato sul periodo 2010–2024 si colloca attorno al 17/18%, con una mediana del 18%, ciò conferma la rilevanza strutturale raggiunta da questa componente. La dispersione non è estrema, ma segnala comunque fasi di accelerazione nel biennio 2014–2016 e momenti di contrazione temporanea nel 2020–2021, legati alla pandemia e al ricorso più marcato a strumenti liquidi. Nei primi anni del periodo di riferimento, la quota assicurativa oscilla intorno al 10/12% del portafoglio medio delle famiglie. Si tratta di una fase in cui prevalgono ancora strumenti tradizionali con titoli di Stato e depositi bancari, mentre gli *asset* assicurativi rappresentano una componente residuale ma crescente. Nel triennio 2014-2016 è evidente un salto di qualità, con un incremento fino al 18/19%. Tale crescita riflette sia la spinta commerciale verso prodotti *unit linked* sia la riduzione dei rendimenti alternativi, in particolare dei titoli di Stato, che ha favorito l'allocazione verso polizze con contenuto d'investimento. Nel periodo 2017-2019, invece, i dati mostrano che la quota assicurativa rimane stabilmente sopra il 20%, con punte che in alcuni anni superano anche il 22%. Questa può essere considerata come la fase in cui l'assicurativo si afferma come componente strutturale del portafoglio delle famiglie italiane. Tuttavia, la pandemia riduce temporaneamente la propensione a investire in strumenti assicurativi di lungo periodo, facendo crescere il peso della liquidità e dei depositi bancari. La quota assicurativa nei portafogli scende leggermente, pur mantenendosi sopra il 15/16%. Negli ultimi anni disponibili, infine, la quota torna a crescere progressivamente, spinta da due fattori: la ricerca di protezione contro la volatilità e l'inflazione e l'evoluzione dell'offerta con prodotti più flessibili. La percentuale, infine, si stabilizza nuovamente intorno al 18/20%, segnalando un rinnovato equilibrio tra esigenze di liquidità e allocazione di lungo periodo.

Nell'arco temporale considerato, i valori anomali non sono tanto picchi improvvisi, quanto deviazioni strutturali rispetto al *trend* di crescita. La fase di espansione negli anni 2014–2016 segna il più rapido incremento percentuale di circa il 7%. La contrazione del biennio 2020–2021 è atipica per il contesto di lungo periodo, ma facilmente spiegabile con l'incertezza pandemica. La ripresa nel periodo 2022–2024 mostra la resilienza del comparto assicurativo, capace di mantenere una quota stabile anche in condizioni d'inflazione elevata e rialzo dei tassi.

In sintesi, la quota assicurativa nei portafogli italiani ha conosciuto una crescita significativa nel periodo considerato passando da una dimensione marginale a una componente strutturale del risparmio delle famiglie. La sua media storica, prossima al 18%, e la stabilità, sopra il 15%, confermano che il comparto assicurativo non è più percepito come strumento di nicchia, ma come *asset class* consolidata, seppur soggetta a variazioni legate al ciclo macroeconomico. Queste dinamiche saranno decisive per l'analisi comparativa con i dati statunitensi e per la valutazione dell'impatto della regolamentazione sul comportamento degli investitori, oggetto della sezione successiva del capitolo.

4.1.3 Premi raccolti negli Stati Uniti

Passando all'ultima variabile studiata, l'analisi dei premi raccolti nel mercato assicurativo statunitense si concentra sulla somma di *life insurance premiums* e *annuity considerations*, cioè le due voci che rappresentano l'equivalente della raccolta premi del comparto vita finanziarizzato in Italia. Nel periodo 2012–2024, i dati mostrano un andamento caratterizzato da una crescita complessiva degli attivi e della raccolta, ma con una significativa incidenza delle dinamiche macroeconomiche sul volume delle *annuities*, componente che negli USA assume un ruolo cruciale sia come prodotto assicurativo sia come strumento di pianificazione previdenziale.

I dati riportati nel precedente capitolo evidenziano che i premi complessivi oscillano, nel periodo considerato, tra poco meno di 500 miliardi di dollari nei primi anni e oltre 700 miliardi di dollari nelle annualità più recenti. La media storica si attesta attorno ai 600 miliardi di dollari annui, con una crescita cumulata di circa il 40% tra il 2012 e il 2024. L'andamento evidenzia tre fasi distinte: una fase di crescita moderata (nel periodo 2012–2016), una fase di oscillazione e consolidamento (negli anni 2017–2019) e una fase di forte discontinuità (2020–2024), legata agli effetti della pandemia, della politica monetaria e del ritorno dell'inflazione. Nella prima fase degli anni 2012–2016, i premi totali crescono da circa 500 miliardi a oltre 600 miliardi di dollari, trainati in particolare dalle vendite di *annuities* differite. Il contesto di tassi bassi spinge le famiglie americane a cercare forme di accumulo a lungo termine con vantaggi fiscali, consolidando il ruolo di questi strumenti come *asset* centrale del portafoglio previdenziale. Successivamente (nel periodo 2017–2019), i premi si stabilizzano intorno ai 600–650 miliardi di dollari, con variazioni legate alla volatilità dei mercati azionari e obbligazionari. In questi anni si registra un riequilibrio tra prodotti tradizionali e variabili, cioè il peso delle *annuities* rimane elevato ma subisce correzioni quando l'andamento dei mercati

rende meno conveniente l'acquisto di nuovi contratti. La pandemia (fase 2020-2024), infine, determina un iniziale calo nella raccolta, ma già dal 2021 si osserva un rimbalzo eccezionale, con premi che superano i 700 miliardi di dollari. Il 2022, tuttavia, segna un punto di svolta, poiché l'inflazione e il rialzo dei tassi spingono gli investitori a riconsiderare la composizione del portafoglio, aumentando la domanda di *annuities* a tasso fisso e riducendo temporaneamente l'interesse per quelle variabili. Nel biennio 2023–2024, infine, la raccolta torna a crescere sostenuta dall'offerta di nuovi prodotti con garanzie ibride e da un clima d'incertezza geopolitica che rende gli strumenti assicurativi particolarmente appetibili. In questa ultima fase, appaiono rilevanti tre elementi. Il rimbalzo 2021 rappresenta il maggiore incremento annuale della serie, in parte dovuto al recupero post-pandemico e al surplus di risparmio accumulato dalle famiglie americane durante il *lockdown*. La discontinuità 2022, con una riconfigurazione del *mix* di prodotti (più *annuities* a tasso fisso e meno a tasso variabile), è segnale della sensibilità della raccolta premi ai tassi d'interesse. La stabilizzazione degli anni 2023 e 2024, infine, evidenzia livelli di raccolta che superano sistematicamente i 700 miliardi di dollari, a conferma della resilienza strutturale del mercato statunitense.

In conclusione, il mercato statunitense mostra una dinamica dei premi molto legata a fattori ciclici come tassi d'interesse, inflazione e *shock* pandemici, ma allo stesso tempo caratterizzata da una crescita strutturale di lungo periodo. La forte incidenza delle *annuities* indica che la partecipazione al mercato non è soltanto funzione della fiducia regolatoria, ma anche di scelte previdenziali e fiscali. Pertanto, la raccolta premi statunitense costituisce una variabile non solo quantitativa ma qualitativa e essa riflette l'interazione tra fiducia, incentivi fiscali e struttura del sistema pensionistico.

4.2 Relazione empirica tra mercato e normativa

L'analisi descrittiva condotta nei paragrafi precedenti ha permesso di osservare in dettaglio l'andamento dei premi raccolti in Italia, della quota assicurativa nei portafogli delle famiglie italiane e dei premi raccolti negli Stati Uniti, mettendo in luce *trend* di lungo periodo, fasi di crescita e contrazione e momenti di discontinuità legati a *shock* esterni. Il passo successivo consiste ora nel collocare tali dinamiche all'interno del quadro normativo di riferimento, con l'obiettivo di verificare in che misura la regolamentazione abbia inciso sulla fiducia degli investitori e, di conseguenza, sulla

loro partecipazione al mercato assicurativo. In questa prospettiva, verranno messi in relazione gli andamenti delle variabili empiriche con i principali interventi legislativi e regolatori in Italia e in Europa (*Solvency II* e IDD) e con le linee di vigilanza statunitensi (modello NAIC–SEC basato sulla *disclosure* e sul principio del *caveat emptor*). L’analisi comparativa consentirà non solo d’identificare eventuali correlazioni tra produzione normativa e dinamiche di mercato, ma anche di valutare le differenze tra i due modelli di regolazione: l’approccio europeo, fondato sull’armonizzazione e sulle tutele *ex ante*, e quello americano, maggiormente orientato all’informativa e alla responsabilità individuale. Pertanto, questa sezione rappresenta il cuore interpretativo dell’elaborato, ponendo le basi per le riflessioni conclusive e prospettiche che seguiranno.

