

Università Ca' Foscari Venezia

Dottorato di ricerca in
Diritto europeo dei contratti civili, commerciali e del lavoro,
22° ciclo (A. A. 2006/2007 – A.A. 2008/2009)

Le polizze variabili nell'ordinamento giuridico italiano

SETTORE SCIENTIFICO-DISCIPLINARE DI AFFERENZA:
IUS/01

Tesi di dottorato di: Elisabetta Piras, 955321

Coordinatore del dottorato
Prof. LORENZO DE ANGELIS

Tutore del dottorando
Prof. PAOLOEFISIO CORRIAS

Ai miei genitori

LE POLIZZE VARIABILI NELL'ORDINAMENTO GIURIDICO ITALIANO

Indice	1
---------------------	---

Capitolo I

La genesi del fenomeno

1. L'attività finanziaria delle imprese assicurative.....	4
2. Dalle polizze indicizzate alle polizze rivalutabili	9
3. Le polizze variabili nel nostro sistema.....	12
4. Le polizze <i>linked</i> nei paesi di <i>common law</i> : cenni	16

Capitolo II

Le polizze *unit linked*

1. Le polizze <i>unit linked</i> : cenni introduttivi	20
2. La prestazione delle parti	21
2.1 Il premio	21
2.2 La prestazione dell'assicuratore connessa all'andamento di quote di O.I.C.R.....	22
2.2.1 Premessa: gli O.I.C.R., struttura e natura giuridica dei fondi comuni di investimento	23
2.2.2. I rapporti tra le imprese assicurative e gli O.I.C.R.....	29
2.2.3 L'articolazione delle polizze <i>unit linked</i>	33
3. Il fondo interno detenuto dall'impresa di assicurazione	38
4. Natura giuridica delle polizze <i>unit linked</i>	42

Capitolo III

Le polizze *index linked*

1. Le polizze <i>index linked</i> : nozione	51
2 La struttura finanziaria	52
2.1 Le obbligazioni strutturate	52
2.2 Le obbligazioni <i>index linked</i>	57
3. Gli indici ai quali è ancorata la prestazione	62
4. L'articolazione delle polizze <i>index linked</i> ed il problema di riconducibilità al contratto di assicurazione sulla vita.....	64

Capitolo IV

La disciplina applicabile

1. Il quadro normativo: premessa.....	72
2. Il codice civile: l'art. 1923	74
3. Le norme del codice delle assicurazioni e la regolamentazione Isvap	77
4. Le norme del Tuf.....	83
5. La normativa sulla previdenza integrativa: polizze <i>linked</i>	84
e piani individuali di previdenza privata	

BIBLIOGRAFIA	94
---------------------------	----

CAPITOLO I

La genesi del fenomeno

1. L'attività finanziaria delle imprese assicurative. - 2. Dalle polizze indicizzate alle polizze rivalutabili.-3. Le polizze variabili nel nostro sistema.-
4. Le polizze variabili negli ordinamenti di *common law*: cenni.

1. L'attività finanziaria delle imprese assicurative

Tradizionalmente le assicurazioni sulla vita hanno svolto una funzione previdenziale¹ nel sopperire con un capitale o una rendita al pregiudizio derivante dal verificarsi dell'evento, dedotto nel contratto, attinente alla vita umana che, come è noto, comporta una sopravvenuta riduzione della capacità di reddito o la necessità di un ulteriore reddito a causa, ad esempio, della premorienza, dell'invalidità o del sopraggiungere del periodo di quiescenza².

Col versamento dei premi l'assicurato costituiva così gradualmente un capitale la cui disponibilità, in un'unica soluzione o rateale sotto forma di rendita, era differita ad una data prestabilita o al verificarsi dell'evento.

¹ Sulla funzione del contratto di assicurazione sulla vita la letteratura è vastissima. Ci si limita ad evidenziare i contributi principali: BUTTARO, *Assicurazione sulla vita*, in *Enc. dir.*, III, Milano, 1958; DONATI, *Trattato del diritto delle assicurazioni private*, II, Milano, 1954; FANELLI, *Le assicurazioni private*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, a cura di Cicu e Messineo, Milano, 1973, pp. 82 ss.; GASPERONI, *Assicurazione (Assicurazione sulla vita)*, in *Enc. giur.*, III, Roma, 1988; GAMBINO, *Assicurazione (profili generali)*, in *Enc. giur.*, III, Roma, 1988; DONATI, VOLPE - PUTZOLU, *Manuale di diritto delle assicurazioni*, ult. ed.; IRRERA, *L'assicurazione sulla vita*, in COTTINO, CAGNASSO, IRRERA, *L'assicurazione. L'impresa e il contratto*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, diretto da Cottino, Padova, 2001, pp. 69 ss.; SCALFI, *Assicurazione vita e infortuni. Contratti para-assicurativi*, in *Il diritto delle assicurazioni*, 3, Torino, 1992, pp. 3 ss.; BUGIOLACCHI, *L'assicurazione sulla vita*, in Alpa (a cura di) *Le assicurazioni private*, Torino, 2006, pp. 2517 ss.

² Il pregiudizio, che può derivare dal verificarsi di un evento umano, nell'ambito delle assicurazioni sulla vita va inteso in senso lato, potendo l'evento stesso concretizzarsi in un accadimento affatto dannoso ma, addirittura, felice, come la natalità o la nuzialità, che rientrano nel ramo II dell'art. 2 di cui al D.lgs. 7 settembre 2005, n. 209, Cod. ass.

A partire dagli anni 70 emerse che, nell'arco temporale tra la conclusione del contratto e la corresponsione della rendita o del capitale, l'una e l'altro risentivano sensibilmente degli effetti negativi dell'inflazione che, erodendo il potere di acquisto della moneta, comportava l'inidoneità della prestazione assicurativa a soddisfare i bisogni della vita di cui l'evento era foriero³.

Conseguenza inevitabile del fenomeno fu la progressiva disaffezione degli assicurati verso i tradizionali contratti di assicurazione e la preferenza verso strumenti alternativi del risparmio che garantissero la stabilità del capitale accumulato⁴.

In tale contesto le imprese assicurative pensarono di agganciare la prestazione a clausole di indicizzazione. Tali clausole, tuttavia, pur riducendo la disaffezione verso le polizze vita, si dimostrarono per le compagnie poco convenienti nei periodi nei quali l'indice di inflazione raggiungeva livelli molto elevati: infatti, a fronte di un premio per l'assicurato pressoché costante, l'assicuratore doveva corrispondere un capitale la cui entità era notevolmente superiore rispetto all'ammontare dei premi versati in corso di contratto.

Tra gli anni settanta e ottanta l'inflazione era inarrestabile e le imprese assicurative da sole non vi avrebbero potuto porre rimedio, se non adossando in parte all'assicurato il rischio della svalutazione monetaria attraverso la predisposizione di specifici moduli contrattuali: le polizze rivalutabili con le quali l'assicuratore rendeva partecipe l'assicurato del rendimento finanziario delle riserve tecniche ad esse afferenti, ossia gli accantonamenti dei premi che, per legge, le imprese assicurative devono investire per far fronte agli impegni nei confronti degli assicurati⁵.

³ Sull'incidenza dell'inflazione sui contratti di assicurazione sulla vita cfr.: BUTTARO, *In tema di svalutazione monetaria nell'assicurazione sulla vita*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1971, pp. 66 ss.; AGACCI, *Problemi dell'assicurazione vita*, in *Dir. e prat. ass.*, 1981, pp. 78 ss.; FRIGESSI DI RATTALMA, *L'incidenza dell'inflazione sull'industria assicurativa*, in *Ass.*, 1975, I, pp. 331 ss.; SCHMIDT, *Inflazione e assicurazione*, in *Ass.*, 1983, I, pp. 280 ss.

⁴ FANELLI, *Assicurazione sulla vita e intermediazione finanziaria*, in *Ass.*, 1986, I, pp. 181 ss.

⁵ Quest'ultimi, infatti, in virtù dell'inversione del ciclo produttivo che caratterizza le imprese assicuratrici rispetto alle altre produttrici di beni o servizi, effettuano la loro

Con le polizze rivalutabili le imprese assicurative coinvolgevano l'assicurato nell'investimento delle riserve tecniche connesse a tale tipologia di contratti consentendogli di partecipare ai risultati positivi della relativa gestione.

In tale ottica l'impresa non si limita solo ad investire le riserve tecniche per porsi nelle condizioni di effettuare la prestazione assicurativa, ma si colloca nella prospettiva di realizzare un rendimento ulteriore, destinato in parte agli assicurati, assumendo in tal senso il ruolo di intermediario finanziario - istituzionalmente riservato alle Banche e alle Imprese di investimento- consistente nella raccolta del risparmio presso soggetti, operatori o non del mercato, in avanzo finanziario e nel suo investimento in prodotti finanziari emessi da soggetti in disavanzo finanziario⁶.

E' opportuno precisare che la maggior parte della dottrina, pur riconoscendo alle imprese di assicurazione il ruolo di investitori istituzionali delle disponibilità raccolte attraverso i premi, solo indirettamente ed in senso lato attribuiva loro la qualità di intermediari finanziari⁷.

Più precisamente questa dottrina, diversamente da altri orientamenti altrettanto autorevoli⁸, non riconosceva affatto nei contratti di assicurazione sulla vita ora accennati uno strumento di raccolta del risparmio seppure

prestazione - il pagamento del premio- in via anticipata rispetto a quella pecuniaria cui è tenuto l'assicuratore. Di qui la necessità per le imprese di investire una parte dei premi secondo criteri di liquidità, esigibilità e sicurezza al fine di far fronte, ove si verifica il sinistro o l'evento attinente alla vita umana, agli impegni nei confronti degli assicurati (c.d. copertura delle riserve tecniche).

⁶ FANELLI, *Assicurazione sulla vita e intermediazione finanziaria*, in *Ass.*, 1986, I, p. 206.

⁷ In tal senso: FANELLI, *Assicurazione sulla vita e intermediazione finanziaria*, cit., pp. 202 ss. ; GAMBINO, *Finalità e tendenze attuali delle assicurazioni sulla vita*, in *Ass.*, 1985, I, pp. 475 ss.; BIN, *Il prodotto misto assicurativo - finanziario*, in *Ass.*, 1988, I, pp. 351 ss.

⁸ CASTELLANO e LONGO, *Assicurazioni sulla vita*, in AA. VV., *Nuove forme di impiego del risparmio e di finanziamento delle imprese: disciplina civile e fiscale*, a cura di De Nova, Gerelli, Tremonti, Visentini, Milano, 1984, p. 244; cfr. in particolare: CASTELLANO e COSTI, *Attività bancaria e attività assicurativa nell'intermediazione finanziaria*, in *Giur. comm.*, 1984, II, pp. 33 ss. per i quali la funzione di intermediazione finanziaria deve essere riconosciuta in capo alle imprese assicurative qualunque sia il ramo in cui si articola l'attività assicurativa, cioè anche nelle ipotesi di assicurazioni contro i danni. Infatti, secondo questa impostazione, perché possa attribuirsi ad una impresa la qualità di intermediario finanziario, è sufficiente che la stessa raccolga disponibilità finanziarie presso soggetti in avanzo e le trasferisca poi ad operatori che presentano un saldo finanziario negativo, a prescindere dallo strumento utilizzato per porre in essere questa operazione.

inteso in senso lato⁹ - ovvero come accantonamento di ricchezza presente per soddisfare un bisogno futuro economicamente sfavorevole - ma, propensa a distinguere nettamente il contratto di assicurazione dagli altri strumenti di raccolta del risparmio, sottolineava che le imprese assicurative non impiegano il risparmio sul mercato offrendo mezzi finanziari altrui a chi volesse investire capitali, bensì offrono un proprio servizio realizzato attraverso uno specifico procedimento produttivo di impresa, per il quale garantiscono, con il contratto di assicurazione, una propria prestazione.

Ne derivava, per questo orientamento, che il profilo finanziario della polizza costituiva solo una componente del servizio assicurativo la cui finalità essenziale era, viceversa, solo quella previdenziale¹⁰.

Anche il quadro normativo sembrava, almeno sino al 2005, escludere dal novero degli intermediari finanziari le imprese assicurative.

Infatti, il d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 (c.d. Tuf) non faceva alcun cenno all'attività delle imprese assicurative, se non esonerando - all'art. 100, lett. f) - dall'applicazione della disciplina della sollecitazione all'investimento, "i prodotti emessi dalle imprese assicurative", anche se caratterizzati da una spiccata connotazione finanziaria che ne esaltava, appunto, il ruolo di intermediario finanziario. Ci si riferisce, nello specifico, alle polizze variabili o, mutuando la terminologia degli ordinamenti di *common law* da cui hanno tratto origine, alle polizze *index linked* e *unit linked* nelle quali le prestazioni delle parti sono agganciate all'andamento di un indice di riferimento, quale

⁹ Cfr. sempre LONGO, *Assicurazioni sulla vita*, in AA. VV., *Nuove forme di impiego del risparmio e di finanziamento delle imprese: disciplina civile e fiscale*, a cura di De Nova, Gerelli, Tremonti, Visentini, Milano, 1984, p. 251 che definisce il risparmio che si realizza con l'assicurazione sulla vita come "risparmio previdenziale" il quale si distingue da quello *tout court* perché tiene conto istituzionalmente dell'eventualità che l'annullamento o la riduzione della capacità del reddito avvenga bruscamente nel periodo di attività a causa della premorienza o dell'invalidità. In ordine ai rapporti tra l'atto di previdenza (o di risparmio previdenziale) in senso stretto e l'atto di puro risparmio cfr. CORRIAS, *Previdenza, risparmio ed investimento nei contratti di assicurazione sulla vita*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, p. 91.

¹⁰ GAMBINO, *Finalità e tendenze attuali dell'assicurazione sulla vita*, cit., pp. 489 ss.; cfr. sempre CASTELLANO e COSTI, *Attività bancaria e attività assicurativa nell'intermediazione finanziaria*, cit., p. 35, per i quali le motivazioni - tra le quali rientra anche quella previdenziale - che possono spingere un operatore a trasferire ad un intermediario finanziario proprie disponibilità non è rilevante per decidere se si sia o non in presenza di un'attività di intermediazione finanziaria.

un paniere di titoli quotati in borsa o al risultato delle gestioni di un organismo di investimento collettivo del risparmio (O.I.C.R.). Pertanto, pur con un elevato contenuto finanziario, le polizze in esame non erano considerate strumenti finanziari, ai sensi dell'art. 1 del Tuf, e l'emissione di questi prodotti da parte delle imprese assicurative non si configurava come attività di sollecitazione del pubblico risparmio, né come attività di investimento.

La legge 28 dicembre 2005, n. 262¹¹, recante disposizioni sulla "Tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari" - modificata successivamente dal d.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303 - relativamente alla trasparenza e al collocamento dei prodotti finanziari, ha modificato la lett. f) del sopracitato art. 100 Tuf e ha introdotto, all'art. 1 Tuf, la lett. *w-bis*) che definisce i prodotti finanziari emessi dalle imprese assicurative "le polizze e le operazioni ai rami III e V di cui all'art. 2, comma 1, del d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209, Cod. ass.", ovvero le polizze *unit linked* e *index linked*, nonché il contratto di capitalizzazione¹².

Nel prosieguo della trattazione si avrà modo di approfondire i profili applicativi di tali innovazioni legislative sulla disciplina delle polizze *linked* non prima, tuttavia, di aver svolto, seppure sinteticamente, un *excursus* dei principali contratti di assicurazione sulla vita caratterizzati da una più o meno consistente componente di investimento finanziario - quali le polizze indicizzate, con partecipazione agli utili e le polizze rivalutabili - che

¹¹ Per un primo commento della legge n. 262 del 2005, cfr. CAPRIGLIONE, *Crisi del sistema ed innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio (L. n. 262 del 2005)*, in *Banca borsa tit. cred.*, 2006, pp. 125 ss.; MERUSI, *Diritto contro economia. Resistenze all'innovazione nella legge sulla tutela del risparmio*, in *Banca impr. e soc.*, 2006, pp. 3 ss.; CHIARLONI, *La tutela dei risparmiatori alla luce delle recenti iniziative legislative*, in *Giur. it.*, 2006, pp. 114 ss.

¹² Occorre dare conto, sinteticamente, del comunicato 7 novembre 2007 con il quale l'Isvap e la Consob, ai sensi dell'art. 20 della Legge sulla tutela del risparmio, hanno espresso l'intenzione di dare avvio ad un Tavolo tecnico, finalizzato a fornire agli operatori che collocano i prodotti di cui al ramo III e V, un quadro di riferimento armonico con riguardo sia agli obblighi di informativa precontrattuale, sia alle regole di comportamento e ad assicurare al mercato chiarezza della disciplina e coerenza delle azioni di vigilanza. Fino ad allora, il contenuto della documentazione da fornire ai contraenti, prima della conclusione dei contratti sopra citati, è quello indicato dalle disposizioni del Cod. ass. e dalla circolare Isvap 551/D del 2005.

consentirà di chiarire le modalità e i tempi in cui le imprese assicurative hanno fatto ingresso, a pieno titolo, nel novero degli intermediari finanziari.

2. Dalle polizze indicizzate alle polizze rivalutabili

Le polizze indicizzate sono contratti di assicurazione sulla vita caratterizzati dall'apposizione di una clausola in virtù della quale l'entità della prestazione pecuniaria, cui è tenuto l'assicuratore al verificarsi dell'evento attinente alla vita umana, dipende dal valore di un indice reale o finanziario, quale l'indice Istat o di borsa¹³.

La finalità di tali polizze, a partire dalla prima metà del secolo scorso, era quella di tenere al riparo il capitale o la rendita dell'assicurato dagli effetti negativi dell'inflazione che nelle assicurazioni sulla vita, caratterizzate dalla durata lunga del rapporto, può dare luogo ad un'alterazione sensibile delle prestazioni contrattuali. Da qui l'esigenza di apprestare dei meccanismi che lasciassero invariato il valore della prestazione finale agganciandola a parametri facilmente determinabili¹⁴.

Le polizze indicizzate tuttavia finirono per diventare eccessivamente onerose per le imprese assicurative: infatti, per effetto dei meccanismi di indicizzazione, alla rivalutazione del capitale o della rendita non corrispondeva quella dei premi in misura sufficiente a compensare la differenza tra l'ammontare del premio convenuto al momento della conclusione del contratto e quello che l'assicurato avrebbe dovuto

¹³ Cfr. BUTTARO, *In tema di svalutazione monetaria nell'assicurazione sulla vita*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1971, pp. 466 ss.; VOLPE-PUTZOLU, *Assicurazione sulla vita, fondi assicurativi e fondi comuni di investimento*, in *Giur. comm.*, 1984, I, pp. 227 ss.; GAMBINO, *Finalità e tendenze attuali delle assicurazioni sulla vita (le polizze vita come prodotti finanziari)*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, I, pp. 110 ss.; MIOLA, *Il risparmio assicurativo*, Napoli, 1988, pp. 25 ss.; POLOTTI DI ZUMAGLIA, *Assicurazione sulla vita*, in *Diritto delle assicurazioni*, diretto da Scalfi, 3, Torino, 1992, pp. 73 ss.

¹⁴ Cfr. sempre MIOLA, *ult. op. cit.*, pp. 24-25, il quale dà conto di come nella prima metà del 1900 gli indici maggiormente utilizzati fossero le c.d. clausole d'oro delle quali, inizialmente, si discuteva la validità ove applicate al contratto di assicurazione. Cfr anche SCHMIDT, *Inflazione e assicurazione*, in *Ass.*, 1983, I, p. 285; LONGO, *Assicurazione vita e inflazione*, in *Ass.*, 1974, I, p. 537 ss

corrispondere in proporzione all'entità del capitale o della rendita percepiti e che, di conseguenza, veniva colmata dall'assicuratore¹⁵.

Si è quindi posto in luce come tale tipologia di polizze non fosse più in linea con i modelli affermatasi negli ordinamenti stranieri, nei quali il rischio finanziario della redditività della riserva tecnica, in misura sufficiente a compensare il deficit dei premi versati, gravava sull'assicurato¹⁶.

Le imprese assicurative si sono perciò attivate nell'elaborazione di nuovi modelli diretti, al pari delle polizze indicizzate, a contrastare gli effetti negativi della svalutazione monetaria ma, allo stesso tempo, ad evitare che l'inflazione venisse posta a carico dell'assicuratore come tipico rischio di impresa.

Vengono innanzitutto in considerazione le polizze che attribuiscono all'assicurato la partecipazione agli utili dell'impresa assicurativa, partecipazione che viene realizzata attraverso una diminuzione dell'entità del premio o un aumento del capitale assicurato¹⁷.

Va precisato che in tali fattispecie la distribuzione degli utili, secondo le modalità accennate, non costituisce un diritto degli assicurati, ma un mero beneficio accordato dall'impresa assicurativa e finalizzato ad incentivare la stipulazione dei contratti in esame. L'assicurato, pertanto, non ha alcun

¹⁵ In tal senso VOLPE-PUTZOLU, *Assicurazione sulla vita, fondi assicurativi e fondi comuni di investimento*, cit., p. 229, la quale, nello specifico, sottolinea che "il livello di premio adeguato corrisponde infatti a quello che il contraente avrebbe dovuto versare periodicamente dall'inizio del contratto se il capitale originariamente assicurato in polizza fosse stato di entità pari a quella del capitale che risulta dall'adeguamento. La differenza tra l'entità della riserva, destinata a far fronte al pagamento dei capitali rivalutati, e l'entità della riserva costituita con i premi versati negli anni precedenti all'adeguamento di volta in volta considerato, viene colmata dall'assicuratore con il rendimento della riserva che eccede il tasso di interesse tecnico, con la conseguenza che il rischio della redditività della riserva in misura sufficiente a compensare il "deficit" dei premi versati è integralmente a carico dell'assicuratore". Cfr. anche BUGIOLACCHI, *L'assicurazione sulla vita*, in *Le assicurazioni private* (a cura di Alpa), Torino, 2006, pp. 2715 ss.

¹⁶ MIOLA, *op. cit.*, pp. 6-19 e 21; FRIGESSI DI RATTALMA, *L'incidenza dell'inflazione sull'industria assicurativa*, in *Ass.*, 1975, I, pp. 330 ss.; BUTTARO, *In tema di svalutazione monetaria nell'assicurazione sulla vita*, cit., pp. 466 e 479 ss.; AGACCI, *Problemi dell'assicurazione vita*, cit., pp. 83 ss.

¹⁷ FANELLI, voce *Assicurazioni sulla vita*, in *Noviss. dig. it.*, I, Torino, 1958, p. 1393; MIOLA, *Il risparmio assicurativo*, cit., pp. 27 ss.

potere di controllo sulle clausole relative ai criteri di distribuzione degli utili o al loro ammontare¹⁸.

Costituiscono una evoluzione delle fattispecie contrattuali poc'anzi accennate le polizze rivalutabili, con le quali la compagnia assicurativa attribuisce all'assicurato un diritto ai rendimenti derivanti dalla gestione separata della quota delle riserve matematiche relative alle polizze medesime¹⁹. Più precisamente, viene costituita, sul piano economico e contabile, una gestione separata del complesso degli attivi nei quali sono state investite le riserve relative a tali tipi di contratto e sia il capitale assicurato, sia i premi futuri vengono rivalutati annualmente in una misura percentuale del tasso di rendimento di tale gestione²⁰.

In questo modo l'assicurato viene cointeressato ai risultati degli investimenti finanziari posti in essere con gli attivi facenti parte della gestione separata e, a suo carico, viene posto il rischio della redditività delle riserve. Allo stesso tempo, l'assicuratore garantisce all'assicurato, per l'intera durata del contratto, una rivalutazione minima annua del capitale assicurato e gli incrementi delle somme, derivanti dai risultati della gestione separata e riconosciuti all'assicurato annualmente, vengono acquisiti in capo a questi in

¹⁸ In ordine alla validità di simili clausole cfr. sempre MIOLA, *op. cit.*, p. 28, nota 43.

¹⁹ Sulle polizze rivalutabili cfr.: VOLPE-PUTZOLU, *Assicurazione sulla vita, fondi assicurativi e fondi comuni di investimento*, cit., pp. 229 ss.; GAMBINO, *Finalità e tendenze attuali delle assicurazioni sulla vita (le polizze vita come prodotti finanziari)*, cit., pp. 111ss.; MIOLA, *Il risparmio assicurativo*, cit., pp. 29 ss.; Cfr. CORRIAS, *Previdenza, risparmio ed investimento nei contratti di assicurazione sulla vita*, cit., pp. 94 ss.; GAGLIARDI, *La produzione assicurativa nel ramo vita*, in *Manuale di gestione assicurativa*, a cura di Vicentini, Padova, 2003, pp. 525 ss.

²⁰ In particolare VOLPE-PUTZOLU, *op. cit.*, p. 230 osserva che il diritto agli utili in capo all'assicurato trova la sua giustificazione nel progressivo squilibrio tra le prestazioni contrattuali che deriva dal deprezzamento della moneta nelle operazioni assicurative connotate dalla componente di risparmio. "La partecipazione agli utili - prosegue l'A.- in altre parole trova la sua giustificazione nell'utilità economica aggiuntiva che l'assicuratore trae dalla stipulazione del contratto a causa dell'investimento della riserva in periodi caratterizzati da un alto tasso di inflazione". Cfr. anche Cfr. CORRIAS, *Previdenza, risparmio ed investimento nei contratti di assicurazione sulla vita*, cit., pp. 94 ss., il quale sottolinea che "le polizze rivalutabili costituiscono modelli di assicurazione sulla vita che, quantunque rivelino una apprezzabile componente finanziaria e, segnatamente, di investimento, rimangono però connotati dalla funzione previdenziale, e, quindi, sono senz'altro riconducibili al ramo I vita".

modo definitivo, rimanendo, pertanto, insensibili ad eventuali e future variazioni negative dell'andamento finanziario della gestione separata²¹.

3. Le polizze variabili nel nostro sistema

Accanto alle polizze rivalutabili, si sono diffusi nella prassi i contratti di assicurazione sulla vita c.d. variabili, ovvero i contratti nei quali l'entità del capitale o della rendita, che l'impresa assicurativa deve corrispondere al contraente la polizza, dipende dal valore di quote di fondi di investimento o da indici azionari o altri valori di riferimento che, per la loro origine anglosassone, vengono denominate polizze *unit linked* e *index linked*.

Le polizze *linked*, pertanto, costituiscono forme assicurative caratterizzate dalla diretta dipendenza delle prestazioni al valore di un'entità di riferimento.

Relativamente alle polizze *unit linked*, l'entità del capitale o della rendita dipende dai risultati della gestione di uno o più fondi che possono essere interni, cioè costituiti dalla stessa compagnia all'interno delle riserve matematiche afferenti le polizze in esame e denominati fondi assicurativi o, esterni cioè fondi comuni di investimento²².

Le polizze *unit* collegate a fondi interni sono quelle che presentano maggiori affinità con le polizze rivalutabili, posto che entrambe si caratterizzano per la costituzione, all'interno delle riserve tecniche, di una gestione separata amministrata direttamente dall'impresa assicurativa.

Ma mentre nelle polizze rivalutabili la prestazione dedotta in contratto è ancorata esclusivamente al rendimento della gestione separata delle riserve tecniche, ovvero può solo incrementarsi, ma mai diminuire, nelle polizze *unit linked*, invece, l'assicurato non partecipa solo al rendimento ma anche all'andamento complessivo del fondo, ovvero all'incremento o alla riduzione del suo valore.

²¹ GAGLIARDI, *La produzione assicurativa nel ramo vita*, cit., p. 533.

²² Cfr. MIOLA, *Il risparmio assicurativo*, cit., p. 31, il quale osserva che in tal caso si viene a creare un più stretto collegamento tra assicurato e gestione separata.

Ciò è tecnicamente possibile perché il fondo viene diviso in quote di partecipazione, denominate parti, dal cui valore - negativo o positivo a seconda dell'andamento dei valori mobiliari di cui il fondo si compone - dipende l'entità della prestazione cui è tenuta l'impresa assicurativa.

Pertanto nelle polizze in esame si innesta un'operazione di investimento in valori mobiliari che, secondo la dottrina, è simile sotto il profilo organizzativo, tecnico e gestionale a quella che si realizza con i fondi comuni di investimento.

Tuttavia - come si avrà modo di approfondire in prosieguo - a differenza del fondo comune di investimento, il fondo assicurativo non ha un'autonomia patrimoniale²³.

Più precisamente, quando il fondo di investimento è esterno alla impresa assicuratrice, le riserve tecniche, afferenti la tipologia di contratto in esame, vengono investite dall'impresa medesima in quote di partecipazione in cui il fondo è diviso. Quest'ultimi, come è noto, sono - unitamente alle Società di investimento a capitale variabile (Sicav) - organismi di investimento collettivo del risparmio, istituiti per la prima volta con la legge 23 marzo 1983, n. 77 e, successivamente, disciplinati dal d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 che all'art. 1, comma 1, lett. j, li definisce come patrimoni autonomi, suddivisi in quote, di pertinenza di una pluralità di partecipanti, gestiti in monte.

Le polizze *index linked* si caratterizzano per la diretta dipendenza delle prestazioni contrattuali all'andamento di un indice azionario o altro valore di riferimento.

Tali tipologie contrattuali consentono all'assicurato di soddisfare una duplice esigenza: conseguire un capitale o rendita al verificarsi di un evento

²³ In tal senso: VOLPE-PUTZOLU, *Assicurazione sulla vita, fondi assicurativi e fondi comuni di investimento*, cit., p. 231: secondo l'A. come nei fondi comuni di investimento mobiliare anche nei fondi assicurativi l'assicuratore, al pari della società di gestione di un fondo di investimento, predispone un regolamento che disciplina la gestione del fondo con efficacia vincolante nei confronti dei partecipanti, che nella fattispecie in investimento, in quote di partecipazione il cui valore viene determinato giornalmente dalla quotazione dei titoli compresi nel fondo medesimo. Cfr. anche GAMBINO, *Finalità e tendenze attuali delle assicurazioni sulla vita*, cit., p. 111.

attinente alla vita umana e realizzare un investimento finanziario in borsa, con un contenuto grado di rischio e un rendimento soddisfacente.

Anticipando alcune considerazioni che verranno svolte nel prosieguo, nelle polizze *index* la componente assicurativa, nell'ottica del risparmiatore, si pone in secondo piano rispetto alla componente finanziaria, connotandosi come strumento del risparmio gestito.

La coesistenza in questo tipo di contratti di profili assicurativi e finanziari ha posto alcuni problemi di tutela del contraente in ordine alla reale conoscenza dei rischi di natura finanziaria che le polizze in esame possono prevedere a suo carico²⁴.

Un ruolo determinante, in tal senso, è svolto dall'Isvap che, con una serie di circolari e, da ultimo, il Regolamento n. 5 del 16 ottobre 2006²⁵, ha integrato le disposizioni legislative in tema di obblighi di informativa precontrattuale e contrattuale nelle assicurazioni sulla vita.²⁶

Nello specifico, la circolare 551/D del 1 marzo 2005 che, anteriormente all'emanazione del Cod. ass., costituiva l'unico testo in materia di trasparenza dei prodotti di assicurazione sulla vita²⁷, ha introdotto, per le polizze con partecipazione agli utili, contratti *unit linked* e *index linked* e per quelli destinati ad attuare forme pensionistiche individuali, una "scheda sintetica" nella quale devono essere riportate le caratteristiche essenziali del contratto "in termini facilmente percepibili dal potenziale

²⁴ Sulla tutela dell'assicurato nelle polizze *linked*, cfr. ROSSETTI, *Polizze linked e tutela dell'assicurato*, in *Ass.*, 2002, I, pp. 223 ss.

²⁵ Regolamento concernente "La disciplina dell'attività di intermediazione assicurativa e riassicurativa di cui al Titolo IX e di cui all'art. 183 (Regole di comportamento) del codice delle assicurazioni private".

²⁶ Il capo II, titolo XIII del cod. ass. (trasparenza delle operazioni a protezione dell'assicurato) costituisce, allo stato attuale, il testo normativo di riferimento in materia di obblighi di trasparenza delle imprese assicurative nei confronti degli assicurati. Infatti esso ha abrogato il d.lgs. 17 marzo 1995, n. 174 che, nell'art. 109 e relativi allegati, indicava nel dettaglio il contenuto delle informazioni che le imprese dovevano fornire al contraente di una polizza di assicurazione sulla vita.

²⁷ Cfr. CAVALIERE, *Commentario al codice delle assicurazioni* (a cura di Bin), Padova, 2006, pp. 301 ss. per la quale la circolare 551/ costituisce l'intervento più maturo con il quale si è voluto dare concreta applicazione alle spinte garantistiche in materia di obblighi informativi a tutela del consumatore. Sulla circolare 551/D cfr. anche: PAGNONI, *Circolare Isvap n. 551/D del 1° marzo 2005 in materia di trasparenza delle polizze di assicurazione sulla vita*, in *Prev. ass. pubbl. e priv.*, 2005, I, pp. 506 ss.

contraente”²⁸. La scheda sintetica è contenuta in un “fascicolo informativo” che comprende altresì la documentazione precontrattuale e le condizioni di assicurazione, nonché il “regolamento” del fondo interno per i contratti *unit linked* e il “regolamento” della gestione interna separata per i contratti a prestazioni rivalutabili.

La circolare in esame prescrive, inoltre, alle imprese assicurative di fornire periodicamente ai contraenti le polizze *unit linked* informazioni relative al valore della quota del fondo interno o dell’OICR cui sono collegate le prestazioni contrattuali.

La componente finanziaria delle polizze *linked* pone anche dei delicati problemi di tutela del contraente sotto il profilo della stabilità dell’impresa assicuratrice che predispone tali contratti: infatti, per quest’ultimi, che si atteggiano come strumenti del risparmio gestito, sono state adottate delle misure finalizzate a garantire la trasparenza del soggetto offerente e dell’attività di investimento da questi realizzata. Come si avrà modo di specificare in seguito, tali misure si concretizzano nella costituzione di apposite riserve tecniche, nella loro copertura con attività compatibili con le caratteristiche tecniche di tali contratti, nella costituzione di un livello minimo di margine di solvibilità.

In particolare, le polizze *linked* sono soggette ad un regime particolare per le attività a copertura delle riserve tecniche, posto che è prevista una parziale deroga alle regole ordinarie sugli investimenti e l’introduzione di un ulteriore principio da seguire nella gestione degli attivi, il c.d. principio *close matching*, che impone l’attuazione di politiche di investimento atte a replicare al meglio l’andamento del valore di riferimento²⁹.

Un ulteriore problematica, che costituisce un aspetto cruciale della trattazione, attiene alla qualificazione giuridica delle polizze *linked*. Nello specifico, l’interrogativo che si pone, è se tali contratti, caratterizzandosi per

²⁸ La circolare n. 551/D ha abrogato le circolari nn. 249/95, 294/97, 363/99 relative alle assicurazioni sulla vita.

²⁹ Sulla problematica in esame cfr. Quaderni di ricerca Isvap, *Le polizze Index e Unit in Italia*, consultabile al sito www.isvap.it

la consistente connotazione finanziaria, continuino ad essere considerati contratti assicurativi, oppure, possano, essere ricondotti nell'ambito dei contratti di investimento.

La questione, a lungo dibattuta in dottrina³⁰, allo stato attuale rileva anche sul piano legislativo. Infatti, come già si è avuto modo di precisare, la legge 28 dicembre 2005, n. 262, recante disposizioni per la tutela del risparmio e dei mercati finanziari, ha abrogato la lett. f) dell'art. 100 del T.U.F, il quale escludeva dall'ambito di operatività delle norme sulla sollecitazione all'investimento dei valori mobiliari, contenute nel Titolo II, Capo I della Parte IV, i prodotti assicurativi, ancorché quest'ultimi fossero connotati da profili di investimento finanziario.

In tal modo il legislatore, abbandonando il previgente criterio soggettivo fondato sulla natura del soggetto emittente, ha introdotto una nuova categoria giuridica costituita dai prodotti assicurativi compatibili con i prodotti aventi contenuto finanziario, ovvero quei prodotti emessi dalle imprese di assicurazione che rappresentano una forma di investimento e, da ultimo, con il decreto di riforma della L. 262 del 2005 - D.lgs. 29 dicembre 2006, n. 303 - ha introdotto all'art. 1, comma 1 TUF, una definizione puntuale dei prodotti finanziari emessi dalle imprese assicurative comprendendovi altresì le polizze *linked*.³¹

4. Le polizze variabili negli ordinamenti di *common law*: cenni

Come si è rilevato in precedenza, le polizze variabili si sono affermate, inizialmente, negli ordinamenti di *common law*.

³⁰ In particolare v. la posizione di GAMBINO, *Linee di frontiera tra operazioni di assicurazioni e bancarie e nuove forme tecniche dell'assicurazione mista sulla vita a premio unico*, in *Ass.*, 1993, I, pp.157 ss; VOLPE-PUTZOLU, *Le polizze Unit linked e Index linked*, in *Ass.*, 2000, I, pp. 233 ss.; FANELLI, *Assicurazione vita e intermediazione finanziaria*, cit., pp. 181 ss.

³¹ Più in generale tale decreto definisce i prodotti finanziari assicurativi "le polizze e le operazioni di cui ai rami vita III e V di cui all'articolo 2, comma 1, del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 - Codice delle assicurazioni - con esclusione delle forme pensionistiche individuali di cui all'articolo 13, comma 1, lettera b), del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252".

Più precisamente le imprese assicurative statunitensi furono le prime che, nel panorama internazionale, reagirono agli effetti negativi dell'inflazione sui tradizionali contratti di assicurazione sulla vita elaborando le *variable annuity contracts* e le *variable life insurance*, ovvero polizze vita nelle quali una parte dei premi, versati dall'assicurato, veniva impiegata dall'impresa per l'acquisto di valori mobiliari al cui rendimento si collegava l'entità della rendita o del capitale assicurato.

Negli anni sessanta la giurisprudenza statunitense si pose il problema se le *variable annuity* e le *variable life insurance*, nonostante la loro spiccata componente finanziaria, dovessero qualificarsi ancora come contratti di assicurazione o, viceversa, essere ricomprese nel novero dei prodotti finanziari, ovvero *securities*³².

Se si propendeva per la prima soluzione, ai contratti in esame doveva applicarsi la legislazione statale, la quale contempla gli *State Insurance Departments*, ovvero organismi statali preposti alla regolamentazione e al controllo del settore assicurativo; se invece nelle *variable annuity* e *variable life insurance* i profili di investimento si ritenevano preponderanti al punto tale da constatare in esse l'assenza della componente assicurativa, allora si doveva far ricorso alla legislazione federale nella cui sfera di applicazione rientrava il mercato mobiliare.

La giurisprudenza non è mai giunta a soluzioni univoche, preferendo, ad una qualificazione definitiva dei prodotti in esame, un approccio pragmatico nei confronti dei molteplici contratti elaborati dalle imprese assicurative statunitensi, costantemente sensibili alle esigenze del mercato³³.

L'orientamento della giurisprudenza sopra illustrato ha trovato un significativo riscontro in una pronuncia della *Securities Exchange Commission* (S.E.C.), ovvero l'autorità preposta ad emanare la regolamentazione di attuazione del *Securities Act 1933*. La S.E.C. chiamata a dare una sorta di

³² Per una puntuale disamina della giurisprudenza di allora cfr. MIOLA, *Il risparmio assicurativo*, cit., pp. 10 ss.

³³ Sul punto cfr. LEMAIRE, *Recenti tendenze del Mercato delle assicurazioni sulla vita in USA*, in *Ass.*, 1989, I, pp. 119 ss.

interpretazione autentica delle norme relative ai prodotti assicurativi con contenuto finanziario, ha precisato che la riconducibilità di tali contratti nell'ambito delle *securities* dipende da un accertamento concreto in ordine alla prevalenza della componente assicurativa o di quella finanziaria³⁴.

Relativamente alle polizze variabili offerte dalle imprese assicurative anglosassoni, esse si sostanziano in contratti di assicurazione sulla vita a lungo termine - *linked long term policies* - nei quali le prestazioni contrattuali sono ancorate al valore di beni utilizzati come parametro per stabilire l'entità delle prestazioni contrattuali, oppure ai risultati di investimenti effettuati dall'impresa assicurativa³⁵.

In questa ultima tipologia l'assicurato può partecipare ai rendimenti derivanti dalla gestione di beni mobili o immobili di proprietà della impresa assicurativa, oppure ai risultati finanziari della gestione di fondi di investimento interni o esterni alla impresa; in tal caso, i premi riscossi dall'assicuratore vengono utilizzati, in parte, per sottoscrivere quote del fondo medesimo.

Gli evidenti profili di investimento ora accennati hanno reso possibile ricondurre queste fattispecie contrattuali ai c.d. *investment*³⁶, cioè agli strumenti finanziari la cui disciplina è contenuta nel *Financial Services and Markets 2000* (FSMA), ovvero il testo legislativo che, abrogando il *Financial Services Act 1986*, il *Banking Act 1987* e l'*Insurance Companies Act 1982* recanti, rispettivamente, la disciplina concernente i valori mobiliari, i contratti bancari e assicurativi, attualmente regola in modo organico il mercato finanziario britannico³⁷.

³⁴ La pronuncia della S.E.C. viene riportata da LENER R., *Il prodotto "assicurativo" fra prodotto "finanziario" e prodotto "previdenziale"*, in *Dir. econom. assicuraz.*, 2005, pp. 1236 ss.

³⁵ La definizione puntuale di queste polizze è contenuta nel *Insurance Companies Act* del 1982, cioè il testo legislativo che, come si avrà modo di specificare in prosieguo, fino al 2001, disciplinava l'attività delle imprese assicurative.

³⁶ Sul punto: MIOLA, *Il risparmio assicurativo*, cit. p. 15

³⁷ Nello specifico, il *Financial Services Act 1986* disciplinava le attività di investimento nelle quali rientravano le operazioni di intermediazione, mediazione, gestione, consulenza nonché sottoscrizione di strumenti finanziari. Il *Banking Act 1986* dettava disposizioni sull'esercizio dell'attività bancaria e dei poteri della relativa autorità di vigilanza. Infine, l'*Insurance Companies Act 1982* - per un esame sintetico del quale cfr. COCKERELL, *La nuova legge inglese sulle compagnie d'assicurazione*, in *Ass.*, 1981, pp. 546 ss. - regolamentava il

Gli obiettivi del *corpus* normativo in esame sono molteplici: innanzitutto garantire la fiducia degli investitori verso il mercato, assicurare la protezione dei consumatori attraverso la predisposizione di obblighi di informazione sugli operatori del mercato finanziario e ridurre i reati commerciali.

La novità più rilevante di tale provvedimento legislativo è l'istituzione di un'unica autorità di vigilanza, la *Financial Services Authority*, che controlla tutti i soggetti che operano nel mercato finanziario, a prescindere dalla loro qualifica soggettiva³⁸.

E difatti, il *Financial Services Act* delimita i poteri di tale *authority* secondo un criterio funzionale, nel senso che sottopone alla sua competenza le attività che rientrano nella definizione di *investment business* ovvero di intermediazione mobiliare, avendo cura di precisare la nozione di valore mobiliare, nella quale rientrano, altresì, i contratti di assicurazione sulla vita a carattere finanziario.³⁹

mercato assicurativo. Per un *excursus* dei degli atti legislativi sopra indicati v. GENTILE, *La regolamentazione del sistema finanziario nel Regno Unito con particolare riferimento alla disciplina dell'intermediazione mobiliare*, in *Dir. banca merc. finanziari*, 2001, pp. 208 ss. il quale si sofferma specificamente sull'esame del *Financial Services Act 2000*. Su quest'ultimo cfr. anche: GRIPPO, *Financial Services and Markets Bill*, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, pp. 787 ss.

³⁸ Cfr. CONSOLI, *Ruolo e funzioni della Financial Services Authority*, consultabile nella rivista on line archivio ceradi, www.archivioceradi.luiss.it il quale sottolinea che alla riforma inglese si stanno ispirando diversi ordinamenti di Paesi europei, tra i quali il Lussemburgo, Paesi Bassi, Austria e Germania.

³⁹ Sono esclusi, pertanto, dalla nozione di valore mobiliare le polizze che coprono rischi diversi da quelli attinenti alla vita umana. Cfr. GENTILE, *La regolamentazione del sistema finanziario nel Regno Unito con particolare riferimento alla disciplina dell'intermediazione mobiliare*, cit., p. 215.

Capitolo II

Le polizze *unit linked*

1. Le polizze *unit linked*: cenni introduttivi. - 2. Le prestazioni delle parti. - 2.1 Il premio. - 2.2 La prestazione dell'assicuratore connessa all'andamento di O.I.C.R. - 2.2.1 Premessa: gli O.I.C.R., struttura e natura giuridica dei fondi comuni di investimento. - 2.2.2 I rapporti tra le imprese assicurative e gli O.I.C.R.- 2.2.3. L'articolazione delle polizze *unit linked*. - 3. Il fondo interno detenuto dall'Impresa di assicurazione. - 4. Natura giuridica delle polizze *unit linked*.

1. Le polizze *unit linked*: cenni introduttivi

Come rilevato nel capitolo precedente, le polizze *unit linked* sono caratterizzate dalla diretta dipendenza delle prestazioni delle parti - premio, capitale o rendita - al valore di quote di organismi di investimento collettivo del risparmio, o all'andamento di fondi di investimento costituiti all'interno dell'impresa assicurativa.

Nel prosieguo si procederà alla individuazione dei caratteri di tali fattispecie contrattuali descrivendo le prestazioni delle parti, le entità di riferimento cui le stesse sono agganciate ed i meccanismi attraverso i quali si realizza questa dipendenza.

Sarà, poi, l'analisi degli effetti dei contratti in esame a fornire gli strumenti per capire se possano qualificarsi come contratti di assicurazione sulla vita con componente finanziaria o, diversamente, debbano invece essere considerati contratti di puro investimento.

2. Le prestazioni delle parti

2.1 Il premio

L'obbligazione del contraente una polizza *unit linked* consiste nel pagamento del premio che può essere, a seconda delle modalità di versamento, unico cioè corrisposto in un'unica soluzione al momento della sottoscrizione della polizza, ricorrente, ossia versato periodicamente attraverso rate annuali, semestrali, trimestrali e mensili, e premio unico ricorrente che, al pari del ricorrente, viene versato con cadenza periodica, ma ciascun versamento è autonomo e distinto dagli altri⁴⁰.

Il contratto può prevedere la possibilità per il contraente di versare, nella misura e nei tempi da lui scelti, anche i c.d. premi aggiuntivi che consistono in versamenti *una tantum* ulteriori ed occasionali.

Dalle prefate tipologie di premio vanno distinti i c.d. "incrementi", che non costituiscono una prestazione autonoma, ma seguono le sorti del premio del quale sono, appunto, un aumento. Così, per esempio, nell'ipotesi di premio ricorrente, l'incremento ne segue la periodicità del pagamento.

Dai premi versati l'impresa detrae una somma necessaria per far fronte alle spese di acquisizione e gestione del contratto generalmente indicate, nei moduli contrattuali, sotto la dizione "caricamenti amministrativi", consistenti nelle provvigioni che l'impresa corrisponde ai canali distributivi per l'acquisizione e il rinnovo dei contratti, nelle somme necessarie per il mantenimento del personale, per la pubblicità dei prodotti e per ulteriori spese amministrative e che vanno a costituire le c.d. commissioni di gestione, di cui si avrà modo di fare cenno nel prosieguo.

⁴⁰ Sul premio unico ricorrente cfr.: CORVINO, *I prodotti assicurativi sulla vita, in Strumenti e servizi finanziari*, a cura di Fabrizi, Forestieri, Mottura, Milano, 2003, pp. 338 ss.; GAGLIARDI, *La produzione assicurativa nel ramo vita*, in *Manuale di gestione assicurativa*, a cura di Vicenzini, Padova, 2003, pp. 555 ss.. Sulla struttura e determinazione dei premi delle polizze *linked* cfr.: QUARTA, *Le polizze vita index -linked*, Bari, 2001, pp. 60 ss.; BAZZANO, *Index-linked e Unit-linked*, Sperling e Kupfer Editori, 1997, pp. 8 ss., 68.

I costi gravanti sul premio vengono indicati dall'impresa nel contratto attraverso una tabella che ne specifica la natura e ne esprime l'ammontare in valore percentuale o assoluto.

2.2 La prestazione dell'assicuratore connessa all'andamento di quote di O.I.C.R.

2.2.1 Premessa: gli O.I.C.R., struttura e natura giuridica dei fondi comuni di investimento

In prima approssimazione, nelle polizze *unit linked* la prestazione dell'assicuratore consiste in un capitale o in una rendita la cui entità non è certa e predeterminata nel suo ammontare al momento della conclusione del contratto, ma dipende dal valore delle quote di un organismo di investimento collettivo del risparmio (O.I.C.R.) acquistate dall'impresa assicurativa con le somme derivanti dai premi corrisposti dal contraente⁴¹, detratte le somme necessarie per far fronte ai costi di gestione - c.d. commissioni di gestione - e, ove previsto nel contratto, per la copertura del rischio di mortalità dell'assicurato (c.d. caricamenti del premio). Infatti, come si avrà modo di precisare nel prosieguo, nelle polizze in esame il rischio demografico può essere assente, con la conseguenza che il capitale o la rendita vengono erogati dall'impresa indipendentemente dal verificarsi di un evento attinente alla vita del contraente.

Per quanto in questa sede interessa, la comprensione del meccanismo attraverso il quale la prestazione assicurativa è "agganciata" all'andamento delle quote di un O.I.C.R. presuppone l'enunciazione, seppure sintetica, della natura e del funzionamento di tali organismi.

⁴¹ In tal senso cfr.: MIOLA, *Il risparmio assicurativo*, cit., pp. 43 ss., il quale sottolinea che in sostanza è l'impresa di assicurazione che provvede ad investire la parte di riserva matematica afferente ad una categoria di polizze, sottoscrivendo quote di partecipazione a fondi comuni di investimento. spec. p. 44, ; v. anche ROSSETTI, *Polizze linked e tutela dell'assicurato*, p. 228.

Come è noto, la gestione collettiva del risparmio - denominata anche gestione in monte perché svolta nell'interesse e per conto di una collettività di risparmiatori - è un servizio che viene svolto dalle Società di gestione del risparmio (Sgr) attraverso la promozione, istituzione e organizzazione di fondi comuni di investimento, nonché la gestione del patrimonio di fondi di propria o altrui istituzione e dalle Società di investimento a capitale variabile (Sicav).

Nello specifico, i fondi comuni di investimento si caratterizzano, sotto il profilo organizzativo, per la presenza di tre soggetti: la Sgr che istituisce il fondo ed, eventualmente lo amministra⁴², la banca depositaria alla quale sono affidate funzioni di custodia delle risorse del fondo e di vigilanza sull'attività di amministrazione svolte dalla Sgr⁴³ e i risparmiatori partecipanti al fondo.

La disciplina del fondo di investimento è contenuta in un regolamento, predisposto dalla Sgr e approvato dalla Banca d'Italia, nel quale sono definiti i rapporti tra la società medesima, i partecipanti al fondo e la banca depositaria⁴⁴ e al quale i risparmiatori aderiscono mediante la sottoscrizione delle quote in cui, all'atto della sua istituzione, viene diviso il fondo. Quest'ultimo, definito dall'art. 1, comma 1, lett. j, del Tuf come patrimonio autonomo⁴⁵, è diviso in quote e costituito dai versamenti dei

⁴² Sui rapporti tra la Sgr che istituisce il fondo e la Sgr cui viene demandata la gestione del fondo di investimento successivamente alla sua istituzione cfr.: MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio nel T.U.F.: profili organizzativi*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2001, I, pp. 312 ss.; BESSONE, *Le SGR, Società di gestione del risparmio. La financial industry e le attività di gestione di patrimonio in forma collettiva*, in *Vita not.*, 2002, II, p.

⁴³ Le Sgr, a norma dell'art. 34 Tuf, devono essere costituite in forma di società per azioni e sono assoggettate ad una disciplina speciale che sostanzialmente coincide con quella prevista per le società di intermediazione mobiliare. Esse devono essere preventivamente autorizzate allo svolgimento dell'attività dalla Banca d'Italia, sentita la Consob, e sono sottoposte alla relativa vigilanza.

⁴⁴ Alla banca depositaria, nello specifico, vengono affidate funzioni di vigilanza della legittimità delle operazioni poste in essere dalla Sgr, secondo quanto stabilito dagli artt. 36, comma 2, e 38 Tuf e, ai partecipanti al fondo, il diritto di essere informati sull'andamento della gestione del fondo e di esercitare, secondo modalità prestabilite, il diritto alla liquidazione della loro quota di partecipazione.

⁴⁵ Il fondo comune di investimento è quindi un patrimonio autonomo, distinto dal patrimonio della società di gestione, della banca depositaria e dei partecipanti e sul quale, pertanto, non sono ammesse azioni dei creditori della banca depositaria e della stessa S.g.r., mentre quelle dei creditori dei singoli investitori sono ammesse soltanto sulle quote di

risparmiatori a loro volta impiegati per l'acquisto di strumenti finanziari, crediti, beni mobili e immobili. Ai partecipanti al fondo vengono rilasciati, quale corrispettivo dei capitali versati, dei certificati rappresentativi delle quote di cui il fondo si compone.

Il valore delle quote non è nominale ma effettivo, pari a quello complessivo del fondo diviso per il numero delle quote di cui lo stesso è composto e varia in funzione dell'andamento dei titoli in cui il patrimonio del fondo viene investito dalla Sgr ⁴⁶.

Con la sottoscrizione delle quote, il risparmiatore acquista la qualità di partecipante al fondo e il diritto all'investimento delle somme versate e, ove egli lo richieda, alla restituzione di una somma di danaro pari alla frazione del valore del fondo rappresentata dal numero delle quote che lo stesso abbia sottoscritto.

Quindi, la titolarità di quote di partecipazione al fondo non attribuisce agli investitori alcun diritto amministrativo poiché essi non hanno poteri di gestione del fondo che, come già accennato, spettano alla Sgr della quale, inoltre, non possono essere soci.

La Sgr provvede all'allocazione delle risorse del fondo, ponendo in essere un'attività di gestione e di investimento in nome proprio ma i cui rischi sono totalmente a carico dei partecipanti al fondo.

Quest'ultimi possono fare affidamento, da un lato, sulla competenza e specializzazione delle Sgr le quali dovrebbero essere in grado, rispetto al singolo risparmiatore, di conoscere ed apprezzare, in qualità di investitori

partecipazione dei medesimi. Occorre dare conto, seppure sinteticamente, di quell'orientamento che assimila i fondi comuni di investimento ai *trusts* degli ordinamenti di *common law*. Sul punto cfr: PICCOLI, *I trusts e figure affini in diritto civile. Analogie e differenze*, in *Vita not.*, 1998, I, p. 790; cfr. anche, anteriormente all'entrata in vigore della legge istitutiva dei fondi comuni di investimento (l. n. 77/1983): NIGRO, *I fondi comuni di investimento mobiliare. Struttura e natura giuridica*, Milano, 1970.

⁴⁶ Va precisato che le quote di cui si compone il fondo non hanno necessariamente lo stesso valore: in particolare è possibile distinguere c.d. classi di quote differenziate, ad es, per una diversa misura delle commissioni di gestione dovute alle S.g.r., o al diritto alla partecipazione ai risultati della gestione. Sul punto cfr.: DESIDERIO M., "UCITS III": *la riforma europea della gestione collettiva del risparmio e le modifiche al testo unico della finanza. Le novità per i fondi e le SICAV*, in *Dir. banca e merc. finanz.*, 2004, II, p. 159 ss.

istituzionali, la complessità del mercato finanziario⁴⁷; dall'altro lato, sulla tutela accordata loro dalla legge e dal regolamento del fondo nei quali, come si è già precisato, sono disciplinati i rapporti tra la Sgr, i risparmiatori partecipanti e la banca depositaria.

Le Sgr, in altri termini, svolgono una gestione in monte del risparmio - congiuntamente per più risparmiatori - che si contrappone alle gestioni individuali del portafoglio di investimento caratterizzate - come si avrà modo di chiarire in prosieguo - dalla possibilità per l'investitore, quale titolare dei singoli titoli di cui si compone il portafoglio, di intervenire nelle scelte dell'intermediario impartendogli istruzioni per la gestione⁴⁸.

La maggior parte della dottrina ha qualificato il rapporto - disciplinato dal regolamento del fondo - tra il partecipante ad un fondo comune di investimento e la Sgr come un contratto tipico di gestione o di investimento, mentre ha escluso che il rapporto in esame possa qualificarsi come mandato. Infatti, il sottoscrittore delle quote di un fondo, a differenza del mandante, non ha poteri di ingerenza o indirizzo nelle decisioni di investimento delle Sgr⁴⁹, ma è solo titolare di un diritto di credito allo svolgimento, da parte delle Sgr, dell'attività di investimento delle somme raccolte e alla restituzione dei risultati della gestione.

Ciononostante, al contratto di investimento, sia per espressa previsione legislativa (art. 36, comma 5 Tuf) sia per la presenza in esso dei

⁴⁷ Sul punto cfr.: BESSONE, *ult. op. cit.*, il quale definisce "investitori istituzionali" gli operatori professionali che nell'interesse di una massa di risparmiatori possono essere autorizzati ad una *gestione collettiva ed in monte* (corsivo dell'a.) di risorse finanziarie variamente impiegate" (p. 631) e le Sgr, in quanto addette sia alla gestione in monte sia su base individuale, vengono definite dall'a. come imprese di intermediazione finanziaria polifunzionali.

⁴⁸ Con l'entrata in vigore del Tuf, come è noto, le Sgr possono, altresì, prestare il servizio di gestione su base individuale di portafogli di investimento per conto terzi. Per una disamina delle Sgr cfr.: COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 141, 167 ss.; BESSONE, *Le SGR, Società di gestione del risparmio. La financial industry e le attività di gestione di patrimonio in forma collettiva*, cit., pp. 634 ss;

⁴⁹ In tal senso cfr.: FERRO-LUZZI, *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. comm.*, 1992, I, pp. 50 ss.; MIOLA, *La gestione collettiva del risparmio*, cit., pp. 316 ss., il quale sottolinea che la partecipazione al fondo comune di investimento costituisce espressione di un contratto, quello di gestione o di investimento, tipico, pur se non nominato; GENTILE G., *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, Padova, 1991, pp. 128 ss.; COSTI, *op. cit.*, p. 185.

tratti caratterizzanti un rapporto di gestione, si applicano le norme del mandato idonee a disciplinare gli obblighi e le responsabilità della Sgr verso i partecipanti al fondo⁵⁰.

La dottrina non è concorde, altresì, in ordine alla natura giuridica del fondo comune di investimento, che il Tuf definisce patrimonio separato e autonomo da quello della Sgr e della Banca depositaria senza, tuttavia, specificare a chi ne spetti la titolarità.

Secondo un primo orientamento, i beni che compongono il fondo spettano, in comproprietà, ai partecipanti anche se legittimata a gestire le attività del fondo è la Sgr. Quindi, con i fondi comuni di investimento si verrebbe ad attuare una sorta di “dissociazione tra proprietà e controllo della ricchezza”, nel senso che “la proprietà collettiva dei partecipanti è una proprietà del tutto inerte, affatto priva di ogni funzione dirigente; il controllo della ricchezza è, invece, integralmente attribuito ad un soggetto che non ne è proprietario⁵¹”.

Speculare a tale impostazione è quella che, escludendo qualsiasi rapporto di natura reale tra fondo e partecipanti, riconosce in capo alla Sgr la qualità di proprietaria fiduciaria del fondo, con pieni ed incondizionati poteri di disposizione anche se preordinati alla realizzazione dell’interesse dei sottoscrittori⁵².

⁵⁰ A favore della riconduzione della fattispecie in esame al mandato v: FERRI jr., *Patrimonio e gestioni. Spunti per una ricostruzione sistematica dei fondi comuni di investimento*, in *Riv. dir. comm.*, 1992, I, pp. 25 ss., 68 ss.; GALGANO, *Il negozio giuridico*, in *Tratt. dir. civ. comm.* diretto da Cicu, Messineo, Mengoni, e continuato da Schlesinger, Milano, 2002, pp. 436 ss. secondo il quale i partecipanti al fondo di investimento conferiscono alla società di gestione un mandato avente ad oggetto la gestione di operazioni di investimento mobiliare (...). La società di gestione del risparmio occupa, rispetto ai partecipanti, la posizione di un mandatario senza rappresentanza. Tuttavia lo stesso A. sottolinea che “la Sgr appare un anomalo mandatario. Essa non riceve istruzioni da alcun mandante: è, nei limiti fissati dalla legge e nel rispetto della diligenza richiesta dal mandatario, arbitra di decidere a propria discrezione quali titoli acquistare e quali vendere, come votare nelle assemblee e così via.”

⁵¹ GALGANO, *op. cit.*, p. 438. In ordine alla qualificazione del fondo comune di investimento in termini di comproprietà cfr. anche A. LENER, *Costituzione e gestione dei fondi comuni*, in *Foro it.*, 1985, V, pp. 177 ss.

⁵² In tal senso COLOMBO, *L’investment trust in forma contrattuale*, in *AA.VV., L’investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova, 1967, a cura di Colombo, p. 286; FRAGALI, *La comunione*, in *Tratt. dir. civ. comm.* diretto da Cicu e Messineo, Milano, 1973, p. 346.

Sia all'uno che all'altro orientamento sono state mosse delle obiezioni, in quanto il primo non riesce a spiegare la ragione per cui se il fondo comune di investimento è da ricostruire in termini di una comproprietà fra i partecipanti, quest'ultimi siano privi di qualunque potere di gestione sui beni conferiti e non possano, in ogni momento, sciogliere la comunione⁵³.

Con riguardo alla seconda impostazione, invece, è stato posto in rilievo che la qualificazione della posizione giuridica della Sgr come proprietaria del fondo rappresenta una "distorsione" del concetto comunemente accolto di proprietà, "distorsione che trova la propria ragione nella diversità di situazioni di interessi nelle quali si collocano rispettivamente il proprietario in quanto tale e la società di gestione"⁵⁴.

Quindi, per superare l'alternativa tra la ricostruzione del fondo in termini di comproprietà dei partecipanti e la ricostruzione in termini di proprietà fiduciaria della Sgr, alcuni autori hanno ricondotto la titolarità dei rapporti facenti capo al fondo ad un soggetto terzo centro autonomo di imputazione giuridica identificandolo nel fondo medesimo e qualificando quest'ultimo come associazione non riconosciuta o come fondazione. Per tale impostazione il fondo - nella veste di associazione o fondazione - sarebbe titolare dei beni che lo compongono e l'esercizio dei relativi diritti spetterebbe all'organo di amministrazione e di gestione, vale a dire alla Sgr⁵⁵.

Quest'ultima posizione, a seguito della l. n. 77 del 1983 e del T.U.F., è stata superata dalla medesima dottrina la quale ha sottolineato, con argomentazioni condivisibili, che l'introduzione di una disciplina positiva dei fondi comune di investimento rende pressoché superflua ogni questione relativa alla loro natura giuridica. Infatti, è lo stesso legislatore che all'art. 1

⁵³ GENTILE G., *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, Padova, 1991, p. 133 ss.;

⁵⁴ COSTI, *La struttura dei fondi comuni di investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. società*, 1968, pp. 292 ss.

⁵⁵ Sulla configurazione del fondo comune di investimento come fondazione cfr. COSTI, *La struttura dei fondi comuni di investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. società*, 1968, p. 300. Per la configurazione del fondo in termini di associazione non riconosciuta cfr. NIGRO, *I fondi comuni di investimento mobiliare, Struttura e natura giuridica*, Milano, 1970, pp. 100 ss.

del T.U.F. definisce il fondo comune di investimento come patrimonio autonomo, separato da quello dei risparmiatori e delle Sgr, consentendo quindi nel nostro ordinamento l'ingresso di "patrimoni senza titolare"⁵⁶.

L'altro organismo cui è demandata la gestione collettiva del risparmio è rappresentato dalla Sicav, società per azioni il cui oggetto sociale consiste nell'investimento collettivo del patrimonio raccolto mediante l'offerta al pubblico di proprie azioni e il cui capitale è variabile, nel senso che l'acquisto o la vendita delle azioni da parte dei soci, pur comportando una variazione del capitale sociale, differentemente dalle ordinarie società per azioni, non determina una modifica dell'atto costitutivo. Più precisamente, nelle Sicav "il capitale sociale e il patrimonio netto coincidono ed anzi il primo concetto perde ogni significato, come dimostra il fatto che non trova applicazione la disciplina del capitale dettata per le società per azioni"⁵⁷.

La Sicav oltre che dalle ordinarie società per azioni si differenzia, sotto il profilo strutturale, anche dai fondi comuni di investimento per la mancanza di separatezza tra patrimonio della società e patrimonio oggetto dell'investimento⁵⁸.

Il risparmiatore, infatti, investe le proprie risorse finanziarie mediante la sottoscrizione delle azioni emesse dalla società e quindi non è, come nel caso di fondi comuni di investimento, semplice titolare di certificati rappresentativi di quote ma socio, con la conseguenza che i diritti derivanti dalla titolarità delle azioni, quale, in particolare, il diritto di voto, gli consentono di incidere sulle scelte di gestione della società. Egli, inoltre, può disinvestire in ogni momento i propri capitali domandando il rimborso del valore delle azioni di cui è titolare.