L’obiettivo, dunque, è valutare se e in quale misura la produzione normativa, sia essa l’insieme delle riforme europee, in particolare l’implementazione di *Solvency II* e della IDD, sia l’assetto regolativo statunitense, caratterizzata dalla supervisione statale coordinata dalla NAIC e dal ruolo federale della SEC su prodotti finanziarizzati, si rifletta in movimenti osservabili delle grandezze di mercato individuate, cioè premi di ramo III in Italia, quota assicurativa nei portafogli delle famiglie italiane e premi *life* e *annuities* negli Stati Uniti. Per inquadrare l’obiettivo di fondo di questa analisi, è opportuno ricordare che qualità e credibilità delle istituzioni regolatorie favoriscono lo sviluppo dei mercati finanziari, riducendo problemi di asimmetria informativa e opportunismo e aumentando la partecipazione degli investitori al mercato²³⁸. Analogamente, teorie più generali sul ruolo delle istituzioni segnalano che la riduzione dell’incertezza tramite regole e meccanismi di tutela stimola l’attività economica e finanziaria²³⁹.

Ripercorrendo ora i dati sul ramo III in Italia, è possibile osservare tre elementi empirici rilevanti: periodo di forte espansione (biennio 2014–2015 e rimbalzo 2021–2024), fase di correzione (2016, 2018, 2019 e 2022) e forte volatilità percentuale rispetto agli aggregati vita tradizionali. Questo andamento deve essere letto congiuntamente alla sequenza normativa europea: la fase di forte crescita del biennio 2014–2015 precede l’entrata in vigore di *Solvency II* (1° gennaio 2016) e l’attuazione dell’IDD (2018). In primo luogo, emergono, a livello descrittivo, due interpretazioni non esclusive. La prima è quella di un effetto anticipazione e adeguamento dove operatori e distributori, in vista dell’entrata in vigore di regole più stringenti su *governance*, *reporting* e requisiti di capitale, possono aver spinto commercialmente offerte e prodotti *unit linked* prima della piena applicazione della regola, determinando un picco di raccolta nel biennio 2014–2015. La seconda interpretazione richiama fattori non regolatori che agiscono in parallelo come il contesto di tassi d’interesse molto

²³⁸ LA PORTA, R., LOPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R., *Law and Finance*, in *Journal of Political Economy*, 1998

²³⁹ SHLEIFER, A., VISHNY, R. W., *A Survey of Corporate Governance*, in *Journal of Finance*, 1997

bassi e la crescente competitività della *bancassurance* hanno aumentato l'offerta e l'attrattività commerciale delle *unit linked*, favorendone la diffusione in quegli anni. Dopo l'entrata in vigore di *Solvency II*, in aggiunta, si osserva una correzione nel 2016 dove i premi di ramo III calano sensibilmente. Ciò è spiegabile secondo due motivazioni. La prima consiste nell'adattamento del mercato alle nuove regole prudenziali che ha comportato ricalibramenti di prodotto e pricing. La seconda, invece, in una fase di normalizzazione dopo la "spinta" commerciale pre-regolamentare²⁴⁰. Questo profilo è coerente con la dinamica che evidenzia come le riforme prudenziali producano effetti transitori di riallocazione e aggiustamento dei portafogli²⁴¹. Il forte rimbalzo osservato nel 2021 e la successiva fluttuazione, rispettivamente con la contrazione del 2022 dovuta a volatilità e inflazione e con la ripresa del 2024, mostrano come i fattori macroeconomici (tassi d'interesse, inflazione, pandemia) modulino in modo significativo la risposta del mercato anche oltre la sfera regolatoria. In breve, la normativa appare un fattore condizionale, cioè aumenta la probabilità che una certa domanda latente si traduca in raccolta effettiva, ma l'effetto è fortemente mediato dalle condizioni di mercato.

Nel mercato statunitense, invece, i premi di *life* e delle *annuities* mostrano una crescita strutturale più regolare e meno dipendente da picchi anticipatori di riforme. Qui la dinamica è guidata da vari fattori istituzionali, come incentivi fiscali, struttura della previdenza privata e ruolo centrale delle *annuities* nella pianificazione del reddito da pensione²⁴². Questo spiega perché la raccolta di questi strumenti abbia una traiettoria di crescita relativamente continua, con fluttuazioni chiaramente legate a condizioni macro (tassi d'interesse, inflazione, *shock* pandemici) ma non consolidate su singoli eventi normativi federali paragonabili a *Solvency II*²⁴³. Inoltre, la sovrapposizione di competenze tra vigilanza statale (NAIC) e federale (SEC per le *variable annuities*) significa che la tutela dell'investitore americano si esprime spesso tramite *disclosure* del prodotto e requisiti di registrazione, piuttosto che tramite un'unica riforma prudenziale uniforme. Tale assetto favorisce una crescita delle offerte finanziarizzate purché la *disclosure* sia ritenuta efficace e i vantaggi fiscali rimangano attrattivi. La combinazione d'incentivi fiscali e di una tradizione di mercato più *risk-oriented* ha contribuito alla dimensione strutturale delle *annuities* negli USA.

Confrontando i due casi emergono tre ordini di osservazioni. In Italia, il passaggio verso un quadro prudenziale più stringente (*Solvency II*) è stato un evento dirompente e visibile nel calendario, con possibili effetti anticipatori e di ricalibrazione del mercato. Negli USA, invece, la regolazione è più frammentata e continua, per cui l'impatto sulle raccolte appare più graduale e integrato con

²⁴⁰ Arrow, K. J., *Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care*, in *American Economic Review*, 1963

²⁴¹ LA PORTA, R., LOPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R., *Law and Finance*, in *Journal of Political Economy*, 1998

²⁴² POTERBA, J. M., *Annuity Markets and Retirement Security*, in *The Journal of Applied Public Economics*, 2005

²⁴³ BROWN J. R., POTERBA, J. M., *Household Demand for Variable Annuities*, NBER Working Paper, 2006

incentivi fiscali e previdenziali. Ciò sottolinea il ruolo della tempistica e della natura degli *shock* di vario genere, in particolare di quelli normativi. Inoltre, è centrale il ruolo dei meccanismi di trasmissione della normativa verso il mercato. L'armonizzazione e le garanzie *ex-ante* europee, inoltre, possono ridurre l'incertezza percepita e favorire l'ingresso d'investitori prudenti in prodotti a contenuto finanziario, ma possono anche produrre effetti di aggiustamento temporanei sul lato dell'offerta sottoforma di prezzi e garanzie. Il modello USA, basato su *disclosure* e incentivi, agisce, invece, in modo più diretto sulla decisione d'acquisto basata sulla trasparenza e sul vantaggio fiscale, generando una base più ampia e stabile di domanda per *annuities*²⁴⁴. In breve, le regole contano, ma, riflettendo sull'interazione tra normativa e fattori macroeconomici, il loro effetto osservabile sui premi è fortemente condizionato dalle variabili di controllo analizzate precedentemente: PIL, tassi d'interesse, inflazione, volatilità. Ciò spiega perché in Italia si siano visti picchi strettamente correlati a fasi normative e politiche commerciali, mentre negli USA la crescita di lungo periodo riflette una struttura d'incentivi e un mercato previdenziale più consolidato.

Le evidenze sin qui ricavate, dunque, mostrano movimenti e coincidenze temporali tra interventi regolatori e dinamiche di raccolta, ma non possono per loro natura costituire prova di causalità. Le possibili fonti d'instabilità come *shocks* macroeconomici, innovazione di prodotto e strategie commerciali richiedono analisi econometriche specifiche di *break-point detection* e di *Value at Risk* (VaR) con variabili di controllo per isolare l'effetto regolatorio. Inoltre, la diversa granularità e natura delle fonti impone cautela nell'aggregazione, poiché la stessa raccolta è definita e contabilizzata in modo non identico nei due contesti, rendendo opportuno l'uso di indicatori comparabili e di controlli di robustezza²⁴⁵. Sintetizzando, i dati esaminati suggeriscono che la produzione normativa ha un ruolo rilevante nell'orientare la partecipazione al mercato assicurativo, ma tale ruolo è caratterizzato da due proprietà fondamentali: è influenzato dalle condizioni macroeconomiche e dall'offerta commerciale e assume modalità diverse a seconda dell'assetto istituzionale, cioè armonizzazione e protezione *ex-ante* in Europa e *disclosure* e incentivi negli USA²⁴⁶.