La Sicav, a sua volta, può procedere all'emissione continua di azioni, ricevendo così nuovi apporti senza necessità di modificare l'atto costitutivo. Quest'ultima circostanza rende molto simile, sotto il profilo delle politiche di

⁵⁶ COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 186. In tal senso dello stesso A., *Fondi comuni di investimento profili organizzativi*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 1984, I, pp. 304 ss.

⁵⁷ COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., p. 196.

⁵⁸ RABITTI BEDOGNI, sub art. 43 T.U.F., in *Commentario al testo unico in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Padova, 1998, I, p. 451.

investimento, tale organismo ai fondi comuni di investimento di tipo aperto le cui regole, infatti, per esplicito richiamo del Regolamento 24 maggio 1999, n. 228, sono ad esso applicabili.⁵⁹

2.2.2. I rapporti tra le imprese assicurative e gli O.I.C.R.

Svolta questa breve premessa sugli organismi di investimento collettivo del risparmio, prima di procedere all'analisi delle polizze *unit linked* è opportuno illustrare le modalità attraverso le quali le imprese assicurative sono venute a contatto con i fondi comuni di investimento e le Sicav.

I rapporti tra le imprese assicurative e gli O.I.C.R., infatti, si sono sviluppati su fronti eterogenei⁶⁰.

Il primo va individuato nell'ambito dell'attività dell'impresa assicurativa e concerne l'assunzione, da parte delle compagnie di assicurazione, di partecipazioni in società di gestione dei fondi comuni di investimento. Tale operazione per la quale è necessaria l'autorizzazione dell'Isvap⁶¹, viene posta in essere dalle compagnie per attuare una più stretta

⁵⁹ Cfr.: COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 194 ss.; RABITI BEDOGNI, *ult. op. cit.*, p. 451: l'A. sottolinea che il modello organizzativo delle Sicav è espressione di alcune deroghe al diritto societario "giustificate da un lato dall'applicazione, vista l'omogeneità con i fondi comuni di investimento, di alcune norme disciplinanti i fondi stessi, dall'altro dalla variabilità del capitale e dalla coincidenza di questo con il patrimonio".

⁶⁰ Sul punto: PACI, *Compagnie di assicurazione e fondi comuni di investimento*, in *Manuale dei fondi comuni di investimento*, a cura di Ruozi, Milano, 1987, pp. 342 ss.

⁶¹ L'art. 79 cod. ass. subordina all'autorizzazione preventiva dell'Isvap l'assunzione da parte di una impresa di assicurazione di partecipazioni in altre imprese, nelle seguenti ipotesi: 1) quando la partecipazione non viene acquisita con il patrimonio libero della compagnia; 2) quando l'impresa assicurativa assume una partecipazione di controllo in un'altra società che esercita attività diverse da quelle consentite alle imprese di assicurazione e riassicurazione, fatta eccezione per il caso che la partecipazione abbia carattere di strumentalità o di connessione con l'attività assicurativa, ed infine, 3) quando la partecipazione è assunta in imprese di assicurazione e riassicurazione estere. Per un commento dell'art. 79 cod. ass. v.: CAPRIGLIONE, *Partecipazioni delle imprese di assicurazione e di riassicurazione*, in *Il codice delle assicurazioni, Commentario al d.lgs. 7 settembre 2005, n. 209*, a cura di Capriglione, cit., pp. 231 ss.; GIAMPAOLINO, *Gli assetti proprietari e i gruppi assicurativi*, in *Il nuovo codice delle assicurazioni*, a cura di Amorosino e Desiderio, cit., pp. 224 ss.; REGOLI, *Partecipazione delle imprese di assicurazione e riassicurazione*, in *AA.VV., Commentario al codice delle assicurazioni*, a cura di Bin, cit., pp. 178 ss.

collaborazione con gli investitori istituzionali del mercato finanziario quali, appunto, le Sgr.

Tale aspetto s'inquadra, come è noto, nel più ampio fenomeno dell'assunzione di partecipazioni da parte delle imprese assicurative in altre società esercenti attività diverse da quella assicurativa il cui ambito di operatività è stato ampliato dal Cod. ass. rispetto alla previgente disciplina. Quest'ultima, infatti, contenuta nei già citati dd.lgs. 174 e 175 del 1995 e nella L. 9 gennaio 1991, n. 20 vietava alle imprese assicurative l'assunzione di partecipazioni di controllo in altre società esercenti attività diverse da quella assicurativa.

Viceversa l'art. 79 comma 3, cod. ass., non solo consente di acquistare partecipazioni in altra società seppure esercente attività diverse da quella assicurativa, ma anche quando l'acquisto abbia ad oggetto una partecipazione rilevante o abbia come effetto l'assunzione del controllo della società medesima, tale operazione non è vietata, richiedendosi unicamente l'autorizzazione dell'Isvap⁶².

Sempre nell'ambito dell'esercizio dell'attività di impresa, le compagnie assicurative entrano in contatto con i fondi comuni di investimento anche in occasione della copertura ed investimento delle riserve tecniche attraverso l'acquisto di quote di O.I.C.R. Infatti il codice delle assicurazioni, e prima di esso il d.lgs. n. 174 del 1995, include tra le attività utilizzabili dall'impresa per la garanzia dell'adempimento delle obbligazioni

⁶²Va precisato che il fenomeno delle partecipazioni in o da parte imprese assicurative va distinto da quello dei conglomerati finanziari, ovvero gruppi composti da almeno una impresa che opera nel settore assicurativo ed una che opera nel settore bancario o dei servizi di investimento. Il conglomerato finanziario, la cui disciplina è contenuta nella Direttiva 2002/87/CE e successivamente recepita nel nostro ordinamento dal D.lgs. 30 maggio 2005, n.142, si caratterizza, quindi, come un gruppo eterogeneo poiché le imprese che ne fanno parte svolgono attività intersettoriali, principalmente consistenti nella fornitura di servizi finanziari. Sui conglomerati finanziari v.: PROTO, *Basilea 2, norme sui conglomerati finanziari e IAS: conseguenze per le banche che detengono partecipazioni assicurative di controllo*, in *Banca, impr. e società*, 2006, pp. 49 ss.; ANTONINI, *I conglomerati finanziari: una prima lettura della Direttiva 2002/87/Ce*, in *Dir. econom. assicuraz.*, 2004, I, pp. 355 ss.; MORVILLO, *I conglomerati finanziari*, in *Il nuovo codice delle assicurazioni, Commentario*, a cura di Amorosino e Desiderio, Milano, 2006, pp. 61 ss.

nei confronti degli assicurati sia dei rami vita, che dei rami danni anche la sottoscrizione di quote di fondi comuni di investimento⁶³.

L'altro fronte si è affermato sul piano della collaborazione tra le imprese assicurative e i fondi comuni di investimento nell'offerta e nella distribuzione ai risparmiatori dei rispettivi contratti.

Per un verso, le società di gestione hanno offerto al risparmiatore i c.d. piani di accumulazione che consistono nella offerta congiunta di quote di un fondo comune di investimento e di coperture assicurative in caso di morte, infortunio o malattia del risparmiatore medesimo, con la precipua finalità di consentire a quest'ultimo, nel caso di verifica di tali eventi, il completamento del piano di accumulazione.

Nella fattispecie in esame il risparmiatore sottoscrive personalmente le quote del fondo comune di investimento e la Sgr, a sua volta, stipula per conto del sottoscrittore medesimo un'assicurazione sulla vita, attingendo le somme necessarie per corrispondere i premi all'impresa assicurativa dalle stesse quote del fondo⁶⁴.

Per altro verso - ed arriviamo alle polizze *unit linked* - è la stessa impresa assicurativa che offre direttamente o per il tramite dei suoi canali di distribuzione, contratti in cui la prestazione assicurativa dipende in tutto o in parte dall'andamento di quote di fondi comuni di investimento acquistate con i premi versati dall'assicurato⁶⁵.

Quindi, a differenza dei piani di accumulazione descritti poc'anzi, nei quali a sottoscrivere le quote del fondo è il risparmiatore, nelle polizze *unit linked* è la stessa impresa assicurativa che, con le somme versate

⁶³ L'art. 38 Cod. ass., relativo alla copertura delle riserve tecniche, riserva ad un Regolamento dell'Isvap la determinazione delle categorie degli attivi ammessi a copertura delle riserve nonché dei limiti di impiego e delle quote massime. Poiché tale regolamento non è ancora stato emanato dall'Istituto, le imprese dovranno uniformarsi agli artt. 26 ss. del D.lgs. n. 174 del 1995.

⁶⁴ I piani di accumulazione sono predisposti dal gestore il fondo comune di investimento e consistono in una ripartizione temporale delle somme di danaro che il risparmiatore corrisponde a fronte della sottoscrizione delle quote di cui si compone il fondo comune di investimento. La finalità di simili operazioni è quella di consentire ai sottoscrittori, mediante versamenti periodici, di costituire un capitale per il futuro. Sul punto cfr.: MIOLA, *Il risparmio assicurativo*, cit., pp. 47 ss.

⁶⁵ MIOLA, *op. cit.*, pp. 43 ss.

dall'assicurato, sottoscrive quote di un fondo comune di investimento concludendo con la Sgr i c.d. "accordi di riconoscimento di utilità" con i quali quest'ultima si impegna ad attribuire all'impresa assicurativa le utilità spettanti in base ai risultati dell'andamento dei fondi; sarà poi l'impresa assicurativa a "retrocedere" all'assicurato le utilità ricevute.

In altri termini, nelle polizze *unit linked* è la sola impresa assicurativa ad intrattenere i rapporti con gli organismi di investimento rispetto ai quali, pertanto, l'assicurato rimane estraneo⁶⁶.

Infatti l'impresa, al momento in cui il contraente sottoscrive la polizza, si limita ad indicare le tipologie dei fondi esterni in cui investire le somme versate a titolo di premio; questi fondi vengono selezionati dalla compagnia secondo la classificazione ANIA che li riconduce, sulla base della loro composizione monetaria, azionaria, obbligazionaria e bilanciata, ad una molteplicità di categorie. Il contraente, al quale viene presentato l'elenco dei fondi, classificati in macrocategorie, sceglie a quali di questi destinare il premio⁶⁷.

Nel rispetto delle categorie di appartenenza dei fondi esterni, preventivamente indicati dal contraente, l'impresa assicurativa osserva l'andamento finanziario dei fondi al cui rendimento è collegata la prestazione. Se l'evoluzione dei mercati finanziari conduce all'individuazione di fondi con migliori rendimenti, l'impresa può disinvestire il capitale maturato nel singolo fondo esterno, valutato non più

⁶⁶In tal senso cfr. MIOLA, *Il risparmio assicurativo*, cit., pp. 44 ss., il quale osserva che in questo tipo di contratti "non si crea un collegamento diretto tra titolari delle polizze vita e quote del fondo, in quanto le quote stesse entrano a far parte della riserva matematica dell'impresa di assicurazione". In tal senso v. anche VOLPE-PUTZOLU, *Assicurazioni sulla vita*, cit., p. 241 e GAMBINO, *Finalità e tendenze attuali*, cit., p. 483.

⁶⁷ V. tra le polizze *unit linked* le cui prestazioni sono connesse a fondi comuni di investimento esterni il prospetto informativo della "Xelion Personal Portfolio" emessa dalla Skandia Vita s.p.a. in cui il contraente ha facoltà di porre in essere operazioni di *switch* su fondi preventivamente selezionati dall'impresa, con il solo limite rappresentato dalla circostanza che non può acquistare quote di un solo fondo e di una sola categoria di fondo, nonché la Polizza *Unit Private* emessa dalla Compagnia irlandese AXA MPS Financial Limited. La documentazione contrattuale è consultabile nei siti internet delle predette Compagnie.

idoneo, e investirlo in un altro che appartenga sempre alla medesima categoria di quello disinvestito ma il cui rendimento sia superiore.

Il contraente ha diritto di essere periodicamente informato di queste operazioni mediante l'invio di molteplici documenti redatti secondo le indicazioni contenute nella circolare 551/D del 1 marzo 2005 ("Disposizioni in materia di trasparenza dei contratti di assicurazione sulla vita"), il cui contenuto si avrà modo di esaminare nel prosieguo.

Egli ha diritto, inoltre, di interferire nell'attività di gestione della impresa ponendo in essere le "operazioni di *switch*", consistenti nel domandare alla compagnia il disinvestimento delle quote del nuovo fondo da essa individuato ed il contestuale reinvestimento dell'importo disinvestito in un altro fondo facente parte della categoria predeterminata al momento della conclusione del contratto.

2.2.3 L'articolazione delle polizze *unit linked*

Nella prassi contrattuale, le polizze *unit linked* assumono connotazioni diverse a seconda che il rischio finanziario delle operazioni appena descritte risulti totalmente a carico del contraente, oppure gravi sull'impresa assicurativa.

Nella prima ipotesi, ci si trova dinnanzi ad una polizza *unit linked* c.d. pura con la quale l'impresa assicurativa è tenuta solamente a corrispondere al contraente un capitale o una rendita, pari al valore delle quote del fondo cui è collegata la polizza che, al verificarsi del rischio demografico o al decorrere di un determinato termine dalla conclusione del contratto, potrebbe essere inferiore all'ammontare dei premi versati dal contraente o pari a zero se in quel dato momento il fondo registrasse un andamento negativo.

L'altro caso è, a sua volta, scomponibile in due ulteriori sottoipotesi: nella prima - c.d. *guaranteed unit linked*- l'assicuratore, indipendentemente dall'andamento dei fondi nei quali sono investiti i premi, al verificarsi

dell'evento dedotto in polizza o decorso il termine, corrisponde al contraente il capitale pari ai premi versati ed, eventualmente, anche un rendimento minimo; nella seconda - c.d. *partial guaranteed unit linked* - l'impresa di assicurazione garantisce all'assicurato la restituzione di una sola parte del capitale versato.

Nelle polizze c.d. *guaranteed unit linked*, quindi, l'assicurato può sempre contare su un capitale indipendentemente dal valore delle quote cui è collegato il contratto e dai risultati dell'attività di gestione finanziaria dei premi da lui versati posta in essere dall'impresa assicurativa.

Viceversa, quando il rischio finanziario viene sopportato interamente dal contraente, le operazioni di investimento effettuate dall'assicuratore incidono sull'entità della prestazione cui è tenuta la compagnia nei suoi confronti al verificarsi dell'evento dedotto in contratto⁶⁸.

In tale ipotesi, diversamente dalla precedente, l'interesse del contraente ad una trasparente e corretta attività di gestione, da parte della compagnia, del danaro versato sotto forma di premio, ha un contenuto più pregnante, analogo a quello che sorge in capo all'investitore nell'ambito della gestione collettiva e individuale del risparmio disciplinate dal Tuf e dalla relativa normativa secondaria.

Infatti, la descrizione appena illustrata di queste tipologie contrattuali evidenzia un profilo gestorio delle operazioni poste in essere dall'impresa assicurativa la quale - anche nei casi in cui si impegna a corrispondere all'assicurato un capitale o una rendita al verificarsi dell'evento attinente alla vita umana, come avviene negli ordinari contratti di assicurazione sulla vita - effettua una serie di operazioni che, per le caratteristiche e modalità di svolgimento, parrebbero riconducibili ad un servizio di investimento, analogo per alcuni profili che andremo ora ad illustrare, ad una gestione, su base discrezionale ed individualizzata, di un portafoglio di investimento.

⁶⁸ Sul punto cfr. STELLA RICHTER jr, *Obbligo di restituire e obbligo di gestire nell'attività finanziaria: alla ricerca di una disciplina per gli «ibridi» bancari e assicurativi*, in *Banca impr. soc.*, 2002, pp. 495 ss.

Tale servizio di investimento, consistente nel gestire un patrimonio allo scopo precipuo di incrementarne il valore nel corso del tempo, viene svolto dall'intermediario nell'interesse dell'investitore e presuppone, perciò, un rapporto fiduciario tra questi due soggetti. L'investitore, infatti, affida all'intermediario le sue disponibilità monetarie, riponendo così fiducia nelle sue competenze professionali; l'intermediario, nello svolgimento dell'attività sopra descritta, gode di una certa discrezionalità, fermo restando, come già evidenziato, che il cliente gli può sempre impartire istruzioni vincolanti in ordine alle operazioni da compiere e recedere in ogni momento dal contratto (art. 24 Tuf).

Quindi, ciò che emerge in questa tipologia di contratto è l'esistenza di poteri discrezionali in ordine alla movimentazione delle consistenze patrimoniali dell'investitore e la finalità di valorizzazione di un determinato portafoglio, da realizzarsi mediante operazioni di investimento in strumenti finanziari i cui risultati positivi o negativi ricadono direttamente sul patrimonio del cliente stesso⁶⁹.

Nelle polizze *unit linked*, analogamente al servizio di investimento ora descritto, il contraente conferisce sotto forma di premio all'impresa assicurativa delle somme di danaro, che quest'ultima utilizza per l'acquisto di quote di fondi o azioni Sicav, assumendo decisioni di investimento discrezionali sulla base di obiettivi e all'interno di limiti definiti nel contratto. I risultati degli investimenti ricadono sul contraente che, trascorso un determinato lasso di tempo prefissato nel contratto o al verificarsi del rischio demografico, riscuote un capitale o una rendita la cui entità, corrispondente al valore delle quote o delle azioni acquistate, può ben essere inferiore al capitale versato o, addirittura, come si è visto, pari a zero.

⁶⁹ Per una disamina concernente la gestione, su base individuale, di portafogli di investimento cfr.: COSTI, *Il mercato mobiliare*, cit., pp. 141 ss.; ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, pp. 93 ss.; DI AMATO, *I servizi di investimento*, in *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, a cura di Amorosino, Milano, 2008, pp. 94 ss.; MOLLE e DESIDERIO, *Manuale di diritto bancario e dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 2000, pp. 275 ss.; COSSU, *La gestione di portafogli di investimento tra diritto dei contratti e diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2002; GAGGERO, *Art. 24. Gestione di portafogli di investimento*, in Alpa e Capriglione (a cura di), *Il Testo Unico delle disposizioni in materia di intermediazione finanziaria*, I, Padova, 1998; SALVATORE, *Servizi di investimento e responsabilità civile*, Milano, 2004, pp. 152 ss.

La similarità delle polizze in oggetto alla gestione su base individuale di un portafoglio di investimento è confermata, inoltre, dalla circostanza che in questo servizio il patrimonio del cliente può essere investito in azioni, obbligazioni e strumenti finanziari derivati (c.d. GPM -Gestione Patrimoniale Mobiliare), ma anche, analogamente alle polizze *unit linked*, in quote di fondi comuni di investimento o azioni SICAV (c.d. GPF - Gestione Patrimoniale in Fondi)⁷⁰.

In quest'ultime, pertanto, diversamente dalle GPM, l'intermediario non investe direttamente le disponibilità finanziarie del cliente in titoli quali azioni o obbligazioni, ma sottoscrive per conto di quest'ultimo quote di O.I.C.R.⁷¹.

Infine, la riconducibilità delle polizze *unit* alla gestione di portafoglio troverebbe conferma anche sul piano normativo, segnatamente nella regolamentazione emanata dall' Isvap.

Ci si riferisce sia all'art. 23 della già citata circolare 551/D del 2005, sia all'art. 45 del Regolamento concernente la disciplina degli obblighi di informazione, dell'interpello, nonché della pubblicità dei prodotti assicurativi di cui al titolo XIII del Cod. ass., allo stato ancora in pubblica consultazione e quindi non ancora entrato in vigore.

Entrambe le norme, rubricate "Costi applicati alle polizze *unit linked* mediante prelievi di quote", fanno divieto alle imprese di assicurazione che

⁷⁰ In ordine alla definizione di Gestione patrimoniale mobiliare e Gestione patrimoniale in fondi consulta il sito internet www.bancaditalia.it/servizi Pubbl/conoscere/prodotti

⁷¹ Come è stato osservato nel Provvedimento n. 16016 - reso dall'AGCM a seguito di una istanza di autorizzazione ad una procedura di fusione tra Banca Intesa e San Paolo Imi - "l'attività di gestione su base individuale di patrimoni mobiliari (GPM), prevista dall'articolo 1, comma 5, lettera d), del Decreto Legislativo n. 58/98 è svolta da banche, da imprese di investimento e da società di gestione del risparmio, sulla base di un incarico conferito dal cliente. Rispetto alle gestioni collettive, il patrimonio di ogni cliente resta distinto da quello degli altri. Specifica caratterizzazione assumono le gestioni patrimoniali in fondi (GPF), in cui le disponibilità finanziarie del cliente sono investite in quote di fondi comuni d'investimento. Le GPF sono assimilate alle gestioni collettive anche se, dal punto di vista contrattuale, hanno un elemento in comune con le gestioni individuali, potendo il cliente richiedere al gestore di modificare la composizione del portafoglio, sempre, tuttavia, scegliendo tra quote di fondi comuni". Cfr. anche della medesima Autorità il Provvedimento 3 marzo 2007, n. 16598 relativamente alla procedura di fusione tra Banco Popolare di Verona e Novara S.c. a r.l. (BPVN) e Banca Popolare Italiana Soc. Coop. (BPI), operanti nel mercato assicurativo vita e del risparmio gestito.

offrono polizze *unit linked* di “prelevare costi di qualsiasi tipo mediante riduzione del numero delle quote attribuite a ciascun contratto, fatta eccezione per le commissioni di gestione applicate in contratti direttamente collegati a quote di OICR. In tale ultimo caso dette commissioni possono essere previste solo in presenza di un’attività specifica di gestione predefinita nelle condizioni di polizza”.

La disposizione in esame ci sembra significativa nella parte in cui consente alle imprese assicurative di svolgere un’attività gestoria, analoga, come abbiamo visto, a quella rinvenibile nella gestione di un portafoglio di investimento, e pone lo svolgimento di tale attività da parte della compagnia come presupposto indefettibile per l’applicazione al contraente una polizza *unit linked* delle commissioni di gestione attuate mediante riduzione del numero delle quote⁷².

Tuttavia, ulteriori profili non ci consentono di ricondurre integralmente le polizze in esame a tale servizio di investimento. In particolare, come sottolineato dalla dottrina, nelle polizze *linked* i premi conferiti dal singolo assicurato non costituiscono un patrimonio separato da quello degli altri assicurati, ma diventano oggetto di una gestione collettiva posta in essere dall’impresa assicurativa⁷³.

Più precisamente nelle polizze *unit linked* la componente finanziaria dell’operazione ha natura collettiva posto che il collegamento alle quote del fondo comune di investimento è programmato per una pluralità di contratti. Non si configura, pertanto, quella separazione del portafoglio di ciascun cliente che caratterizza, come abbiamo visto, le gestioni individuali disciplinate dall’art. 24 del Tuf⁷⁴.

⁷² Infatti, come si è avuto modo di specificare precedentemente, i costi di gestione gravano, di norma, sui premi versati dal contraente.

⁷³ Sul punto v. VOLPE-PUTZOLU, *Le polizze unit linked e index linked*, cit., p. 234; CORRIAS, *Previdenza, risparmio ed investimento nei contratti di assicurazione sulla vita*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, pp.

⁷⁴ CORRIAS, *ult. op. cit.*, pp. 99 ss.

3. Il fondo interno detenuto dall'impresa di assicurazione

La componente gestoria, fino ad ora evidenziata, caratterizza anche le polizze *unit* collegate ad un fondo interno all'impresa assicurativa, ovvero ad un fondo appositamente costituito dalla compagnia in cui il meccanismo di connessione delle prestazioni contrattuali al valore delle quote di cui il fondo si compone è pressoché identico a quello rinvenibile nelle polizze *unit* collegate a fondi di investimento esterni.

Infatti, anche nei contratti in esame il fondo è diviso in quote di partecipazione il cui valore viene determinato periodicamente dalla quotazione dei titoli in esso compresi; l'assicurato, inoltre, non partecipa solo agli utili della gestione ma al complessivo risultato del fondo.

La dottrina si è posta due interrogativi in ordine ai fondi assicurativi: il primo riguarda la natura giuridica dei medesimi, il secondo è relativo all'applicabilità ad essi, in via analogica, della normativa sui fondi comuni di investimento⁷⁵.

Relativamente alla prima questione, occorre stabilire se il fondo assicurativo, al quale sono collegate le prestazioni di una polizza *unit*, possa essere considerato un patrimonio separato, nel senso che i risultati della sua gestione non possono essere distratti dall'impresa per altri scopi o a beneficio di altre categorie di assicurati⁷⁶.

La maggioranza degli autori ritiene che, differentemente dai fondi comuni di investimento, il fondo interno non abbia autonomia patrimoniale. Infatti le attività che lo compongono rilevano esclusivamente sotto il profilo contabile, in quanto vengono prese in considerazione per la determinazione e il calcolo dell'importo delle prestazioni dedotte nel contratto senza, perciò,

⁷⁵ VOLPE-PUTZOLU, *Assicurazione sulla vita, fondi assicurativi e fondi comuni di investimento*, in *Giur. comm*, 1984, I, pp. 227 ss., la quale sottolinea che nelle fattispecie in esame si innesta una operazione di investimento simile a quella rinvenibile nelle polizze collegate ai fondi comuni di investimento esterni. Cfr. anche MIOLA, *Il risparmio assicurativo*, cit., pp. 32 ss.

⁷⁶ MIOLA, *ult. op. cit.*, pp. 32 ss.

alcun effetto rispetto alla generale responsabilità patrimoniale dell'assicuratore e alla garanzia offerta dalla riserva matematica nel suo complesso a favore della massa degli assicurati⁷⁷.

Questa impostazione pare condivisibile, posto che non è riscontrabile alcuna norma dalla quale possa inferirsi la natura autonoma del fondo assicurativo, specialmente nell'ipotesi in cui l'impresa venga posta in liquidazione coatta amministrativa.

Infatti, se il fondo in questione fosse dotato di autonomia patrimoniale rispetto alle altre riserve tecniche afferenti ai contratti di assicurazione sulla vita, tale circostanza nella procedura di liquidazione attribuirebbe agli assicurati, creditori di tali polizze, il diritto di essere soddisfatti in via prioritaria rispetto agli altri assicurati del ramo vita. Non è, tuttavia, rintracciabile alcuna norma, nel codice delle assicurazioni o nei regolamenti Isvap, che riconosca un trattamento simile agli assicurati delle polizze *unit* in esame.

In particolare, l'art. 42 cod. ass., che disciplina la formazione e la tenuta del registro nel quale devono essere iscritte le attività a copertura delle riserve tecniche, riproponendo, nella sostanza, il contenuto degli abrogati artt. 31 dei decreti legislativi n. 174 e 175 del 1995, sancisce l'autonomia e la separatezza, rispetto agli altri beni dell'impresa, delle attività costituenti le riserve tecniche, senza, tuttavia, operare all'interno di ciascun ramo, specialmente quello vita, ulteriori suddivisioni e separazioni tra le attività afferenti le diverse categorie di polizze.

Ancora, il terzo comma dell'art. 258 cod. ass. - che nell'ipotesi di liquidazione coatta amministrativa regola il trattamento dei crediti derivanti

⁷⁷ In altri termini, la quota di riserve matematiche relativa a questo tipo di polizze viene solamente separata, sotto il profilo contabile, dalla rimanente parte delle riserve ed impiegata per la costituzione di un fondo comune costituito dagli strumenti finanziari nei quali sono stati investiti i premi e gestito dalla stessa impresa assicurativa. Sull'assenza dell'autonomia patrimoniale del fondo cfr.: VOLPE-PUTZOLU, *Assicurazioni sulla vita, fondi assicurativi e fondi comuni di investimento*, cit., p. 231; FANELLI, *Assicurazioni sulla vita*, cit., p. 187. Per una rilevanza giuridica e non solo contabile della separazione delle riserve tecniche afferenti i contratti in esame cfr.: SABATELLI, *I prodotti misti assicurativi e finanziari*, in *Banche ed assicurazioni fra cooperazione e concorrenza*, a cura di Patroni Griffi e Ricolfi, Milano, 1997, pp. 109 ss.

dai contratti di assicurazione sulla vita - individua tra i crediti che debbono essere soddisfatti in via prioritaria rispetto agli altri sorti anteriormente al provvedimento di liquidazione, unicamente quelli degli assicurati aventi diritto ai capitali, indennizzi e rendite rispettivamente per polizze scadute, polizze sinistrate e rendite maturate entro il sessantesimo giorno successivo alla data di pubblicazione del decreto di liquidazione, i crediti derivanti da operazioni di capitalizzazione nonché quelli degli assicurati aventi diritto alle somme dovute per riscatti⁷⁸.

Nulla di specifico dispone, invece, per i crediti degli assicurati aventi diritto a capitali o rendite derivanti dalle polizze in esame.

Al secondo interrogativo, cioè se al fondo assicurativo possa applicarsi, in via analogica, la normativa dei fondi comuni di investimento, ha dato implicitamente risposta negativa l'Isvap che, con la circolare n. 474/D del 2002⁷⁹, ha dettato, per la prima volta, una disciplina dettagliata in ordine ai fondi assicurativi interni.

La circolare in esame distingue i fondi assicurativi in "fondi con garanzia di prestazione minima", ai quali sono collegate le polizze che prevedono una garanzia finanziaria di rendimento o di conservazione del capitale investito, e "fondi senza garanzia di prestazione minima" che attribuiscono all'assicurato - alla scadenza o nel caso venga esercitato il riscatto - un capitale o una rendita la cui entità è correlata esclusivamente al valore delle quote acquisite⁸⁰.

Ancora, per i fondi assicurativi, al pari dei fondi comuni di investimento, la circolare prevede un regolamento che è parte integrante delle condizioni di polizza e del quale perciò l'impresa deve, al momento di

⁷⁸ Per un commento all'art. 258 Cod. ass. cfr.: MARTINA, in *Il codice delle assicurazioni private, Commentario al decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209*, diretto da Capriglione, III, 2007, pp. 425 ss.; anteriormente all'entrata in vigore del codice delle assicurazioni cfr.: PARTESOTTI, *La nuova disciplina dell'impresa di assicurazione sulla vita in attuazione della terza direttiva*, a cura di Partesotti e Ricolfi, Padova, 2000, pp. 695 ss.

⁷⁹ La circolare in esame è stata in parte modificata dalla circolare n. 551/D del 2005 "Disposizioni in materia di trasparenza dei contratti di assicurazione sulla vita" che ha abrogato le Sezioni 1, punto 2.4, secondo paragrafo e la Sezione 2 (informativa precontrattuale e contrattuale).

⁸⁰ Va sottolineato che la circolare in esame precisa che quest'ultima tipologia di fondi offre in ogni caso una garanzia minima nel caso di morte dell'assicurato.

sottoscrizione della proposta, consegnare una copia al contraente, unitamente alla nota informativa e alle condizioni contrattuali.

Il regolamento indica la denominazione del fondo interno e dei comparti nei quali eventualmente è suddiviso, i suoi profili di rischio, nonché il tipo di attività in cui si intendono investire le risorse e i criteri di scelta degli investimenti; consente, inoltre, all'assicurato di conoscere il valore unitario delle quote in cui è diviso il fondo, le spese dirette e indirette a carico del fondo o dei comparti in cui è suddiviso, precisandone la tipologia, l'entità e le modalità di imputazione al fondo⁸¹.

La compagnia assicurativa può apportare delle modifiche al contenuto del regolamento, a condizione che le stesse non siano, per l'assicurato, meno favorevoli rispetto a quelle preesistenti e che siano giustificate dal mutamento dei criteri gestionali o dalla necessità, per l'impresa di conformarsi alla normativa primaria e secondaria sopraggiunta.

Un ulteriore adempimento, cui sono tenute le imprese assicurative che offrono le polizze in esame, consiste nel redigere, tramite un loro rappresentante, un rendiconto annuale della gestione del fondo interno, da sottoporre al giudizio di una società di revisione⁸² che accerta la corrispondenza delle informazioni contenute nel rendiconto alle risultanze delle registrazioni contabili, la correttezza della valutazione delle attività del fondo e della determinazione e valorizzazione delle quote al termine di ogni esercizio. Copia del rendiconto, corredato dal giudizio espresso dalla società di revisione, deve essere inviata all'Isvap e posta a disposizione del pubblico nella sede dell'impresa assicurativa, nonché consegnata al singolo assicurato che ne faccia richiesta, al quale perciò viene riconosciuto il diritto di verificare la rispondenza del rendiconto ai risultati contabili della gestione.

⁸¹ Tra le spese a carico del fondo rientrano le commissioni applicate dall'impresa assicurativa sia per l'attività di gestione, che per la garanzia della corrispondenza di un rendimento minimo.

⁸² Trattasi delle società di revisione di cui all'art. 161 del d.lgs. n. 58 del 1998, iscritte in un albo speciale tenuto dalla Consob, previa verifica da parte dell'Autorità di vigilanza della sussistenza di determinati requisiti.