In conclusione, l'analisi comparata dei dati relativi ai premi raccolti in Italia, alla quota assicurativa nei portafogli delle famiglie italiane e ai premi raccolti negli Stati Uniti consente di trarre alcune considerazioni di rilievo. I dati italiani mostrano un'elevata volatilità dei premi di ramo III, con picchi di crescita e fasi di correzione, dinamica che s'inserisce temporalmente a ridosso dell'entrata in vigore delle principali riforme europee (*Solvency II* e IDD). La coincidenza tra tali

²⁴⁴ GUIO, L., SAPIENZA, P., ZINGALES, L., *Trusting the Stock Market*, in *Journal of Finance*, 2008

²⁴⁵ SHLEIFER, A., VISHNY, R. W., *A Survey of Corporate Governance*, in *Journal of Finance*, 1997

²⁴⁶ LA PORTA, R., LOPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R., *Law and Finance*, in *Journal of Political Economy*, 1998

interventi normativi e i movimenti di mercato suggerisce che la regolamentazione abbia influito, direttamente o indirettamente, sulle scelte di famiglie e operatori, anche se tali effetti s'intrecciano con fattori macroeconomici e commerciali. La quota assicurativa nei portafogli delle famiglie italiane mostra, invece, un *trend* più lineare di consolidamento: dal 10/12% dei primi anni fino a valori stabilmente superiori al 18/20% nella seconda metà del periodo, con una contrazione temporanea durante la pandemia. Questo andamento conferma che l'*asset* assicurativo è ormai una componente strutturale del risparmio delle famiglie, sostenuta sia da fattori regolativi, che ne hanno aumentato la trasparenza e la comparabilità, sia da dinamiche macroeconomiche e di offerta. Negli Stati Uniti, la raccolta premi, invece, si presenta più stabile e con una crescita cumulata del 40% circa tra 2012 e 2024. Qui l'effetto della normativa non si manifesta con la stessa visibilità cronologica che in Europa, ma attraverso un sistema d'incentivi fiscali e un quadro regolatorio basato su *disclosure* e vigilanza diffusa, che hanno garantito una partecipazione costante e resiliente al comparto delle *annuities*.

In sintesi, è possibile affermare che i dati confermano la tesi ipotizzata: la produzione normativa, pur interagendo con variabili macroeconomiche e strutturali, contribuisce a rafforzare la fiducia degli investitori e a incentivare la partecipazione al mercato assicurativo. L'effetto appare più diretto e visibile nel caso italiano, dove le riforme europee coincidono con fasi di espansione e consolidamento, mentre negli Stati Uniti agisce in modo più diffuso e di lungo periodo, riflettendo la diversa architettura regolativa²⁴⁷.

4.3 Prospettive future: l'Arbitro Assicurativo

Il percorso sin qui sviluppato ha messo in luce come la produzione normativa e i presidi regolatori abbiano inciso in modo significativo sulla partecipazione degli investitori al mercato assicurativo. Dopo aver osservato gli effetti delle riforme europee di *Solvency II* e *IDD*, della vigilanza comparata tra Europa e Stati Uniti e delle dinamiche empiriche di raccolta premi e allocazione nei portafogli, l'ultimo passo di questo elaborato non può che riguardare le nuove frontiere della regolazione. In questo quadro, l'istituzione dell'Arbitro Assicurativo con il Decreto interministeriale n. 215 del 6 novembre 2024 rappresenta il naturale sviluppo del disegno europeo:

²⁴⁷ LA PORTA, R., LOPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R., *Law and Finance*, in *Journal of Political Economy*, 1998

un presidio *ex post* che si affianca alle tutele *ex ante* di *governance* prudenziale con *Solvency II* e di condotta distributiva con IDD e POG. L'AAS (Arbitro Assicurativo) mira, difatti, a rafforzare la fiducia degli assicurati attraverso un meccanismo rapido, accessibile e specialistico di risoluzione delle controversie, ponendosi come terzo pilastro accanto agli strumenti amministrativi e giurisdizionali già esistenti²⁴⁸. Affrontare il tema dell'Arbitro significa, dunque, leggere la sua introduzione non come un episodio isolato, ma come parte integrante di un processo di evoluzione normativa che ha progressivamente esteso la tutela del consumatore dalla prevenzione attraverso la *Product Oversight and Governance* e regole di trasparenza e correttezza alla gestione del conflitto già insorto. Quest'ultima fase dell'elaborato propone d'inquadrare l'Arbitro Assicurativo nella cornice teorica e normativa europea, evidenziandone i principi ispiratori e le potenziali criticità applicative, così da coglierne la portata sistemica nel percorso di rafforzamento della fiducia e della partecipazione al mercato assicurativo.

Per affrontare il tema, è opportuno dare alcune definizioni. Partendo dal sistema ADR (*Alternative Dispute Resolution*), questo si riferisce ai sistemi di Risoluzione Alternativa delle Controversie, che offrono procedure extragiudiziali per risolvere le dispute tra parti. Sono metodi e procedure per risolvere le controversie al di fuori del sistema giudiziario tradizionale, con l'aiuto di un terzo neutrale con l'obiettivo di rendere la risoluzione delle controversie più semplice, rapida e meno costosa, sia per i consumatori che per le imprese. Questi includono la mediazione, la negoziazione, l'arbitrato e la conciliazione e permettono di evitare i tempi e i costi dei processi giudiziari, permettendo alle parti di trovare soluzioni extragiudiziali. Sulla rotta tracciata dal meccanismo ADR, è stato anche istituito l'ODR (*Online Dispute Resolution*, o Risoluzione online delle controversie), cioè una piattaforma europea che permetteva a consumatori e professionisti di risolvere controversie nate dalla sottoscrizione di contratti online, collegandosi tramite un organismo di risoluzione alternativa delle controversie (l'ADR). Tuttavia, la piattaforma ODR è stata dismessa il 20 luglio 2025²⁴⁹. Dunque, non è più possibile presentare reclami tramite questo sistema, ovvero un sito *web* gestito dalla Commissione Europea per la risoluzione extragiudiziale delle controversie e serviva a facilitare la risoluzione delle dispute tra consumatori e aziende per contratti di vendita *online*. Nonostante la semplice procedura che consisteva nel fatto che il consumatore si collegava alla piattaforma, sceglieva un organismo di risoluzione alternativa delle controversie e attivava la procedura di risoluzione *online*, tale meccanismo di risoluzione delle controversie stragiudiziali, è stato soppresso.

²⁴⁸ BARTOLINI, F., *L'Arbitro Assicurativo: prime riflessioni sul Regolamento attuativo (d.m. n. 215/2024)*, 2025

²⁴⁹ Regolamento (UE) 2024/3228 del 19 dicembre 2024

Ciononostante, ora è possibile esaminare il regolamento attuativo dell'Arbitro Assicurativo collocandolo nel sistema ADR delineato dagli artt. 141 ss. Codice del consumo e dall'art. 187 Codice delle assicurazioni. L'AAS è un ODR settoriale soggetto alle garanzie generali d'indipendenza, trasparenza e celerità a presidio di un'ampia utenza. Tale meccanismo ricomprende tutte le controversie da contratti assicurativi, ma sono escluse quelle relative ai sinistri gestiti dai fondi di garanzia "strada" e "caccia" e per valore fino a 300.000 € nelle polizze vita a evento morte e 150.000€ negli altri rami vita. Nei danni, invece, 2.500 € per l'azione diretta del terzo in RC e 25.000€ negli altri casi. La procedura per accedere a questo strumento giuridico è improntata alla documentazione scritta con possibile audizione delle parti solo nelle RC danni, ma esclude perizie d'ufficio, testimonianze, filtro di ammissibilità del Presidente, termini perentori e decisione eseguibile entro 30 giorni pena pubblicazione dell'inadempienza. La composizione dell'Arbitro Assicurativo si articola in collegi di cinque membri: tre designati da IVASS (l'istituto di vigilanza del mercato assicurativo italiano), uno dalle imprese private che operano sul mercato e uno dal CNCU (il Consiglio Nazionale dei Consumatori e degli Utenti, cioè un ente pubblico che rappresenta a livello nazionale le associazioni dei consumatori e degli utenti). Tali membri possiedono requisiti elevati di onorabilità e professionalità e mandati differenziati con potere di revoca IVASS. L'AAS replica quasi integralmente l'Arbitro Finanziario Bancario (sistema, alternativo alla giustizia civile, per la risoluzione delle controversie che possono sorgere tra i clienti e le banche, o gli altri intermediari, in materia di operazioni e servizi bancari e finanziari), ma i diritti in gioco, in particolare nell'assicurazione salute, suggerirebbero un modello più vicino alla giurisdizione con maggiore istruttoria di fatto. L'attuale divieto di dichiarare l'invalidità di clausole e l'assenza di perizie, tuttavia, potrebbero generare distorsioni e servono protocolli tra ODR per evitare conflitti di competenza come per le polizze connesse a finanziamenti²⁵⁰. Nel quadro europeo, l'Arbitro Assicurativo, dunque, è un presidio *ex post* che completa i presidi *ex ante* di *governance* prudenziale e condotta, regole di distribuzione e tutela comportamentale, *target market* e *Value for Money* per il cliente.

In sintesi, l'AAS realizza il passaggio da trasparenza e correttezza *ex ante* a un rimedio celere e specializzato *ex post*, che dovrà però misurarsi con l'intensità probatoria tipica dei sinistri e con l'esigenza di effettività della tutela sostanziale in materia di persona, anche se le soglie monetarie espresse precedentemente potrebbero risultare troppo restrittive rispetto alla tipica dimensione dei danni alla persona²⁵¹.