L'illustrazione, seppure per brevi capi, del contenuto della circolare in esame, ci consente di ritenere che, allo stato attuale, di fronte ad un documento normativo, seppure di fonte secondaria, che regola nel dettaglio la struttura e il funzionamento di questi organismi, pare oramai superato il problema relativo all'assimilazione dei fondi assicurativi interni ai fondi comuni di investimento dai quali, giova ribadire, i primi si distinguono sia per quanto concerne la loro natura giuridica, non costituendo, per le ragioni suesposte, patrimoni autonomi, sia per quanto attiene alla disciplina ad essi applicabile.

Quest'ultima considerazione ci consente, altresì, di svolgere una ulteriore riflessione: anche per le polizze *unit* connesse all'andamento finanziario di un fondo interno all'impresa assicurativa, non è possibile operare una integrale assimilazione a nessuno dei servizi di investimento disciplinati dal titolo II del Tuf e neanche alla gestione collettiva del risparmio di cui al titolo III. Anche nelle polizze in parola, infatti, manca una separazione giuridicamente rilevante tra il fondo interno assicurativo che, come abbiamo precedentemente chiarito, rileva solo da punto di vista contabile, e il complesso delle riserve tecniche afferenti a tutti i contratti di assicurazione sulla vita.

4. Natura giuridica delle polizze *unit linked*

Le osservazioni svolte in ordine alla fattispecie contrattuale delle polizze *unit linked* consentono, a questo punto, di individuarne la natura giuridica.

Premesso che la componente finanziaria è senz'altro presente nei contratti in esame, occorre verificare se essa sia tale da incidere in modo significativo sulla causa assicurativa fino a snaturarla completamente per lasciare il campo a quella di investimento.

Prima di procedere alla disamina degli orientamenti in dottrina in ordine a tale problematica, si deve dare conto dell'impostazione secondo la

quale le polizze in esame sarebbero espressione di un collegamento negoziale tra un contratto di assicurazione e di investimento, piegati entrambi alla realizzazione di un assetto unitario di interessi, consistente nel far conseguire all'assicurato, unitamente alla prestazione assicurativa, un ulteriore rendimento delle somme versate a titolo di premio attraverso il loro impiego secondo i criteri propri delle gestioni patrimoniali dei valori mobiliari⁸³.

In altri termini, secondo questo orientamento, nelle polizze *unit linked* l'assetto di interessi programmato dai contraenti troverebbe attuazione attraverso la conclusione dei due contratti menzionati i quali, solo avvinti da un nesso di collegamento, sarebbero idonei a perseguire lo scopo voluto dalle parti⁸⁴.

Tale posizione è stata oggetto di critica, che riteniamo condivisibile, di altra parte della dottrina la quale ha escluso che le polizze in esame siano il frutto di un nesso di interdipendenza tra due distinti contratti, posto che non è dato ravvisare in esse due distinti nuclei di interessi riconducibili a due

⁸³ Sul collegamento negoziale in generale, senza pretese di completezza, v.: R. SCOGNAMIGLIO, *Collegamento negoziale*, in *Enc. dir.*, VII, Milano, 1960; ORLANDO CASCIO e ARGIROFFI, *Contratti misti e contratti collegati*, in *Enc. giur.*, IX, 1988; DI NANNI, *Collegamento negoziale e funzione complessa*, in *Riv. dir. comm.*, 1977, pp. 279 ss.; DI SABATO, *Unità e pluralità di negozi (Contributo alla dottrina del collegamento negoziale)*, in *Riv. dir. civ.*, 1959, I, pp. 412 ss.; BIANCA, *Diritto civile*, III, Roma, 2000, pp. 481 ss.; C. SCOGNAMIGLIO, *Interpretazione del contratto e interessi dei contraenti*, Padova, 1992; G. LENER, *Profili del collegamento negoziale*, Milano, 1999; C. COLOMBO, *Operazioni economiche e collegamento negoziale*, Padova, 1999. In giurisprudenza tra le pronunce più recenti cfr. in particolare Cass., Sez. Un., 14 giugno 2007, n. 13894 e Cass. 5 giugno 2007, n. 13164, in *Resp. civ. e prev.*, 2008, 2045 ss. con nota di CARTA, *Il collegamento contrattuale e la clausola di proroga*; Cass. Sez. Un., 27 marzo 2008 n. 7930, in *Vita not.*, 2008, pp. 964 ss.: "Il collegamento contrattuale, come è stato ripetutamente evidenziato dalla dottrina e dalla giurisprudenza prevalenti, nei suoi aspetti generali non dà luogo ad un autonomo e nuovo contratto, ma è un meccanismo attraverso il quale le parti perseguono un risultato economico unitario e complesso, che viene realizzato non per mezzo di un singolo contratto, bensì attraverso una pluralità coordinata di contratti, i quali conservano una loro causa autonoma, anche se ciascuno è finalizzato ad un unico regolamento dei reciproci interessi (...)."

⁸⁴ Cfr in tal senso: MIOLA, *Il risparmio assicurativo*, cit., pp. 255 ss. Si tratterebbe, invero, per questo A. di un collegamento volontario bilaterale nel senso che i due negozi, poc'anzi richiamati, possono anche esistere separatamente l'uno dall'altro ma, per volontà delle parti, concorrono, forniti di pari rilievo, al conseguimento da parte del risparmiatore assicurato di un risultato unitario, cioè di beneficiare di una prestazione assicurativa e, al contempo, di ottenere che il valore dei versamenti effettuati a titolo di premio si accresca, grazie ad una gestione effettuata secondo determinati criteri. GALGANO, *Il "prodotto misto" assicurativo-finanziario*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 1988, I, pp. 91 ss.

contratti autonomi tale da giustificarne la ricostruzione in termini di collegamento negoziale.⁸⁵

Le polizze *unit linked*, pertanto, si caratterizzano per la fusione in un unico contratto di elementi riconducibili a diversi negozi. Più precisamente ci si troverebbe innanzi ad un contratto misto nel quale convergono componenti assicurative e finanziarie, con il conseguente problema di stabilire quale tra esse sia prevalente e quindi quale sia la disciplina applicabile al contratto⁸⁶.

La dottrina, al riguardo, non ha assunto posizioni univoche.

Secondo un primo orientamento, alle polizze *unit linked* sarebbero in ogni caso applicabili le norme del codice civile sul contratto di assicurazione in generale e, in specie, sul contratto di assicurazione sulla vita,

⁸⁵ Sul punto: ROSSETTI, *Polizze linked e tutela dell'assicurato*, cit., p. 228 ss., BRAUNER, *La combinazione tra assicurazione sulla vita e fondo di investimento. Dai contratti variabili ai prodotti misti assicurativo-finanziari*, in *Dir. econom. assicuraz.*, 1992, pp. 130 ss. secondo il quale le polizze *unit linked* infatti bensì un unico contratto, quello di assicurazione, rispetto al quale il contratto di investimento costituisce lo *strumento* attraverso il quale l'assicuratore potrà adempiere l'obbligazione assunta. Ciò è confermato dalla circostanza che l'assicurato resta del tutto estraneo all'acquisto e alla gestione dei titoli, e non ha alcun diritto sui titoli acquistati dall'assicuratore, poiché non sussiste alcuna corrispondenza diretta tra il singolo premio e la porzione corrispondente di riserve matematiche. In tal senso cfr.: SABATELLI, *I prodotti misti assicurativi e finanziari*, cit., pp. 115 ss.

⁸⁶ E' noto, infatti, che per i contratti misti si pone un problema di quale sia la disciplina ad essi applicabile. Le teorie che hanno trovato ingresso in dottrina sono quelle che fanno leva sul criterio dell'assorbimento -in virtù del quale al contratto misto si applica la disciplina del tipo prevalente- e quello della combinazione - in base al quale si applicano a ciascun elemento contrattuale le regole del tipo cui l'elemento appartiene. Accanto a questi due criteri vi è poi quello dell'applicazione analogica al contratto misto delle norme disciplinanti situazioni simili. Sui contratti misti: ORLANDO CASCIO e ARGIROFFI, *Contratti misti e contratti collegati*, cit.; BIANCA, *Diritto civile*, cit., pp. 478 ss.; C. SCOGNAMIGLIO, *Problemi della causa e del tipo*, in Roppo, *Trattato del contratto*, Milano, 2006, II, 184 ss.; SANGERMANO, *La dicotomia contratti misti-contratti collegati: tra elasticità del tipo ed atipicità del contratto*, nota a C. App. 12 luglio 1995, n. 2405, in *Riv. dir. comm.*, 1996, pp. 551 ss.; in giurisprudenza cfr.: Cass. Sez. Un., 27 marzo 2008 n. 7930, cit. Per la pronuncia in esame "nei contratti misti si ha un solo schema negoziale al quale vengono apportate alcune variazioni mediante l'inserimento di clausole assunte da uno o più diversi schemi. La disciplina del contratto è unitaria, come unitaria ne è la causa, e va ravvisata in quella del negozio di maggior rilievo, questo da individuarsi nell'unico contratto cui sono stati aggiunti singoli elementi tratti da altri e che in essi si fondono (...). La teoria dell'assorbimento nella sentenza citata si ritiene invece applicabile al contratto complesso, ovvero a quel "contratto in cui si ha la convergenza di tutti gli elementi costitutivi tratti da più schemi negoziali tipici nella regolamentazione dell'unico negozio risultante".

indipendentemente dalla circostanza che il rischio di investimento gravi interamente sull'assicurato⁸⁷.

La premessa da cui parte l'impostazione in esame è la seguente: nel contratto di assicurazione sulla vita sia il rischio di investimento sia il rischio demografico non sono essenziali all'operazione assicurativa; l'uno perché potrebbe essere a totale carico dell'assicurato, l'altro perché la corresponsione della rendita o del capitale potrebbe non essere subordinata al verificarsi di un evento attinente alla vita umana. Tale affermazione troverebbe un fondamento normativo nella disciplina del margine di solvibilità e delle riserve tecniche contenuta negli artt. 38 ss. Cod. ass.⁸⁸.

Dalla lettura dell'art. 41 comma 4⁸⁹, in particolare, emerge che l'impresa può anche non assumere un rischio di investimento e un rischio demografico che, pertanto, risulterebbero componenti meramente eventuali dell'operazione assicurativa.

La dottrina poc'anzi richiamata, sulla base di una considerazione di tipo storico, sottolinea che, specialmente per il rischio demografico, la sua rilevanza causale nel contratto di assicurazione sulla vita poteva comprendersi al momento dell'entrata in vigore del codice civile, poiché il contratto che i redattori avevano in mente - quello cioè nel quale l'assicuratore assume un rischio inteso come rischio connesso con la durata della vita dell'assicurato - era l'unico esistente sul mercato.

Ad un approccio "storico" tale impostazione ne affianca uno sistematico con il quale giunge alla conclusione che, dal complesso di norme

⁸⁷ VOLPE PUTZOLU, *Le polizze Unit linked e Index linked*, cit., pp. 233 ss.

⁸⁸ La disciplina del margine di solvibilità e delle riserve tecniche cui l'A. si riferiva per suffragare la sua tesi era quella contenuta negli artt. 30, comma 4, e 35, lettera d, del d.lgs. 17 marzo 1995, n. 174 e nell'art. 38, comma 1, del d.lgs. 26 maggio 1997, n. 173 recante l'attuazione della Direttiva 91/674/CEE in materia di conti annuali e consolidati delle imprese di assicurazione. Come è noto, il d.lgs. n. 174 del 1995 è stato abrogato e la relativa disciplina, compresa quella concernente le riserve tecniche e il margine di solvibilità, è ora confluita nel Cod. ass. (artt. 41, comma 4, e 44 ss.) e nella normativa regolamentare (art. 4, lett. e, Regolamento Isvap n. 19 del 14 marzo 2008, relativo al margine di solvibilità).

⁸⁹ L'art. 41 Cod. ass., sul quale ci si soffermerà più approfonditamente in seguito, detta una disciplina specifica per quanto riguarda la copertura delle riserve tecniche delle polizze *unit linked e index linked*, derogando, in particolare, ai criteri cui l'impresa assicurativa deve uniformarsi per la copertura delle riserve tecniche afferenti i tradizionali contratti di assicurazione sulla vita.

che regolano il contratto di assicurazione sulla vita, si evince che la condizione alla quale è subordinata la prestazione dell'assicuratore non debba necessariamente consistere in un rischio connesso con la durata della vita umana.

Infatti, sempre secondo questo orientamento, si deve riconoscere "agli autori del codice civile il merito di aver dettato una disciplina del contratto di assicurazione sulla vita elastica, tale da rendere arduo qualsiasi tentativo di individuarne una funzione tipica che sia effettivamente caratterizzante"⁹⁰.

Tale posizione è stata ribadita in uno scritto più recente dalla stessa autrice la quale ha sottolineato che le direttive comunitarie in materia assicurativa⁹¹ qualificano come contratti assicurativi le polizze *linked* sia quando prevedono il pagamento da parte dell'impresa assicurativa di un capitale o rendita al verificarsi di un evento attinente alla vita umana, sia quando non comportano l'assunzione di un rischio demografico poiché la prestazione non è calcolata sulla base di un'operazione statistico - attuariale⁹².

L'impostazione ora esposta è stata criticata su diversi fronti: in primo luogo sotto il profilo del metodo, poiché fa ricorso alla disciplina dell'impresa per suffragare la tesi della non essenzialità del rischio di investimento e demografico nel contratto di assicurazione della vita. In secondo luogo perché affermando che il contratto di assicurazione sulla vita può prescindere dal rischio, ed avere quindi una funzione tanto assicurativa quanto finanziaria, "finisce con il trasformare il contratto in esame in un negozio causalmente polimorfo".⁹³

A questo orientamento, pertanto, si oppone la dottrina maggioritaria, in seno alla quale possono distinguersi due posizioni: un primo orientamento

⁹⁰ Cfr. sempre VOLPE-PUTZOLU, *Le polizze Unit linked e Index linked*, cit., p. 248.

⁹¹ Cfr. in particolare l'allegato I "Classificazione per ramo" della Direttiva 2002/83/CE del Parlamento europeo e del Consiglio, del 5 novembre 2002, relativa all'assicurazione sulla vita, che nel ramo III include le assicurazioni sulla vita connesse con i fondi di investimento.

⁹² VOLPE-PUTZOLU, *La distribuzione dei prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione*, in *Ass.*, 2007, p. 180

⁹³ Sul punto vedi le osservazioni di ROSSETTI, *Polizze linked e tutela dell'assicurato*, cit., pp. 232 ss.

precisa che le polizze in esame, ancorché abbiano un elevato contenuto finanziario, non perdono la natura assicurativa, a condizione che il rischio demografico - costituito dalla garanzia di una prestazione certa al verificarsi di un evento di vita incerto - sia previsto a carico dell'impresa assicurativa⁹⁴.

Tale impostazione in esame è stata in un primo momento condivisa dall'Isvap che, nella circolare n° 332/98, ha affermato che “non possono essere qualificate come contratti di assicurazione sulla durata della vita, e quindi non possono essere inclusi nel ramo III, quelle polizze le cui condizioni contrattuali siano articolate in modo tale da rendere, di fatto, l'entità e l'effettiva erogazione delle singole prestazioni, per il caso di sopravvivenza e/o per il caso di morte, indipendenti dalla durata della vita della testa assicurata⁹⁵. Qualora l'impresa non assuma alcun rischio demografico il prodotto dovrà essere chiaramente connotato come un'operazione di capitalizzazione”.

Tuttavia, nel recente documento di consultazione Isvap-Consob, relativo alla distribuzione dei prodotti multiramo, l'Autorità di vigilanza nell'imporre ai soggetti che distribuiscono i prodotti derivanti dalla combinazione dei contratti di cui al ramo I, con partecipazione agli utili, con quelli del ramo III, definisce quest'ultimi come prodotti finanziari, quando le polizze *linked*, secondo la dizione legislativa, sono contratti di cui al ramo I e II cioè polizze vita, di natalità e nuzialità le cui prestazioni sono connesse alla gestione di fondi di investimento o ad indici.

Non si comprende, pertanto, se le due Autorità di controllo nella Comunicazione in esame siano incorse in una svista o abbiano invece inteso esplicitamente assumere una posizione netta in ordine alla qualificazione

⁹⁴ FANELLI, *Assicurazione sulla vita e intermediazione finanziaria*, in *Ass.*, 1986, I, pp. 192 ss.; BRAUNER, *La combinazione tra assicurazione sulla vita e fondo di investimento. Dai contratti variabili ai prodotti misti assicurativo-finanziari*, cit., pp. 123 ss.

⁹⁵ Ad esempio contratti che si limitino a considerare l'evento morte come mera occasione di pagamento di somme senza che vi sia assunzione di rischio demografico ovvero contratto in forma mista che prevedano, in caso di morte dell'assicurato, modalità di differimento del capitale dovuto per tale evento che consentono ai beneficiari di ottenere alla scadenza contrattuale la liquidazione del capital previsto per il caso di vita.

delle polizze *linked* come prodotti finanziari puri, senza cioè operare, all'interno del ramo III le differenziazioni di cui alla citata Circolare 332/98.

La seconda posizione, più netta, sottolinea che l'assenza di rischio di investimento per l'assicuratore costituisce già di per sé elemento sufficiente a determinare uno sviamento della funzione previdenziale del contratto, tale da impedirne la qualificazione come contratto assicurativo. Infatti la posizione del rischio totalmente a carico dell'assicurato, comportando potenzialmente la riduzione a zero del capitale atteso, sarebbe incompatibile con la funzione dell'assicurazione vita, con la conseguenza che, al di là del *nomen* del documento probatorio del contratto (polizza), si sarebbe in presenza di un contratto di investimento in un prodotto finanziario⁹⁶.

A nostro avviso l'impostazione sopra enunciata è condivisibile.

Infatti, se è vero che la disciplina sull'impresa assicurativa e la normativa comunitaria prevedono la possibilità per le compagnie di concludere e collocare nel mercato contratti aventi contenuto finanziario, tale circostanza non preclude di considerare la funzione previdenziale la sola che connota prevalentemente il contratto di assicurazione sulla vita.

Perciò è da tale presupposto che occorre partire per la individuazione della natura giuridica delle polizze *linked*, individuazione risulta difficoltosa principalmente per la eterogeneità delle fattispecie che si ritrovano nella prassi.

Si è visto nelle pagine precedenti che, nell'ambito delle polizze *unit linked*, possono individuarsi dei contratti nei quali è assente il rischio demografico poiché l'impresa eroga il capitale o la rendita indipendentemente dal verificarsi di un evento attinente alla vita del

⁹⁶ Tale opinione è espressa in diversi scritti da GAMBINO, *Mercato finanziario, attività assicurativa e risparmio previdenziale*, in *Giur. comm.*, 1989, I, pp. 22 ss.; ID, *La prevenzione nelle assicurazioni sulla vita e nei nuovi prodotti assicurativo - finanziari*, in *Ass.*, 1990, I, pp. 39 ss; dello stesso A., *Linee di frontiera tra operazioni di assicurazioni e bancarie e nuove forme tecniche dell'assicurazione mista sulla vita a premio unico*, in *Ass.*, 1993, I, p. 165 ss. Da ultimo si v. di GAMBINO, *La responsabilità e le azioni privatistiche nella distribuzione dei prodotti finanziari di matrice assicurativa e bancaria*, in *Ass.*, 2007, pp. 194 ss, dove l'A. ricava l'assenza, nelle polizze *linked*, della funzione previdenziale da una serie di indici, tra i quali, la durata del contratto - nella generalità dei casi cinque anni - l'irrelevanza delle dichiarazioni precontrattuali del contraente sulle condizioni di salute e, soprattutto, garantendosi solo la restituzione dei premi in collegamento con i fondi comuni, la carenza di copertura del rischio demografico.

contraente. Per quest'ultima tipologia contrattuale non vi sono dubbi che ci si trovi al di fuori di un contratto di assicurazione sulla vita.

Ancora, nell'ambito delle polizze *unit linked* nelle quali è contemplato il rischio demografico, si è avuto modo di operare una ulteriore distinzione tra i contratti nei quali il rischio finanziario viene sopportato totalmente dal contraente (*unit linked pure*) da quelli in cui tale rischio grava sull'impresa, interamente (*guaranteed unit linked*) o parzialmente (*partial guaranteed unit linked*).

Il problema di qualificazione non si pone per le polizze *unit* nelle quali il rischio di investimento è interamente a carico o dell'impresa assicurativa o dell'assicurato.

Infatti, nel primo caso ci si trova senz'altro dinnanzi ad un contratto assicurativo, nel secondo ad un prodotto finanziario puro.

Ma quando il rischio di investimento grava solo in parte sull'impresa, non è agevole individuare, in concreto, se l'operazione posta in essere dalle parti sia un contratto di assicurazione sulla vita ad elevato contenuto finanziario o, al di là della denominazione del documento contrattuale, un vero e proprio contratto di investimento.

Dall'esame di alcuni contratti proposti da primarie compagnie assicurative, emerge che l'assicuratore si impegna a corrispondere all'assicurato, in caso di sopravvivenza ad una certa data o, in caso di morte, ai beneficiari o agli eredi, un capitale il cui importo varierà tra il 105% ed il 100,01% del valore maturato al momento della scadenza del contratto o del decesso, vale a dire un importo pressoché insignificante - 5% o 0,1% del valore delle quote - se il fondo al quale la prestazione dell'assicuratore è connessa dovesse registrare un andamento negativo⁹⁷.

⁹⁷ Si vedano in proposito tra i contratti proposti dall'Impresa Skandia Vita S.p.a. la polizza *unit linked* "Xelion Personal Portfolio", tra quelli della Allianz S.p.a. la polizza *unit linked* "Euras Vip" e il "piano di risparmio multiramo, multifondo, multipremio" proposti sempre dalla Allianz S.p.a., Divisione Allianz Ras.

Si tratta di stabilire se le previsioni contrattuali poc'anzi illustrate siano compatibili con la funzione previdenziale che, come abbiamo detto, connota il contratto di assicurazione sulla vita.

Perché tale funzione si realizzi compiutamente, non è sufficiente che nel contratto di assicurazione sulla vita sia contemplato il rischio demografico, ma è necessario, altresì, che l'impresa assicurativa, al verificarsi dell'evento della vita contemplato nel contratto, eroghi all'assicurato la prestazione che gli consenta di far fronte ai bisogni insorti da quell'evento. In altri termini, sull'impresa assicurativa deve gravare non solo il rischio demografico, ma anche quello di investimento delle risorse raccolte con i premi degli assicurati.

La funzione previdenziale quindi si estrinseca nell'esigenza, per l'assicurato, di perseguire uno scopo di sicurezza; egli, a tal fine, paga un corrispettivo - il premio - per costituire una risorsa finanziaria da utilizzare - ove ne avesse bisogno - al verificarsi dell'evento attinente alla vita umana⁹⁸.

Questo atto di previdenza, rappresentato dall'assicurazione sulla vita, verrebbe vanificato in tutti i casi in cui venisse garantito all'assicurato esclusivamente un capitale pari ad una percentuale sul valore delle quote, poiché la prestazione, cui è tenuta l'impresa, non solo non è predeterminata nell'ammontare e potrebbe essere inferiore ai premi versati, ma specialmente perché, a seconda dell'andamento finanziario del fondo cui è collegata, potrebbe essere così esigua da precludere all'assicurato il soddisfacimento dei bisogni scaturenti dagli eventi contemplati nel contratto⁹⁹.

⁹⁸ Cfr. DONATI, *Il contratto di assicurazione nel codice civile: commento agli artt. 1882-1932*, Roma, 1943, p. 24; FANELLI, DE GREGORIO e LA TORRE, *Il contratto di assicurazione*, Milano, 1987, II, pp. 10, p. 188; SANTORO PASSARELLI, *Funzioni delle assicurazioni private e delle assicurazioni sociali*, cit., p. 43. In ordine alla distinzione tra funzione previdenziale e funzione di investimento da un lato, e funzione previdenziale e di risparmio dall'altro, v. CORRIAS, *Previdenza, risparmio ed investimento nei contratti di assicurazione sulla vita*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, pp. 95 ss.

⁹⁹Sul punto cfr. ancora: CORRIAS, *ult. op. cit.*, p. 96 e nt. 33, il quale sottolinea l'intrinseca incompatibilità tra funzione previdenziale e rischio di investimento a carico dell'assicurato, anche in presenza del c.d. rischio demografico; MARTINA, *Fondi pensione chiusi e gestione dei rischi*, Milano, 2008, p. 24.

Capitolo III

Le polizze *index linked*

1. Le polizze *index linked*: nozione. 2. La struttura finanziaria. 2.1 Le obbligazioni strutturate. 2.2. Le obbligazioni *index linked* -3. Gli indici ai quali è ancorata la prestazione dell'assicuratore- 4. L'articolazione delle polizze *index linked* e il problema di riconducibilità al contratto di assicurazione sulla vita.

1. Le polizze *index linked*: nozione

Al pari delle polizze *unit* e, differentemente dai tradizionali contratti di assicurazione sulla vita, nelle polizze *index linked* la prestazione cui è tenuto l'assicuratore non è predeterminata nel suo ammontare al momento della conclusione del contratto, posto che l'entità del capitale o della rendita varia in funzione dall'andamento di uno o più "indici".

Ulteriore elemento caratterizzante le polizze in esame è dato dalla circostanza che alla conclusione di tali contratti non si perviene in qualunque momento, ma è previsto uno specifico periodo entro il quale l'Impresa assicurativa può collocarli nel mercato.

Infatti, decorso il lasso di tempo prefissato, non è più possibile per l'assicurato sottoscrivere queste polizze, salvo che la compagnia e la sua rete distributiva, non riuscendo a provvedere ad un integrale collocamento, non consenta ai risparmiatori la conclusione del contratto corrispondendo un premio di entità superiore rispetto a quello inizialmente determinato.

La ragione di tale limitazione temporale è da ricercarsi nella particolare struttura dei titoli obbligazionari che- come avremo modo di approfondire a breve - costituiscono la componente finanziaria delle polizze *index*, nonché nella necessità di misurare la variazione dell'indice o degli

indici, cui la polizza è collegata, da una data precisa fino alla scadenza del contratto¹⁰⁰.

Nei paragrafi successivi si procederà all'esame della struttura di tali polizze, analizzandone la componente finanziaria ed, in seconda battuta, si verificherà in che modo questa si articoli con la componente assicurativa.

Il risultato dell'indagine ci consentirà, similmente a quanto è avvenuto per le *unit linked*, di accertare se la struttura finanziaria delle polizze *index linked* sia tale da snaturarne la funzione previdenziale che, quali contratti di assicurazione sulla vita, le polizze in parola dovrebbero assolvere.

2 La struttura finanziaria

2.1 Le obbligazioni strutturate

Fatta questa precisazione, l'analisi degli elementi finanziari che caratterizzano le polizze *index linked* è, al pari delle *unit linked*, imprescindibile per delinearne la struttura ed individuarne la natura giuridica.

Cominciamo col dire che nelle polizze *index* la dipendenza della prestazione contrattuale dall'andamento di uno o più indici o altri valori di riferimento dipende dalla circostanza che il premio, versato dal contraente, viene investito dalla compagnia assicurativa in titoli obbligazionari strutturati.

Quest'ultimi sono specifiche categorie di strumenti finanziari a rendimento variabile, caratterizzati da una componente obbligazionaria e da una derivata, quest'ultima generalmente costituita da una opzione¹⁰¹.

¹⁰⁰ Cfr. QUARTA, *Le polizze vita index-linked*, Bari, 2001, pp. 10 ss.; GERETTO, *I prodotti vita ad elevato contenuto finanziario*, in AA.VV., *I prodotti finanziari*, a cura di Miani, Torino, 2006, p. 104.

¹⁰¹ Il Regolamento dei Mercati organizzati e gestiti da Borsa italiana s.p.a., approvato dalla Consob il 25 marzo 2009, ed in vigore dal 22 giugno 2009, definisce le obbligazioni strutturate come quei titoli che si differenziano dagli ordinari titoli obbligazionari in quanto il loro rimborso e/o la loro remunerazione viene indicizzata all'andamento dei prezzi di determinate attività. Il regolamento è consultabile al sito www.borsaitaliana.it Cfr. anche il Regolamento Emittenti, adottato dalla Consob n. 11971 del 14 maggio 1999 e successive modificazioni che, all'art. 51 lett. b, definisce "obbligazioni strutturate" i titoli obbligazionari

L'affermarsi di questa categoria di strumenti finanziari è avvenuta su iniziativa di investitori istituzionali - principalmente le Banche ¹⁰² - con la precipua finalità di far ricorso all'investimento in strumenti finanziari derivati¹⁰³ senza soggiacere alle limitazioni di natura regolamentare e di vigilanza prudenziale connesse a tali prodotti¹⁰⁴.

Con specifico riguardo alla realtà italiana, le obbligazioni strutturate hanno trovato un ampio sviluppo a partire dal 1997, allorquando la discesa

il cui rimborso e/o la cui remunerazione dipendono, in tutto o in parte, secondo meccanismi che equivalgono all'assunzione di posizioni in strumenti finanziari derivati, dal valore o dall'andamento del valore di prodotti finanziari, tassi di interesse, valute, merci e relativi indici; i titoli obbligazionari il cui rimborso e/o la cui remunerazione dipendono, in tutto o in parte, dal verificarsi di determinati eventi o condizioni. Sulle obbligazioni strutturate cfr. anche MAVIGLIA, *Le obbligazioni strutturate*, in *Manuale di diritto del mercato finanziario*, a cura di Amoroso, Milano, 2008, p. 441 ss.; FRANZA, *Il rischio di investimento in titoli obbligazionari nei prospetti informativi di offerta al pubblico*, in *I Contratti*, 2009, p. 85 ss.

¹⁰²Le obbligazioni strutturate, emesse principalmente da Banche, nella generalità dei casi, vengono quotate in borsa con conseguente applicazione, come verrà specificato in prosieguo, delle norme sull'appello al pubblico risparmio. In ordine alle obbligazioni bancarie strutturate cfr. D'AGOSTINO e MINENNA, *Il mercato primario delle obbligazioni bancarie strutturate*, in *Quaderni di finanza della Consob*, n. 39, 2000. Gli autori osservano che le obbligazioni bancarie strutturate sono state inizialmente emesse dalle banche con la precipua finalità di incrementare la raccolta del risparmio a medio termine e, secondariamente, di provvedere alla copertura dei rischi del proprio portafoglio mobiliare. Esse, quindi, sono strumenti di raccolta del risparmio la cui rilevanza economica ha posto dei problemi di tutela, sotto il profilo della trasparenza e della correttezza di comportamento degli intermediari finanziari, sia sul mercato primario delle emissioni, sia sul mercato secondario delle negoziazioni.

Sulle obbligazioni bancarie strutturate cfr. anche PANZARINI, *Il contratto di opzione*, Milano, 2007, pp. 368 ss.

¹⁰³ Come è noto, gli strumenti finanziari derivati sono contratti le cui prestazioni sono determinate dall'andamento di specifiche attività finanziarie o più genericamente "variabili" (quote azionarie, tassi di interesse e di cambio, prezzi di merci, persino variabili climatiche). I principali strumenti finanziari derivati sono i contratti a termine (*futures* e *forward*), gli *swap* (*interest rate, currency, credit default*), le opzioni. Tali fattispecie contrattuali, caratterizzate da una complessa struttura, frutto di tecniche di ingegneria finanziaria, assolvono due distinte funzioni: una di copertura di rischi e l'altra speculativa. Sugli strumenti finanziari derivati cfr.: CAPUTO NASSETTI, *Profili civilistici dei contratti "derivati" finanziari*, Milano, 1997; GALASSO, *Options e contratti derivati*, in *Contratto impr.*, 1999, pp. 1269 ss.; GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2001; A. PIRAS, *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, pp. 2219 ss.

¹⁰⁴ Cfr. ancora una volta D'AGOSTINO e MINENNA, *Il mercato primario delle obbligazioni bancarie strutturate*, cit., i quali osservano che le obbligazioni strutturate hanno avuto una notevole diffusione presso gli investitori istituzionali, ed in particolare presso i gestori di fondi aperti, grazie al fatto che esse permettono di aggirare i limiti all'operatività in derivati fissati dalle regole di vigilanza prudenziale. Su tali limiti v., in particolare, l'Audizione, presso il Senato della Repubblica del Capo del Servizio Studi di Struttura economica e finanziaria della Banca d'Italia D. FRANCO, *"Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni"*, 8 Luglio 2009, consultabile al sito www.bancaditalia.it/interventi/altri_int

del livello dei tassi di interesse ha consentito alle Banche di avvantaggiarsi delle favorevoli condizioni macroeconomiche del mercato per incrementare l'offerta di titoli di debito e, contemporaneamente, di attività finanziarie rischiose quali l'investimento in azioni di società quotate nei mercati regolamentati domestici ed esteri¹⁰⁵.

Nel tempo, tali strumenti hanno trovato diffusione anche presso investitori non istituzionali e, quindi, meno inclini a comprendere i complessi meccanismi che governano questa peculiare categoria di obbligazioni.

Tale circostanza ha sollevato in seno alle Autorità di vigilanza – quali Banca d'Italia e Consob – problemi di tutela degli investitori *retail* ed, in generale, dei risparmiatori i quali difficilmente sono in grado di comprendere la componente derivativa e, quindi aleatoria, delle obbligazione strutturate.

Infatti il risparmiatore può essere indotto a sottoscrivere tali titoli perché “invogliato” dalla componente c.d. certa dello strumento rappresentata dalla obbligazione, sottovalutando, tuttavia, la componente derivativa e, quindi, aleatoria che, nell'ipotesi di andamento negativo del mercato finanziario, potrebbe compromettere sensibilmente il rendimento dello strumento finanziario.

L'esigenza di assicurare la trasparenza di questi strumenti è stata, sin dal principio della loro diffusione, la ragione che ha indotto le Autorità di vigilanza a predisporre una regolamentazione idonea a stabilire le condizioni di emissione e negoziazione attinenti, rispettivamente, al Mercato primario, nei rapporti tra l'emittente il titolo e l'investitore, ed il Mercato secondario nei rapporti tra l'intermediario finanziario e l'investitore.

Relativamente al primo, la Banca d'Italia è intervenuta con il provvedimento del 30 luglio 1999, attraverso il quale sono stati imposti alla

¹⁰⁵ In tal senso v., ancora, D'AGOSTINO e MINENNA, *Il mercato primario delle obbligazioni bancarie strutturate*, cit.

società emittente, nei confronti degli investitori, obblighi di informazione attinenti alla composizione del titolo¹⁰⁶.

Con riferimento alla negoziazione tra la Banca e il risparmiatore nei mercati secondari, è altresì intervenuta la Consob la quale, con Comunicazione del 24 dicembre 1998¹⁰⁷, ha disciplinato l'informativa al pubblico relativa ai c.d. scambi organizzati¹⁰⁸, con la precipua finalità di garantire condizioni minimali di trasparenza e di concorrenzialità alle negoziazioni aventi ad oggetto strumenti finanziari non quotati su mercati regolamentati¹⁰⁹.

Il punto di criticità degli strumenti in esame era rinvenibile, in particolare, nella fase della loro emissione, in quanto, prima dell'emanazione della citata Legge 28 dicembre 2005, n. 262 (c.d. Legge sulla tutela del risparmio), i principali emittenti - ovvero le Banche - sfuggivano ai controlli di trasparenza imposti dalla disciplina sull'offerta al pubblico di prodotti finanziari e conseguente obbligo di redazione del prospetto informativo¹¹⁰.

La legge da ultimo citata, il successivo decreto correttivo 29 dicembre 2006, n. 303 (c.d. Decreto Pinza), nonché il d.lgs. 28 marzo 2007, n. 51 che ha

¹⁰⁶ In tale provvedimento, pubblicato nella G.U. n. 194 del 19/08/1999, la Banca d'Italia evidenzia che la maggiore complessità e diversificazione dei profili di rischio delle emissioni di titoli da parte delle banche pongono l'esigenza di un'informativa al pubblico più dettagliata, secondo schemi uniformi che facilitino il confronto tra le varie offerte. A tal fine, impone alle Banche emittenti la consegna al sottoscrittore che ne faccia richiesta di un documento (foglio informativo analitico) contenente una serie di informazioni relative alla banca emittente, alle caratteristiche dell'emissione, nonché ai rischi dell'operazione.

¹⁰⁷ Si tratta nello specifico della Comunicazione n. 98097747 del 24 dicembre 1998, pubblicata nel Bollettino Consob n. 12/98 ed, altresì, nella G.U. n. 297 del 21.12.1998.

¹⁰⁸ Per sistema di scambi organizzati si intende un insieme di regole e strutture, anche automatizzate, che consente in via continuativa o periodica di raccogliere e diffondere proposte di negoziazioni di strumenti finanziari e di far incontrare dette proposte in modo da determinare la conclusione di contratti. In tal senso v., per tutti, Delibera Consob n. 14035 del 17 aprile 2003.

¹⁰⁹ Le perplessità della Consob hanno riguardato, in particolare, la scarsa trasparenza nel meccanismo di determinazione del prezzo su tali titoli, accentuata dalla circostanza che solo una parte delle loro emissioni è stata quotata sul MOT, ovvero su un mercato regolamentato specializzato

¹¹⁰ Come si avrà modo di approfondire nel Capitolo IV, il d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58 - Tuf - aveva escluso dall'ambito di applicazione oggettiva della disciplina del prospetto informativo i prodotti bancari e finanziari assicurativi. All'origine di tale esclusione vi era l'esigenza di evitare una duplicazione di operatività tra la disciplina del Tuf e quelle dei settori bancario e assicurativo. In senso critico in ordine a tale esclusione cfr. FERRARI, *Le obbligazioni bancarie strutturate: mercato finanziario e tutela degli investitori*, in *Diritto e formazione*, 2003, pp. 229 ss.

recepito la Direttiva 2003/71/CE (c.d. Direttiva prospetto informativo) modificando la lett. f) dell'art. 100 del Tuf, hanno esteso agli strumenti finanziari emessi dalle Banche¹¹¹, comprese, quindi, anche le obbligazioni strutturate, l'obbligo di pubblicazione del prospetto ¹¹².

Come è noto, quest'ultimo è lo strumento principale di tutela degli investitori, allorché vengano emessi nel mercato mobiliare prodotti finanziari e siano dirette proposte negoziali o comunicazioni finalizzate a sollecitare i risparmiatori alla sottoscrizione di tali prodotti.

Il prospetto informativo è rappresentato da un documento nel quale sono contenute, in forma facilmente analizzabile e comprensibile, le informazioni che, a seconda delle caratteristiche dell'emittente e dei prodotti finanziari offerti, sono necessarie affinché gli investitori possano pervenire ad un fondato giudizio sulla situazione patrimoniale e finanziaria, sui risultati economici e sulle prospettive dell'emittente e degli eventuali garanti, nonché sui prodotti finanziari e sui relativi diritti.

¹¹¹ Sulla attuale disciplina del prospetto informativo cfr.: MARTINA, *La nuova disciplina del prospetto informativo: prime riflessioni*, in DE ANGELIS e RONDINONE (a cura di), *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, Torino, 2008, pp. 219 ss. In particolare, sui rapporti tra la disciplina del prospetto informativo di matrice comunitaria e quella interna, contenuta nella Legge sulla tutela del risparmio, l'A. sottolinea che mentre "la direttiva 2003/71/CE ha come scopo l'armonizzazione dei requisiti relativi alla redazione, all'approvazione e alla diffusione del prospetto da pubblicare per l'offerta al pubblico di strumenti finanziari, (...) la legge sulla tutela del risparmio richiede l'adeguamento alla normativa comunitaria anche dell'offerta al pubblico dei prodotti finanziari diversi dagli strumenti finanziari, sia pur limitatamente alle offerte nazionali (...). Il legislatore del 2005, ponendosi in un solco già tracciato, ha ravvisato nell'investimento in prodotti finanziari in generale la medesima esigenza di tutela che al livello comunitario è stata avvertita relativamente all'offerta al pubblico di strumenti finanziari" (pp. 222 e s.).

¹¹² Sul punto v. ANNUNZIATA, *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008, il quale sottolinea, con specifico riguardo ai prodotti bancari, che i prodotti finanziari emessi dalle banche che non sono strumenti finanziari non sono in ogni caso soggetti alla disciplina dell'offerta al pubblico e quindi all'obbligo di prospetto. Per un primo commento all'estensione della disciplina dell'obbligo di prospetto alle obbligazioni bancarie cfr. *Memorie sulla legge per la tutela del risparmio e la disciplina dei mercati finanziari*, presentata al Consiglio nazionale dell'Economia e del Lavoro, Roma, 7 giugno 2007. In tale documento viene sottolineato che Legge 28 dicembre 2005, n. 262 si è posta l'obiettivo di definire un regime più omogeneo in tema di trasparenza dei prodotti finanziari, superando le attuali segmentazioni tra mercati mobiliari, bancario e assicurativo. Cfr. ancora sull'obbligo di prospetto dei prodotti finanziari emessi dalle Banche: MARTINA, *La nuova disciplina del prospetto informativo: prime riflessioni*, cit., pp. 225 ss.; FRANZA, *Il rischio di investimento in titoli obbligazionari nei prospetti informativi di offerta al pubblico*, cit., pp. 74 ss.

Il prospetto contiene, altresì, una nota di sintesi recante i rischi e le caratteristiche essenziali dell'offerta.

Prima che venga effettuata l'offerta al pubblico degli investitori, il prospetto deve essere depositato presso la Consob la quale lo approva dopo averne verificato la completezza nonché la coerenza e comprensibilità delle informazioni fornite.

Da quanto testé esposto, emerge con chiarezza il ruolo fondamentale di questo documento per la tutela degli investitori i quali, rispetto agli emittenti, si trovano in una posizione di disparità informativa riguardo alle caratteristiche dei prodotti offerti.

Infatti i criteri di chiarezza e comprensibilità, che devono presiedere la redazione del prospetto, pongono l'investitore nella condizione di valutare le caratteristiche dell'offerta, dei prodotti che ne costituiscono oggetto e le qualità dello dell'emittente, posto che in tale documento devono, altresì, essere contenute le informazioni concernenti la situazione patrimoniale e finanziaria di quest'ultimo¹¹³.

2.2 Le obbligazioni *index linked*

Nella prassi, è possibile individuare molteplici categorie di obbligazioni strutturate¹¹⁴.

¹¹³ E' peraltro scontato ribadire che nella valutazione di un prodotto finanziario l'investitore terrà conto anche della solidità economica del soggetto che lo emette. In proposito va precisato in questa sede, seppure sinteticamente, che, con il recepimento della Direttiva prospetto attraverso il d.lg.s n. 51 del 2007, all'art. 94 del Tuf, è stata introdotta la responsabilità da prospetto. La norma in parola stabilisce che i soggetti che redigono il prospetto sono responsabili dei danni subiti dall'investitore che abbia fatto ragionevole affidamento sulla veridicità e completezza delle informazioni contenute nel prospetto, salvo che non dimostrino di aver adottato ogni diligenza allo scopo di assicurare che le informazioni in questione fossero conformi ai fatti e non presentassero omissioni tali da alterarne il senso. Tale responsabilità grava sia sull'emittente, l'offerente, l'eventuale garante nonché su coloro che sono responsabili delle informazioni contenute nel prospetto, ciascuno in relazione alle parti di propria competenza.

¹¹⁴ Nell'ambito delle obbligazioni strutturate è possibile individuare, in particolare, le c.d. *Riverse floater*, ovvero obbligazioni a tasso fisso che tuttavia, a partire da una certa data, mutano il tasso fisso in tasso variabile dipendente dall'andamento di un indice o di un parametro specifico (ovvero un *Interest Rate Swap*). Nello specifico, da una data prefissata, il mutamento del tasso da fisso a variabile fa sì che la cedola effettivamente percepita dal

A seconda delle differenti modalità di indicizzazione delle cedole o del capitale che viene rimborsato a scadenza, esse possono essere raggruppate in tre macrocategorie: nella prima sono ricomprese le *Equity Linked*, nelle quali l'indicizzazione è basata sull'andamento di panieri di titoli (*Basket Linked*) o indici azionari (*Index Equity Linked*), e le *Reverse Convertible* collegate all'andamento di uno o più mercati azionari; nella seconda rientrano le *Interest rate Linked*, le *Reverse Floater* e le obbligazioni *Corridor* (denominate anche "*Range Floater*") nelle quali l'indicizzazione è collegata all'andamento dei tassi d'interesse. Infine nella terza categoria si collocano le *Credit Linked*, obbligazioni per le quali il rimborso del capitale a scadenza o la sua remunerazione è legata al verificarsi di un "*credit event*", cioè di un evento futuro ed incerto consistente nel dissesto finanziario (default) di un terzo (debitore).

Le obbligazioni strutturate cui fanno ricorso le Imprese assicurative, nell'ambito delle polizze in esame, sono le obbligazioni *index linked*¹¹⁵.

Esse si caratterizzano per la circostanza che il loro rendimento è collegato all'andamento di determinati beni reali quali merci (*commodities linked*) e prodotti finanziari - azioni o panieri di azioni (*equity linked*), fondi comuni di investimento (*funds linked*) - indici (*index linked*), tassi di cambio (*forex linked*).

sottoscrittore consista nella differenza fra il tasso fisso originariamente proprio del titolo, ed il tasso variabile. Ancora, nella prassi, sono individuabili le obbligazioni "*Step Down*" e "*Step Up*" che posseggono cedole predeterminate nel loro ammontare, tuttavia, variabili nel tempo. Infatti le "*step down*" sono obbligazioni con cedole decrescenti nel tempo: le prime cedole sono elevate, mentre le successive sono via via decrescenti. Le obbligazioni strutturate "*step up*" si caratterizzano per una struttura inversa, posto che le cedole finali sono elevate, mentre le iniziali sono più basse. Per finire, hanno trovato ampia diffusione le obbligazioni *callable*, caratterizzate da un tasso fisso alle quali viene apposta una clausola che attribuisce all'emittente la facoltà di rimborsare anticipatamente il prestito. Tali strumenti consentono all'emittente di ottenere la copertura dal rischio connesso ad una evoluzione a lui sfavorevole dei tassi di interesse procedendo al rimborso del titolo quando il tasso di mercato risulterà inferiore a quello fisso. Sulle principali tipologie di obbligazioni strutturate cfr. FRANZA, *I rischi di investimento in titoli obbligazionari nei prospetti informativi di offerta al pubblico*, cit., p. 89 e s.

¹¹⁵ Per un'analisi tecnico-economica delle obbligazioni strutturate *linked* cfr. ancora FRANZA, *ult. op. cit.*, pp. 92 ss.

Le obbligazioni *index linked* sono, quindi, caratterizzate dalla presenza di due componenti: una certa e predeterminata, che è tipica degli ordinari titoli obbligazionari, e l'altra variabile e aleatoria.

La componente obbligazionaria è costituita, generalmente, da una obbligazione *zero coupon* (c.d. *zero coupon bond*) che, a differenza di un ordinario titolo obbligazionario, per la sua intera durata non prevede a favore del sottoscrittore alcun interesse (c.d. cedola), consistendo il suo effettivo rendimento nella differenza tra il prezzo di emissione - inferiore a quello nominale delle obbligazioni emesse - e l'ammontare del rimborso che, oltre al capitale, comprende gli interessi capitalizzati¹¹⁶.

In altri termini l'obbligazione *zero coupon* possiede i tratti caratterizzanti di un ordinario titolo obbligazionario, ovvero la certezza della restituzione di un capitale.

Essa rappresenta, quindi, la c.d. componente certa della polizza *index linked*, poiché con la sottoscrizione di un'obbligazione *zero coupon* acquistata/sottoscritta dall'impresa assicurativa con i premi versati dall'assicurato, al contraente viene garantita la corresponsione, alla scadenza del contratto, di una parte del capitale versato sotto forma di premio (di norma l'ottanta per cento) salva l'ipotesi, che avremo modo di illustrare in prosieguo, di dissesto del soggetto emittente l'obbligazione stessa.

La componente derivativa è, invece, quella che incide in modo significativo sulla variabilità della prestazione contrattuale.

Di regola essa è costituita da una opzione, ovvero un contratto con il quale ad una parte, l'acquirente o anche *holder*, dietro il pagamento di un corrispettivo - c.d. premio - viene attribuita dalla controparte, il venditore o *writer*, il diritto di acquistare o vendere una determinata quantità di "beni" o strumenti finanziari sottostanti - costituiti prevalentemente da titoli, valute

¹¹⁶ AMBROSINI, *Titoli obbligazionari di "tipo speciale"*, in *Società*, 1991, I, p. 334. L'utile di una obbligazione zero coupon deriva dall'attualizzazione del suo valore nominale in forza di determinati parametri di rendimento e di durata.

ma anche da beni di altra natura - ad un dato prezzo (c.d. *strike price*, ovvero prezzo di esercizio) e ad una data predeterminata¹¹⁷.

L'acquirente, pertanto, corrispondendo il premio ad una scadenza prestabilita, ha la facoltà di vendere o meno queste attività finanziarie sottostanti¹¹⁸.

Le opzioni costituiscono oggetto di negoziazione sia nei mercati regolamentati che sui mercati non regolamentati (c.d. negoziazioni *over the counter OTC*).

Le negoziazioni nell'ambito dei mercati regolamentati sono caratterizzate da uniformità e standardizzazione. Esse vengono effettuate con tecniche di comunicazione a distanza, quale la modalità telematica. Le negoziazioni di opzioni nei mercati regolamentati sono disciplinate da un regolamento contrattuale uniforme e standardizzato mentre, sotto il profilo soggettivo, sono spersonalizzate nel senso che le parti del contratto non conoscono la loro identità, poiché le rispettive dichiarazioni negoziali vengono immesse nel sistema telematico in forma anonima¹¹⁹.

¹¹⁷ PANZARINI, *Il contratto di opzione*, cit., p. 337, la quale definisce l'opzione come uno strumento finanziario "asimmetrico" in quanto obbliga una parte (l'acquirente l'opzione) al versamento del premio, come corrispettivo della situazione di soggezione cui si sottopone il concedente, e l'ammontare del premio costituisce l'unico rischio economico dell'acquirente. Cfr., ancora, GALASSO, *Options e contratti derivati*, cit., pp. 1269 ss.; CAVALLO BORGIA, *Le operazioni su rischio di cambio*, in *I contratti del commercio, dell'industria e del mercato finanziario*, diretto da Galgano, Torino, 1995, pp. 2427 ss.

¹¹⁸ Le attività finanziari sottostanti un'opzione possono consistere in strumenti finanziari quali azioni o obbligazioni e possono, altresì, essere rappresentate da indici di borsa; in quest'ultima ipotesi, l'opzione dà il diritto al portatore di beneficiare degli eventuali incrementi derivanti dalla rivalutazione dell'indice o degli indici di riferimento. Sono frequenti, nella prassi, anche le opzioni su tassi di interesse con le quali, a fronte del pagamento del premio, il portatore del titolo si assicura contro il rischio della variazione di determinati tassi di interesse; rischio che quindi viene sopportato dalla controparte. Meritano un cenno, per la singolarità del loro oggetto, anche le "opzioni elettriche" che attribuiscono all'*holder* la facoltà di alienare o acquistare, sempre dietro il pagamento del premio, energia ad un prezzo prefissato ed entro un determinato arco temporale, con la precipua finalità di copertura del rischio di deficit produttivo nell'ipotesi di eccedenza della domanda rispetto all'offerta. Quindi, anche in quest'ultima tipologia di opzione, colui che sottoscrive l'opzione, in qualità di *holder*, ha la facoltà di vendere o acquistare quel determinato bene.

¹¹⁹ In tal senso cfr. PANZARINI, *op. cit.*, p. 347, la quale sottolinea che nell'ambito delle opzioni negoziate nel mercato regolamentato, il meccanismo di conclusione del contratto è automatico e l'unico elemento di autonomia negoziale in capo all'operatore consiste nella decisione di immettere la proposta e nella scelta del tipo di proposta.

Viceversa, le negoziazioni *over the counter OTC* vengono articolate nel modo maggiormente rispondente alle esigenze delle parti; esse costituiscono modelli nei quali si può riscontrare “la fantasia” dell’ingegnerizzazione finanziaria, da qui la denominazione di opzioni non *standard*¹²⁰.

Le opzioni cui le Imprese assicurative fanno prevalentemente ricorso nell’ambito delle polizze *index linked* sono le opzioni *standard* cioè quelle negoziate nei mercati regolamentati, denominate nella prassi contrattuali opzioni *plain vanilla*¹²¹.

Esse consentono al portatore di vendere o acquistare, ad un prezzo predeterminato ed entro una certa data, un’attività finanziaria rappresentata da determinati indici¹²².

All’interno di questa macrocategoria si distinguono le opzioni *Call* e le opzioni *Put*.

Nelle prime, l’acquirente, dietro il pagamento del premio, ha la facoltà di avvantaggiarsi della variazione positiva dell’indice di riferimento ottenendo la liquidazione, in termini monetari, dell’aumento del valore dell’indice. Quindi, dato un valore *x* dell’indice al momento della stipulazione della opzione, ove il detto valore, ad una data prestabilita nel contratto, sia aumentato, l’acquirente ha diritto alla corresponsione in danaro dell’incremento di valore di quell’indice. Viceversa, se non si è verificato un incremento di valore o, addirittura, un deprezzamento, l’acquirente potrà scegliere di non esercitare tale diritto.

Nelle opzioni *Put* l’acquirente si riserva la facoltà di vendere la sottostante attività finanziaria ad un determinato prezzo. Ove quest’ultima

¹²⁰ Occorre tuttavia precisare che tali tipi di negoziazioni sono dettagliatamente regolamentate attraverso moduli contrattuali (*Master Agreements*) elaborati dalle associazioni di categoria. Sul punto cfr.: CAPUTO NASSETTI, *Profili civilistici dei contratti derivati finanziari*, 1997, p. 111 ss.

¹²¹ Nel mercato regolamentato sono negoziate oltre che le opzioni su indici, anche quelle su azioni - cd. *Stock option* - aventi ad oggetto i titoli emessi da circa quaranta società ammesse alla quotazione ufficiale di borsa. Sul punto v. PANZARINI, *Il contratto di opzione*, cit., p. 342.

¹²² Sul punto cfr. GERETTO, *I prodotti vita ad elevato contenuto finanziario*, in *I prodotti assicurativi*, cit., 2006, pp. 108 ss., il quale sottolinea che tale tipologia di opzioni rappresentano la maggior parte di quelle negoziate nei Mercati regolamentati. Cfr. anche PANZARINI, *Il contratto di opzione*, cit., p. 342; QUARTA, *Le polizze index linked*, cit., pp. 22 ss.

sia rappresentata da un indice di borsa, il portatore, attraverso tale opzione, si cautela contro il crollo di tale indice¹²³.

3. Gli indici ai quali è ancorata la prestazione assicurativa

Come rilevato in precedenza, nell'ambito delle polizze *linked*, la prevalenza delle opzioni concluse dalle imprese assicurative sono relative all'andamento di uno o più indici di borsa che, come è noto, rappresentano un parametro indicativo del valore di uno specifico mercato di negoziazione di strumenti finanziari.

Più specificamente, gli indici vengono calcolati come valore medio ponderato delle quotazioni in borsa di un gruppo di titoli di riferimento. Sono generali quando comprendono tutti i titoli quotati in borsa, parziali a seconda che prendano in considerazione solo alcuni dei titoli reputati significativi nel mercato di riferimento. All'interno di queste due macrocategorie, inoltre, si opera una ulteriore distinzione tra indici settoriali ed indici globali a seconda che comprendano titoli relativi allo stesso settore produttivo (ad es. energia, telecomunicazioni) o titoli negoziati nei mercati più rappresentativi.

Il riferimento ad una pluralità o paniere di indici consente alle Imprese di diversificare l'investimento dei premi versati dai contraenti, posto che la *performance* di un solo indice potrebbe registrare un andamento negativo ed incidere negativamente sulla prestazione assicurativa.

¹²³ Costituiscono una variante delle opzioni *plain vanilla* le opzioni esotiche che, pur avendo la medesima struttura delle prime, vengono adattate alle molteplici esigenze del sottoscrittore. Tra le opzioni esotiche, maggiormente diffuse nel mercato, vengono in considerazione le opzioni asiatiche caratterizzate da una peculiare determinazione del prezzo di esercizio; le opzioni binarie il cui esercizio è sospensivamente condizionato alla circostanza che il prezzo del bene sottostante raggiunga, alla scadenza o entro un certo termine, un determinato limite; ancora, sono diffuse nella prassi le opzioni barriera e le opzioni retrospettive aventi ad oggetto tassi di valuta, nonché le *down-and-out* ovvero opzioni su tassi di cambio. Le opzioni in esame rientrano nella categoria generale delle opzioni *path-dependent* ovvero tutte le opzioni che valutano l'evoluzione del sottostante nel tempo. Per una disamina delle opzioni in esame cfr. GERETTO, *op. cit.*, pp. 107 ss; PANZARINI, *Il contratto di opzione*, cit., pp. 355 ss.

In tal senso è intervenuta l'Isvap con il regolamento n. 32 del 11 Giugno 2009, recante la disciplina delle polizze con prestazioni direttamente collegate ad un indice azionario o ad altri valori di riferimento che, nel titolo II, stabilisce la tipologia di indici ammissibili cui collegare le prestazioni contrattuali, nonché le modalità di indicizzazione.

Relativamente al primo profilo, le imprese assicurative possono agganciare le prestazioni contrattuali ai soli indici azionari, obbligazionari e legati all'inflazione, mentre non possono collegarle direttamente o indirettamente ad indici o altri valori di riferimento relativi a merci, variabili climatiche, operazioni di cartolarizzazione ovvero a derivati del credito.

Inoltre, sia relativamente agli indici azionari, sia a quelli obbligazionari e sull'inflazione, l'Isvap precisa che debbano essere adeguatamente diversificati, cioè che abbiano una composizione tale che le oscillazioni dei prezzi o le transazioni riguardanti una componente dell'indice, non influenzino indebitamente il rendimento dell'intero indice.

Ancora, l'Autorità prescrive che gli indici ammessi debbono rientrare tra quelli comunemente utilizzati dalla comunità finanziaria, calcolati da soggetti terzi in base a criteri di determinazione oggettivi e predefiniti e composti sulla base di strumenti finanziari negoziati sui mercati regolamentati liquidi e attivi.

In altri termini le imprese assicurative non possono collegare le prestazioni contrattuali a valori di riferimento ad esse interni, quali specifici titoli da esse detenuti che potrebbero non costituire oggetto di scambio sui mercati.

Ciò comporta indubbi vantaggi per il contraente, posto che da un lato, pur essendo esposto all'eventuale andamento negativo dell'indice esterno, ha comunque la possibilità di monitorarne l'andamento, dall'altro non resta esposto al rischio di controparte di soggetti terzi all'impresa¹²⁴.

¹²⁴ Per rischio di controparte, come si avrà modo di specificare nel paragrafo successivo, si intende il rischio connesso alla qualità dell'ente emittente o della controparte degli strumenti finanziari destinati alla copertura delle riserve tecniche degli strumenti medesimi. In altri termini, è il rischio che l'emittente o la controparte non adempia ai propri obblighi contrattuali. In tal senso cfr.: Regolamento Isvap n. 19 del 14 marzo 2008 con il

Infine, relativamente alle modalità di indicizzazione, l'Isvap prescrive che le stesse siano semplici e che, ancora una volta, debbano soddisfare il requisito di facile comprensibilità da parte del contraente.

4. L'articolazione delle polizze *index linked* e il problema di riconducibilità al contratto di assicurazione sulla vita.

Esaminata la componente finanziaria delle polizze *index linked*, occorre ora appurare la modalità in cui essa si articola con la componente assicurativa.

Va preliminarmente precisato che non tutti i contratti, denominati nei moduli contrattuali "polizze *index linked*", contemplano il rischio demografico.

Come si avrà modo di precisare a breve, per questi modelli contrattuali non si pone un problema di riconducibilità al contratto di assicurazione sulla vita; gli stessi, vengono qualificati dall'Isvap come contratti di capitalizzazione.

Viceversa, le polizze *index linked*, nelle quali l'impresa si impegna a coprire il rischio demografico, assumono la forma di assicurazione mista e temporanea: la compagnia si obbliga a corrispondere il capitale, sia nel caso in cui la morte dell'assicurato sopraggiunga prima della scadenza del termine, sia nel caso in cui, al decorso del termine, l'assicurato sia ancora in vita.

Fatta questa precisazione, nella prassi, le polizze *index linked*, al pari delle polizze *unit linked*, si articolano in tre sottocategorie: le *index linked* c.d. pure, le *index linked* parzialmente garantite (*partial guaranteed*) e le *index linked* garantite (*guaranteed index linked*).

Le c.d. polizze "*index linked* pure" non prevedono né un rendimento né la garanzia della restituzione del capitale versato sotto forma di premio; il

quale sono state attuate le disposizioni del cod. ass. in materia di margine di solvibilità delle imprese di assicurazione.

rischio finanziario dell'andamento dell'indice o degli indici di riferimento è interamente a carico del contraente.

Nelle polizze "*index* a capitale parzialmente garantito", l'andamento negativo del parametro finanziario sottostante viene "bilanciato" tra il sottoscrittore della polizza e la compagnia, essendo quest'ultima obbligata a corrispondere al contraente almeno parte del capitale versato.

Infine, nelle polizze "*index linked* garantite" al contraente viene garantito l'intero capitale versato e, in taluni casi, anche un rendimento minimo, indipendentemente dall'andamento dell'indice o degli indici sottostanti. Pertanto, il rischio finanziario grava interamente sull'impresa assicurativa.

Nelle tre le tipologie sinteticamente descritte, inoltre, al contraente vengono corrisposti, nel corso del contratto importi periodici la cui entità è pari al valore delle cedole relative all'obbligazione cui la polizza è connessa, senza che la compagnia assuma alcuna garanzia di rendimento dell'obbligazione medesima.

Infatti sul contraente grava sia il rischio di *performance* dell'obbligazione sia il rischio che l'emittente l'obbligazione strutturata, cui è collegata la polizza *linked*, per effetto di un deterioramento della propria solidità patrimoniale, non sia in grado di rimborsare alla scadenza il capitale versato dal contraente sotto forma di premio con il quale l'impresa assicurativa ha acquistato l'obbligazione e, conseguentemente, anche gli importi periodici connessi al suo rendimento¹²⁵.

Abbiamo già precisato che in tutte le sottocategorie ora esaminate l'impresa assume anche il rischio demografico. Tuttavia, dall'esame dei principali contratti stipulati, emerge che la componente assicurativa, benché teoricamente esistente, è, nella sostanza, pressoché residuale: infatti la quasi totalità del premio, corrisposto dal contraente, viene utilizzato dall'impresa

¹²⁵ Si tratta del rischio c.d. di controparte del quale si è fatto cenno nel paragrafo precedente.

assicurativa per l'acquisto dell'obbligazione strutturata, mentre solo una componente irrisoria è destinata alla copertura del rischio demografico¹²⁶.

Ciò significa che al verificarsi dell'evento attinente alla vita umana, al contraente assicurato o ai suoi beneficiari viene erogata una prestazione la cui entità dipende quasi esclusivamente dal valore dell'obbligazione strutturata.

E' noto come la recente crisi dei mercati finanziari abbia comportato il *default* di emittenti bancarie statunitensi e islandesi i cui titoli costituivano il sottostante finanziario di molteplici polizze *index linked*, con notevole pregiudizio per gli assicurati che avevano stipulato tali contratti.

Anche alla luce di quest'ultimi avvenimenti, si pone il problema di comprendere la reale compatibilità delle polizze *index linked* con la funzione previdenziale che un contratto di assicurazione sulla vita dovrebbe assolvere.

Le medesime considerazioni, svolte nel capitolo precedente per le polizze *unit linked*, valgono anche per le *index linked*: affinché tali polizze possano qualificarsi come contratti di assicurazione sulla vita, con conseguente applicazione delle norme relative a questo tipo negoziale, è necessario che sulla Impresa assicurativa gravi non solo il rischio demografico ma anche quello di investimento del premio versato dall'assicurato al momento della conclusione del contratto.

Tale impostazione risulta altresì confermata dall'Isvap in taluni recenti interventi normativi: il regolamento n. 29 del 16 marzo 2009 concernente "Le istruzioni applicative sulla classificazione dei rischi all'interno dei rami di assicurazione ai sensi dell'articolo 2 Cod. ass." e il già citato regolamento n. 32 del 2009.

¹²⁶ Cfr, tra le molteplici polizze *index linked* emesse dalle Imprese assicurative, il prospetto informativo delle polizze *index linked* "IndexVita Moltiplica&Premia 4 Oggi" offerta da Cnp Capitalia Vita s.p.a., dal quale emerge che solo lo 0,19992% del premio versato dal contraente viene utilizzato dall'impresa per coprire il rischio demografico (morte del contraente nel corso del contratto) e ben il 92,7276% per l'acquisto dell'obbligazione strutturata. Si veda, altresì, la scheda sintetica della polizza *index linked* "Realind 2007 Dax Coupon" offerta dalla impresa assicurativa Reale Mutua, in cui, nella "griglia" relativa alla scomposizione percentuale del premio, il 91,57% dello stesso è destinato all'investimento nell'obbligazione strutturata, il 7,08% ai costi di caricamento e il residuo 0,35% alla copertura assicurativa.