Scendendo nel particolare di tale presidio di tutela *ex post* nel quadro europeo, l'istituzione dell'Arbitro Assicurativo rappresenta l'introduzione di un organismo ADR settoriale specificamente

²⁵⁰ BARTOLINI, F., *L'Arbitro Assicurativo: prime riflessioni sul Regolamento attuativo (d.m. n. 215/2024)*, 2025

²⁵¹ BARTOLINI, F., *L'Arbitro Assicurativo: prime riflessioni sul Regolamento attuativo (d.m. n. 215/2024)*, 2025

dedicato alle controversie derivanti dai contratti di assicurazione, con competenza estesa a soggetti eterogenei, come consumatori, professionisti e terzi legittimati, e assume la fisionomia di un Terzo pilastro di tutela accanto agli strumenti amministrativi e giurisdizionali tradizionali²⁵². Sul piano normativo l'AAS si colloca, e dovrebbe essere interpretato, alla luce di un duplice filone europeo: da un lato la disciplina prudenziale e di *governance* d'impresa volta a prevenire il rischio sistemico e a preservare la solvibilità, dall'altro le regole di distribuzione e condotta che impongono obblighi di cura, informazione e *product governance* che servono a orientare il disegno e la distribuzione dei prodotti assicurativi verso il soddisfacimento degli interessi dei clienti.

Il ragionamento regolatorio europeo si può, dunque, sintetizzare come un sistema a due livelli articolato in misure strutturali e organizzative che riducono la probabilità di danno come i requisiti di capitale, *governance* aziendale, processi di approvazione del prodotto e misure di monitoraggio e rimedi specializzati, rapidi e accessibili che intervengono quando il prodotto o la condotta hanno causato un conflitto reale tra impresa e cliente. L'IDD, in particolare, ha introdotto il requisito del *Product Oversight and Governance*, che obbliga *manufacturer* e distributori a definire *target market*, a valutare il *Value for Money* dei prodotti e a predisporre processi di monitoraggio post-vendita. Tale impostazione mira a ridurre l'asimmetria informativa e a prevenire la vendita di prodotti non idonei, riducendo così l'incidenza futura di contenzioso. Pertanto, il ruolo dell'Arbitro Assicurativo è letto come complemento necessario a queste misure *ex ante*, cioè strumento *ex post* che fornisce una via rapida, specializzata e meno costosa per ottenere una tutela giuridica concreta, laddove la prevenzione non sia stata sufficiente o non abbia evitato l'insorgenza del danno o della controversia. Tuttavia, l'analisi della disciplina attuativa²⁵³ evidenzia alcune criticità strutturali che condizionano la portata effettiva della tutela garantita dall'AAS. In primo luogo, i limiti valoriali per l'ammissibilità delle domande di 300.000€ per alcuni rami vita, di 150.000€ per altri rami vita e di soglie basse per i danni in responsabilità civile, con 2.500€ per l'azione diretta del terzo, appaiono non adeguati rispetto ai valori risarcitori effettivi tipici del contenzioso per danni alla persona. In secondo luogo, la procedura dell'Arbitro Assicurativo è prevalentemente documentale e non prevede poteri di acquisizione istruttoria paragonabili a quelli della giurisdizione perché vieta la perizia d'ufficio e le testimonianze orali e limita la possibilità di audizione. Ciò riduce la capacità dell'organo di accertare compiutamente i fatti materiali, elemento spesso cruciale nelle controversie assicurative relative a sinistri e coperture. Questa scelta procedurale privilegia rapidità e semplicità, ma può compromettere l'effettività della tutela quando la controversia richieda approfondimenti tecnici²⁵⁴.

²⁵² BARTOLINI, F., *L'Arbitro Assicurativo: prime riflessioni sul Regolamento attuativo (d.m. n. 215/2024)*, 2025

²⁵³ Decreto interministeriale n. 215 del 6 novembre 2024

²⁵⁴ BARTOLINI, F., *L'Arbitro Assicurativo: prime riflessioni sul Regolamento attuativo (d.m. n. 215/2024)*, 2025

Tale scelta trova giustificazione nella volontà di favorire l'accesso e la celerità sulla scia dell'esperienza positiva maturata presso l'Arbitro Bancario Finanziario (ABF), organismo che ha dimostrato efficienza in termini di tempi e di costi e che ha costituito un modello operativo efficiente per la regolazione di ADR settoriali²⁵⁵. Difatti, i dati dell'Arbitro Bancario Finanziario 2024, con una durata media delle procedure ridottasi a 114 giorni, sono citati a sostegno dell'opzione per una procedura rapida²⁵⁶. Dal confronto tra gli obiettivi *ex ante* della *Product Oversight and Governance* e la struttura *ex post* dell'Arbitro AAS emergono, dunque, due linee di rischio normative. *In primis*, se la POG è applicata in modo efficace dalle imprese e controllata con rigore dalle autorità riducendo la creazione e la diffusione di prodotti mal progettati, l'onere per l'Arbitro Assicurativo si limita ad attivare rimedi per i singoli contesti. Se, invece, POG e obblighi di condotta rimangono inapplicati o inefficaci, l'AAS rischia di trovarsi di fronte a un elevato numero di controversie complesse, anche di carattere tecnico e sanitario, per le quali l'impostazione documentale può rivelarsi insufficiente²⁵⁷.

La dottrina offre elementi utili per valutare possibili rimedi e raccomandazioni operative sottolineando la necessità di poteri istruttori più ampi per gli ODR assicurativi come perizie tecniche e acquisizione di fonti probatorie non documentali e suggeriscono di riallocare al regolatore strumenti di sorveglianza *ex post* che possano integrare l'attività conciliativa dell'Arbitro Assicurativo con protocolli tra ODR e Autorità di vigilanza per casi che implicano questioni sistemiche²⁵⁸. Infine, per garantire una effettiva complementarità tra misure *ex ante* (POG) ed *ex post* (AAS), è importante che le autorità di vigilanza implementino un approccio coerente attraverso una supervisione efficace della *Product Oversight and Governance* da parte delle autorità nazionali e di EIOPA e una analisi sistematica delle decisioni dell'AAS per individuare *pattern* di prodotto o di comportamento distributivo e misure correttive normative o di *enforcement*.

In conclusione, l'Arbitro Assicurativo amplia lo spettro dei rimedi disponibili per il consumatore assicurativo e rappresenta un naturale completamento del disegno europeo che combina prudenza d'impresa e tutela della clientela. Per tradurre, tuttavia, questa promessa in effettività occorrono un'applicazione stringente e verificabile dei requisiti POG da parte delle imprese e dei supervisori, un adeguamento delle soglie di valore e dei poteri istruttori dell'AAS, per far fronte alle peculiari esigenze del contenzioso assicurativo, e protocolli operativi tra ODR settoriali e Autorità nazionali per gestire conflitti di competenza e rilevare tematismi sistemici²⁵⁹.

²⁵⁵ BARTOLOMUCCI, P., *L'art. 187-ter c.ass. e l'istituzione di un organismo di risoluzione alternativa delle controversie assicurative*, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, 2021

²⁵⁶ BANCA D'ITALIA, *Relazione sull'attività dell'Arbitro Bancario Finanziario*, in www.bancaditalia.it, 2024

²⁵⁷ CANDIAN, A., *L'Arbitro per le Controversie assicurative*, in *Trattato di diritto dell'arbitrato*, 2020

²⁵⁸ SOLDATI, N., *Il terzo pilastro ADR presso le autorità indipendenti: l'arbitro IVASS*, in *Assicurazioni*, 2023

²⁵⁹ BARTOLINI, F., *L'Arbitro Assicurativo: prime riflessioni sul Regolamento attuativo (d.m. n. 215/2024)*, 2025

CONCLUSIONE

L'elaborato s'interroga se la produzione normativa in ambito assicurativo, attraverso i suoi strumenti di tutela del consumatore, incide sulla fiducia degli investitori e, conseguentemente, sulla loro partecipazione al mercato assicurativo. Tale quesito s'inserisce nel contesto di un settore, quello assicurativo, che negli ultimi quindici anni ha visto una trasformazione radicale: da comparto prevalentemente orientato alla protezione dai rischi, a strumento rilevante di gestione del risparmio e di allocazione finanziaria di lungo periodo.