In particolare quest'ultimo provvedimento rappresenta la reazione dell'Autorità di vigilanza alla crisi dei mercati finanziari, i cui effetti si sono manifestati nel settore assicurativo con il dissesto di emittenti bancari quali *Lehman Brothers*¹²⁷.

L' Isvap con tale regolamento ha inteso predisporre, a tutela della massa degli assicurati, ulteriori regole il cui obiettivo è quello di imporre alle imprese assicurative un ruolo attivo, cioè un comportamento responsabile, sia nell'individuazione delle misure di indicizzazione, sia nella gestione degli investimenti necessari alla copertura dei rischi assunti¹²⁸.

L'Autorità di vigilanza, nella relazione a tale regolamento, inoltre, precisa che, con specifico riguardo alle polizze *index linked*, le imprese di assicurazione "debbono recuperare i meccanismi di tutela e garanzia tipici dei contratti di assicurazione, spesso affievoliti in prestazioni demografiche a bassissimo valore aggiunto per gli assicurati".

Conseguentemente, poiché tali polizze devono essere caratterizzate dalla presenza di un effettivo impegno da parte della compagnia a liquidare prestazioni dipendenti dal rischio demografico, si è imposto alle imprese assicurative di tenere conto, nella determinazione delle coperture assicurative in caso di decesso, dell'ammontare del premio versato dal contraente¹²⁹.

In altri termini, l'impresa assicurativa è tenuta ad assumere un effettivo impegno a liquidare prestazioni assicurate il cui valore, o quello dei corrispondenti premi, sia dipendente dalla valutazione del rischio demografico, consentendo, in tal modo, all'assicurato o ai suoi beneficiari, di far fronte ai bisogni di cui l'evento demografico è foriero, indipendentemente

¹²⁷ Sul dissesto della banca emittente *Lehman Brothers* cfr: VATTERMOLI, Charter 11 e tutela dei creditori (note a margine del caso *Lehman Brothers*) in *Dir. banca e del merc. finaz.*, 2009, pp. 67 ss.; con specifico riguardo agli effetti di tale dissesto su alcune tipologie di polizze *index linked* v. SALANITRO, *Prodotti finanziari assicurativi collegati ad obbligazioni Lehman Brothers*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2009, pp. 491 ss.

¹²⁸ Le modalità di indicizzazione sono state oggetto di esame nel paragrafo precedente; in ordine agli investimenti necessari a coprire i rischi assunti v. infra par.

¹²⁹ Art. 9 del regolamento n. 32 del 2009. In tal senso cfr. anche l'art. 6 del il regolamento n. 29 del 16 marzo 2009.

dall'andamento dei titoli cui la polizza è connessa e dal dissesto dell'emittente i titoli medesimi.

Se il problema di qualificazione e di compatibilità tra queste polizze ed i tradizionali contratti di assicurazione sulla vita si pone anche laddove sia contemplato il rischio demografico, le polizze *index linked* che non coprono tale rischio fuoriescono indubbiamente dal tipo negoziale di cui agli artt. 1882 e 1919 c.c

In tal senso è intervenuta l'Isvap con il già citato regolamento n. 29 del 16 marzo 2009 che, all'art. 9, ha classificato nel ramo vita V e quindi come contratti di capitalizzazione, le assicurazioni che prevedono prestazioni collegate ad un indice azionario o ad altro valore di riferimento (ovvero le polizze *index linked*), quando le condizioni contrattuali sono tali da rendere indipendente l'erogazione delle singole prestazioni da eventi attinenti la vita umana ed è prevista una garanzia di rendimento minimo sulle somme versate.

Come è noto, il contratto di capitalizzazione rientra nel novero dei contratti emessi dalle imprese assicurative autorizzate all'esercizio dei rami vita e disciplinato dall'art. 179 cod. ass.; unitamente alle polizze *linked*, viene, altresì, qualificato dall'art.1 lett. *w bis* del Tuf - così come novellato dalla Legge sulla tutela del risparmio e successive modifiche - come contratto finanziario emesso dalle imprese di assicurazione.

Nello specifico, con il contratto di capitalizzazione l'impresa assicuratrice, a fronte del versamento da parte del contraente capitalizzante di una somma di denaro in un'unica soluzione o in più rate successive, si impegna a corrispondere, senza convenzione relativa alla vita umana e alla scadenza di un termine pluriennale, delle somme determinate¹³⁰, pari al

¹³⁰ Tra i principali contributi della dottrina sul contratto di capitalizzazione v.: SCALFI, *L'assicurazione tra rischio e finanza*, Milano, 1992; VOLPE PUTZOLU, *Le assicurazioni. Produzione e distribuzione*, Bologna, 1992; CANDIAN, *I contratti di capitalizzazione*, in *I contratti del commercio dell'industria e del mercato finanziario*, a cura di Galgano, III, Torino, 1995; ANTONUCCI, *Capitalizzazione (contratto di)*, in *Enc. giur.*, V, Roma, 1998; GANDINI, sub. art. 40, in *Nuova disciplina dell'impresa di assicurazione sulla vita in attuazione della terza direttiva*, a cura di Partesotti e Ricolfi, Padova 2000; CORRIAS, *Il contratto di capitalizzazione*, in *Il nuovo codice delle assicurazioni, Commentario* a cura di Amorosino e Desiderio, Milano, 2006; dello stesso

capitale versato nel corso del rapporto contrattuale e all'incremento dello stesso corrispondente agli interessi capitalizzati con tasso tecnico pattuito¹³¹.

Parte della dottrina ha sollevato dei dubbi in ordine alla riconducibilità delle polizze *linked*, prive della copertura del rischio demografico e che prevedono una garanzia di rendimento minimo, al contratto di capitalizzazione¹³².

Infatti le due fattispecie contrattuali, ancorché rientranti nei rami vita ed assoggettate dal Tuf alla medesima disciplina, sono sensibilmente differenti sia sotto il profilo strutturale che funzionale: nella capitalizzazione è assente ogni riferimento alla durata della vita umana ed è pertanto assente il rischio (morte o sopravvivenza) tipico delle assicurazioni sulla vita¹³³. Inoltre, il capitalizzante è in grado di conoscere, fin dal momento della stipulazione del contratto, quanto gli spetterà una volta giunta la scadenza del termine per l'erogazione della prestazione, poiché i rischi economici relativi alla gestione del capitale versato sono interamente a carico dell'impresa¹³⁴.

Infine, mentre nella capitalizzazione, la impresa gestisce in nome proprio e nel proprio interesse le somme versate dal contraente, le quali entrano immediatamente e definitivamente nel proprio patrimonio, nelle polizze *index linked*, invece, le risorse acquisite vengono gestite sempre

A., *Capitalizzazione*, nel *Commentario al Codice delle Assicurazioni* a cura di Capriglione, Padova, 2007; *Il contratto di capitalizzazione*, cit.

¹³¹ Gli interessi prodotti dalle somme versate non vengono erogati al contraente in corso di contratto, ma sono a loro volta reinvestiti e sono essi stessi produttivi di interessi, costituendo, pertanto, il capitale che l'impresa capitalizzatrice si è impegnata ad erogare alla scadenza pattuita. Al contratto può essere apposta una clausola in virtù della quale il capitale può essere incrementato ulteriormente, senza corrispettivo, dal rendimento della gestione separata delle varie somme da capitalizzare.

¹³² CORRIAS, *Il contratto di capitalizzazione*, Gasperini editore, p. ; dello stesso A., *Previdenza, risparmio ed investimento nei contratti di assicurazione sulla vita*, cit., p. 104.

¹³³ L'assenza del rischio di natura demografica comporta che, nel contratto in esame, il premio non viene calcolato in considerazione dell'età e del sesso dell'assicurato, sulla base delle tavole di mortalità, ma si tiene conto esclusivamente della base tecnica di tipo finanziario che si riduce nella scelta di un tasso tecnico, consistente nella maggiorazione della prestazione iniziale.

¹³⁴ CORRIAS, *Previdenza, risparmio ed investimento nei contratti di assicurazione sulla vita*, cit., p. 101.

nell'esclusivo interesse, o comunque prevalente del gerito, il quale ha diritto all'intero risultato della gestione.

Il contratto di capitalizzazione, in altri termini, è privo di una connotazione gestoria, posto che il contraente, avendo interesse unicamente alla restituzione della somma pattuita alla scadenza del termine stabilito, rimane del tutto estraneo all'attività di gestione delle risorse conferite¹³⁵. Viceversa le polizze *linked*, con o senza la copertura del rischio demografico, assumono i connotati di contratti di natura gestoria, aventi ad oggetto un servizio di investimento che viene svolto nell'esclusivo interesse del contraente.

Alla luce delle considerazioni testé svolte, la dottrina poc'anzi citata ha posto in evidenza l'opportunità di "operare, in ambito assicurativo, una distinzione, in punto di disciplina, tra contratti finanziari di risparmio - ai

¹³⁵ Cfr. sempre CORRIAS, *ult. op. cit.*, pp 115 ss.: l'A. sottolinea che nella capitalizzazione l'impresa investe i capitali ricevuti dal contraente sotto forma di premio per conto proprio e si impegna, al termine del rapporto, a corrispondere a questo una somma predeterminata, costituita dalla restituzione del capitale e dal rendimento minimo garantito e, in aggiunta, solo previo patto apposito, una partecipazione marginale agli eventuali utili ricavati dall'investimento del danaro versato. Quindi la capitalizzazione assume le fattezze di un contratto restitutorio avente la matrice del mutuo, con eventuale clausola di partecipazione agli utili, nelle polizze *linked* si configura un contratto di natura gestoria, avente ad oggetto un servizio di investimento, con eventuale garanzia di prestazione minima (cfr., in particolare, p. 116, nt.119).

quali è ascrivibile la capitalizzazione¹³⁶- e contratti finanziari di investimento, quali le polizze di cui al ramo III”¹³⁷.

Per questo orientamento, inoltre, le profonde differenze intercorrenti tra le due fattispecie contrattuali risultano quasi completamente trascurate anche dalla normativa primaria (TUF) e secondaria (Regolamento “intermediari” Consob) del mercato finanziario, laddove vengono applicate alla capitalizzazione le “disposizioni che appaiono eccedenti rispetto alla esigenza di tutela dell’assicurato-risparmiatore, in quanto presuppongono la ricorrenza di uno strumento finanziario, ossia di un modello caratterizzato dall’accollo all’investitore, in tutto o in parte, del rischio dell’investimento”¹³⁸.

¹³⁶ Occorre, seppure sinteticamente, dare conto degli orientamenti dottrinari che, negando la natura autonoma del contratto di capitalizzazione, lo hanno ricondotto ora ad una, ora ad un’altra delle figure di contrattuali tipiche con le quali la capitalizzazione presentava caratteri di somiglianza. Così una risalente e autorevole dottrina (DONATI, *Trattato del diritto delle assicurazioni private*, cit., p. 46) ha assimilato la fattispecie contrattuale in esame al contratto di mutuo a lungo termine, con l’attribuzione di interessi e con l’esclusione del diritto del mutuante di ritirare gli interessi nel periodo di durata del contratto. Altra parte della dottrina (FAVARA, *Note sul contratto di capitalizzazione*, in *Ass.*, 1973, II, pp. 284 ss.) ha ricondotto il contratto di capitalizzazione alla fattispecie del deposito bancario. Tale orientamento è stato recentemente confermato da CORRIAS, *Capitalizzazione*, in *Il codice delle assicurazioni private*, diretto da Capriglione, cit., p. 162, il quale accosta il modello in esame ai depositi vincolati, in relazione ai quali la banca assume l’impegno di corrispondere interessi in base a un tasso fisso ed il contraente accetta di poter riscuotere capitale ed interessi solo al decorso del termine stabilito. Da ultimo, occorre dare conto dell’orientamento (MIOLA, *Il risparmio assicurativo*, cit., p. 87, nt. 32) che qualifica la capitalizzazione come contratto misto, scaturente dalla combinazione del contratto di deposito a risparmio - sia pure caratterizzato da un lungo vincolo temporale - con il contratto di assicurazione sulla vita a termine fisso.

¹³⁷ CORRIAS, *Previdenza, risparmio ed investimento nei contratti di assicurazione sulla vita*, cit., p. 106.

¹³⁸ CORRIAS, *ult. op. cit.*, p. 105.

Capitolo IV

La disciplina applicabile

1. Il quadro normativo: premessa. - 2. Il codice civile. L'art. 1923 - 3. Le norme del codice delle assicurazioni e la regolamentazione Isvap. - 4. Le norme del Tuf - 5. La normativa sulla previdenza integrativa: polizze *linked* e piani individuali di previdenza privata.

1. Il quadro normativo: premessa

Le conclusioni, alle quali si è pervenuti in ordine alla natura giuridica delle polizze *linked*, ci consentono, a questo punto, di ricostruire la disciplina ad esse applicabile.

In prima approssimazione, riservandoci in un secondo momento di svolgere le opportune precisazioni, possiamo affermare che il quadro normativo di riferimento delle polizze in esame è costituito da un variegato complesso di norme contenute in diverse fonti, quali il codice delle assicurazioni, il codice civile, il testo unico della finanza, e, ove l'assicurato sia, altresì, consumatore, il codice del consumo.

A tale normativa, di rango primario, si aggiunge, con finalità integrativa ed attuativa, la regolamentazione secondaria contenuta nelle circolari, regolamenti ed, in generale, nei provvedimenti emessi dalle autorità indipendenti - principalmente Isvap e Consob - che operano nel settore assicurativo e finanziario.

Si tratta di un quadro complesso che ha determinato l'insorgere, in capo agli interpreti, di alcuni problemi di coordinamento della pluralità di norme presenti nei diversi corpi normativi.

Tali difficoltà sono sorte, in particolare, con riguardo ai rapporti tra il codice delle assicurazioni e il codice civile, posto che, in sede di redazione del

primo, si è scelto di non trasporre in esso le norme del secondo specificamente dedicate al contratto di assicurazione (artt. 1882-1982 c.c.)¹³⁹.

Un importante supporto, fornito all'interprete, è rinvenibile nell'art. 165 cod. ass., rubricato "Raccordo con le disposizioni del codice civile", il quale stabilisce che, "fermo restando quanto diversamente disposto dal codice delle assicurazioni, i contratti assicurativi rimangono disciplinati dalle norme del codice civile".

In altri termini, le due fonti non operano sullo stesso piano, poiché ove un medesimo istituto venisse regolato in modo difforme da entrambi i corpi normativi, prevale la disciplina contenuta nel codice delle assicurazioni¹⁴⁰.

Nelle pagine che seguono, si procederà, prima di ricostruire la disciplina complessivamente applicabile alle polizze *linked*, contenuta

¹³⁹ Occorre dare conto, seppure sinteticamente, del dibattito che ha condotto a tale scelta: nella prima bozza del cod. ass. si era optato di trasporre le norme generali del contratto di assicurazione e riassicurazione, contenute nel capo XX del Titolo III, Libro IV, artt. 1882-1982 del codice civile. La *ratio* di tale intento, espressamente enunciata nella relazione di accompagnamento allo schema di decreto, era quella di "accogliere le disposizioni del codice civile, opportunamente rivisitate in funzione di tipizzazione di figure contrattuali che rivestono centrale importanza nell'assicurazione moderna" (quali le polizze *linked* o le polizze che coprono i rischi alla persona), tenendo, perciò, conto dell'evoluzione di tali contratti e dei bisogni di protezione degli assicurati nella formazione ed esecuzione del rapporto contrattuale. Al momento della presentazione ufficiale della bozza del codice, un'autorevole dottrina (GAMBINO, *Note critiche sulla bozza del codice delle assicurazioni private*, in *Giur. comm.*, 2004, pp. 1035 ss.) sollevò dei rilievi critici in ordine a tale scelta sulla base delle considerazioni seguenti: l'A., muovendo da una distinzione netta tra diritto pubblico e diritto privato delle assicurazioni, sostenne che le norme del codice civile, espressione del principio dell'autonomia dei privati, non dovessero "contaminarsi" con la parte oggetto di delega al codice delle assicurazioni, attinenti al diritto pubblico delle assicurazioni e non al diritto contrattuale dei privati, precisando, quindi, che l'adeguamento della normativa, richiesto in delega, riguardava il contratto di assicurazione solamente per quanto concerne la trasparenza e l'informativa a carico degli assicurati. In senso critico a tali rilievi, effettivamente accolti nella versione definitiva del codice: AURELIO DONATO CANDIAN, *Il codice delle assicurazioni. Genesi, funzioni e assetto della disciplina*, in GALGANO e ROVERSI-MONACO (a cura di), *Le nuove regole del mercato finanziario*, Padova, 2009, pp. 497 ss.

¹⁴⁰ In tal senso cfr. CORRIAS, *La disciplina del contratto di assicurazione tra codice civile, codice delle assicurazioni e codice del consumo*, in *Resp. civ. prev.*, 2007, p. 1749. Cfr., altresì, BUGIOLACCHI, *L'assicurazione sulla vita*, in ALPA (a cura di), *Le assicurazioni private*, cit., p. 2614, il quale sottolinea che l'art. 165 cod. ass. è "una norma di raccordo, dalla quale risulta che la disciplina codicistica viene ad essere, in certo senso, integrata da quella della nuova codificazione, che pare assumere quasi carattere di specialità (...)". Cfr. anche CAVALLO BORGIA, *I contratti di assicurazione (artt. 165-169; 173-175)*, in AMOROSINO e DESIDERIO (a cura di), *Il nuovo codice delle assicurazioni*, cit., p. 327, la quale evidenzia che "nell'art. 165 cod. ass. è trasparente la mera volontà di assegnare un naturale ruolo primario al Codice delle assicurazioni nei confronti della disciplina privatistica sul contratto di assicurazione contenuta nel codice civile che in ogni caso risulta, al momento attuale, assolutamente prevalente".

principalmente nel Codice delle assicurazioni e nel Tuf, ad una sintetica disamina dell'art. 1923 del codice civile, e si verificherà, alla luce delle considerazioni svolte sulla natura giuridica delle polizze *linked*, se tale norma, che rappresenta una delle più significative espressioni della funzione previdenziale del contratto di assicurazione sulla vita, sia ad esse applicabile¹⁴¹.

2. Le norme del codice civile: l'art. 1923

L'art. 1923 c.c., al primo comma, dispone che le somme dovute dall'assicuratore al contraente o al beneficiario non possono essere sottoposte ad azione esecutiva o cautelare¹⁴².

Secondo la dottrina prevalente, la *ratio* della norma in esame riposa nella finalità di protezione degli atti di previdenza e di incentivazione di accantonamento del risparmio¹⁴³; per un altro orientamento, invece, la disposizione contenuta nell'art. 1923 c.c. tutelerebbe solo indirettamente l'assicurato ed, in via diretta, l'impresa assicurativa, che avrebbe un interesse al regolare svolgimento del rapporto contrattuale il cui venir meno, per

¹⁴¹ Un ulteriore problema di coordinamento, di cui in questa sede non è possibile dare conto, si pone tra le disposizioni contenute nel codice del consumo e quelle del codice delle assicurazioni, allorquando si delinea una sovrapposizione tra i due regimi protettivi costituiti dalle norme sulla trasparenza, contenute nel codice delle assicurazioni, e la disciplina delle clausole abusive. Su tale problematica si è soffermato CORRIAS, *La disciplina del contratto di assicurazione tra codice civile, codice delle assicurazioni e codice del consumo*, cit., pp. 1755 ss.

¹⁴² La norma in esame, al secondo comma, fa salve, rispetto ai premi pagati, le disposizioni relative alla revocazione degli atti compiuti in pregiudizio dei creditori e quelle relative alla collazione, all'imputazione e alla riduzione delle donazioni. Con tale disposizione il legislatore ha inteso evitare una indebita sottrazione delle somme, destinate ai creditori o spettanti per legge agli eredi dell'assicurato, attraverso il pagamento di premi per un contratto di assicurazione sulla vita che costituirebbe, nella sostanza, uno strumento attraverso il quale l'assicurato si sottrae alla garanzia di cui all'art. 2740 c.c. e alle norme in materia di successione. Le azioni eventualmente esperite dai creditori o dagli eredi, che siano stati pregiudicati, non hanno, tuttavia, ad oggetto il capitale o la rendita erogati dalla compagnia, ma i premi corrisposti dall'assicurato.

¹⁴³ In tal senso cfr., tra gli altri, DE GREGORIO, FANELLI e LA TORRE, *Il contratto di assicurazione*, Milano, 1987, p. 218; SANTI, *Il contratto di assicurazione*, Roma, 1965, p. 570; POLOTTI DI ZUMAGLIA, *Assicurazioni vita e infortuni. Contratti para-assicurativi*, in *Diritto delle assicurazioni*, cit., p. 27; COTTINO, CAGNASSO, IRRERA, *L'assicurazione. L'impresa e il contratto*, cit., p. 238; SALANDRA, *Dell'assicurazione*, in *Comm. cod. civ.*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1966, p. 405.

effetto di procedure esecutive da parte di terzi, altererebbe sensibilmente il processo di raccolta e di capitalizzazione del risparmio ¹⁴⁴.

I fautori della prima impostazione propendono per una ampia operatività della norma in esame, che interpretano estensivamente. A tal fine ritengono che il divieto di azione esecutiva o cautelare operi non solo per il capitale o la rendita, che l'impresa assicurativa deve ancora corrispondere all'assicurato o beneficiario al verificarsi del rischio demografico contemplato nel contratto¹⁴⁵, ma anche per le somme che costui abbia già percepito, a seguito dell'esercizio del diritto di riscatto¹⁴⁶.

Inoltre per questo orientamento, l'art. 1923 c.c. troverebbe applicazione anche all'ipotesi del fallimento dell'assicurato o del beneficiario, con la conseguenza che le somme dovute dall'assicuratore restano escluse dallo spossessamento fallimentare¹⁴⁷.

Tale orientamento è stato di recente accolto anche dalla Cassazione a sezioni unite ¹⁴⁸.

Nello specifico, secondo il Supremo Collegio, le somme che l'impresa assicurativa deve all'assicurato non sono avocabili, in caso di fallimento di

¹⁴⁴ In tal senso BUTTARO, voce *Assicurazione sulla vita*, cit., p. 653. In giurisprudenza, cfr. Cass., 3 dicembre 1988, n. 6548, in *Resp. civ. prev.*, 1989, pp. 951 ss.; Cass., 26 giugno 2000, n. 8676, in *Foro it.*, 2001, c. 1241 ss., cui si farà cenno anche in prosieguo. Per una completa ricostruzione degli orientamenti, sorti in dottrina e in giurisprudenza, in ordine alla sfera di applicazione dell'art. 1923 c.c., v. BUGIOLACCHI, in *Le assicurazioni private*, cit., pp. 2684 ss.

¹⁴⁵ Cfr., in particolare, SANTI, *Il contratto di assicurazione*, cit., p. 572, secondo il quale l'art. 1923 si applica sia alle somme ancora dovute dall'assicuratore, sia a quelle già corrisposte all'assicurato, salvo che non si siano confuse con gli altri beni che costituiscono il patrimonio di costui.

¹⁴⁶ In tal senso cfr., altresì, DONATI e VOLPE-PUTZOLU, *Manuale di diritto delle assicurazioni*, cit., p. 201; POLOTTI DI ZUMAGLIA, *Assicurazione sulla vita*, in *Diritto delle assicurazioni*, cit., p. 27.

¹⁴⁷ DE GREGORIO, FANELLI e LA TORRE, *Il contratto di assicurazione*, cit., p. 219;

¹⁴⁸ Cass., Sez. Un., 31 marzo 2008, n. 8271, in *Foro it.*, 2008, c. 2540, con nota di G. LA ROCCA, *Le sezioni unite e la «dimensione evolutivamente assunta...dell'assicurazione sulla vita»*; per un commento della pronuncia in esame cfr. anche: SPIOTTA, *Il curatore non può riscattare la polizza stipulata dal fallito*, in *Giur. it.*, 2008, pp. 1701 ss.; LANDINI, *Fallimento e assicurazione sulla vita*, in *Ass.*, 2008, pp. 341 ss.; BUGIOLACCHI, *Previdenza e finanza nei contratti del ramo vita. Prospettive e limiti della soluzione delle sezioni unite in tema di fallimento del contraente*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, pp. 1283 ss.

costui, alla massa fallimentare attraverso l'esercizio del riscatto da parte del curatore fallimentare¹⁴⁹.

Queste in sostanza le considerazioni che hanno condotto la Corte di Cassazione ad affermare la assoluta "impermeabilità" del contratto di assicurazione sulla vita al fallimento dell'assicurato o beneficiario: da un lato, viene attribuito al valore della previdenza, che l'art. 1923 c.c. è volta a tutelare, rilievo e spessore costituzionale; e, per altro verso, si ritiene decisiva, ai fini di una interpretazione estensiva della norma in esame, "la percezione, in termini di diritto vivente, ontologicamente inteso, della dimensione evolutivamente assunta, nell'attuale contesto economico sociale, dallo strumento della assicurazione sulla vita, quale forma di assicurazione privata maggiormente affine agli istituti di previdenza elaborati dalle assicurazioni sociali".

In altri termini, il rilievo costituzionale della funzione previdenziale impone una interpretazione non restrittiva dell'art. 1923, alla luce, altresì, delle crescenti difficoltà dello Stato sociale di continuare ad erogare i trattamenti pensionistici, fino ad ora garantiti, e della necessità, pertanto, di contare sull'apporto integrativo dell'assicurazione sulla vita che costituisce una delle concrete espressioni della funzione previdenziale.

Per una parte della dottrina, la sentenza in esame non ha posto fine alla questione della sorte del contratto di assicurazione sulla vita in caso di

¹⁴⁹ La pronuncia in esame ha posto fine al contrasto, sorto in giurisprudenza, in ordine all'applicabilità dell'art. 1923 c.c. anche all'ipotesi del fallimento dell'assicurato. Due, infatti, erano gli orientamenti prevalenti: il primo, fatto proprio dalla pronuncia in esame (tra le prime pronunce cfr.: Cass., 2 luglio 1965, n. 1811, in *Foro it.*, 1965, I, p. 1859; più di recente Cass., 25 ottobre 1999, n. 11975, in *Il fallimento*, 2001, p. 67, con nota di FINARDI, *Assicurazione sulla vita. Un puzzle*; Cass., 19 luglio 2004, n. 13342, in *Foro it. Mass.*), riteneva le somme, dovute dall'assicuratore all'assicurato o beneficiario, non acquisibili alla massa fallimentare sulla base della considerazione che il richiamo, contenuto nell'art. 46, n. 6, l. fall., alle cose che non possono essere pignorate per disposizione di legge, comprende anche l'art. 1923 c.c., la cui *ratio* protettiva è finalizzata a favorire la funzione di previdenza del contratto di assicurazione sulla vita. Per il secondo orientamento, che rivede la *ratio* del combinato normativo poc'anzi citato, (Cass., 26 giugno 2000, n. 8676, cit.), la dichiarazione di fallimento dell'assicurato comporterebbe lo scioglimento del contratto di assicurazione sulla vita, posto che l'art. 82 l. fall. dispone la prosecuzione, in caso di fallimento, dei soli contratti di assicurazione contro i danni; pertanto, non trovano applicazione le disposizioni di cui all'art. 46, nn. 1, 2, 3, 4 e 5, non rientrando, in alcuna di esse, le somme dovute dalla compagnia in virtù di un contratto di assicurazione sulla vita.

fallimento dell'assicurato; nello specifico, è stato ad essa "rimproverato" di non aver tenuto conto, avendone solo fatto cenno, della molteplicità di quei contratti che, pur nelle diverse modulazioni negoziali, vengono denominati contratti di assicurazione sulla vita, quali le polizze *linked* e di capitalizzazione. Per tali autori, la Corte avrebbe dovuto precisare se le conclusioni, alle quali è pervenuta, valessero per tutti i contratti di assicurazione sulla vita o solo per quelli aventi una funzione strettamente previdenziale¹⁵⁰.

Riteniamo, alla luce delle considerazioni svolte nella pagine precedenti sulla natura giuridica delle polizze *linked*, che l'art. 1923 c.c. sia ad esse applicabile tutte le volte in cui i contratti in esame assolvano, in concreto, una funzione previdenziale per la realizzazione della quale, preme ribadire, non è sufficiente la mera corresponsione, al verificarsi del rischio demografico, di un capitale o rendita, di qualsivoglia entità, pari al valore delle quote o degli strumenti finanziari cui la polizza è collegata, ma è, altresì, necessario che l'impresa assicurativa, al verificarsi dell'evento della vita contemplato nel contratto, eroghi, all'assicurato o al beneficiario, una prestazione che consenta loro di far "effettivamente" fronte ai bisogni di cui l'evento demografico è foriero.

3. Le norme del codice delle assicurazioni e la regolamentazione

Isvap

Il codice delle assicurazioni detta alcune norme applicabili a tutti i contratti emessi dalle imprese assicurative, ed altre specificamente dedicate alle polizze *linked*.

¹⁵⁰ LANDINI, *op. cit.*, p. 1306; LA ROCCA, *op. cit.*, c. 2542. Occorre precisare che di tale problematica, con specifico riferimento alle polizze *linked*, si era occupata, seppure in sede cautelare ed in soli due casi, la giurisprudenza di merito (Trib. Bologna, 12 gennaio 2001, in *Diritto ed econom. assic.*, 2001, pp. 1133 ss. e Trib. Bologna, 23 maggio 2001, in *Ass.*, 2001, pp. 164 ss.) giungendo alla conclusione che, nelle polizze in esame, la connotazione finanziaria non vale a snaturare il contratto di assicurazione sulla vita, se la prestazione dell'assicuratore resta comunque ancorata ad un evento attinente alla vita umana, con la conseguenza che non possono essere sottoposti a sequestro conservativo, ex art. 1923, commi 1 e 2, né il capitale o la rendita corrisposti al beneficiario, né i premi pagati dal *de cuius*. Per un commento delle pronunce in esame cfr.: ROSSETTI, *Polizze indicizzate e sequestrabilità dell'indennizzo*, in *Ass.*, 2001, pp. 165 ss.

Relativamente alle prime, vengono in considerazione un complesso di regole, il cui contenuto è stato successivamente specificato ed integrato dall'Isvap attraverso i suoi provvedimenti, dettate a tutela dell'assicurato e attinenti a profili della trasparenza delle condizioni contrattuali¹⁵¹.

Per quanto attiene ai criteri di redazione dei contratti di assicurazione, l'art. 166 cod. ass. sancisce il principio per cui i contratti ed ogni altro documento devono essere redatti in modo chiaro ed esauriente.

Come sottolineato dalla dottrina, "si tratta di una norma «manifesto», destinata a rimodellare gradualmente la prassi contrattuale, sostituendo il linguaggio tecnico con un lessico «corrente» ed eliminando le incertezze nell'individuazione del regolamento contrattuale che derivano da condizioni generali, speciali e quant'altro¹⁵²".

All'art. 166 cod. ass. si aggiungono le disposizioni contenute nel titolo XIII del cod. ass. ("Trasparenza delle operazioni e protezione dell'assicurato"), concernenti gli obblighi di informazione che le imprese assicurative devono adempiere nei confronti degli assicurati.

Le norme in esame ricalcano, nella sostanza, la disciplina contenuta nel Testo unico bancario e nel Testo unico della finanza, in tema di trasparenza e correttezza delle operazioni poste in essere dalle banche e dagli intermediari finanziari¹⁵³.

¹⁵¹Nello specifico, a tali disposizioni si aggiungono una serie di circolari - nn. 249/95, 294/97, 363/99 - abrogate dalla circolare n. 551/D del 2005 "Disposizioni in materia di trasparenza dei contratti di assicurazioni sulla vita" che si avrà modo di esaminare nel testo; il Regolamento n. 5 del 16 ottobre 2006, concernente "La disciplina dell'attività di intermediazione assicurativa e riassicurativa di cui al Titolo IX e di cui all'art. 183 (Regole di comportamento) del cod. ass." e, ancora in pubblica consultazione, il Regolamento concernente la disciplina degli obblighi di informazione, dell'interpello nonché della pubblicità dei prodotti assicurativi, di cui al titolo XIII del decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209 - Cod. ass.

¹⁵² SIRI, *Trasparenza delle operazioni e protezione dell'assicurato nel codice delle assicurazioni e nella legge sulla tutela del risparmio*, in AMOROSINO e DESIDERIO (a cura di), *Il nuovo codice delle assicurazioni*, cit., p. 390 e s.

¹⁵³ In tal senso cfr. DI AMATO, *Trasparenza delle operazioni e protezione dell'assicurato (artt. 182-187)*, in AMOROSINO e DESIDERIO (a cura di), *Il nuovo codice delle assicurazioni*, cit., pp. 364 ss.; SIRI, *op. cit.*, pp. 384 ss., il quale precisa che il Codice delle assicurazioni, pur ispirandosi alla recente ed organica disciplina dell'intermediazione bancaria e finanziaria, al tempo stesso è stato rispettoso del particolare assetto regolamentare che l'attività assicurativa direttamente riceve dal diritto comunitario.