Nel primo capitolo è stato analizzato il quadro normativo europeo con particolare attenzione alle direttive *Solvency II* e *IDD* che hanno ridisegnato i presidi prudenziali e di condotta, rafforzando gli istituti di tutela del consumatore. Il secondo capitolo ha ampliato lo sguardo al contesto statunitense, caratterizzato da un modello di vigilanza frammentato ma consolidato, basato sulla *disclosure* e sul principio del *caveat emptor*. In questa prospettiva comparata, sono emerse due filosofie regolative differenti: l'Europa, orientata alle tutele *ex ante* e all'armonizzazione, e gli Stati Uniti, focalizzati sulla responsabilità individuale e sull'informazione al mercato. Il terzo capitolo, invece, ha rappresentato il cuore empirico della ricerca. Sono state definite le tre variabili di premi raccolti in Italia (ramo III), quota assicurativa nei portafogli delle famiglie italiane e premi raccolti negli Stati Uniti, osservandone l'andamento nel periodo 2010–2024 sulla base dei dati ufficiali di ANIA, CONSOB e ACLI. L'analisi ha messo in evidenza un incremento complessivo della partecipazione assicurativa, ma con differenze tra i due contesti. È evidente una maggiore volatilità e ciclicità in Italia e una maggiore stabilità e crescita lineare negli Stati Uniti. In entrambi i casi, gli *shock* macroeconomici come crisi del debito sovrano, pandemia, inflazione, politica monetaria ultra-espansiva e successivo rialzo dei tassi hanno inciso in modo significativo sui *trend* osservati. Il quarto capitolo, infine, ha fornito un commento critico dei dati, evidenziando come la tesi di fondo trovi la conferma che la regolazione ha contribuito ad accrescere la fiducia e la partecipazione degli investitori, soprattutto in Italia, dove le riforme europee hanno coinciso con fasi di espansione del ramo III e di consolidamento della quota assicurativa nei portafogli delle famiglie. Tuttavia, questa correlazione non è netta, poiché gli effetti della produzione normativa s'intrecciano con variabili esogene che, in alcuni periodi, hanno attenuato o addirittura invertito il *trend*.

D'altro canto, se la regolazione ha avuto un ruolo positivo nel rafforzare la fiducia degli investitori, occorre interrogarsi sulla qualità e sostenibilità della produzione normativa. Negli ultimi quindici anni si è assistito a una stratificazione crescente di norme europee in materia finanziaria e

assicurativa: dalla direttiva *Solvency II* ai regolamenti PRIIPs e SFDR, fino alla direttiva IDD e agli sviluppi più recenti legati alla *Retail Investment Strategy*. Questa proliferazione ha generato un rischio d'ipertrofia regolatoria che sottolinea come l'eccesso di norme e di adempimenti possa tradursi in scarsa leggibilità e in un aumento dei costi di *compliance* per gli intermediari. Gli esempi concreti sono numerosi dai molteplici atti delegati e regolamenti tecnici di *Solvency II* agli RTS sui PRIIPs, dai requisiti di POG dell'IDD ai documenti informativi richiesti in sede di distribuzione. Questi strumenti, pur concepiti per rafforzare la tutela, hanno spesso prodotto oneri amministrativi rilevanti che rischiano di tradursi in barriere all'innovazione e in un aggravio competitivo per gli operatori più piccoli compromettendo la libera concorrenza, pilastro portante dell'Unione Europea. Negli ultimi anni, il quadro normativo europeo in ambito bancario e finanziario si è notevolmente ampliato. Oltre alle norme di livello 1 si è assistito a una crescente proliferazione di atti di livello 2, come *standard* tecnici di regolamentazione e attuazione, e di livello 3, che includono le norme di *soft law* come orientamenti, raccomandazioni e pareri. Quest'ultima categoria è problematica perché è interpretata e applicata in modo disomogeneo nei diversi Stati membri, generando distorsioni e incertezza giuridica. L'ipertrofia normativa incide negativamente sulla competitività del settore finanziario europeo, poiché le norme risultano non solo numerose, ma anche complesse, costose da applicare e difficili da interpretare. Gli obblighi di *compliance* gravano in misura crescente sugli intermediari, riducendo la loro capacità di competere con operatori extra-Ue o con soggetti europei soggetti a interpretazioni più flessibili della normativa. Le norme di livello 3, pur formalmente non vincolanti, creano obblighi che sono applicati in modo diverso da Paese a Paese e questo campo da gioco diseguale penalizza alcuni operatori e altera la concorrenza nel mercato unico. In tal senso, urge semplificazione e stabilizzazione del quadro normativo attraverso il riesame dell'intero *corpus* legislativo esistente per eliminare ridondanze, consolidare le fonti e rafforzare l'accordo interistituzionale. È necessario rafforzare la trasparenza e la consultazione nelle norme di livello 2 e 3 e una revisione dei regolamenti istituiti delle autorità europee di vigilanza (Eba, Esma ed Eiopa), limitando il ricorso alle raccomandazioni e agli orientamenti con il rafforzamento del *Comply or explain*: meccanismo che chiarisce i margini di discrezionalità consentiti e garantisce parità tra operatori degli Stati membri²⁶⁰.

A questa stratificazione si è aggiunta la *Retail Investment Strategy* (RIS), presentata nel 2023, che rappresenta il tentativo della Commissione europea di uniformare ulteriormente la disciplina della distribuzione *retail*. I principi cardine della RIS si concentrano sul concetto di *Value for Money*, sull'uso di strumenti di comparazione (*peer grouping*) e sulla centralità della trasparenza. Tuttavia,

²⁶⁰ EUROPEAN COMMISSION, *Better Regulation: Less is More: Proposals to simplify and improve european rule-making in the financial services sector*, in www.ebf.eu, 2025

tali innovazioni presentano non pochi profili critici. In particolare, il dibattito su *benchmark* e *peer grouping* ha sollevato preoccupazioni, poiché, anche se mira a garantire maggiore comparabilità tra prodotti, rischia d'introdurre criteri rigidi che non tengono conto delle peculiarità di ciascuna categoria di strumenti. In breve, vi è il pericolo che la standardizzazione finisca per ridurre la varietà dell'offerta, limitando l'adattabilità dei prodotti alle esigenze dei diversi segmenti di clientela²⁶¹.

La questione centrale diventa, dunque, quella di comprendere le implicazioni sistemiche di un eccesso di regolazione. In questa direzione, l'Europa rischia di trovarsi in una posizione di svantaggio competitivo rispetto ad altre giurisdizioni, come Stati Uniti e Regno Unito, se insiste su un approccio iper-regolatorio che penalizza la flessibilità degli intermediari e riduce l'attrattività dei mercati. Questa considerazione s'inserisce in un dibattito più ampio in quanto, mentre in Europa si è sviluppata una regolazione difensiva e pervasiva in reazione alle crisi, negli Stati Uniti si è mantenuto un modello più snello, basato sulla *disclosure* e sulla responsabilità individuale. Il risultato è che, mentre l'Europa appare eccessivamente gravata da adempimenti, gli Stati Uniti riescono a garantire competitività e attrattività per gli investitori internazionali, pur mantenendo *standard* di tutela elevati.

Tuttavia, la necessità di razionalizzare la regolamentazione potrebbe sfociare nella propensione alla deregolamentazione. Questa s'impose negli USA come approccio dominante al disegno delle regole finanziarie a partire dagli anni '80 e si fondava su un assioma: i mercati sono efficienti quanto più ogni operatore si muove in un'architettura di regole che gli consente di sfruttare al meglio le sue capacità cognitive, essendo in possesso del miglior patrimonio informativo a disposizione. Pertanto, la regolamentazione ideale divenne quella per cui basta individuare opportuni coefficienti di capitale e di liquidità. Con queste motivazioni fu erosa la tradizionale regolamentazione strutturale in favore di un'architettura normativa che, secondo Greenspan (2002), ha prodotto un sistema finanziario molto più efficiente e, allo stesso tempo, più resiliente di quello esistente. In breve, si realizzava il sogno del supervisore, ovvero creare regole che producono efficienza e stabilità. La Grande Crisi Finanziaria del 2008 mostrò empiricamente che il sogno era un'illusione basata su un assioma errato: le scelte del banchiere non sono sempre razionali e il suo patrimonio informativo non è sempre il migliore. Inoltre, quando il ricordo di una Grande Crisi scompare dalla memoria dei cittadini, l'opportunismo ricompare più facilmente sulla scena e la deregolamentazione finanziaria può tornare a essere la parola d'ordine²⁶². Questa tendenza solleva interrogativi anche per l'Ue, chiamata a valutare se e come rispondere per evitare svantaggi competitivi. Esistono motivi per cui l'Europa non dovrebbe

²⁶¹ CRISCIONE, *Test di adeguatezza per gli investimenti senza banchmark*, in *Il Sole 24 Ore* n. 1074, Sabato 17 Maggio 2025

²⁶² MASCIANDARO, D., *Falchi e Colombe*, in *Il Sole 24 Ore*, 2025

muoversi nella stessa direzione e l'obiettivo deve essere il miglioramento delle regole puntando sulla semplificazione²⁶³.

Sul piano teorico, la regolazione eccessiva come forma di regolazione difensiva rischia di generare disfunzionalità piuttosto che benefici. In un contesto caratterizzato da rapide innovazioni tecnologiche e da una crescente integrazione dei mercati, la rigidità normativa rischia, infatti, d'impedire agli operatori di adattarsi e di ridurre la capacità del sistema di attrarre capitali²⁶⁴. Dunque, se da un lato è indubbio che la presenza di regole chiare rafforzi la protezione degli investitori *retail*, dall'altro un eccesso regolatorio può avere l'effetto opposto, alimentando sfiducia e percezione di complessità insormontabile. Pertanto, la capacità di attrarre risparmio e capitali, operando in un mercato globale, dipende non solo dal livello di tutela ma anche dalla semplicità e dall'efficienza del quadro normativo.