In particolare, le disposizioni contenute in questi tre corpi normativi sono sorrette da una comune *ratio* che è quella di colmare il *gap* informativo, sussistente tra l'utente un servizio bancario, assicurativo e di investimento e l'operatore del mercato finanziario, che preclude al primo di comprendere agevolmente le condizioni contrattuali a fronte, viceversa, di una ampia competenza tecnico professionale in capo al secondo. La chiarezza ed esaustività delle informazioni contenute nei moduli contrattuali, consente, inoltre, all'assicurato di comparare i diversi prodotti offerti nel mercato, con indubbi vantaggi sul corretto svolgimento della concorrenza tra le imprese.

Con specifico riguardo ai contratti di assicurazione del ramo vita, l'art. 185 cod. ass., rubricato "Nota informativa", dopo aver indicato il contenuto delle informazioni oggetto della nota informativa¹⁵⁴, al quarto comma rinvia ai Regolamenti dell'Isvap¹⁵⁵ la specificazione delle informazioni supplementari che siano necessarie alla piena comprensione delle caratteristiche essenziali del contratto, con particolare riferimento ai rischi, ai costi ed alle operazioni in conflitto di interesse.

In tal senso il codice delle assicurazioni riconferma il ruolo fondamentale che l'autorità di vigilanza, anteriormente alla sua entrata in

¹⁵⁴ Come è noto, l'art. 185 cod. ass. prescrive alle imprese assicurative di consegnare al contraente prima della conclusione del contratto ed unitamente alle condizioni di assicurazione, una nota informativa, ovvero un documento contenente le informazioni, diverse da quelle pubblicitarie, che sono necessarie, a seconda delle caratteristiche dei prodotti e dell'impresa di assicurazione, affinché il contraente e l'assicurato possano pervenire ad un fondato giudizio sui diritti e gli obblighi contrattuali e, ove opportuno, sulla situazione patrimoniale dell'impresa. Parte della dottrina (DE POLI, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Il codice delle assicurazioni private*, cit., p. 228) sottolinea che "la nota informativa è (...) un particolare momento della informazione precontrattuale, non l'informazione precontrattuale *tout court*; un particolare momento le cui caratteristiche sono la *standardizzazione* (corsivo dell'autore) - perché il flusso informativo prescinde dalle caratteristiche dello specifico contraente - e l'*incorporazione in un documento* (ancora, corsivo dell'autore)". Sulla nota informativa cfr., ancora, DI AMATO, *op. cit.*, pp. 381 ss.; CAVALIERE, *Commento sub artt.185-187*, in BIN (a cura di), *Commentario al codice delle assicurazioni*, cit., pp. 590 ss.; BUGIOLACCHI, *op. cit.*, pp. 2661 ss.

¹⁵⁵ L'art. 9 cod. ass. priv. stabilisce che l'Isvap emana regolamenti secondo le procedure previste dall'art. 17 della l. n. 400 del 1988, e l'art. 191 cod. ass. sottopone l'attività normativa dell'autorità ad un'analisi relativa all'impatto della regolazione prevedendo, altresì, procedure di consultazione trasparenti, con conseguenze rilevanti non solo sul piano della ponderazione dei diversi interessi in gioco, ma anche sul versante della correttezza dell'esercizio del relativo potere di regolazione degli stessi.

vigore, ha svolto nell'apprestamento degli strumenti a tutela dell'assicurato innanzi all'evoluzione del mercato e dei prodotti assicurativi¹⁵⁶.

Costituisce espressione emblematica di questa potestà normativa la circolare Isvap 551/D del 2005 "Disposizioni in materia di trasparenza dei contratti di assicurazione sulla vita¹⁵⁷".

Con tale provvedimento l'Istituto di vigilanza, anteriormente all'entrata in vigore del codice ass., ha inteso raccogliere e, al contempo, riordinare in un unico testo le disposizioni, contenute nelle circolari emanate negli anni precedenti¹⁵⁸, relative ai doveri di informativa e di trasparenza in capo alle imprese nei confronti degli assicurati; ha, inoltre, apportato rilevanti novità concernenti la nota informativa per tutte le tipologie contrattuali e introdotto, per i contratti di assicurazione sulla vita con partecipazione agli utili, per quelli destinati ad attuare forme pensionistiche individuali e per le polizze *linked*, una scheda sintetica che riporta le caratteristiche essenziali del contratto in termini facilmente percepibili dal potenziale contraente.

¹⁵⁶ Anteriormente all'entrata in vigore del codice delle assicurazioni, nel corso degli anni, l'Isvap ha emanato una pluralità di atti, denominati circolari, che oltre ad esprimere un'approfondita conoscenza del settore, contenevano norme cogenti, nella sostanza regolamentari, indirizzate agli operatori del mercato assicurativo e caratterizzate dai requisiti della generalità, astrattezza e della innovatività, generando dubbi di legittimità in quanto emesse senza il rispetto dei requisiti formali, procedurali e sanzionatori previsti per i regolamenti di cui all'art. 17 della L. 23 agosto 1988, n. 400. Per una disamina dei rapporti tra il potere regolamentare dell'Isvap e il principio di legalità v. MORBIDELLI, *I regolamenti dell'Isvap*, in *Il nuovo codice delle assicurazioni*, cit., pp. 45 ss., (spec. v. p. 48) dove l'A. chiarisce che il codice delle assicurazioni si inserisce in un sistema normativo in cui l'Isvap è già titolare di poteri regolamentari. In senso critico, invece, cfr. RIVA, *Vigilanza sulle imprese e sugli intermediari*, in *Commentario al codice delle assicurazioni*, cit., pp. 608 ss., la quale sottolinea come la funzione di emanare regolamenti era esercitata dall'Isvap per lo più in assenza di una esplicita previsione legislativa.

¹⁵⁷ La prima parte della circolare in esame è dedicata alla descrizione degli obblighi di informativa precontrattuale e di informativa, in corso di contratto, imposti alle imprese di assicurazione (Capo I e Capo II); la seconda, come si avrà modo di illustrare nel testo, disciplina, con specifico riguardo alle polizze *linked*, gli obblighi di trasparenza. La terza ed ultima parte, che detta alcune disposizioni concernenti l'adeguatezza dell'offerta assicurativa e i comportamenti da adottare in caso di conflitti di interesse, è stata in parte abrogata dal successivo regolamento Isvap 16 ottobre 2006, n. 5, concernente "La disciplina dell'attività di intermediazione assicurativa e riassicurativa di cui al Titolo IX e di cui all'art. 183 (Regole di comportamento) del codice delle assicurazioni private".

¹⁵⁸ Trattasi delle circolari nn. 249/95, 294/97, 363/99 - abrogate dalla circolare n. 551/D del 2005 - e la circolare n. 317/D del 1998.

Come sottolineato dalla dottrina, la circolare in esame rappresenta, pertanto, anteriormente alla emanazione del cod. ass., l'intervento più maturo con il quale si è voluto dare concreta applicazione alle spinte garantistiche in materia di obblighi informativi a tutela del consumatore¹⁵⁹.

La prima parte della circolare ha ad oggetto gli obblighi, in capo alle imprese assicurative, di informativa precontrattuale e in corso di contratto (Capo I e Capo II).

Nello specifico, la compagnia deve consegnare al contraente un fascicolo informativo che comprende la scheda sintetica, esclusivamente prevista per alcune tipologie di contratti: le polizze *linked* e i contratti di assicurazione sulla vita con partecipazioni agli utili, quelli destinati ad attuare forme pensionistiche individuali; la nota informativa, differenziata per le diverse tipologie di contratto poc'anzi menzionate¹⁶⁰; le condizioni di assicurazione ed, infine, specificamente per le *unit linked*, il regolamento del fondo interno.

Tale documentazione, per espressa previsione dell'art. 3, deve essere redatta con espressioni chiare e sintetiche, affinché il contraente sia in grado di comprendere il contenuto del contratto che si accinge a concludere ed, in particolare, le garanzie e gli eventuali rischi finanziari a suo carico.

A tal fine la scheda sintetica¹⁶¹ che, costituendo una sorta di documento riassuntivo del contratto, si presta ad una più frequente ed attenta lettura da parte del contraente, nella parte relativa ai "Rischi finanziari a carico del contraente", deve riportare, con caratteri grafici di particolare evidenza, la ipotesi in cui l'impresa non offra alcuna garanzia di capitale o di rendimento minimo¹⁶².

¹⁵⁹ CAVALIERE, *op. cit.*, p. 301.

¹⁶⁰ L'art. 7 della circolare in commento, rubricato "Nota informativa" prescrive che nei contratti nei quali il rischio di investimento è a carico dell'assicurato, la nota informativa deve rappresentare le tabelle illustrative dei premi. Inoltre, l'inserimento di informazioni supplementari rispetto a quelle previste dagli schemi deve essere limitato all'esigenza di rendere pienamente comprensibili le caratteristiche del contratto.

¹⁶¹ Alla circolare 551/D sono allegati gli schemi di scheda sintetica con precise indicazioni per la compilazione.

¹⁶² Inoltre, in appendice a ciascun contratto, deve essere predisposto un glossario contenente la definizione ed esplicazione sintetica dei vocaboli tecnici, non immediatamente

A tale prescrizione si aggiungono una serie di obblighi di informativa che le imprese assicurative devono assolvere in corso di contratto, tra i quali, quello di pubblicare quotidianamente, su almeno un quotidiano a diffusione nazionale e sul proprio sito internet, il valore delle quote del fondo di investimento cui sono collegate le prestazioni della polizza *unit linked*¹⁶³ e di comunicare, tramite dichiarazione specificamente indirizzata agli assicurati, la eventuale riduzione, al di sotto di una certa soglia, del valore delle quote del fondo di investimento o degli indici.

Ritornando al codice delle assicurazioni, merita, altresì, un cenno l'art. 178, rubricato "Inversione dell'onere della prova nei giudizi risarcitori", il quale attiene specificamente alle polizze *linked* e alle operazioni di capitalizzazione¹⁶⁴.

La norma stabilisce il principio secondo il quale, nei giudizi di risarcimento dei danni derivanti al contraente da uno dei contratti di assicurazione sulla vita di cui al ramo III e ramo V, l'impresa assicuratrice è

comprensibili da parte del contraente. V. PAGNONI, *op. cit.*, p. 509, la quale pone in evidenza che sia la nuova previsione di una Scheda sintetica, sia quella di un Glossario ricordano la documentazione prevista dalla Banca d'Italia per i prodotti bancari in attuazione delle disposizioni in materia di trasparenza bancaria.

¹⁶³ Per consentire al contraente di comprendere agevolmente l'andamento del fondo di investimento cui afferiscono le quote, l'art. 22 della circolare in commento prescrive alle imprese assicurative di individuare ed indicare, nei moduli contrattuali, un parametro oggettivo di riferimento (c.d. *benchmark*) con il quale confrontare il rendimento del fondo interno assicurativo al quale sono collegate le prestazioni. Tale parametro deve essere chiaro e trasparente nella formula del calcolo, nella composizione del paniere e nell'attribuzione dei pesi e deve essere tale da consentire una facile reperibilità dei dati relativi alle componenti cui fa riferimento. A tal fine il *benchmark* deve essere elaborato facendo riferimento ad indicatori di comune utilizzo elaborati e diffusi da terzi; deve, inoltre, essere coerente con i rischi connessi alla politica di investimento del fondo nonché con le tipologie di attivi ammissibili a copertura delle riserve tecniche.

¹⁶⁴ Per un commento della norma cfr.: CAVALIERE, *op. cit.*, pp. 563 ss.; CORRIAS, *I contratti di assicurazione sulla vita*, in AMOROSINO e DESIDERIO (a cura di), cit., pp. 252 ss.; dello stesso A. cfr. in particolare: sub art. 178, in CAPRIGLIONE (a cura di), *Il codice delle assicurazioni private*, cit., pp. 134 ss., il quale sottolinea che, tra le figure alle quali applicare l'art. 178 cod. ass., non rientrano le operazioni di gestione di fondi collettivi costituiti per l'erogazione di prestazioni di tipo pensionistico di cui al ramo VI, considerato che i contratti attraverso i quali vengono raccolte le risorse destinate ai fondi pensione - almeno nella misura in cui ci si riferisca a fondi aperti - costituiscono indubbiamente contratti di investimento di natura finanziaria. Secondo l'A. il motivo dell'esclusione sarebbe da ricercare nelle peculiarità di tali operazioni, le quali sono state ritenute un *tertium genus* anche con riguardo ai prodotti assicurativi a prevalente componente finanziaria, malgrado l'affinità, nella struttura e nella funzione, che possono manifestare con quest'ultimi.

gravata dall'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta.

La *ratio* della disposizione in esame, che detta una disciplina analoga a quella contenuta nell'art. 23 Tuf¹⁶⁵, è da ravvisarsi, ancora una volta, nell'esigenza di protezione del contraente debole: per costui, infatti, dinnanzi ad un comportamento negligente posto in essere dalla impresa assicurativa nell'attività di gestione connaturata alle polizze *linked*, sarebbe estremamente gravoso produrre, in un eventuale giudizio risarcitorio, le prove a fondamento di tale negligenza posto che, come già sottolineato in precedenza, la compagnia possiede una elevata competenza professionale e un corredo di informazioni delle quali il contraente non è, fisiologicamente, in possesso¹⁶⁶.

4. Le norme del Tuf

Il testo unico della finanza, nella originaria formulazione, sottraeva i contratti di assicurazione sulla vita, con spiccata componente finanziaria, ed il contratto di capitalizzazione alla disciplina della sollecitazione all'investimento, della offerta fuori sede, della promozione e del collocamento a distanza, riservata, esclusivamente, ai prodotti finanziari.

La *ratio* dell'esclusione in esame veniva ravvisata, da un lato, nella volontà di tenere separati i tre comparti del mercato finanziario (bancario, mobiliare ed assicurativo), in ragione delle diverse esigenze di tutela ad essi sottese, dall'altro, conseguentemente, nella natura assicurativa dell'emittente il prodotto, la cui disciplina di settore si riteneva, di per sé, sufficiente alla

¹⁶⁵ L'art. 23, comma VI, Tuf prevede che, nei giudizi di risarcimento dei danni cagionati al cliente nello svolgimento dei servizi di investimento e di quelli accessori, spetta ai soggetti abilitati l'onere della prova di aver agito con la specifica diligenza richiesta.

¹⁶⁶ Cfr. CAVALIERE, *op. cit.*, pp. 564, la quale sottolinea (v., in particolare, nt. 27) che, presumibilmente, l'art. 178 cod. ass., con questo suo riversare sull'impresa l'alea dell'incertezza probatoria, sollecita un ulteriore approfondirsi ed estendersi dell'istruttoria precontrattuale, quella fase in cui l'ente indaga per costruire il profilo di rischio del contraente. Cfr., altresì, CORRIAS, *I contratti di assicurazione sulla vita*, p. 144, il quale sottolinea che la norma è espressione della volontà del legislatore di uniformare i tre segmenti del mercato finanziario, attraverso una omogeneizzazione del trattamento normativo da riservare alle attività delle istituzioni finanziarie

tutela dell'assicurato, evitando, in tal modo, duplicazioni di discipline protettive¹⁶⁷.

Tale scelta di politica legislativa non fu, tuttavia, esente dalla critica di coloro i quali, relativamente ai prodotti assicurativi con prevalente connotazione finanziaria che esaltava, in capo alle imprese assicurative, il ruolo di intermediario finanziario, riteneva che per l'assicurato si dovesse apprestare il medesimo corredo di tutele riconosciute all'investitore dal testo unico della finanza¹⁶⁸.

Come si è avuto modo di precisare in precedenza, la legge sulla tutela del risparmio, recependo tali le istanze, ha modificato l'impianto normativo poc'anzi delineato, con il precipuo intento di superare, nella sostanza, le segmentazioni tra mercato mobiliare, bancario e assicurativo.

Queste, in sintesi, le modificazioni più rilevanti: è stato modificato l'art. 100, comma 1, lett. f, rimuovendo l'esenzione dei prodotti finanziari emessi dalle imprese assicurative dalla disciplina della offerta al pubblico, così come definita, ora, dal già citato d.lgs. n. 51 del 2007¹⁶⁹.

L'altra importante novità concerne l'introduzione, nel Tuf, dell'art. 25-*bis*, con il quale è stata estesa ai prodotti finanziari emessi dalle imprese assicurative l'applicazione dell'art. 21 e 23 nei quali, come è noto, sono enunciati i criteri generali di prestazione dei servizi di investimento e alcune regole relative alla fase precontrattuale, di perfezionamento e di esecuzione

¹⁶⁷ Per una disamina delle ragioni di tale esclusione, con gli opportuni richiami dottrinari, v.: DI BRINA, *La disciplina dei prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione*, in DE ANGELIS e RONDINONE (a cura di), *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, cit., pp. 364 ss. L'A., in particolare, sottolinea che mentre l'offerta e la distribuzione dei prodotti bancari erano ritenute sufficientemente protette dalla disciplina creditizia e dalla relativa vigilanza, volta a garantire la stabilità degli emittenti e una specifica disciplina della trasparenza dei contratti, invece si riteneva che il mercato mobiliare fosse caratterizzato da una maggiore rischiosità dei prodotti, per la loro funzione di investimento fruttifero, che imponeva - oltre alla salvaguardia della stabilità- un particolare indirizzo della trasparenza, ai fini della consapevolezza degli investitori e della comparabilità dei prodotti stessi.

¹⁶⁸ Per una disamina di tali orientamenti dottrinari cfr.: GUACCERO, *Investimento finanziario e attività assicurativa nella prospettiva dell'informazione del risparmiatore*, in *Giur. comm.*, 2003, I, pp. 21 ss; MARTINA, *I prodotti finanziari e i "prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione"*, in DE ANGELIS e RONDINONE (a cura di), *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, cit., p. 349 e s.

¹⁶⁹ Di tale esenzione e del prospetto informativo, con specifico riguardo ai prodotti finanziari emessi dalle banche, si è già avuto modo di parlare nel capitolo precedente.

dei contratti. Alla legge sulla tutela del risparmio hanno fatto seguito alcuni interventi correttivi del d.lgs. n. 303 del 2006, tra i quali, l'introduzione, nel Tuf, della lettera *w-bis*, che definisce i prodotti finanziari emessi dalle imprese assicurative "le polizze di cui al ramo III e le operazioni di capitalizzazione, con esclusione delle forme pensionistiche individuali di cui all'art. 1, comma 1, lett. b), del d.lgs. n. 252/2005¹⁷⁰"; il loro assoggettamento alla disciplina dell'art. 30, Tuf concernente l'offerta fuori sede dei prodotti finanziari, se collocati da soggetti abilitati¹⁷¹, e a quella dell'art. 32, comma 2, Tuf, relativo alla promozione e al collocamento a distanza dei prodotti finanziari¹⁷².

Il secondo comma dell'art. 25 *bis*, inoltre, attribuisce alla Consob i poteri di vigilanza regolamentare, informativa ed ispettiva sulla sottoscrizione e collocamento dei prodotti finanziari assicurativi ad opera

¹⁷⁰ La legge sulla tutela del risparmio, infatti, subordinava l'estensione delle norme, poc'anzi richiamate, ai prodotti finanziari emessi dalle imprese assicurative ad una valutazione di compatibilità, nell'intento di attenuare l'impatto innovatore della disciplina sulle strutture organizzative delle imprese assicurative. In tal senso cfr.: DI BRINA, *La disciplina dei prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione*, cit., p. 368; cfr., altresì, ANNUNZIATA, *Abusi di mercato e tutela del risparmio. Nuove prospettive nella disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2006, pp. 100 ss.

¹⁷¹ Cfr. DI BRINA, *La disciplina dei prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione*, cit., p. 375, il quale precisa che il riferimento dell'art. 30, comma 9, ai soli soggetti abilitati fa sì che la normativa in materia di offerta fuori sede si applichi integralmente allorché la promozione ed il collocamento di quei prodotti si attui (non direttamente, bensì) per il tramite dei soggetti abilitati. Conseguentemente, l'offerta fuori sede di prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione, effettuata direttamente dall'impresa assicurativa (o per il tramite dei suoi agenti, *brokers* o produttori) resta disciplinata dal codice delle assicurazioni, salvi gli effetti della configurabilità di un offerta al pubblico, in conformità della nuova disciplina introdotta dall'art. 2, d.lgs. 28 marzo 2007. Per contro, quella attuata mediante le sim e le imprese di investimento comunitarie, le banche italiane e comunitarie, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107, Tub, e la società Poste Italiane-Divisione Banco Posta, è soggetta alla disciplina del Tuf. Tuttavia, il medesimo A. pone in evidenza (v. specialmente p. 376) la singolarità della posizione dei soggetti abilitati, che attuano la distribuzione fuori sede di prodotti finanziari emessi dalle imprese assicurative. Costoro, infatti, in mancanza di una specifica esenzione, sarebbero comunque assoggettati ad una duplice disciplina: quella del Tuf e quella in materia di intermediazione assicurativa del titolo IX del cod. ass, salvo che si ritenga prevalente, anche in questo campo, la disciplina finanziaria.

¹⁷² Sui rapporti tra la disciplina dell'offerta fuori sede e quella relativa al collocamento a distanza dei prodotti finanziari, a seguito delle modifiche introdotte dal d.lgs. n. 303/2006 e dal d.lgs. 17 settembre 2007, n. 164, cfr., sempre, DI BRINA, *ult. op. cit.*, pp. 376 ss.

delle imprese assicurative e dei soggetti abilitati, con conseguente restrizione del potere dell'Isvap¹⁷³.

A tale normativa si aggiunge, con finalità integrativa ed attuativa, quella contenuta nei provvedimenti Consob: il Regolamento 29 ottobre 2007, n. 16190 (c.d. Regolamento Intermediari), il cui libro VI è specificamente dedicato ai prodotti finanziari emessi dalle imprese assicurative, ed il Regolamento 14 maggio 1999, n. 11971 e successive modifiche (c.d. Regolamento Emittenti).

Quest'ultimo provvedimento è stato integrato dalla Consob attraverso la delibera del 3 maggio 2007, n. 15915 con la quale l'autorità di vigilanza ha introdotto alcune disposizioni concernenti i prodotti finanziari assicurativi. Nello specifico, relativamente all'obbligo di prospetto cui, come si è già precisato, sono ora sottoposte anche le polizze *linked* e il contratto di capitalizzazione, le imprese assicurative, contestualmente all'avvio dell'offerta di tali contratti, devono darne comunicazione alla Consob e pubblicare il prospetto informativo redatto in conformità all'apposita disciplina dettata dal suddetto regolamento.

Pertanto, in coerenza con la legislazione comunitaria e nazionale in materia di assicurazione sulla vita, non è stato previsto un regime autorizzatorio del prospetto, ma un obbligo di comunicazione alla Consob relativo alla offerta, contestualmente al suo avvio, e la pubblicazione del prospetto informativo¹⁷⁴.

A questo proposito, la dottrina ha posto in evidenza che "la contestualità tra avvio della sollecitazione e comunicazione alla Consob, se letta in filigrana, sottende la preoccupazione di ottemperare alle prescrizioni

¹⁷³ In tal senso DI BRINA, *La disciplina dei prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione*, cit., p. 369. Infatti, i soggetti abilitati di cui all'art. 109 cod. ass. (ovvero le banche italiane e comunitarie, le sim, le imprese di investimento comunitarie, gli intermediari finanziari iscritti nell'elenco previsto dall'art. 107, d.lgs. 1 settembre 1993, n. 385, le società Poste Italiane -Divisione Servizi di Banco Posta), quando collocano prodotti assicurativi, sono soggetti alla vigilanza dell'Isvap.

¹⁷⁴ In tal senso La Relazione illustrativa del 30 maggio 2007, consultabile nel sito www.consob.it Sul punto cfr., altresì, VOLPE PUTZOLU, *La distribuzione di prodotti finanziari emessi dalle imprese di assicurazione*, cit., p. 181; CARLEVALE, *I prodotti finanziari assicurativi*, in *Ass.*, 2007, pp. 651 ss.

comunitarie dettate in materia assicurativa che vietano agli Stati membri l'obbligo di un prospetto preventivamente approvato"¹⁷⁵.

Il profilo, poc' anzi delineato, involge una problematica ben più ampia, concernente l'interferenza tra le norme del codice delle assicurazioni e quelle del Tuf nella determinazione della disciplina applicabile alle polizze *linked*, allorquando la disomogeneità tra le regolamentazioni previste dalle due fonti in ordine ad un dato profilo della fattispecie fa insorgere una antinomia nel sistema¹⁷⁶.

Nello specifico, parte della dottrina ha sottolineato che, nella ipotesi di sovrapposizione di regolamentazioni incompatibili relative alle polizze *linked*, prevalgono le norme del Tuf, in virtù della regola legale di cui all'art. 15 disp. prel. c.c., cosicché le disposizioni del codice delle assicurazioni dovrebbero conservare una competenza residuale, ossia dettare la disciplina dei profili non considerati dal Tuf¹⁷⁷.

Questo assunto, sempre secondo tale orientamento, che è da condividere, è suscettibile di essere revocato in dubbio, nelle ipotesi in cui le polizze *linked*, al di là della denominazione del documento contrattuale, posseggano i tratti caratterizzanti di un vero e proprio contratto di investimento, con la conseguenza che la normazione assicurativa dovrebbe considerarsi ad esse del tutto estranea.

¹⁷⁵ MARTINA, *La nuova disciplina del prospetto informativo: prime riflessioni*, cit., p. 231.

¹⁷⁶ Su tale problematica si è soffermato CORRIAS, *In tema di prodotti finanziari delle imprese di assicurazione e di trasparenza nel settore assicurativo alla luce dei regolamenti di attuazione dell'Isoap*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, p. 1001. Nello specifico, l'A. pone in evidenza che, con riferimento alla disciplina relativa allo *ius poenitendi*, mentre l'art. 30, comma 6 Tuf, relativo all'offerta fuori sede, stabilisce la sospensione dell'efficacia del contratto nel periodo, pari a sette giorni, durante il quale l'investitore può esercitare il recesso, l'art. 177 cod. ass., viceversa, prevede per i contratti di assicurazione sulla vita, comprese anche le polizze *linked*, un termine per l'esercizio del recesso più ampio, trenta giorni, nel contesto di un contratto che, per contro, è immediatamente efficace. Ancora, la disciplina del prospetto, dettata dal Tuf, è diversa e più rigorosa rispetto alle regole in tema di nota informativa e di interpello, poste dall'art. 185, comma 4, cod. ass., per le assicurazioni sulla vita.

¹⁷⁷ In tal senso: CORRIAS, *ult. op. cit.*, pp. 1004 e s., il quale sottolinea che mentre il codice delle assicurazioni ha come ambito applicativo tutti i contratti emessi dalle imprese assicurative, compresi, quindi, quelli "finanziari", il Tuf, invece, è riferito ai soli prodotti finanziari delle imprese di assicurazione, cosicché il codice delle assicurazioni contiene, rispetto alla disciplina del Tuf, norme che vanno considerate generali; inoltre le disposizioni del Tuf sono cronologicamente successive a quelle del codice delle assicurazioni. In altri termini, la norma speciale successiva di pari grado prevale su quella generale precedente.

5. La normativa sulla previdenza integrativa: polizze *linked* e piani individuali di previdenza privata

Le polizze *linked* assumono un ruolo rilevante anche nell'ambito della previdenza complementare¹⁷⁸.

Quest'ultima, come è noto, si basa sul c.d. sistema a "capitalizzazione", nel quale ogni lavoratore "costituisce per sé una propria posizione pensionistica, versando risparmio con finalità previdenziale ad un soggetto che ne cura una gestione di lungo periodo"¹⁷⁹.

A tale sistema si contrappone quello a "ripartizione"¹⁸⁰ che ha costituito in Italia, fino alla sua crisi negli anni novanta, il modello dominante¹⁸¹.

La progressiva incapacità del sistema italiano pubblico a ripartizione di fronteggiare il debito previdenziale ha comportato la necessità di una transizione verso un sistema ispirato al principio della capitalizzazione, o,

¹⁷⁸ Il sistema pensionistico complementare si colloca nell'ambito del modello pensionistico a "tre pilastri", nei quali operano istituzioni e strutture giuridiche diverse. Il "primo pilastro" è costituito dalla previdenza obbligatoria pubblica, finalizzata a garantire il soddisfacimento dei bisogni minimi; il "secondo pilastro" è costituito dalla previdenza complementare, attuata mediante i Fondi Pensione, finalizzata all'erogazione di una pensione integrativa a quella predisposta dal sistema pubblico; il "terzo pilastro" si identifica nel risparmio di tipo individuale, che potrebbe concretizzarsi nella stipulazione di contratti di assicurazione, nella sottoscrizione di quote di fondi comuni di investimento, o in altri strumenti del risparmio gestito. Sul c.d. modello a tre pilastri cfr. BESSONE, *Previdenza complementare*, Torino, 2000, pp. 3 ss.

¹⁷⁹ BESSONE, *Previdenza complementare*, cit, pp. 3 ss; dello stesso a. cfr. anche: *L'offerta di mercato dei fondi pensione aperti. Il prospetto informativo, i tipi di contratto*, in *Ass.*, 2002, I, p. 67.

¹⁸⁰ Il sistema a ripartizione si fonda su un principio di solidarietà fra generazioni, nel senso che ogni generazione di lavoratori attivi rinuncia ad una parte della sua ricchezza finanziaria, versandola ad un soggetto pubblico, che la utilizza per erogare una rendita alla generazione di anziani in pensione. I lavoratori attivi maturano, a loro volta, il diritto di ricevere una rendita pensionistica dai contributi che verranno versati dalla generazione successiva, nel momento in cui saranno a loro volta diventati generazione degli anziani.

¹⁸¹ Fra le cause che ne hanno determinato il declino, ha assunto un ruolo prevalente il fattore demografico, ovvero il notevole aumento della popolazione anziana, non accompagnato da una corrispondente crescita di coloro che, con il loro lavoro e i loro contributi, avrebbero dovuto assicurare le risorse necessarie ad essa. Fra le cause che ne hanno determinato il declino, ha assunto un ruolo prevalente il fattore demografico, ovvero il notevole aumento della popolazione anziana, non accompagnato da una corrispondente crescita di coloro che, con il loro lavoro e i loro contributi, avrebbero dovuto assicurare le risorse necessarie ad determinare una insufficienza dei contributi dei lavoratori attivi, necessari per l'erogazione delle pensioni.

per lo meno ad un sistema misto che preveda una integrazione del regime pubblico a ripartizione con norme di regime pensionistico privato a capitalizzazione.

Tale obiettivo è stato realizzato attraverso l'istituzione dei fondi pensione, ovvero organizzazioni di soggetti, di attività e mezzi finanziari che operano, appunto, allo scopo di erogare trattamenti pensionistici complementari ¹⁸² e la cui disciplina è attualmente contenuta nel d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252¹⁸³.

E' possibile individuare diverse tipologie di fondi pensione: i fondi pensione di carattere negoziale o chiusi, i fondi istituiti o promossi dalle Regioni, i fondi aperti che ricevono adesioni collettive, i fondi istituiti dalle casse professionali privatizzate e i fondi preesistenti. Questi attuano le forme pensionistiche complementari collettive.

Le forme pensionistiche complementari individuali sono attuate mediante l'adesione, su base individuale, ai fondi pensione aperti, e mediante i piani individuali di previdenza realizzati tramite contratti di assicurazione sulla vita.

Quest'ultime, inizialmente non previste nel d. lgs. 21 aprile 1993, n. 124 che, in origine, consentiva esclusivamente l'adesione alle forme pensionistiche complementari collettive, sono state successivamente introdotte e disciplinate dal d. lgs. 18 febbraio 2000, n. 47 ¹⁸⁴ e trovano, allo

¹⁸² Sul punto v. BESSONE, *ult. op. cit.*, p. 7; COSTI-ENRIQUES, *Il mercato mobiliare*, Padova, 2004, p. 453, nonché la Deliberazione COVIP del 28 giugno 2006, consultabile al sito internet www.covip.it.

¹⁸³ Il d. lgs. 21 aprile 1993, n. 124, emanato in attuazione della l. 23 ottobre 1992, n. 421 costituisce il primo provvedimento legislativo con il quale, in Italia, si è dato avvio alla previdenza complementare. Su tale testo normativo sono state introdotte ripetutamente modifiche ed integrazioni ad opera, in particolare, della L. 8 agosto 1995, n. 335 del d. lgs. 18 febbraio 2000, n. 47 ed infine del d.lgs. 5 dicembre 2005, n. 252 che lo ha quasi totalmente abrogato.

¹⁸⁴ Tale provvedimento legislativo era stato emanato in attuazione della delega conferita al Governo dall'art. 3, della legge 13 maggio 1999, n. 133. Nello specifico, l'art. 3 delegava il Governo a disciplinare "forme di risparmio individuali vincolate a finalità previdenziali" e con l'art. 2 del decreto legislativo 47/2000 sono state a tale scopo inserite, nel d. lgs. 124/1993, le disposizioni di cui agli artt. 9 *bis* e 9 *ter*, relative alle forme pensionistiche complementari individuali attuate, rispettivamente, mediante adesione individuale ai fondi aperti e forme pensionistiche complementari individuali attuate mediante contratti di assicurazione sulla vita. Sulle forme pensionistiche individuali cfr.

stato attuale, una compiuta disciplina nell' art. 13 del citato d.lgs. n. 252 del 2005.

Tralasciando l'adesione, su base individuale, a fondi aperti, le polizze *linked* svolgono un ruolo di primo piano nell'ambito dei piani individuali di previdenza¹⁸⁵.

Quest'ultimi, infatti, sono realizzati mediante contratti di assicurazione sulla vita del Ramo I e del Ramo III, comprese, pertanto, anche le polizze *linked*¹⁸⁶.

Occorre, tuttavia, precisare che, per l'attuazione dei Pip, non possono essere utilizzate tutte le polizze *linked*, ma solo le *unit linked*.

Infatti, l'Isvap, nella circolare 12 febbraio 2001, n. 434/D, successivamente abrogata dal Regolamento Isvap n. 21 del 2008¹⁸⁷, ha sottolineato che le polizze *index linked* non appaiono idonee ad essere utilizzate per i rapporti contrattuali di lungo periodo, essendo generalmente meno flessibili dal punto di vista della gestione". Il Regolamento, ora accennato, conferma l'impostazione di fondo della circolare, precisando, all'art. 8, comma 1, che "Le imprese possono realizzare forme pensionistiche individuali mediante contratti di assicurazione sulla vita con prestazioni

VOLPE PUTZOLU e OTTAVIANI, *Le polizze "pensionistiche". Un nuovo tipo di assicurazione sulla vita?*, in *Ass.*, 2001, I, pp. 311 ss.; GAI, *Le forme individuali di previdenza (Fip)*, in *Bancaria*, 2003, I, pp. 58 ss.; cfr. BESSONE, *Fondi pensione aperti, piani pensionistici individuali. Le grandi linee di una svolta di sistema*, in *Informazione Previdenziale*, 2001, I, pp. 279 ss.

¹⁸⁵ Parte della dottrina (MARTINA, *Fondi pensione chiusi e gestione dei rischi*, Milano, 2008, p. 23 ss. pp. 131 ss.) ritiene che si possa far ricorso alle polizze *linked* anche nell'ambito dei fondi chiusi, nella fase di erogazione della rendita, per la quale è necessariamente richiesto - ad esclusione delle ipotesi di cui all'art. 6 del d.lgs. n. 205 del 2005- l'intervento di una Impresa assicurativa abilitata all'esercizio dei rami vita. Infatti, secondo questo orientamento, sussistono degli indici normativi che portano presumibilmente ad ammettere il ricorso al ramo vita III nell'erogazione delle prestazioni sotto forma di rendita. In particolare, l'attuale definizione, contenuta nel Tuf, sui prodotti finanziari emessi dalle imprese assicurative comprende le polizze del ramo III, a meno che non siano preordinate alla realizzazione di piani pensionistici individuali. Una lettura *a contrario* della previsione consente di sostenere, quindi, la legittimità dell'attuazione di forme pensionistiche individuali mediante la conclusione di polizze del ramo III.

¹⁸⁶ Sui Piani di previdenza individuale attuati mediante contratti di assicurazione sulla vita e, nello specifico, mediante polizze *linked* v. MARTINA, *I prodotti previdenziali del terzo pilastro alla prova della crisi*, in *Resp. civ. prev.*, 2009, pp. 1948 ss.; della stessa A. v., ancora, *Fondi pensione chiusi e gestione dei rischi*, cit., pp. 23 ss.

¹⁸⁷ Regolamento Isvap concernente "I principi attuariali e le regole applicative per la determinazione delle tariffe e delle riserve tecniche dei rami vita di cui agli artt. 32, 33 e 36 del Cod. ass."

rivalutabili collegate a gestioni interne separate o mediante contratti di assicurazione *unit linked* oppure mediante contratti che offrono l'abbinamento delle tipologie contrattuali sopradescritte". Quindi non c'è nessun riferimento alle polizze *index linked*.

Anche la Covip, nello Schema di regolamento deliberato il 31 ottobre 2006, ha escluso che le polizze *index linked* possano attuare i Pip.

Svolta questa precisazione, i contratti di assicurazione sulla vita dei rami I e III, che attuano Piani di previdenza individuale, soggiacciono a regole parzialmente diverse da quelle loro applicabili in base al Codice delle assicurazioni e alla regolamentazione Isvap¹⁸⁸.

Nello specifico, trovano applicazione, innanzitutto, le norme contenute nel d.lgs. n. 205 del 2005: secondo quanto disposto dall'art. 13, comma 3, i contratti in esame devono essere corredati da un regolamento, redatto sulla base delle direttive emanate dalla Covip e dello schema da essa predisposto, e preventivamente approvato dall'Autorità medesima nel termine di sessanta giorni dalla presentazione.¹⁸⁹

Il regolamento deve contenere disposizioni sulle modalità di partecipazione, sul trasferimento delle posizioni individuali verso altre forme pensionistiche, sulla comparabilità dei costi e dei risultati della gestione e sulla trasparenza dei costi e delle condizioni contrattuali nonché sulle

¹⁸⁸ In ordine all'esclusione dell'applicazione delle disposizioni, in materia di trasparenza, contenute nel cod. ass. e nei relativi provvedimenti di attuazione cfr. LANDINI, *Previdenza complementare assicurativa e informativa precontrattuale del lavoratore*, in *Riv. dir. sicurezza sociale*, 2007, pp. 593 ss, la quale osserva che la disciplina del d. lgs. n. 252/2005 e i provvedimenti emanati dalla Covip in attuazione dello stesso, si "sovrappongono" alla disciplina del codice delle assicurazioni. Comunque le due normative "non presentano contrasti, ma danno vita eventualmente ad una ridondanza normativa".

¹⁸⁹ La Covip, al fine di consentire alle forme pensionistiche complementari il tempestivo adeguamento degli statuti e dei regolamenti ha adottato uno schema per lo statuto dei fondi pensione negoziali, uno schema per il regolamento dei fondi aperti e uno schema per il regolamento dei piani individuali pensionistici; cfr. Deliberazione Covip 31 ottobre 2006 - *Adozione degli schemi di statuto, di regolamento e di nota informativa, ai sensi dell'art. 19, comma 2, lettera g) del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252*. Cfr., ancora, la Relazione Covip del 21 novembre 2006, cit., relativa ai schemi di statuto e di regolamento, i quali "sono stati costruiti nell'intento di valorizzare l'accessibilità e la confrontabilità delle informazioni da parte degli aderenti. L'ampiezza e la delicatezza delle scelte alle quali, con l'entrata in vigore della riforma, i lavoratori saranno chiamati impongono di porre in essere soluzioni idonee e rappresentare in modo chiaro le opportunità offerte dalle forme pensionistiche complementari e i diritti e gli obblighi connessi alla partecipazione".

modalità di comunicazione, agli iscritti e alla Covip, delle attività della forma pensionistica e della posizione individuale.¹⁹⁰

Il regolamento contiene, altresì, le indicazioni relative alla nomina di un “Responsabile del Pip”, il quale svolge la propria attività in modo autonomo e indipendente dall’impresa di assicurazione, verificando che la gestione della forma pensionistica sia svolta nell’esclusivo interesse degli aderenti, nonché nel rispetto della normativa in vigore e delle disposizioni stabilite nel Regolamento e nelle condizioni generali di contratto; cura, inoltre, i rapporti con la Covip, predisponendo annualmente una relazione sull’organizzazione adottata e sui risultati dell’attività svolta.

La documentazione relativa ai Pip è costituita, inoltre, da una nota informativa e dalle condizioni generali di contratto¹⁹¹. Queste ultime devono essere comunicate dall’impresa di assicurazione alla Covip, ma non sono soggette ad approvazione; la nota informativa deve essere redatta sulla base del già citato schema deliberato dalla medesima Autorità, contenente istruzioni specificamente indirizzate ai Pip e alle altre forme pensionistiche.

Ancora, l’art. 13, comma 3 stabilisce che i Pip, per ottenere l’autorizzazione e l’iscrizione all’Albo dei fondi pensione da parte della Covip, devono provvedere, altresì, alla costituzione di un patrimonio separato e autonomo per la gestione delle risorse operando, a tal fine, secondo le modalità stabilite dall’Isvap con il Provvedimento n. 2472/2006.¹⁹²

¹⁹⁰ Cfr. lo schema di Regolamento dei Piani Individuali Pensionistici nel quale sono indicate, nel dettaglio, quali informazioni devono esservi contenute.

¹⁹¹ Cfr. art. 13, comma 3, d. lgs. 252/2005. Nella “Relazione sugli schemi di statuto, di regolamento e di nota informativa per le forme pensionistiche complementari, ai sensi dell’art. 19 comma 2 lettera g) del decreto legislativo 5 dicembre 2005 n.252” del 21 novembre 2006, la Covip richiama l’attenzione degli operatori sull’esigenza di redigere la documentazione informativa in modo chiaro, sintetico e comprensibile, ritenendo, infatti, che la semplicità nell’informativa fornita sia uno dei principali mezzi attraverso cui promuovere lo sviluppo del sistema.

¹⁹² Provvedimento ISVAP n. 2472 del 10 novembre 2006 – *Disposizioni in materia di costituzione del patrimonio autonomo e separato per le forme pensionistiche individuali attuate mediante contratti di assicurazione sulla vita di cui all’articolo 13, comma 1, lettera b) del decreto legislativo 5 dicembre 2005, n. 252* a norma del quale l’impresa di assicurazione, attraverso una delibera del proprio organo di amministrazione, deve costituire un patrimonio di

La gestione delle risorse destinate a tali forme di previdenza complementare avviene secondo le regole di investimento dettate dal d. lgs. 7 settembre 2005, n. 209.

destinazione, autonomo e separato, nell'ambito del patrimonio della medesima impresa, con gli effetti di cui all'art. 2117 del codice civile.

BIBLIOGRAFIA

AGACCI, *Problemi dell'assicurazione vita*, in *Dir. e prat. ass.*, 1981, pp. 78 ss.

AMOROSINO, *I modelli delle vigilanze pubblicistiche sui mercati finanziari*, in *Bancaria*, 2005, I, pp. 34 ss.

ID., *Manuale di diritto del mercato finanziario*, Milano, 2008.

ANELLO, *Le precisazioni dell'Agenzia delle entrate sulle Unit Linked estere*, in *Corr. Tributario*, 2002, V, pp. 2973 ss.

ANNUNZIATA, *Abusi di mercato e tutela del risparmio. Nuove prospettive nella disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2006

ID., *La disciplina del mercato mobiliare*, Torino, 2008.

ALPA, *I prodotti assicurativi finanziari*, in *Il nuovo codice delle assicurazioni* (a cura di Amorosino e Desiderio), Milano, 2006, pp. 77 ss.

AMBROSINI, *Titolo obbligazionari di "tipo speciale"*, in *Società*, 1991, I, pp. 332 ss.

ANTONINI, *I conglomerati finanziari: una prima lettura della Direttiva 2002/87/Ce*, in *Dir. econom. assicuraz.*, 2004, I, pp. 355 ss.

ANTONUCCI, *Capitalizzazione (contratto di)*, in *Enc. giur.*, V, Roma, 1998

BESSONE, *Previdenza complementare*, Torino, 2000

ID, *Le SGR, Società di gestione del risparmio. La financial industry e le attività di gestione di patrimonio in forma collettiva*, in *Vita not.*, 2002, II, pp. 630 ss.

BIN, *Il prodotto misto assicurativo - finanziario*, in *Ass.*, 1988, I, pp. 351 ss.

ID. (a cura di), *Commentario al codice delle assicurazioni*, Padova, 2006.

BORGIOLI, *I fondi comuni di investimento nella legge n. 77/1983*, Milano, 1985.

BRAUNER, *La combinazione tra assicurazione sulla vita e fondo di investimento - Dai contratti "variabili" ai "prodotti misti" assicurativo - finanziari*, in *Dir. ed econom. assicuraz.*, 1992, pp. 119 ss.

BUGIOLACCHI, *L'assicurazione sulla vita*, in *Le assicurazioni private* (a cura di Alpa), Torino, pp. 2712 ss.

BUTTARO, voce *Assicurazione sulla vita*, in *Enc. dir.*, III, Milano, 1958.

ID., *In tema di svalutazione monetaria nell'assicurazione sulla vita*, in *Riv. trim. dir. proc. civ.*, 1971, pp. 466 ss.

CAMPOBASSO, *L'emissione di obbligazioni bancarie*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 1994, I, pp. 472 ss.

CANDIAN A.D., *I contratti di capitalizzazione*, in GALGANO (a cura di), *I contratti del commercio dell'industria e del mercato finanziario*, 3, Torino, 1995, pp. 2601 ss.

ID., *Il codice delle assicurazioni. Genesi, funzioni e assetto della disciplina*, in GALGANO e ROVERSI-MONACO (a cura di), *Le nuove regole del mercato finanziario*, Padova, 2009, pp. 483 ss.

CAPRIGLIONE, *Crisi del sistema ed innovazione normativa: prime riflessioni sulla nuova legge sul risparmio (l. n. 262 del 2005)*, in *Banca, borsa, tit. cred.*, 2006, p. 125 ss.

CAPRIGLIONE (a cura di), *Il codice delle assicurazioni private. Commentario al D.lgs. 7 settembre 2005, n. 209*, Padova, 2007.

CAPUTO NASSETTI, *Profili civilistici dei contratti "derivati" finanziari*, Milano, 1997

CARLEVALE, *I prodotti finanziari assicurativi*, in *Ass.*, 2007, pp. 651 ss.

CASTELLANO, *Vicende del rapporto di assicurazione sulla vita (Risoluzione di diritto, riduzione e riscatto. Il mutuo su polizza)*, Padova, 1963.

CASTELLANO E COSTI, *Attività bancaria e attività assicurativa nella intermediazione finanziaria*, in *Giur. comm.*, 1984, II, pp. 33 ss.

CASTELLANO e LONGO, *Assicurazioni sulla vita*, in AA. VV., *Nuove forme di impiego del risparmio e di finanziamento delle imprese: disciplina civile e fiscale*, a cura di De Nova, Gerelli, Tremonti, Vicentini, Milano, 1984, p. 244.

CAVALIERE, *Commentario al codice delle assicurazioni*, a cura di Bin, Padova, 2006, p. 301 ss.

CERINI, *"Diritto degli intermediari" e diritto dei contratti" nella creazione del Mercato Unico delle Assicurazioni*, in *Contr. impr./Europa*, 2006, pp. 477 ss.

CHIARLONI, *La tutela dei risparmiatori alla luce delle recenti iniziative legislative*, in *Giur. it.*, 2006, p. 114 ss.

CLARKE, *L'acquisto e la vendita di assicurazioni nel Regno Unito nel 2005*, in *Contr. impr. /Europa*, 2006, pp. 506 ss.

COCKERELL, *La nuova legge inglese sulle compagnie d' assicurazione*, in *Ass.*, 1981, p. 546

COLOMBO, *L'investment trust in forma contrattuale*, in AA.VV., *L'investment trust nelle esperienze e nei progetti europei*, Padova, 1967, a cura di Colombo, p. 286.

CONSOLI, *Ruolo e funzioni della Financial Services Authority*, consultabile nella rivista on line Archivio Ceradi, www.archivioceradi.luiss.it

CORRIAS, *Il contratto di capitalizzazione*, in *Il nuovo codice delle assicurazioni*, *Commentario* a cura di Amorosino e Desiderio, Milano, 2006, pp.

ID, *La disciplina del contratto di assicurazione tra codice civile, codice delle assicurazioni e codice del consumo*, in *Resp. civ. prev.*, 2007, pp. 1749 ss.

ID, *Previdenza, risparmio ed investimento nei contratti di assicurazione sulla vita*, in *Riv. dir. civ.*, 2008, p. 91 ss.

ID, *Il contratto di capitalizzazione*, Cagliari, 2009.

CORVINO, *I prodotti assicurativi sulla vita*, in *Strumenti e servizi finanziari*, a cura di Fabrizi, Forestieri, Mottura, Milano, 2003, pp. 338 ss.

COSSU, *La gestione di portafogli di investimento tra diritto dei contratti e diritto dei mercati finanziari*, Milano, 2002

COSTA, *Pubblicità ingannevole e polizze index linked*, in *Dir. ed econom. assicuraz.*, 2000, pp. 901 ss.

COSTI, *La struttura dei fondi comuni di investimento nell'ordinamento giuridico italiano e nello schema di riforma delle società commerciali*, in *Riv. società*, 1968, pp. 292 ss.

ID., *Fondi comuni di investimento profili organizzativi*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 1984, I, pp. 304 ss.

COTTEGLI, *La raccolta del risparmio tra banche ed assicurazioni: la nuova disciplina*, in *Banca impr., società*, 2006, pp. 29 ss.

COTTINO, CAGNASSO, IRRERA, *L'assicurazione. L'impresa e il contratto*, in *Tratt. dir. civ. e comm.*, diretto da Cottino, Padova, 2001.

DE ANGELIS e RONDINONE (a cura di), *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, Torino, 2008.

DESIDERIO, *La distribuzione bancaria dei prodotti assicurativi fra la prassi e la norma*, in *Dir. ed econom. assicuraz.*, 1995, pp. 483 ss.

DESIDERIO M., *"UCITS III": la riforma europea della gestione collettiva del risparmio e le modifiche al testo unico della finanza. Le novità per i fondi e le SICAV*, in *Dir. banca e merc. finanz.*, 2004, II, p. 159 ss.

DI AMATO, *I servizi di investimento*, in *Manuale di diritto dei mercati finanziari*, a cura di Amorosino, Milano, 2008, pp. 94 ss.

DI BRINA, *La disciplina dei prodotti finanziari emessi da banche e da imprese di assicurazione*, in DE ANGELIS e RONDINONE (a cura di), *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, cit., pp. 364 ss.

DI NANNI, *Collegamento negoziale e funzione complessa*, in *Riv. dir. comm.*, 1977, pp. 279 ss.

DONATI, *Trattato del diritto delle assicurazioni private*, II, Milano, 1954

FANELLI, *Assicurazione sulla vita e intermediazione finanziaria*, in *Ass.*, 1986, I, pp. 181 ss.

ID, *Le assicurazioni private*, in *Tratt. dir. comm.*, diretto da Cicu, Messineo, Mengoni, Milano, 1973.

FERRARI, *Le obbligazioni bancarie strutturate: mercato finanziario e tutela degli investitori*, in *Diritto e formaz.*, 2003, pp. 229 ss.

FERRO-LUZZI, *Le gestioni patrimoniali*, in *Giur. comm.*, 1992, I, pp. 50 ss.

FINANRDI, *Assicurazione sulla vita. Un puzzle*; nota a Cass. 25 ottobre 1999, n. 11975, in *Il fallimento*, 2001, p. 67

FRAGALI, *La comunione*, in *Tratt. dir. civ. comm.* diretto da Cicu e Messineo, Milano, 1973, p. 346.

FRANCO D., *“Indagine conoscitiva sull'utilizzo e la diffusione degli strumenti di finanza derivata e delle cartolarizzazioni nelle pubbliche amministrazioni*, consultabile al sito www.bancaditalia.it/interventi/altri_int

FRANZA, *I rischi di investimento in titoli obbligazionari nei prospetti informativi di offerta al pubblico*, in *Contratti*, 2009, pp. 74 ss.

FRIGESSI DI RATTALMA, *L'incidenza dell' inflazione sull'industria assicurativa*, in *Ass.*, 1975, I, pp. 331 ss.

GAGLIARDI, *La produzione assicurativa nel ramo vita*, in *Manuale di gestione assicurativa*, a cura di Vicentini, Padova, 2003.

GALASSO, *Options e contratti derivati*, in *Contratto impr.*, 1999, pp. 1269 ss.

GALGANO, *"Il prodotto misto" assicurativo finanziario*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 1988, I, pp. 91 ss.

ID, *Il negozio giuridico*, in *Tratt. dir. civ. comm.* diretto da Cicu, Messineo, Mengoni, e continuato da Schlesinger, Milano, 2002, pp. 436 ss.

GALLETTI, *Elasticità della fattispecie obbligazionaria: profili tipologici delle nuove obbligazioni bancarie*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 1997, I, pp. 239 ss.

GAMBINO, *Finalità e tendenze attuali delle assicurazioni sulla vita (Le polizze vita come prodotti finanziari)*, in *Riv. dir. comm.*, 1985, I, pp. 104 ss.

ID., *Mercato finanziario, attività assicurativa e risparmio previdenziale*, in *Giur. comm.*, 1989, I, pp. 13 ss.

ID., *La prevenzione nelle assicurazioni sulla vita e nei nuovi prodotti assicurativo-finanziari*, in *Ass.*, 1990, I, pp. 28 ss.

ID., *Linee di frontiera tra operazioni di assicurazioni e bancarie e nuove forme tecniche dell'assicurazione mista sulla vita a premio unico*, in *Ass.*, 1993, I, pp. 157 ss.

ID., *La responsabilità e le azioni privatistiche nella distribuzione dei prodotti finanziari di matrice assicurativa e bancaria*, in *Ass.*, 2007.

GANDINI, sub. art. 40, in *Nuova disciplina dell'impresa di assicurazione sulla vita in attuazione della terza direttiva*, a cura di Partesotti e Ricolfi, Padova 2000.

GENTILE S., *La regolamentazione del sistema finanziario nel Regno Unito con particolare riferimento alla disciplina dell'intermediazione mobiliare*, in *Dir. banca merc. fin.*, 2001, p. 208 ss.

GENTILE G., *Il contratto di investimento in fondi comuni e la tutela del partecipante*, Padova, 1991, pp. 128 ss.

GERETTO, *I prodotti vita a prestazione variabile*, in *Prodotti assicurativi*, a cura di Miani, Torino, 2006, p. 81 ss.

GIAMPAOLINO, *Gli assetti proprietari e i gruppi assicurativi*, in *Il nuovo codice delle assicurazioni*, a cura di Amorosino e Desiderio, cit., pp. 209 ss.

GIRINO, *I contratti derivati*, Milano, 2001.

GIULIANI, *Lineamenti della nuova disciplina fiscale e della previdenza privata e dei contratti assicurativi*, in *Dir. prat. tributaria*, 2000, I, pp. 255 ss.

GRIPPO, Financial Services and Markets Bill, in *Riv. dir. comm.*, 1999, I, pp. 787 ss.

IMPERATORI, *Fondi pensione e mercati finanziari: dalle quattro famiglie alla democrazia economica*, Milano, 1991.

LA ROCCA, *Le sezioni unite e la «dimensione evolutivamente assunta...dell'assicurazione sulla vita»*, nota a Cass., Sez. Un., 31 marzo 2008, n. 8271, in *Foro it.*, 2008, c. 2540

LANDINI, *Fallimento e assicurazione sulla vita*, in *Ass.*, 2008, pp. 341 ss.

LEMAIRE, *Recenti tendenze del Mercato delle assicurazioni sulla vita in USA*, in *Ass.*, 1989, I, p. 119 ss.

LENER R., *L'offerta al pubblico di fondi pensione, polizze assicurative e strumenti finanziari, in prospettiva italiana e comparata*, in *Contr. impr./Europa*, 2006, pp. 495 ss.

ID, *Il prodotto assicurativo fra prodotto finanziario e prodotto previdenziale*, in *Dir. ed econom. assicuraz.*, 2005, p. 1236 ss.

LENER A., *Costituzione e gestione dei fondi comuni*, in *Foro it.*, 1985, V, pp. 177 ss.

LUMINOSO, *Il mandato*, Torino, 2000

ID., *Contratti di investimento, mala gestio dell'intermediario e rimedi esperibili dal risparmiatore*, in *Resp. civ. prev.*, 2007, pp. 1422 ss.

MARTINA, sub art. 258 cod. ass., in *Il codice delle assicurazioni private, Commentario al decreto legislativo 7 settembre 2005, n. 209*, diretto da Capriglione, cit., pp. 425 ss.

ID., *Fondi pensione chiusi e gestione dei rischi*, Milano, 2008.

ID., *La nuova disciplina del prospetto informativo: prime riflessioni*, in DE ANGELIS e RONDINONE (a cura di), *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, cit., pp. 219 ss.

ID., *I prodotti finanziari e i "prodotti finanziari emessi da imprese di assicurazione"*, in DE ANGELIS e RONDINONE (a cura di), *La tutela del risparmio nella riforma dell'ordinamento finanziario*, cit., p. 345 ss.

ID., *I prodotti previdenziali del terzo pilastro alla prova della crisi*, in *Resp. civ. prev.*, 2009, pp. 1948 ss

MERUSI, *Diritto contro economia. Resistenze all'innovazione nella legge sulla tutela del risparmio*, in *Banca, impr., società*, 2006, p. 3 ss.

MIOLA, *Il risparmio assicurativo*, Napoli, 1988.

ID., *Assicurazione e mercato finanziario*, in *Dir. e giur.*, 2000, pp. 13 ss.

ID., *La gestione collettiva del risparmio nel T.U.F.: profili organizzativi*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2001, I, pp. 312 ss

MOLINARI, *Il prodotto misto assicurativo - finanziario*, in *Resp. civ. prev.*, 1992, pp. 297 ss.

MOLLE e DESIDERIO, *Manuale di diritto bancario e dell'intermediazione finanziaria*, Milano, 2000, pp. 275 ss

NIGRO, *I fondi comuni di investimento mobiliare*, Milano, 1970.

ORLANDO CASCIO e ARGIROFFI, *Contratti misti e contratti collegati*, in *Enc. giur.*, IX, 1988

PACI, *Compagnie di assicurazione e fondi comuni di investimento*, in *Manuale dei fondi comuni di investimento*, a cura di Ruozi, Milano, 1987, pp. 342 ss.

PAGNONI, *Circolare Isvap 551/D del 1° marzo 2005 in materia di trasparenza delle polizze di assicurazione sulla vita*, in *Prev. ass. pubbl. priv.*, I, pp. 506 ss.

PARTESOTTI- RICOLFI, *La nuova disciplina dell'impresa di assicurazione sulla vita in attuazione della terza direttiva*, Padova, 2000.

PICCOLI, *I trusts e figure affini in diritto civile. Analogie e differenze*, in *Vita not.*, 1998, I, p. 790.

PIRAS A., *Contratti derivati: principali problematiche al vaglio della giurisprudenza*, in *Resp. civ. prev.*, 2008, pp. 2219 ss.

POLOTTI DI ZUMAGLIA, *Assicurazione sulla vita*, in *Diritto delle assicurazioni*, diretto da Scalfi, 3, Torino, 1992

PROTO, *Basilea 2, norme sui conglomerati finanziari e IAS: conseguenze per le banche che detengono partecipazioni assicurative di controllo*, in *Banca, impr. e società*, 2006, pp. 49 ss.

QUARTA, *Le polizze vita index -linked*, Bari, 2001, pp. 60 ss.; BAZZANO, *Index-linked e Unit-linked*, Sperling e Kupfer Editori, 1997

RABITTI BEDOGNI, sub art. 43 T.U.F., in *Commentario al testo unico in materia di intermediazione finanziaria*, a cura di Alpa e Capriglione, Padova, 1998, I, p. 451.

ROSSETTI, *Polizze indicizzate ed insequestrabilità dell'indennizzo*, in *Ass.*, 2001, pp. 165 ss.

ID, *Polizze linked e tutela dell'assicurato*, in *Ass.*, 2002, I, pp. 223 ss.

SABATELLI, *I prodotti misti assicurativi e finanziari*, in *Banche ed assicurazioni fra cooperazione e concorrenza*, a cura di Patroni Griffi e Ricolfi, Milano, 1997, pp. 109 ss.

SALANDRA, *Dell'assicurazione*, in *Comm. Cod. civ.*, a cura di Scialoja e Branca, Bologna-Roma, 1966.

SALANITRO, *Prodotti finanziari assicurativi collegati ad obbligazioni Lehman Brothers*, in *Banca, borsa, tit. credito*, 2009, pp. 491 ss

SALVATORE, *Servizi di investimento e responsabilità civile*, Milano, 2004.

SANTI, *Il contratto di assicurazione*, Roma, 1965.

SANTORO PASSARELLI, *Funzioni delle assicurazioni private e delle assicurazioni sociali*, in *Ass.*, 1962, p. 42 ss.

SCALFI, *L'assicurazione tra rischio e finanza*, Milano, 1992.

ID, *Assicurazioni vita e infortuni. Contratti para-assicurativi*, in *Diritto delle assicurazioni*, diretto da Scalfi, 3, Torino, 1992

SCHMIDT, *Inflazione e assicurazione*, in *Ass.*, 1983, I, pp. 280 ss.

SCOGNAMIGLIO C., *Interpretazione del contratto e interessi dei contraenti*, Padova, 1992

SCOGNAMIGLIO R., *Collegamento negoziale*, in *Enc. dir.*, VII, Milano, 1960

SENIGAGLIA, *Accesso alle informazioni e trasparenza. Profili della conoscenza nel diritto dei contratti*, Padova, 2007.

SPIOTTA, *Il curatore non può riscattare la polizza stipulata dal fallito*, in *Giur. comm.*, 2008, pp. 1701 ss., nota a Cass., Sez. Un., 31 marzo 2008, n. 8271, in *Giur. it.*, 2008, pp. 1699 ss.

STELLA RICHTER jr, *Obbligo di restituire e obbligo di gestire nell'attività finanziaria: alla ricerca di una disciplina per gli «ibridi» bancari e assicurativi*, in *Banca impr. soc.*, 2002, pp. 495 ss.

TAMI, *I fondi immobiliari. Profili normativi – Il regolamento di gestione e il sistema di governance*, in *Riv. dott. comm.*, 2006, pp. 463 ss.

TARDIVO, *Polizze Unit linked e Index linked: la causa del contratto*, in *Riv. amm.*, 2002, I, pp. 93 ss.

VOLPE PUTZOLU e OTTAVIANI, *Le polizze "pensionistiche". Un nuovo tipo di assicurazione sulla vita?*, in *Ass.*, 2001, I, pp. 311 ss.

VOLPE-PUTZOLU, *Assicurazione sulla vita, fondi assicurativi e fondi comuni di investimento*, in *Giur. comm.*, 1984, I, pp. 227 ss.

ID., *L'evoluzione delle assicurazioni sulla vita: problemi giuridici*, in *Ass.*, 1997, I, pp. 23 ss.

ID., *Le polizze Unit linked e Index linked*, in *Ass.*, 2000, I, pp. 233 ss.

Estratto per riassunto della tesi di dottorato

Studente: Elisabetta Piras **matricola:** 955321

Dottorato: Diritto europeo dei contratti civili, commerciali e del lavoro

Ciclo: 22

Titolo della tesi: Le polizze variabili nell'ordinamento giuridico italiano

Abstract:

Il presente lavoro "Le polizze variabili nell'ordinamento giuridico italiano" è articolata in quattro capitoli.

Nel primo capitolo, viene tracciato un quadro generale delle polizze variabili nell'ordinamento giuridico italiano, attraverso una disamina delle cause che hanno indotto le imprese assicurative alla stipulazione di contratti di assicurazione sulla vita caratterizzati da una spiccata componente finanziaria.

Nel secondo e terzo capitolo, che costituiscono il tema centrale del lavoro, vengono esaminate le polizze *unit linked* e *index linked*, nelle quali l'entità del capitale o della rendita, che l'impresa assicurativa deve corrispondere all'assicurato, non è predeterminata al momento della conclusione del contratto, ma varia in funzione dell'andamento di quote di un fondo di investimento o di determinati indici del mercato finanziario. Più specificamente, attraverso l'individuazione dei caratteri di tali fattispecie contrattuali, si è giunti alla loro qualificazione giuridica.

Il quarto capitolo, infine, ha ad oggetto la ricostruzione della disciplina normativa applicabile alle polizze *linked*.

Abstract:

This dissertation, "The variable life insurances under Italian law," is structured in four chapters.

The first chapter gives a general overview of variables policies under Italian law, and analyzes the causes that led insurance companies to conclude variable life insurance.

The second and third chapters, which constitute the central part of this research, deal with unit-linked policies and index-linked. In these two policies the benefits are wholly or partly to be determined by reference to the value, or the income from, property of any description, or by reference to fluctuation in, or in an index of, the value of property of any description. The fourth chapter covers the law applicable to linked insurance policies.

Firma dello studente