Alla luce di queste considerazioni, risulta evidente che non è il numero delle norme a garantire una tutela effettiva, bensì la loro qualità, proporzionalità e semplicità. Una regolazione che sappia essere chiara, comprensibile e calibrata rispetto agli obiettivi da perseguire rappresenta la strada maestra per conciliare le esigenze di protezione degli investitori con quelle di competitività del sistema.

²⁶³ PANETTA, F., *Considerazioni finali del Governatore su Relazione annuale sul 2024*, in www.bancaditalia.it, 2025

²⁶⁴ CAPRIGLIONE, F., *Crisi di sistema e innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio*, Cedam, 2006

BIBLIOGRAFIA

- ACLI, *Life Insurers Fact Book*, in *www.acli.com*, 2013
- ACLI, *Life Insurers Fact Book*, in *www.acli.com*, 2014
- ACLI, *Life Insurers Fact Book*, in *www.acli.com*, 2015
- ACLI, *Life Insurers Fact Book*, in *www.acli.com*, 2016
- ACLI, *Life Insurers Fact Book*, in *www.acli.com*, 2017
- ACLI, *Life Insurers Fact Book*, in *www.acli.com*, 2018
- ACLI, *Life Insurers Fact Book*, in *www.acli.com*, 2019
- ACLI, *Life Insurers Fact Book*, in *www.acli.com*, 2020
- ACLI, *Life Insurers Fact Book*, in *www.acli.com*, 2021
- ACLI, *Life Insurers Fact Book*, in *www.acli.com*, 2022
- ACLI, *Life Insurers Fact Book*, in *www.acli.com*, 2023
- ACLI, *Life Insurers Fact Book*, in *www.acli.com*, 2024
- ADDABBO, S., *Intermediazione assicurativa e cooperazione attuativa nelle dinamiche contrattuali*, in *Diritto del mercato assicurativo e finanziario*, 2017
- ALPA, G., MARICONDA, V. (a cura di), *Codice dei contratti commentato*, Wolters Kluwer, 2025
- ALTOMONTE, C., *La distribuzione assicurativa. Spunti di riflessione alla luce del regolamento IVASS n.40 del 2 agosto 2018*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2019
- AMOROSINO, S., DESIDERIO, L. (a cura di), *Il nuovo codice delle assicurazioni. Commento sistematico*, Giuffrè, Milano, 2006
- ANGELONE, M., *Diritto privato “regolatorio”, conformazione dell’autonomia negoziale e controllo sulle discipline eteronome dettate dalle “authorities”*, in *Nuove Autonomie*, 2017
- ANIA, *L’Assicurazione italiana 2010-2011*, in *www.ania.it*, 2011
- ANIA, *L’Assicurazione italiana 2011-2012*, in *www.ania.it*, 2012
- ANIA, *L’Assicurazione italiana 2013-2014*, in *www.ania.it*, 2014
- ANIA, *L’Assicurazione italiana 2014-2015*, in *www.ania.it*, 2015

- ANIA, *L'Assicurazione italiana 2015-2016*, in www.ania.it, 2016
- ANIA, *L'Assicurazione italiana 2016-2017*, in www.ania.it, 2017
- ANIA, *L'Assicurazione italiana 2017-2018*, in www.ania.it, 2018
- ANIA, *L'Assicurazione italiana 2018-2019*, in www.ania.it, 2019
- ANIA, *L'Assicurazione italiana 2019-2020*, in www.ania.it, 2020
- ANIA, *L'Assicurazione italiana 2020-2021*, in www.ania.it, 2021
- ANIA, *L'Assicurazione italiana 2022-2023*, in www.ania.it, 2022
- ANIA, *L'Assicurazione italiana 2022-2023*, in www.ania.it, 2023
- ANIA, *L'Assicurazione italiana 2024-2025*, in www.ania.it, 2024
- ANIA, *Rapporto annuale sul mercato assicurativo italiano*, in www.ania.it, 2024
- ARROW, K. J., *Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care*, in *American Economic Review*, 1963
- BABEL, D. F., MERRILL, C. B., *Rational Decumulation*, Wharton Financial Institutions Center, Filadelfia, 2006
- BABEL, D. F., SANTOMERO, A. M., *Risk Management by Insurers: An Analysis of the Process*, in *Journal of Risk and Insurance*, 1997
- BALSAMO, A., TAGNANI, M., *Solvency II. L'avvio del nuovo regime di vigilanza prudenziale nel settore assicurativo*, in *Contr. impr. Eur.*, 2016
- BANCA D'ITALIA, *Relazione sull'attività dell'Arbitro Bancario Finanziario*, in www.bancaditalia.it, 2024
- BARBERIS, N., THALER, R., *A Survey of Behavioral Finance*, in *Handbook of the Economics of Finance*, Elsevier, Amsterdam, 2003
- BARTOLINI, F., *L'Arbitro Assicurativo: prime riflessioni sul Regolamento attuativo (d.m. n. 215/2024)*, 2025
- BARTOLOMUCCI, P., *L'art. 187-ter c.ass. e l'istituzione di un organismo di risoluzione alternativa delle controversie assicurative*, in *Nuove Leggi Civili Commentate*, 2021
- BERTI DE MARINIS, G., *Le assicurazioni*, in CICU, A., MESSINEO, F., MENGONI, L. (a cura di), *Trattato di diritto civile e commerciale*, Giuffrè, Milano, 2021
- BERTI DE MARINIS, G., *Contratti dei mercati regolamentati: norme imperative e conformazione*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2019
- BERTI DE MARINIS, G., *Pandemia ed adeguatezza dei poteri regolatori delle Autorità di supervisione europee*, in *Actualidad Juridica Iberoamericana*, 2020

- BERTI DE MARINIS, G., *Regolamentazione del mercato finanziario e principio di trasparenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2016
- BIN, M. (a cura di), *Commentario al codice delle assicurazioni*, Cedam, 2014
- BIRDTHISTLE, W., MORLEY, J., *Research Handbook on the Regulation of Mutual Funds*, Edward Elgar Publishing, Cheltenham, 2018
- BONGINI, P., DI BATTISTA, M., NIERI, L., PATARNELLO, A., *Il sistema finanziario. Funzioni, istituzioni, strumenti e servizi*, Il Mulino, Bologna, 2004
- BRIZI, E., *Le nuove categorie normative in materia di prodotti assicurativi finanziari*, in *Danno rep.*, 2019
- BROWN, J. R., POTERBA, J. M., *Household Demand for Variable Annuities*, NBER Working Paper, 2006
- BROWN, J. R., *Private Pensions, Mortality Risk, and the Decision to Annuitize*, in *Journal of Political Economy*, 2001
- BROWN, J. R., WARSHAWSKY, M. J., *The Life Care Annuity: A New Empirical Examination of an Insurance Innovation*, in *Journal of Risk and Insurance*, 2013
- BUTERA, S., MONTEMAGGIORI, F., *La governance delle imprese di assicurazione secondo il principio di proporzionalità. Fondamenti internazionali ed europei e regole nazionali*, in *Ass.*, 2018
- CAMEDDA, R., *La product oversight and governance dei prodotti assicurativi: un primo sguardo al Regolamento IVASS n. 45 del 4 agosto 2020*, in *www.giustiziacivile.com*, 2020
- CAMEDDA, R., *La Product Oversight and Governance nel sistema di governo societario dell'impresa di assicurazione*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2021
- CAMPBELL, J. Y., *Household Finance*, in *Journal of Finance*, 2006
- CANDIAN, A., CARRIERO, G., *Codice delle assicurazioni private*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2014
- CANDIAN, A., *L'Arbitro per le Controversie assicurative*, in *Trattato di diritto dell'arbitrato*, 2020
- CANDIAN, A., PACI, A., *Manuale di tecnica delle assicurazioni*, Giuffrè, Milano, 2002
- CAPRIGLIONE, F., *Crisi di sistema e innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006
- CAPRIGLIONE, F. (a cura di), *I contratti dei risparmiatori*, Giuffrè, Milano, 2013
- CAPRIGLIONE, F. (a cura di), *Il codice delle assicurazioni private*, Cedam, Padova, 2007
- CARNELL, R. S., MACEY, J. R., MILLER, G. P., *The Law of Financial Institutions* (5th ed.), Wolters Kluwer Law & Business, New York, 2013

- CASTIELLO, *Procedimenti formali e interventi informali di governo del credito*, in *Economia e credito*, 1980
- CIMARELLI, C., *POG: il value for money delle polizze unit linked nella prospettiva della Vigilanza europea*, in *Diritto bancario*, 2021
- CIOCCA, S., GUACCERO, R., *Servizi e attività di investimento*, in CERA, M., PRESTI, G. (a cura di), *Il Testo Unico finanziario*, Zanichelli, 2020
- COFFEE, J. C., *Gatekeepers: The Professions and Corporate Governance*, Oxford University Press, Oxford, 2006
- COLAERT, V., *Product Governance: Paternalism Outsourced to Financial Institutions?*, www.ssrn.com, 2019
- CONSOB, *Report on financial investments of Italian households*, in www.consob.it, 2015
- CONSOB, *Report on financial investments of Italian households*, in www.consob.it, 2016
- CONSOB, *Report on financial investments of Italian households*, in www.consob.it, 2017
- CONSOB, *Report on financial investments of Italian households*, in www.consob.it, 2018
- CONSOB, *Report on financial investments of Italian households*, in www.consob.it, 2019
- CONSOB, *Report on financial investments of Italian households*, in www.consob.it, 2020
- CONSOB, *Report on financial investments of Italian households*, in www.consob.it, 2021
- CONSOB, *Report on financial investments of Italian households*, in www.consob.it, 2022
- CONSOB, *Report on financial investments of Italian households*, in www.consob.it, 2024
- CORRIAS, P., *Dissesto dell'assicuratore e tutela contrattuale dell'assicurato*, Giuffrè, Milano, 2001
- CORRIAS, P., *Il contratto di capitalizzazione quale prodotto di investimento assicurativo*, in *Riv. giur. Sarda*, 2020
- CORRIAS, P., *Incidenza dell'impresa e conformazione del contratto di assicurazione*, in *Giustizia civile*, 2017
- CORRIAS, P., *La causa del contratto di assicurazione: tipo assicurativo o tipi assicurativi?*, in *Riv. dir. civ.*, 2013
- CORRIAS, P., *Le assicurazioni sulla vita*, in *Tratt. dir. civ. comm.*, 2020
- CORRIAS, P., *Profili generali della nuova disciplina recata dalla direttiva 2016/97/EU*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2018
- CRISCIONE, *Test di adeguatezza per gli investimenti senza banchmark*, in *Il Sole 24 Ore n. 1074*, Sabato 17 Maggio 2025

- CUMMINS, J.D., HARRINGTON, S., NIEHAUS, G., *Risk-Based Capital for Property-Liability Insurers*, 1993
- CUMMINS, J. D., WEISS, M. A., *Systemic Risk and the U.S. Insurance Sector*, in *Journal of Risk and Insurance*, 2014
- EUROPEAN COMMISSION, *Better Regulation: Less is More: Proposals to simplify and improve european rule-making in the financial services sector*, in www.ebf.eu, 2025
- FEBBI, S., BOBBO, D., *L'evoluzione del sistema dei controlli interni delle imprese di assicurazione nel recepimento di Solvency II*, in *Dir. banc.*, 2016
- FERRARI, A., GUALANDRI, E., LANDI, A., VENTURELLI, V., VEZZANI, P., *Il sistema finanziario: funzioni mercanti e intermediari*, Giappichelli, Torino, 2024
- FINRA, *Investor Alert: Variable Annuities*, Financial Industry Regulatory Authority, Washington D.C., 2012
- FLOREANI, A., *Economia delle imprese di assicurazione*, Il Mulino, Bologna, 2011
- GALANTI, E., *La product oversight governance (POG) fra marketing e sana e prudente gestione*, in *Dir. mer. fin. ass.*, 2017
- GENGHINI, M., GENTILI, A., TAMPONI, M. (a cura di), *I rapporti economici nella Costituzione*, Giuffrè, Milano, 1989
- GIAMPAOLINO, C. F., *Le assicurazioni: l'impresa, i contratti*, in BUONOCORE, V., COSTI, R. (a cura di), *Trattato di diritto commerciale*, Giappichelli, Torino, 2013
- GRACE, M.F., KLEIN, R.W., *Efficiency Implications of Alternative Regulatory Structures for Insurance*, 2000
- GRACE, M. F., KLEIN, R. W., *The Future of Insurance Regulation in the United States*, Brookings Institution Press, Washington D.C., 2009
- GRECO, L., *Dall'informazione pre-contrattuale alla product governance: la tutela del risparmiatore tra paternalismo normativo e nuovi modelli regolatori*, in www.dirittobancario.it, 2017
- GUIISO, L., HALIASSOS, M., JAPPELLI, T., *Household Portfolios*, MIT Press, Boston, 2002
- GUIISO, L., PAIELLA, M., *Risk Aversion, Wealth, and Background Risk*, in *Journal of the European Economic Association*, 2008
- GUIISO, L., SAPIENZA, P., ZINGALES, L., *Trusting the Stock Market*, in *Journal of Finance*, 2008
- HARRINGTON, S. E., *Insurance Regulation and the Crisis*, 2009
- HAXHO, A., POLIZZI, D., *Le novità sulla distribuzione nel canale bancario*, in www.insurancetrade.it, 2020

- HAZAN, P., *L'assicurazione "responsabile" o la responsabilità dell'assicuratore: quali prospettive dopo IDD?*, in *Danno e responsabilità*, 2017
- HONG, H., KUBIK, J. D., STEIN, J. C., *Social Interaction and Stock-Market Participation*, in *Journal of Finance*, 2004
- IMBRUGLIA, D., *La regola di appropriatezza nei contratti di servizio di risparmio amministrato*, in *Pers. Merc.*, 2017
- IRRERA, M., *L'assicurazione: l'impresa e il contratto*, Cedam, Padova, 2011
- JORIO, A., *Impresa di assicurazione*, in *Enc. giur*, Roma, 1989
- KAHNEMAN, D., TVERSKY, A., *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*, in *Econometrica*, 1979
- LANDINI, S., *Appropriatezza, adeguatezza e meritevolezza dei contratti di assicurazione*, in *Assicurazione*, 2017
- LANDINI, S., *Informativa precontrattuale e trasparenza nell'assicurazione vita*, in *Assicurazioni*, 2007
- LA PORTA, R., LOPEZ DE SILANES, F., SHLEIFER, A., VISHNY, R., *Law and Finance*, in *Journal of Political Economy*, 1998
- LEMMA, V., *"Best practices" ed altri aspetti della "soft law"*, in *Mondo bancario*, 2006
- LENER, R., *I mercati finanziari e il sistema di vigilanza*, in *Diritto del mercato finanziario*, Giappichelli, Torino, 2011
- LO CONTE, R., *L'adozione dei fattori di sostenibilità nella definizione del modello distributivo e di consulenza assicurativa alla luce dei processi POG*, in *Riv. trim. dir. econ.*, 2022
- LO CONTE, R., *La product oversight and governance nel diritto assicurativo*, Giuffrè, Milano, 2022
- LUBERTI, M., *Intermediazione finanziaria, assicurazione e concorrenza*, in *Gius. Civ.*, 2012
- LUSARDI, A., MITCHELL, O. S., *Financial Literacy around the World: An Overview*, in *Journal of Pension Economics and Finance*, 2011
- LUSARDI, A., MITCHELL, O. S., *The Economic Importance of Financial Literacy: Theory and Evidence*, in *Journal of Economic Literature*, 2014
- MACCHIA, M., *Modelli di coordinamento della vigilanza bancaria*, in *Riv. trim. dir. pubbl.*, 2016
- MAGLIARI, A., *La proposta di riforma delle Autorità europee di vigilanza. Verso un ulteriore accentramento delle funzioni di vigilanza al livello sovranazionale: prospettive e problemi*, in *Riv. it. dir. pubbl. com.*, 2018
- MAHONEY, P. G., *Securities Regulation*, 2009

- MAHONEY, P. G., *The Economics of Securities Regulation: A Survey, Foundations and Trends in Finance*, Now Publisher, Boston, 2021
- MANES, P., *La nuova normativa Solvency II: corporate governance, approccio al rischio e mercato assicurativo europeo*, in *Contr. impr. Eur.*, 2018
- MANGHETTI, V., *Considerazioni sulla riforma delle autorità di vigilanza*, in *Ass.*, 2002
- MARANO, P., *La Product Oversight Governance*, in *Quaderno n. 8 IVASS*, 2017
- MARANO, P., *Le regole autarchiche sul governo e controllo (Product Oversight and Governance) dei prodotti assicurativi nel prisma dell'ordinamento europeo*, in *Riv. dir. bancario*, 2021
- MARANO, P., NOUSSIA, K., *Insurance Distribution Directive: a legal analysis*, Springer, 2021
- MARIANI, M. P., *Evoluzione e nuovo assetto nel sistema di regolazione e vigilanza del mercato assicurativo in Italia tra diritto nazionale e diritto dell'Unione europea*, in *Dir. comm. int.*, 2017
- MARINO, G., *Il contratto di investimento assicurativo all'intersezione tra ordinamento assicurativo e finanziario*, in *Jus civile*, 2020
- MARTINA, G., *Organo amministrativo delle imprese di assicurazione e Product Oversight and Governance tra codice delle assicurazioni private e regolamenti IVASS*, in CALLEGARI, M., CERRATO, S. A., DESANA, E. R. (a cura di), *Diritto commerciale interno e internazionale*, 2022
- MASCIANDARO, D., *Falchi e Colombe*, in *Il Sole 24 Ore*, Sabato 14 Giugno 2025
- MERUSI, F., *Sentieri interrotti della legalità*, Il Mulino, Bologna, 2009
- MARZUCCHI, S., *La nuova disciplina della "Product oversight and governance" nel settore assicurativo*, in *Ass.*, 2017
- MENICUCCI, M., *Finanza comportamentale e scenari probabilistici: brevi riflessioni sul KID*, in *Riv. dir. bancario*, 2018
- MEZZASOMA, L., BELLUCCI, P., CANDIAN, A., CORRIAS, P., LANDINI, S., LLAMAS POMBO, E., *La Banca-assicurazione*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2019
- MINNECI, U., *Servizi di investimento in favore del cliente professionale: dal regime del rapporto alla disciplina dell'attività*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2012
- MIOLA, M., *Il risparmio assicurativo*, Jovene, Napoli, 1988
- MODUGNO, F., *Fonti del diritto*, Giuffrè, Milano, 1997
- MOLONEY, N., FERRAN, E., PAYNE, J., *The Oxford Handbook of Financial Regulation*, Oxford University Press Oxford, 2015
- MONTALENTI, P., *Il diritto delle assicurazioni tra ordinamenti nazionali e globalizzazione*, in *Ass.*, 2014

- MONTALENTI, P., *Insurance law and “Corporate governance” in Europe: a general overview*, in *Ass.*, 2021
- MORBIDELLI, G., *Degli effetti giuridici della soft law*, in *Riv. reg. merc.*, 2016
- MORBIDELLI, G., *I regolamenti dell’ISVAP*, AMOROSINO, S., DESIDERIO, L. (a cura di), *Il nuovo codice delle assicurazioni. Commento sistematico*, Giuffrè, Milano, 2006
- MORELLO, G., *Le nuove misure per l’innalzamento della qualità del servizio di distribuzione assicurativa*, in *Corr. Giur.*, 2018
- MORLINO, M., *La Product Governance nel nuovo regime MiFID 2*, in www.dirittobancario.it, 2015
- MOSSINO, J. F., *La nuova direttiva (IDD) vista con gli occhi dell’operatore*, in *Assicurazioni*, 2017
- MOTRONI, R., *La classificazione della clientela nella normativa dei mercati degli strumenti finanziari*, in *Rivista di diritto bancario*, 2015
- NAZZARO, A. C., *La causa delle polizze “unit” e “index linked”*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2016
- OECD, *OECD/INFE International Survey of Adult Financial Literacy Competencies*, OECD Publishing, 2023
- OECD, *PISA 2018 Results: Financial Literacy*, OECD Publishing, 2020
- OUTREVILLE, J. F., *Theory and Practice of Insurance Economics*, Springer, Berlino, 2018
- OUTERVILLE, J. F., *The Relationship between Insurance and Economic Development: 85 Empirical Papers for a Review of the Literature*, in *Risk Management and Insurance Review*, 2013
- PANETTA, F., *Considerazioni finali del Governatore su Relazione annuale sul 2024*, in www.bancaditalia.it, 2025
- PARTESOTTI, P., RICOLFI, M. (a cura di), *La nuova disciplina dell’impresa di assicurazione sulla vita in attuazione della terza direttiva*, Cedam, 2000
- PICOZZA, E., *Dizionario di diritto pubblico dell’economia*, Maggioli, Rimini, 1997
- PIRILLI, D., *La fase precontrattuale nell’assicurazione*, in *Ass.*, 2013
- PITRUZZELLA, S., *L’Europa del mercato e l’Europa dei diritti*, in www.federalismi.it, 2019
- PORRETTA, P., SANTOBONI, F., *Fare assicurazione “Solvency II compliant”. Implicazioni regolamentari, organizzative e di governance*, Cedam, Padova, 2016
- POTERBA, J. M., *Annuity Markets and Retirement Security*, in *The Journal of Applied Public Economics*, 2005
- POTERBA, J. M., VENTI, S. F., WISE, D. A., *The Changing Landscape of Pensions in the United States*, NBER, 2007

- RABITTI, M., *Prodotti finanziari tra regole di condotta e di organizzazione. I limiti di MiFID 2*, in *Riv. dir. bancario*, 2020
- RESTI, A., *Bank subordinated debt: a source of capital for lenders or a source of concern for retail investors?*, in *Banca impr. soc.*, 2016
- ROKAS, K., *EU Directive 2009/138 on the Taking-up and Pursuit of the Business of Insurance and Reinsurance – A General Introduction to the Solvency II Framework*, in *European Insurance Law Review*, 2017
- ROJAS ELGUETA, G., VARDI, N. (a cura di), *Oltre il soggetto razionale. Fallimenti cognitivi e razionalità limitata nel diritto privato*, Romatre-press, Roma, 2014
- ROMA, M., *Codice delle Assicurazioni. Novità e prospettive in tema di tutela dell'assicurato-consumatore*, in *Dir. econ. ass.*, 2018
- ROSSANO, C., SICLARI, D. (a cura di), *Interesse pubblico e controllo della finanza innovativa*, Cedam, Padova, 2006
- ROSSETTI, M., *Il diritto delle assicurazioni*, Cedam, Padova, 2011
- ROSSI, G. (a cura di), *La corporate compliance: una nuova frontiera per il diritto?*, Giuffrè, Milano, 2017
- RUBINO, F., *Riserve tecniche e margine di solvibilità nelle imprese di assicurazione*, Giuffrè, Milano, 2001
- SANTOBONI, L., *Manuale di gestione assicurativa*, Giuffrè, Milano, 2022
- SCALISE, M., FICHERA, F., “Solvency II”: *impatto del nuovo regime sui profili pubblicistici della vigilanza assicurativa*, in *Dir. merc. ass. fin.*, 2017
- SCOTT, J. S., *The Longevity Annuity: An Annuity for Everyone?*, in *Financial Analysts Journal*, 2008
- SELLERI, C., *L'impatto di Solvency II sull'organizzazione dell'impresa di assicurazione: verso l'organizzazione per processi?*, in *Dir. econ. ass.*, 2010
- SELLERI, C., *Profili evolutivi delle dinamiche competitive del mercato assicurativo e cambiamenti nel modello di business dell'impresa di assicurazione*, in *Dir. econ. ass.*, 2007
- SHILLER, R. J., *Irrational Exuberance*, Princeton University Press, Filadelfia, 2000
- SHILLER, R. J., POUND, J., *Survey Evidence on Diffusion of Interest and Information Among Investors*, in *Journal of Economic Behavior & Organization*, 1989
- SHLEIFER, A., VISHNY, R. W., *A Survey of Corporate Governance*, in *Journal of Finance*, 1997
- SINGER, P., SIRIANNI, C. A., *La corporate governance. Elementi, teoria e profili operativi*, Giappichelli, Torino, 2013

- SMITH, *Solvency II: The ambitious modernization of the prudential regulation of insurers and reinsurers across the european union*, in *Connecticut Insurance Law Journal*, 2009
- SOLDATI, N., *Il terzo pilastro ADR presso le autorità indipendenti: l'arbitro IVASS*, in *Assicurazioni*, 2023
- STACCA, A., *A proposito di alcuni atti "flessibili" dell'IVASS: possibili implicazioni per imprese e consumatori*, in MEZZASOMA, L., BELLUCCI, P., CANDIAN, A., CORRIAS, P., LANDINI, S., LLAMAS POMBO, E. (a cura di), *La banca-assicurazione*, Edizioni Scientifiche Italiane, Napoli, 2019
- TROIANO, V., MOTRONI, R. (a cura di), *La MiFID II. Rapporti con la clientela, regole di Governance, mercati*, Cedam, Padova, 2016
- TROIANO, V., UDA, G., *La gestione delle crisi bancarie*, Wolters Kluwer, Milano, 2018
- VELLA, F., *Banche e assicurazioni: le nuove frontiere della corporate governance*, in *Banca impresa soc.*, 2014
- VELLISCIG, L., *L'accesso e l'esercizio dell'attività assicurativa tra normativa europea e normativa italiana: il modello di Solvency II*, in *Contr. impre. Eur.*, 2017
- VERDON, S., *Solvency II – Benefits of strategic implementation*, in *International In-House Counsel Journal*, 2015
- VISSING-JORGENSEN, A., *Limited Asset Market Participation and the Elasticity of Intertemporal Substitution*, in *Journal of Political Economy*, 2002
- VIVANTE, C., *Il codice di commercio italiano*, Unione Tipografico-Editrice Torinese, Verona-Padova-Torino, 1883
- VOLPE PUTZOLU, G., *Le assicurazioni. Produzione e distribuzione. Problemi giuridici*, Il Mulino, Bologna, 1992